

# AS GOOD AS IT GETS

ต้นร้าย (ร้ายกว่าที่คิด) ปลายดี (ดีไม่เท่าที่หวัง)

มันไม่ดีเหมือนที่หวัง

นี่มันลึกกว่าที่คิด!

# InnovestX กลยุทธ์การลงทุน 2Q23 – ต้นร้าย (ร้ายกว่าที่คิด) ปลายดี (ดีไม่เท่าที่หวัง)

**สถานการณ์ “No Landing” ไม่น่าจะเกิดขึ้น** ภาคการผลิตที่ชะลอตัวลงหรือหดตัวอย่างต่อเนื่องทำให้เราเชื่อว่าสถานการณ์ No Landing ไม่น่าจะเกิดขึ้น นอกจากนี้ เรายังเชื่อว่าอัตราเงินเฟ้อที่เร่งตัวขึ้นอีกครั้งเป็นเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นเพียงชั่วคราว และเรายังคงเชื่อว่าอัตราเงินเฟ้อจะลดลงในระยะถัดไป เราเชื่อว่าเฟดจะลดดอกเบี้ยครั้งแรกในการประชุมเดือนพ.ย. ซึ่งจะทำให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายของสหรัฐฯ อยู่ที่ 4.63% ภายในสิ้นปีนี้ ภาคบริการจะปรับตัวแยกลงก่อนลดดอกเบี้ย

**อย่าเพิ่งวางใจเศรษฐกิจไทย** เรายังคงประมาณการเศรษฐกิจไทยในปีที่ 3.0% โดยเรามองว่าความเสี่ยงการส่งออกมีมาก เศรษฐกิจไทยอาจเผชิญกับความเสียหายจากอัตราเงินเฟ้อสูง การเติบโตที่ลดลง และทิศทางดอกเบี้ยสูงที่ยาวนานขึ้นสำหรับเงินเฟ้อ เรามองว่าอัตราเงินเฟ้อจะลดลงอย่างต่อเนื่อง ทำให้เราเชื่อว่า ธปท. พร้อมจะขึ้นดอกเบี้ยอย่างค่อยเป็นค่อยไป โดยจะขึ้นอีก 2 ครั้งในปี 2023 ทำให้ดอกเบี้ยไปอยู่ที่ 2%

**เงินบาทจะอ่อนค่าลงก่อนแล้วแข็งค่าในภายหลัง** เราเชื่อว่าบาทจะอ่อนค่าลงใน 2Q23-3Q23 ก่อนที่จะแข็งค่าขึ้นใน 4Q23 เมื่อเฟดเริ่มลดดอกเบี้ย

**Equity risk premium ต่ำ** การเติบโตที่ต่ำกว่าคาดส่งผลทำให้ equity risk premium ของตลาดหุ้นไทยกลับมาอยู่ที่ระดับต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาว ซึ่งชี้ให้เห็นว่าตลาดหุ้นไทยมีความอ่อนไหวต่อ yield ที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องมากกว่าตลาดหุ้นเกิดใหม่อื่นๆ เนื่องจากตลาดหุ้นไทยคัดกรองความเสี่ยงผ่าน ERP นอกจากนี้ valuation ที่สูงในเชิงเปรียบเทียบทำให้นักลงทุนสถาบันและนักลงทุนต่างชาติยังไม่ต้องการจัดสรรเงินลงทุนเข้ามาเพิ่ม

**ปรับลดประมาณการกำไร** ประมาณการ EPS ปี 2023 ของ consensus ถูกปรับลดลง 3% หลังจากการเติบโตใน 4Q22 อ่อนแอกว่าคาด เนื่องจาก pent-up demand ลดลง และภาคการผลิตและภาคส่งออกอ่อนแอ เราคาดว่าจะเห็นการปรับลดประมาณการกำไรลงอีก เนื่องจากผลประกอบการ 1Q23 มีแนวโน้มเติบโตลดลง

**ผลประกอบการผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว** การกลับมาเปิดประเทศของจีนจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทยผ่านทางช่องทางการค้าสินค้า การท่องเที่ยว และสินค้าโภคภัณฑ์ อุปสงค์ในประเทศยังคงแข็งแกร่ง ดังนั้นการเติบโตของรายได้โดยรวมคาดว่าจะเริ่มฟื้นตัวพร้อมกับแรงกดดันด้านต้นทุนที่ลดลงตั้งแต่ 2Q23 เป็นต้นไป และจะเริ่มฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งใน 2H23

**ซื้อเมื่อย่อตัวในช่วงปลาย 2Q23 และลงทุนแบบ selective** เศรษฐกิจมีแนวโน้มที่จะเติบโตในระดับที่ไม่น่าประทับใจ และกำไรของบริษัทจดทะเบียนใน 1Q23 จะยังคงอยู่ภายใต้แรงกดดัน ราคาหุ้นไทยปรับตัวสวนทางกับวัฏจักรธุรกิจ โดยมีแนวโน้มที่บรรจบกันที่ขาลงในช่วงครึ่งแรกของ 2Q23 ซึ่งสอดคล้องกับช่วงที่ผลประกอบการทำจุดต่ำสุด เศรษฐกิจมีแนวโน้มที่จะปรับตัวลงถึงจุดต่ำสุดอย่างเห็นได้ชัดเจนมากขึ้นภายในกลาง 2Q23 การปรับฐานของราคาหุ้นเป็นโอกาสที่ดีในการเข้าสะสมเพื่อรอการฟื้นตัวใน 2H23

**เห็นภาพการฟื้นตัวที่ชัดเจน** ตลาดมีความผันผวนสูง เราจึงเห็นโอกาสในการเข้าซื้อหุ้นที่มีงบดุลดี ได้ประโยชน์จากการเปิดประเทศ อุปสงค์ในประเทศที่แข็งแกร่ง และเห็นภาพการฟื้นตัวที่ชัดเจน หุ้นเด่นใน 2Q23 ของเรา คือ AU CPALL KCE PTTGC และ SCGP



# แนวโน้มเศรษฐกิจ 2Q23

# เศรษฐกิจโลก 2Q23: สถานการณ์ “No Landing” ไม่น่าจะเกิดขึ้น

- มุมมองหลักของเราในไตรมาสที่ผ่านมา คือ เราเชื่อว่า: (1) เศรษฐกิจโลกจะชะลอตัวลง โดยเฉพาะในประเทศที่พัฒนาแล้ว; (2) อัตราเงินเฟ้อทำจุดสูงสุดไปแล้ว และจะค่อยๆ ลดลงและ (3) อัตราดอกเบี้ยนโยบายของสหรัฐฯ อาจปรับลดลงตั้งแต่ 3Q23
- ปัจจุบันเศรษฐกิจดูเหมือนจะขยายตัวได้ดีเกินคาด ขณะที่อัตราเงินเฟ้อยังชะลอตัวแต่น้อยกว่าคาด อัตราเงินเฟ้อที่สูงอย่างต่อเนื่องทำให้ธนาคารกลางต้องขึ้นดอกเบี้ยยาวนานขึ้น (higher for longer) สถานการณ์ภายใน 3 เดือนข้างหน้าคือสิ่งที่ตลาดเรียกว่า “No Landing Scenario” อย่างไรก็ตาม การศึกษาของเราพบว่าภาคการผลิตในเดือนธ.ค. 2022 ชะลอตัวลงสู่ระดับก่อนเกิด Covid แล้ว และมีแนวโน้มหดตัวลง “ภาคการผลิตที่ชะลอตัวลงหรือหดตัว” อย่างต่อเนื่องทำให้เราเชื่อว่าสถานการณ์ “No Landing” ไม่น่าจะเกิดขึ้น นอกจากนี้ เรายังเชื่อว่าอัตราเงินเฟ้อที่เร่งตัวขึ้นอีกครั้งเป็นเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นเพียงชั่วคราว และเรายังคงเชื่อว่าอัตราเงินเฟ้อจะลดลงในระยะถัดไป
- สำหรับทิศทางอัตราดอกเบี้ยสหรัฐฯ ในระยะถัดไป เราได้ทำการวิเคราะห์ภาพรวมเศรษฐกิจสหรัฐฯ ในปัจจุบันผ่านการวิเคราะห์ Economic Heatmap ของสหรัฐฯ และพบว่า 1) ดอกเบี้ยขาขึ้นครั้งนี้ขึ้นเร็วและแรงกว่าสองครั้งก่อน (วิกฤตดอทคอมปี 2000 และวิกฤตซับไวมปี 2008) ดังนั้นการลดดอกเบี้ยน่าจะเกิดขึ้นเร็วกว่าสองครั้งก่อน 2) การหดตัวของการทำงานนอกภาคเกษตรเป็นตัวชี้นำที่ดีถึงการลดดอกเบี้ย 3) ก่อนลดดอกเบี้ย ภาคบริการจะปรับตัวแยกลง 4) เราเชื่อว่าการลดดอกเบี้ยครั้งแรกจะเกิดขึ้นในการประชุมเดือนพ.ย. ซึ่งจะช่วยให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายของสหรัฐฯ อยู่ที่ 4.63% ภายในสิ้นปีนี้

# เศรษฐกิจไทย 2Q23: อย่างเพิ่งวางใจ

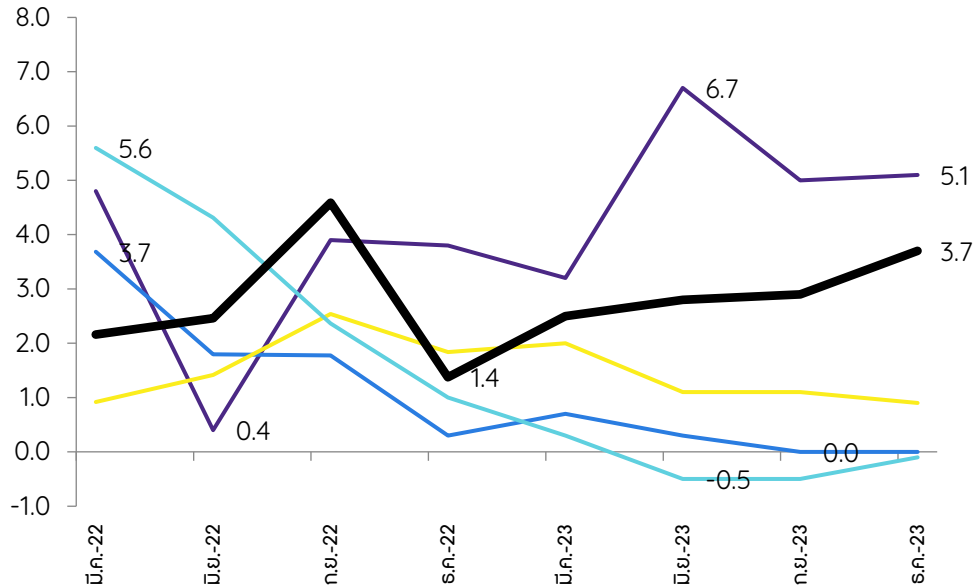
- ในส่วนของภาพเศรษฐกิจไทยนั้น มุมมองเราค่อนข้างตรงกับสภาพัฒน์ฯ ซึ่งปรับลดประมาณการเศรษฐกิจไทยปี 2023 จาก 3.5% เป็น 3.2% (ค่ากลาง) ขณะที่มุมมองของเรานั้น ยังคงประมาณการเศรษฐกิจไทยในปีนี้ที่ 3.0% โดยเรามองว่าความเสี่ยงการส่งออกมีมาก เราเชื่อว่าการส่งออกจะไม่ขยายตัวในปีนี้ ขณะที่การบริโภคภาคเอกชนจะขยายตัว 4.0% สูงกว่าประมาณการของสภาพัฒน์ฯ ที่ 3.2% ขณะที่จำนวนนักท่องเที่ยวนั้น เรามองว่าจะมีนักท่องเที่ยวเข้าประเทศในปีนี้ประมาณ 25 ล้านคน แต่รายได้ต่อหัวจะน้อยกว่าปีที่ผ่านมา
- โดยสรุปแล้ว เราเชื่อว่าสถานการณ์ “No Landing” ไม่น่าจะเกิดขึ้น แต่เศรษฐกิจโลกและเศรษฐกิจไทยอาจเผชิญกับความเสี่ยงจากอัตราเงินเฟ้อสูง การเติบโตที่ลดลง และทิศทางดอกเบี้ยสูงที่ยาวนานขึ้น (higher for longer)
- มุมมองของเราต่อเงินบาท: ปัจจัยพื้นฐานบ่งชี้ว่าเงินบาทจะอ่อนค่าลง เราเชื่อว่าบาทจะอ่อนค่าลงใน 2Q23 และ 3Q23 ก่อนที่จะแข็งค่าขึ้นใน 4Q23 เมื่อเฟดเริ่มลดดอกเบี้ย สำหรับเงินเฟ้อ เรามองว่าอัตราเงินเฟ้อจะลดลงอย่างต่อเนื่อง ทำให้เราเชื่อว่ารปท. พร้อมจะขึ้นดอกเบี้ยอย่างค่อยเป็นค่อยไป โดยจะขึ้นอีก 2 ครั้งในปี 2023 ทำให้ดอกเบี้ยไปอยู่ที่ 2%

# 'NO LANDING SCENARIO'

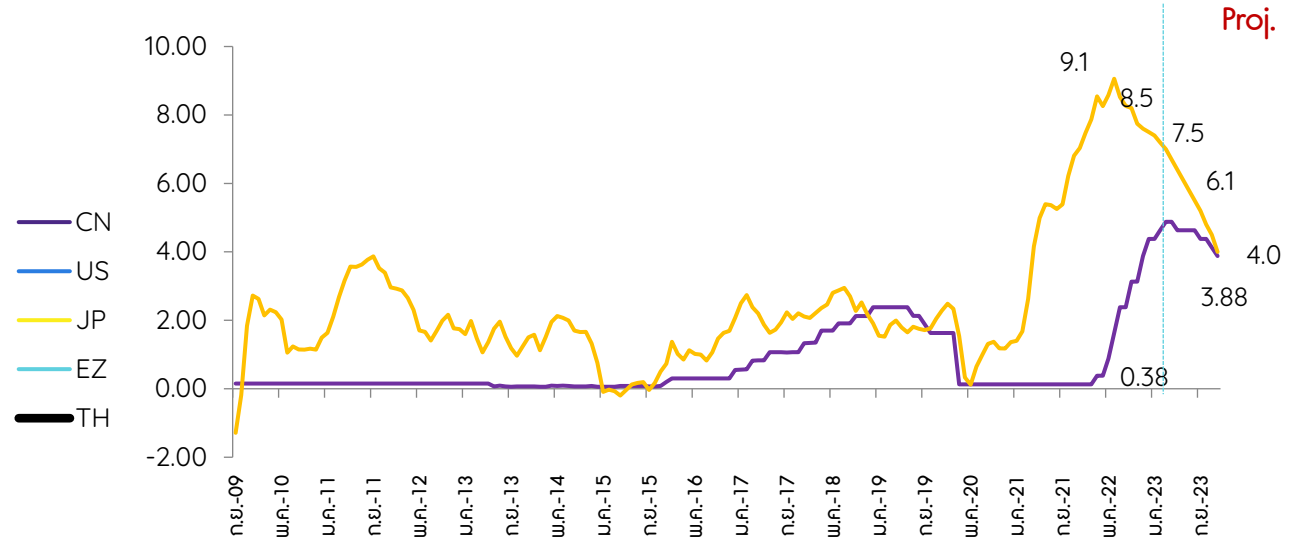
# สรุปกลยุทธ์การลงทุน 1Q23: เศรษฐกิจถดถอยใน DM, เฟดลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายภายใน 3Q23

มุมมองหลักของเราในไตรมาสที่ผ่านมา คือ เราเชื่อว่า: (1) เศรษฐกิจโลกจะชะลอตัวลง โดยเฉพาะในประเทศที่พัฒนาแล้ว; (2) อัตราเงินเฟ้อทำจุดสูงสุดไปแล้ว และจะค่อยๆ ลดลง และ (3) อัตราดอกเบี้ยนโยบายของสหรัฐฯ (Fed Funds Rate) อาจปรับลดลงตั้งแต่ 3Q23

ประมาณการ GDP รายไตรมาส 5 ประเทศเศรษฐกิจหลักของ INVX (พ.ย. 2022, % YoY)



ประมาณการอัตราดอกเบี้ยนโยบายและอัตราเงินเฟ้อทั่วไปของสหรัฐฯ (%)

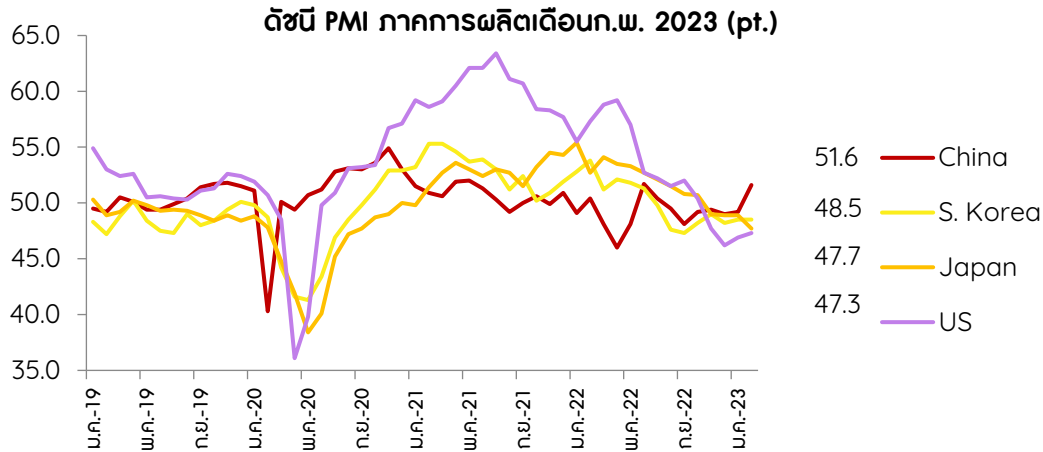


ประมาณการอัตราดอกเบี้ยนโยบายและอัตราเงินเฟ้อทั่วไปสหรัฐฯ ของ INVX (%; พ.ย. 2022)

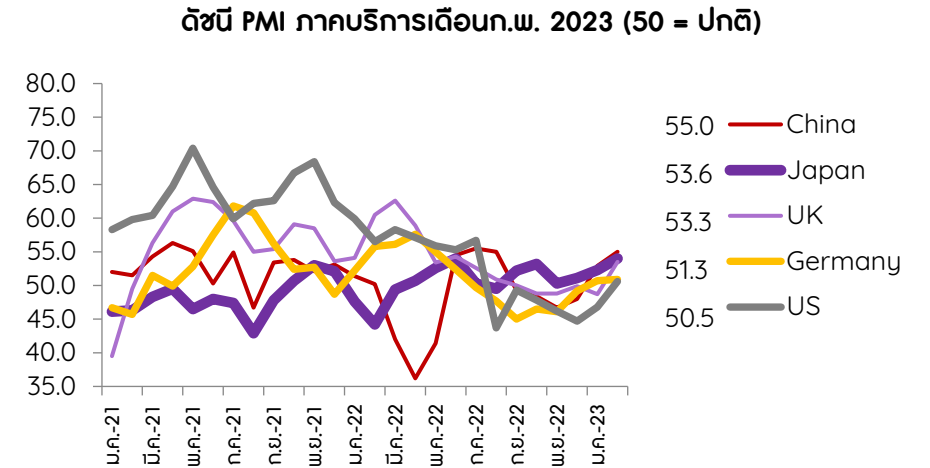
2023	Jan (f)	Feb (f)	Mar (f)	Apr (f)	May (f)	Jun (f)	Jul (f)	Aug (f)	Sep (f)	Oct (f)	Nov (f)	Dec (f)
CPI (INVX proj.)	7.4	7.2	7.0	6.7	6.4	6.1	5.8	5.5	5.2	4.8	4.5	4.0
FFR	4.38	4.63	4.88	4.88	4.88	4.88	4.63	4.63	4.38	4.38	4.13	3.88
Chg	-	0.25	0.25	-	0.0	0.0	-0.25	-	-0.25	-	-0.25	-0.25

# ใน 1Q23 เศรษฐกิจดูเหมือนจะขยายตัวได้ดีกว่าคาด; ในขณะที่ IMF ปรับเพิ่มประมาณการเศรษฐกิจ

ดัชนี PMI ภาคการผลิตของประเทศหลัก (ยกเว้นจีน) ยังคงอยู่ในแดนลบ แม้ว่าจะฟื้นตัวขึ้นมาเล็กน้อย



ดัชนี PMI ภาคการบริการเบื้องต้น (Flash services PMI) แสดงสัญญาณฟื้นตัวชัดเจนมากขึ้นในเดือนก.พ.



GDP growth forecast	2022F		2023F		2024F
	Oct 2022	Jan 2023	Oct 2022	Jan 2023	Jan 2023
Global GDP	3.2	3.4	2.7	2.9	3.1
Advanced economies	2.4	2.7	1.1	1.2	1.4
Emerging economies	3.7	3.9	3.7	4.0	4.2
US	1.6	2.0	1.0	1.4	1.0
Eurozone	3.1	3.5	0.5	0.7	1.6
Japan	1.7	1.4	1.6	1.8	0.9
China	3.2	3.0	4.4	5.2	4.5
Thailand	2.8	3.2	3.7	3.7	3.6

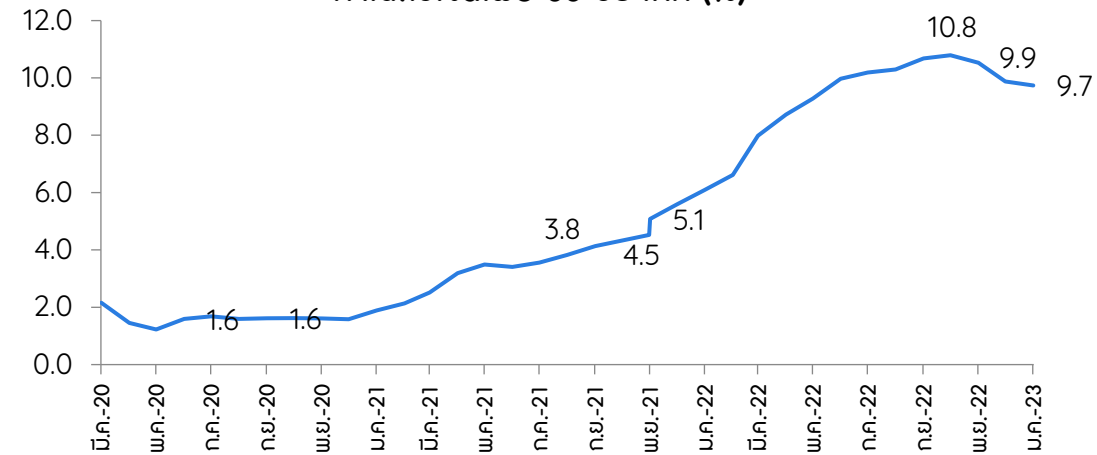


# การศึกษาอัตราเงินเฟ้อทั่วโลกของ INVX แสดงให้เห็นว่าอัตราเงินเฟ้อยังคงชะลอตัวลง แต่น้อยกว่าคาด

Region	03/2020	06/2020	09/2020	12/2020	03/2021	06/2021	09/2021	12/2021	03/2022	06/2022	09/2022	12/2022	01/2023
China	4.3	2.5	1.7	0.2	0.4	1.1	0.7	1.5	1.5	2.5	2.8	1.8	2.1
India	5.8	6.2	7.3	4.6	5.5	6.3	4.3	5.7	7.0	7.0	7.4	5.7	6.5
Indonesia	3.0	2.0	1.4	1.7	1.4	1.3	1.6	1.9	2.6	4.3	6.0	5.5	5.3
Japan	0.6	0.1	-0.2	-1.2	-0.4	-0.4	0.2	0.8	1.2	2.3	3.0	4.0	4.4
Malaysia	-0.2	-1.9	-1.4	-1.4	1.7	3.4	2.2	3.2	2.2	3.4	4.5	3.8	3.7
Philippines	2.5	2.5	2.3	3.5	4.5	4.1	4.8	3.1	4.0	6.1	6.9	8.1	8.7
Singapore	0.0	-0.5	0.0	0.0	1.3	2.4	2.5	4.0	5.4	6.7	7.5	6.5	6.6
South Korea	1.0	0.0	1.0	0.5	1.5	2.4	2.5	3.7	4.1	6.0	5.6	5.0	5.2
Taiwan	0.0	-0.7	-0.6	0.0	1.2	1.8	2.6	2.6	3.3	3.6	2.8	2.7	2.7
Thailand	-0.5	-1.6	-0.7	-0.3	-0.1	1.2	1.7	2.2	5.7	7.7	6.4	5.9	5.0
Vietnam	4.9	3.2	3.0	0.2	1.2	2.4	2.1	1.8	2.4	3.4	3.9	4.5	4.9
European U	1.1	0.7	0.2	0.2	1.7	2.2	3.6	5.3	7.8	9.6	10.9	10.4	10.0
Finland	0.6	0.0	0.2	0.2	1.3	2.0	2.5	3.5	5.8	7.8	8.1	9.1	8.4
France	0.7	0.2	0.0	0.0	1.1	1.5	2.2	2.8	4.5	5.8	5.6	5.9	6.0
Germany	1.4	0.9	-0.2	-0.3	1.7	2.3	4.1	5.3	7.3	7.6	10.0	8.6	8.7
Greece	0.0	-1.6	-2.0	-2.3	-1.6	1.0	2.2	5.1	8.9	12.1	12.0	7.2	7.0
Iceland	2.1	2.7	3.5	3.6	4.3	4.2	4.4	5.1	6.7	8.8	9.3	9.6	9.9
Ireland	0.7	-0.4	-1.2	-1.0	0.0	1.6	3.7	5.5	6.7	9.1	8.2	8.2	7.8
Italy	0.1	-0.2	-0.6	-0.2	0.8	1.3	2.5	3.9	6.5	8.0	8.9	11.6	10.1
Netherlands	1.4	1.6	1.1	1.0	1.9	2.0	2.7	5.7	9.7	8.6	14.5	9.6	7.6
Norway	0.7	1.4	1.6	1.4	3.1	2.9	4.1	5.3	4.5	6.3	6.9	5.9	7.0
Poland	4.6	3.3	3.2	2.4	3.2	4.4	5.9	8.6	11.0	15.5	17.2	16.6	17.2
Portugal	0.0	0.1	-0.1	-0.2	0.5	0.5	1.5	2.7	5.3	8.7	9.3	9.6	8.4
Russian Fec	3.1	2.6	2.5	2.1	3.1	3.9	6.3	8.4	16.7	15.9	13.7	11.9	11.8
Spain	2.5	3.2	3.7	4.9	5.8	6.5	7.4	6.5	9.8	10.2	8.9	5.7	5.9
Sweden	0.6	0.7	0.4	0.5	1.7	1.3	2.5	3.9	6.0	8.7	10.8	12.3	11.7
Switzerland	-0.5	-1.3	-0.8	-0.8	-0.2	0.6	0.9	1.5	2.4	3.4	3.3	2.8	3.3
Turkey	11.9	12.6	11.8	14.6	16.2	17.5	19.6	36.1	61.1	78.6	83.5	64.3	57.7
United King	1.5	0.6	0.5	0.6	0.7	2.5	3.1	5.4	7.0	9.4	10.1	10.5	10.1
Egypt	5.1	5.6	3.7	5.4	4.5	4.9	6.6	5.9	10.5	13.2	15.0	21.3	25.8
South Africa	4.1	2.2	3.0	3.1	3.2	4.9	5.0	5.9	5.9	7.4	7.5	7.2	6.9
Brazil	3.3	2.1	3.1	4.5	6.1	8.3	10.2	10.1	11.3	11.9	7.2	5.8	5.8
Canada	0.9	0.7	0.5	0.7	2.2	3.1	4.4	4.8	6.7	8.1	6.9	6.3	5.9
Chile	3.7	2.6	3.1	3.0	2.9	3.8	5.3	7.2	9.4	12.5	13.7	12.8	12.3
Mexico	3.2	3.3	4.0	3.2	4.7	5.9	6.0	7.4	7.5	8.0	8.7	7.8	7.9
US	1.5	0.6	1.4	1.4	2.6	5.4	5.4	7.0	8.5	9.1	8.2	6.5	6.4

- การศึกษาอัตราเงินเฟ้อทั่วโลกของเราพบว่าอัตราเงินเฟ้อเริ่มลดลงในอัตราที่ช้าลง หรือเร่งตัวขึ้นในเดือนม.ค. ในหลายๆ ประเทศ เช่น จีน อินเดีย ฟิลิปปินส์ เกาหลีใต้ เวียดนาม ฝรั่งเศส และนอร์เวย์
- การศึกษาของเราพบว่าอัตราเงินเฟ้อใน 17 ประเทศจาก 36 ประเทศเริ่มเร่งตัวขึ้นจากเดือนก่อนหน้า ในขณะที่ค่าเฉลี่ยเงินเฟ้อ 36 ประเทศยังคงชะลอตัวลง แต่ในอัตราที่ช้าลงในเดือนม.ค.

ค่าเฉลี่ยเงินเฟ้อ 36 ประเทศ (%)

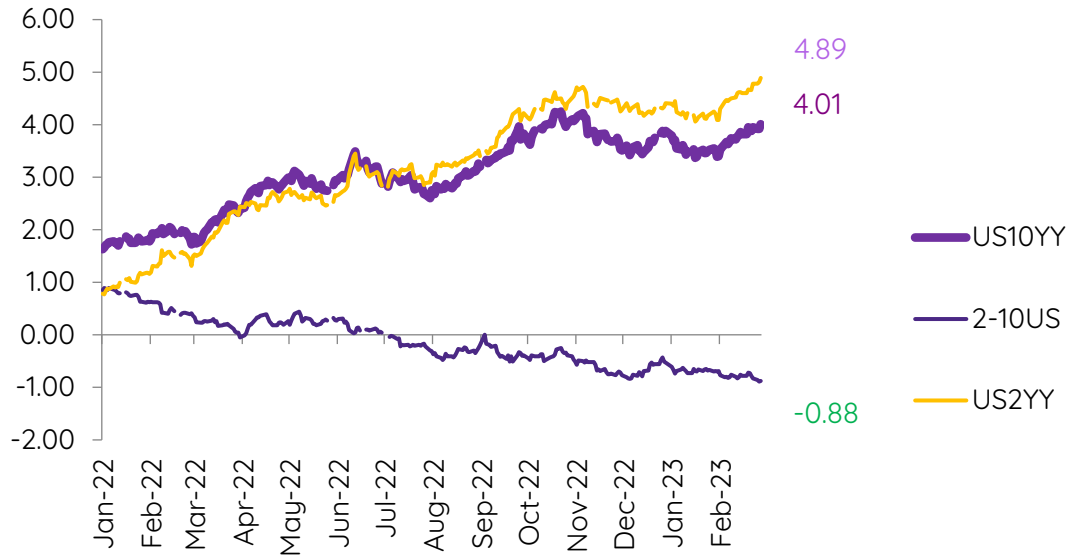


Source: CEIC, INVX Research

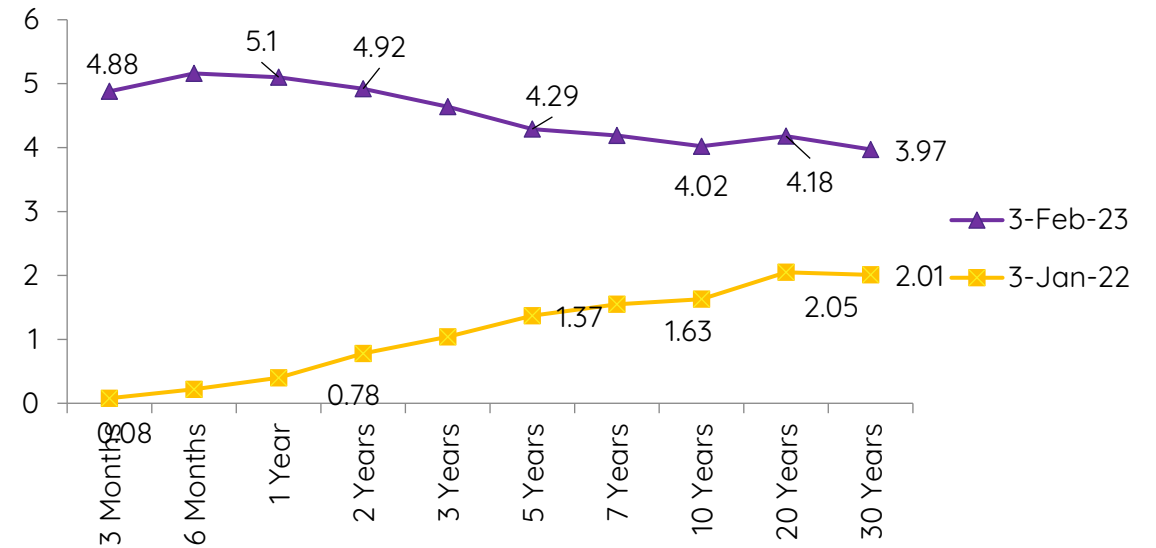
# อัตราเงินเฟ้อที่สูงต่อเนื่องทำให้คาดการณ์การกลางต่างๆ อาจต้องขึ้นดอกเบี้ยสูงยาวนานขึ้น (higher for longer)

ในสหรัฐฯ เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยนโยบายสูงสุด (terminal rate) คาดว่าจะปรับขึ้นเพื่อรับมือกับอัตราเงินเฟ้อที่ยังสูงต่อเนื่อง อัตราผลตอบแทนพันธบัตร โดยเฉพาะระยะสั้นถึงระยะกลางจะเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ อัตราผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 1 ปี อยู่ที่ระดับสูงกว่า 5% ในขณะที่อายุ 2 ปี และ 10 ปี อยู่ที่ประมาณ 5% และ 4% ตามลำดับ

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯ อายุ 2 ปี และ 10 ปี (%)



US Treasury yield curve

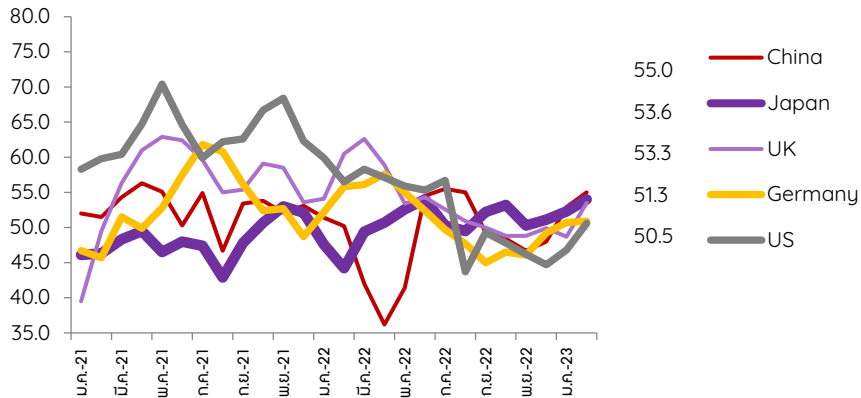


Source: CEIC, NESDC, BOT, FPO, INVX Research

# สถานการณ์ภายใน 3 เดือนข้างหน้าคือสิ่งที่ตลาดเรียกว่า “No Landing Scenario”

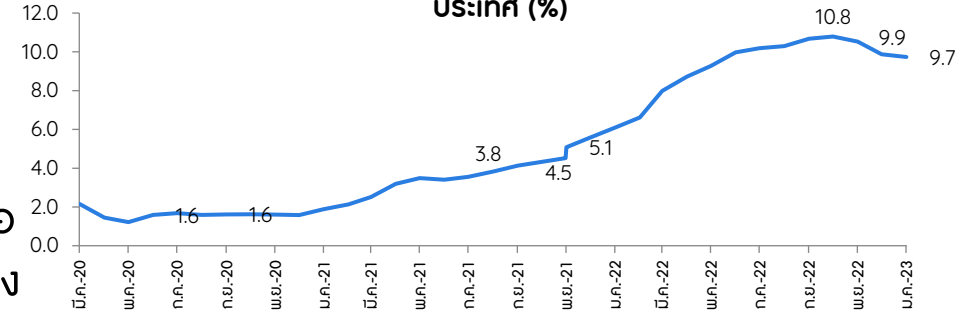
ในสถานการณ์ตรงกันข้ามกับ "Soft Landing" หรือ "Hard Landing" สถานการณ์ "No Landing" คือ สถานการณ์ที่เศรษฐกิจยังเติบโตอย่างแข็งแกร่ง ในขณะที่อัตราเงินเฟ้อยังสูงต่อเนื่อง แม้ว่าภาวะการเงินจะตึงตัวก็ตาม ดังนั้นธนาคารต่างๆ จึงจำเป็นต้องปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายสู่ระดับที่สูงอย่างมาก (เช่น 9%) เพื่อลดความร้อนแรงของเงินเฟ้อ

ดัชนี PMI ภาคการบริการเดือนก.พ. 2023 (50 = ปกติ)



ค่าเฉลี่ยอัตราเงินเฟ้อ 36

ประเทศ (%)



เศรษฐกิจ  
เติบโต  
แข็งแกร่ง

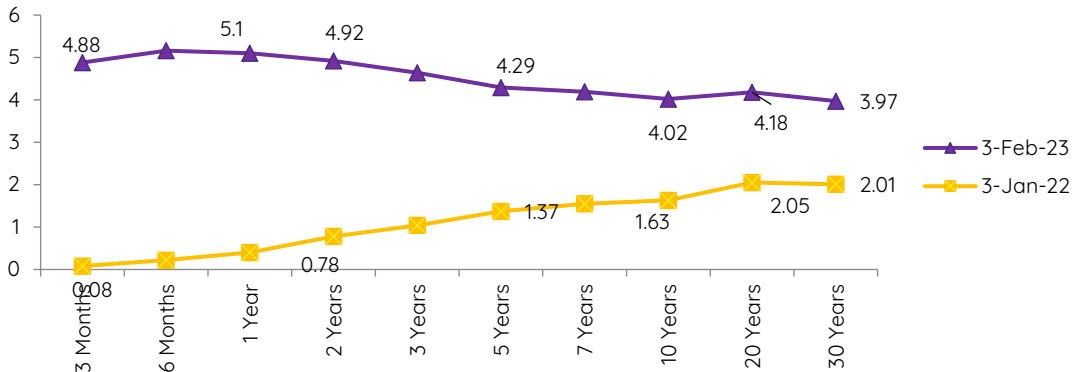
อัตราเงินเฟ้อ  
ยังสูงต่อเนื่อง



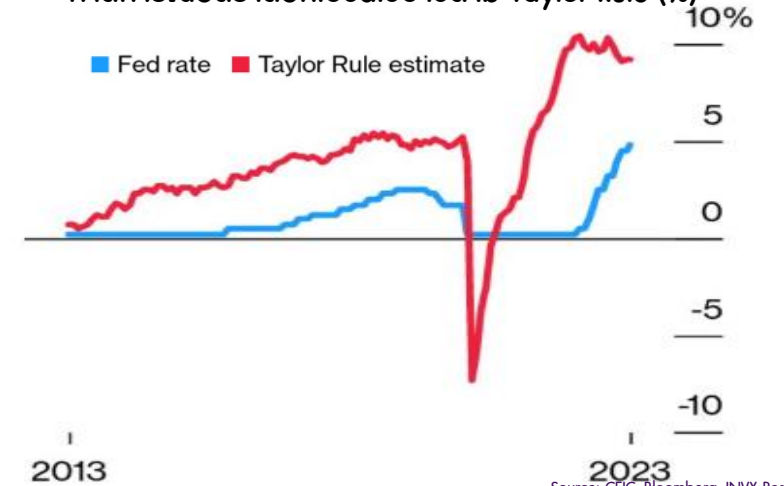
ปรับอัตรา  
ดอกเบี้ย  
เพิ่มขึ้น



US Treasury yield curve



อัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Fed Funds Rate) และ  
คาดการณ์อัตราดอกเบี้ยนโยบายตาม Taylor Rule (%)

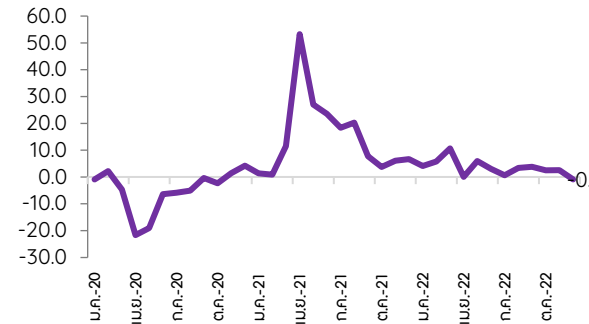


Source: CEIC, Bloomberg, INX Research

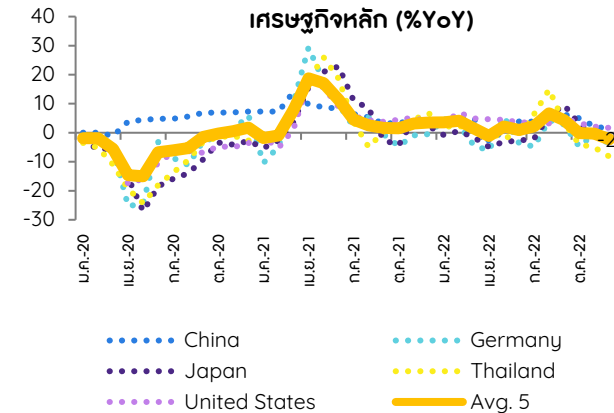
# “ภาคการผลิตที่ชะลอตัวลงหรือหดตัวมากขึ้น” ทำให้เราเชื่อว่าสถานการณ์ “No Landing” ไม่น่าจะเกิดขึ้น

	3/2020	6/2020	9/2020	12/2020	3/2021	6/2021	9/2021	12/2021	3/2022	6/2022	7/2022	8/2022	9/2022	10/2022	11/2022	12/2022	
Argentina	-16.5	-6.2	3.7	5.6	33.1	19.2	9.6	10.3	3.3	7.1	5.3	7.5	3.9	3.3	1.0	-2.7	Argentina
Belgium	-0.9	-6.6	-1.5	-1.1	17.1	38.6	17.8	15.7	4.6	-13.7	-8.0	-7.3	1.2	-2.6	4.0	-5.0	Belgium
Chile	1.0	-2.7	1.9	-3.8	3.0	6.2	-0.6	1.7	0.9	-1.6	-5.1	-5.1	-1.5	-4.3	-5.1	-1.0	Chile
China	-1.1	4.8	6.9	7.3	14.1	8.3	3.1	4.3	5.0	3.9	3.8	4.2	6.3	5.0	2.2	1.3	China
Denmark	-2.7	-1.1	-1.5	-0.1	5.9	7.7	4.7	11.6	13.4	22.3	11.7	13.7	19.2	8.9	10.1	22.9	Denmark
Finland	4.6	-2.8	-3.6	0.0	-1.4	4.0	6.5	11.9	4.6	9.3	0.8	5.0	5.2	0.5	-2.7	-1.6	Finland
France	-15.5	-7.7	-4.2	-0.5	16.7	9.9	0.1	2.2	-4.4	-3.6	-4.8	4.3	2.8	-4.8	-0.4	-3.9	France
Germany	-5.3	-3.2	-2.7	5.9	10.4	9.9	-0.6	-0.5	-4.4	-3.6	-4.8	4.3	2.8	-4.8	-0.4	-3.9	Germany
Hungary	-5.6	-7.4	2.3	7.6	16.2	21.7	-2.6	6.8	3.9	1.7	3.6	14.4	11.7	6.0	0.6	2.0	Hungary
India	-18.7	-16.6	1.0	2.2	24.2	13.8	4.4	1.0	2.2	12.6	2.2	-0.7	3.3	-4.2	7.3	4.3	India
Italy	-27.4	-11.2	-1.7	1.6	42.5	14.4	5.1	8.1	4.0	-1.1	-4.3	2.8	-0.4	-1.6	-3.4	-5.8	Italy
Japan	-5.4	-18.4	-9.1	-2.9	3.6	22.9	-2.5	2.2	-1.7	-2.8	-2.0	5.8	9.6	3.0	-0.9	-2.4	Japan
Jordan	-17.1	-2.7	0.0	-7.0	18.8	8.7	4.8	3.9	11.3	1.5	2.0	-0.7	2.6	5.1	1.4	-3.8	Jordan
South Korea	7.0	-1.1	7.4	2.8	4.7	12.2	-1.0	7.1	3.7	1.4	1.5	1.5	0.6	-1.1	-3.4	-7.3	South Korea
Malaysia	-5.0	0.1	1.5	1.7	9.4	1.1	2.1	5.9	5.1	12.1	12.5	13.5	10.8	4.6	4.8	3.0	Malaysia
Mexico	-3.9	-15.7	-5.3	-2.2	1.0	11.9	-0.3	2.2	2.6	3.7	2.8	3.9	3.9	3.2	3.5	3.0	Mexico
Mongolia	-25.1	-2.2	9.5	16.9	111.2	39.2	63.5	30.4	-31.9	-4.8	-6.1	-9.4	-10.7	15.5	25.3	10.9	Mongolia
Netherlands	-1.4	-7.5	-5.0	-0.6	1.8	11.7	6.3	5.9	0.8	2.1	1.3	1.6	3.3	2.0	-0.6	0.7	Netherlands
Norway	11.2	9.0	11.3	5.9	-1.1	4.6	10.1	0.7	2.1	-2.4	-1.5	2.8	-2.7	-0.2	1.5	-2.7	Norway
Pakistan	-21.7	-11.9	3.9	8.7	22.8	24.0	7.6	5.4	26.2	11.9	-1.9	0.0	-2.7	-7.6	-6.1	-3.5	Pakistan
Peru	-33.0	-12.2	-2.4	9.9	50.2	20.0	8.4	2.6	4.2	5.5	2.4	0.5	0.4	0.2	-2.0	-4.6	Peru
Philippines	-20.3	-80.6	-56.7	-14.8	-73.1	448.2	124.3	19.2	345.9	0.0	3.7	4.8	4.6	6.4	5.9	4.8	Philippines
Poland	-2.4	0.5	5.7	11.1	18.6	18.1	8.7	16.3	15.4	10.4	7.1	10.9	9.8	6.6	4.4	1.0	Poland
Portugal	-4.2	-11.6	4.2	-5.7	7.5	10.6	-4.5	1.7	-0.2	3.0	-0.8	3.9	0.0	-2.0	-0.2	1.3	Portugal
Romania	-12.7	-11.0	0.2	2.7	13.6	12.1	-4.0	1.9	-1.9	-1.9	-2.9	-0.9	1.0	0.3	-3.5	-10.2	Romania
Russian Fed	2.8	-6.6	-3.5	3.7	2.8	11.3	7.8	7.5	2.3	-2.5	-0.5	0.0	-3.1	-2.6	-1.8	-4.3	Russian Fed
Saudi Arabia	-3.3	-22.2	-7.5	-7.6	-14.5	11.9	6.5	11.2	24.8	20.8	17.7	16.8	15.7	14.1	8.6	7.3	Saudi Arabia
Singapore	21.5	-6.1	25.9	17.1	9.3	28.4	-2.0	16.7	4.2	3.0	1.4	0.6	1.4	-1.1	-3.8	-3.1	Singapore
South Africa	-6.7	-14.3	-3.2	0.6	4.8	11.8	0.5	-0.7	0.2	-3.7	4.0	2.0	2.7	1.0	-1.8	-4.7	South Africa
Spain	-12.1	-10.1	-0.6	2.2	15.4	11.1	1.1	3.1	0.3	6.6	1.3	5.4	3.6	2.4	-1.5	-3.4	Spain
Sweden	2.7	-3.5	0.3	6.9	7.0	15.0	2.4	5.9	1.6	-0.8	6.8	5.1	5.1	2.2	-2.1	-1.9	Sweden
Switzerland	0.2	-4.0	-1.6	5.4	14.8	15.5	6.7	10.2	4.5	7.0	-1.8	6.6	11.5	11.0	1.1	3.4	Switzerland
Taiwan	11.9	7.2	11.7	10.3	16.7	18.1	12.1	8.7	2.4	0.5	1.6	3.3	-4.5	-4.3	-5.6	-7.9	Taiwan
Thailand	-11.0	-18.0	-3.1	-2.7	5.8	18.6	0.4	6.7	0.4	-0.2	6.4	14.9	3.3	-4.0	-5.1	-8.2	Thailand
Turkey	-0.9	17.7	11.3	12.3	20.1	23.7	8.9	14.4	10.2	9.5	3.9	4.9	1.2	3.8	-1.0	-1.2	Turkey
United Kingdom	0.9	1.5	7.5	10.2	13.1	11.8	2.4	-1.9	-2.0	-3.2	-6.4	-4.1	-5.2	-4.5	-3.9	-5.7	United Kingdom
United States	-4.8	-10.5	-6.9	-3.6	1.2	8.9	3.8	3.5	4.9	3.6	3.4	3.2	5.0	3.2	2.1	1.7	United States
Vietnam	5.4	7.0	3.8	9.5	3.9	4.9	-7.5	8.7	9.1	9.1	9.5	11.3	10.3	5.5	5.3	0.2	Vietnam

ค่าเฉลี่ยดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรม 45 ประเทศ (%)

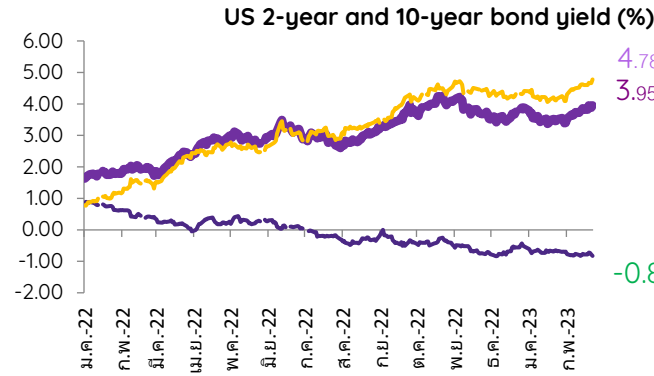
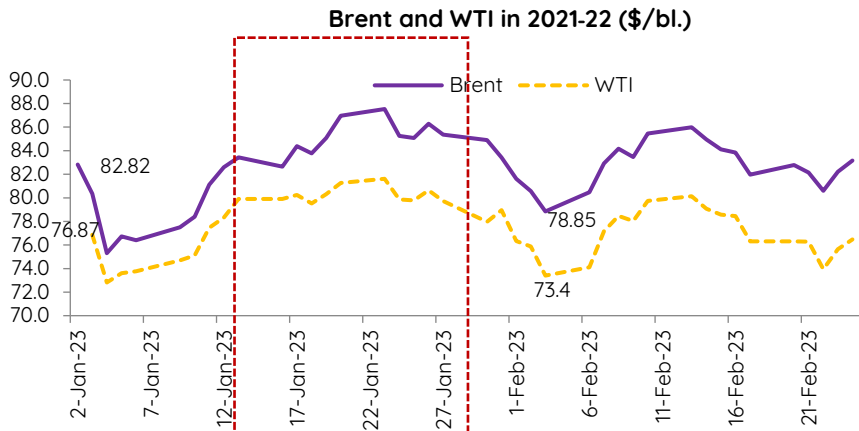


ดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรมของ 5 ประเทศ เศรษฐกิจหลัก (%YoY)

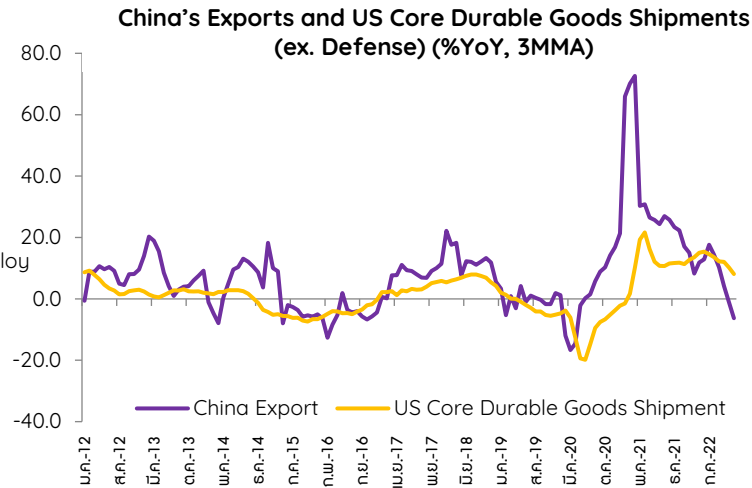
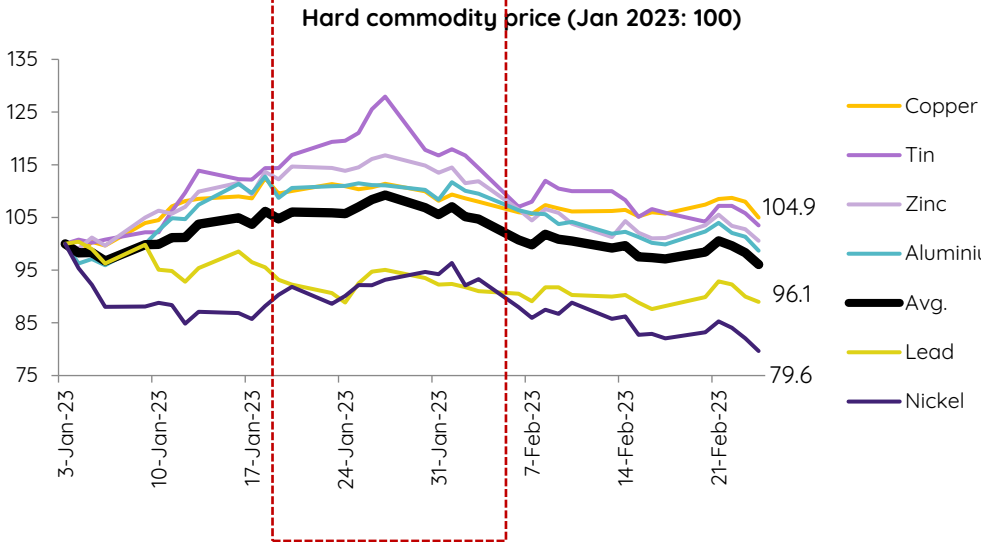


- งานศึกษาการผลิตภาคอุตสาหกรรมโลกของเราพบว่าการผลิตในเดือนธ.ค. 2022 ชะลอลงในระดับใกล้เคียงกับก่อนเกิดวิกฤต Covid แล้ว ซึ่งส่วนหนึ่งเป็นผลจากต้นทุนค่าครองชีพ รวมถึงทิศทางดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้นทำให้ความต้องการสินค้าอุตสาหกรรมลดลง
- จากการติดตามดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรม พบว่ามี 30 ใน 42 ประเทศ ที่ดัชนีมีทิศทางชะลอลงหรือหดตัวมากขึ้น
- ภาพดังกล่าว ทำให้เราเชื่อว่าภาคอุตสาหกรรมจะยังคงชะลอตัวต่อเนื่องตามทิศทางนโยบายการเงินที่จะยังคงเข้มงวดประกอบกับเงินออมของประชาชนที่เริ่มหมดลง ขณะที่สินค้าคงคลังที่ยังเหลืออยู่จากการเร่งผลิตในช่วงก่อนหน้าทำให้ผู้ประกอบการจะไม่รีบกลับมาเร่งการผลิตอีกครั้ง ซึ่งจะกระทบต่อการค้าระหว่างประเทศและการลงทุนภาคเอกชนในระยะถัดไป

# เราเชื่อว่าอัตราเงินเฟ้อที่เร่งตัวขึ้นอีกครั้งเป็นเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นเพียงชั่วคราว แต่จะจับตาอย่างใกล้ชิด



US10Y  
2-10US  
US2Y

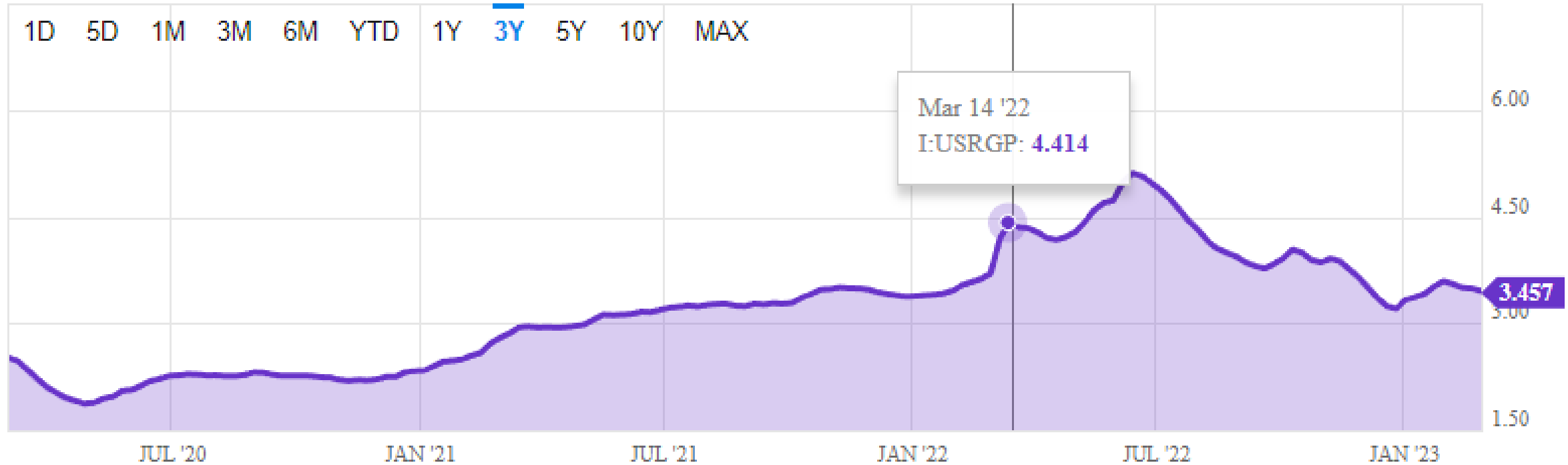


- เราเชื่อว่าเงินเฟ้อเดือน ม.ค. ที่เพิ่มขึ้นบางส่วนเป็นปัจจัยชั่วคราว ทั้งจาก (1) การเปิดประเทศของจีน ทำให้แรงกดดันราคาสินค้าโภคภัณฑ์สูงขึ้น แต่ในปัจจุบันราคาสินค้าโภคภัณฑ์เริ่มลดลงแรงมากขึ้น ซึ่งช่วยลดแรงกดดันเงินเฟ้อ (2) ต้นทุนทางการเงินที่ปรับเพิ่มขึ้นมาก โดยเฉพาะผลตอบแทนพันธบัตร 10 ปีที่ปรับเพิ่มขึ้น จะทำให้ต้นทุนทางการเงินภาคธุรกิจเพิ่มขึ้น กดดันเศรษฐกิจและเงินเฟ้อ (3) ตัวเลขเศรษฐกิจจริงของสหรัฐฯ ชะลอลงตามทิศทางเศรษฐกิจโลก ซึ่งจะช่วยลดแรงกดดันเงินเฟ้อได้ระดับหนึ่ง (4) ปัจจัยเรื่องฐานที่สูงในเดือน มิ.ค. ปี 2022 ทำให้เงินเฟ้อในเดือน มิ.ค. เป็นต้นไปไม่สูงมากนัก
- อย่างไรก็ตาม เรายังคงจับตาแรงกดดันเงินเฟ้ออย่างต่อเนื่อง หากมีแรงที่มากขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะหากมีสัญญาณชัดเจนขึ้นว่าเงินเฟ้อจากภาคความต้องการซื้อมีมากขึ้น อาจทำให้ Fed ต้องขึ้นดอกเบี้ยแรงและยาวนานขึ้น และนำไปสู่ความเสี่ยงเศรษฐกิจถดถอยในระยะถัดไป



# (เสริม) ปัจจัยเรื่องฐานที่สูงในปี 2022 จะทำให้อัตราเงินเฟ้อลดลงในปี 2023 (YoY)

ถ้าราคาขายปลีกน้ำมันเบนซินอยู่ที่ 3.5 ดอลลาร์ต่อแกลลอนในเดือนมี.ค. แรงกดดันต่อเงินเฟ้อจะลดลง 20.5% YoY



เศรษฐกิจ: Hard  
landing, soft  
landing หรือ no  
landing?

# ภาวะเศรษฐกิจสหรัฐฯ ในปัจจุบัน: ภาคบริการขยายตัว vs ภาคการผลิตหดตัว

1. ตลาดแรงงานของสหรัฐฯ แข็งแกร่งมาก แต่อาจถึงจุดเปลี่ยนในอนาคตอันใกล้นี้ เนื่องจากใกล้จะถึงระดับที่มี “การจ้างงานเต็มที่” แล้ว
2. ในปัจจุบันเศรษฐกิจสหรัฐฯ แบ่งเป็น 2 ขั้ว โดยการจ้างงานภาคบริการยังขยายตัวได้ดี โดยยังมีตำแหน่งงานเหลือ แต่การจ้างงานภาคเทคโนโลยีและภาคธุรกิจอื่นๆ มีแนวโน้มที่จะแยลงมากขึ้น
- 3 ตัวเลขการผลิตภาคอุตสาหกรรม (วัดจากดัชนีการผลิตภาคอุตสาหกรรมและดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ) และการลงทุนด้านเครื่องมือเครื่องจักรของภาคเอกชนจะแยลง แต่เศรษฐกิจภาคบริการจะยังโตได้อีกพักหนึ่ง

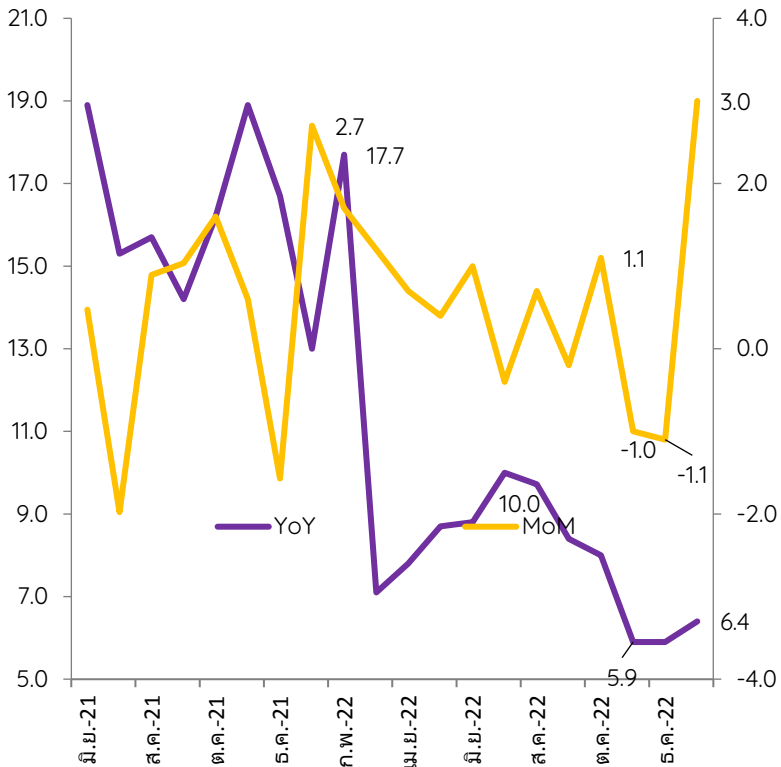
US labor and Econ Heatmap							
Criteria	12/2019	12/2020	12/2021	6/2022	9/2022	12/2022	1/2023
Non-Farm Payroll (,000)	102.0	-268.0	569.0	370.0	350.0	260.0	517.0
NF Employment Total (mn)	152.8	143.6	150.7	153.2	153.8	155.4	152.8
Tech employment (mn)	2.90	2.73	2.98	3.11	3.11	3.14	3.07
Service employment (mn)	131.9	123.5	130.0	131.8	132.3	133.9	131.7
Retail Sale	5.6	2.3	16.7	8.8	8.4	5.9	6.4
Service PMI	52.8	54.8	57.6	52.7	49.3	44.7	51.2
Manufacturing PMI	52.4	57.1	57.7	52.7	52.0	46.2	46.9
Industrial Production	-1.8	-3.6	3.5	3.6	5.0	2.2	1.3
Core K-Goods shipment (X-defense)	-3.3	-0.7	10.9	15.7	11.7	8.3	5.5

ภาคบริการ

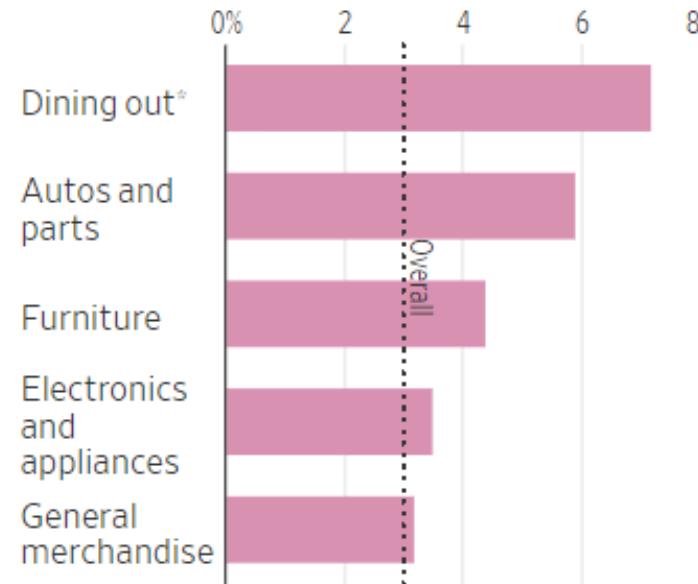
ภาคการผลิต

# ยอดค้าปลีกของสหรัฐฯ ต่ำกว่าคาด โดยเฉพาะภาคบริการ โดยมีสาเหตุมาจากเงินออมส่วนเกิน

US Retail Sales (%YoY, %MoM)

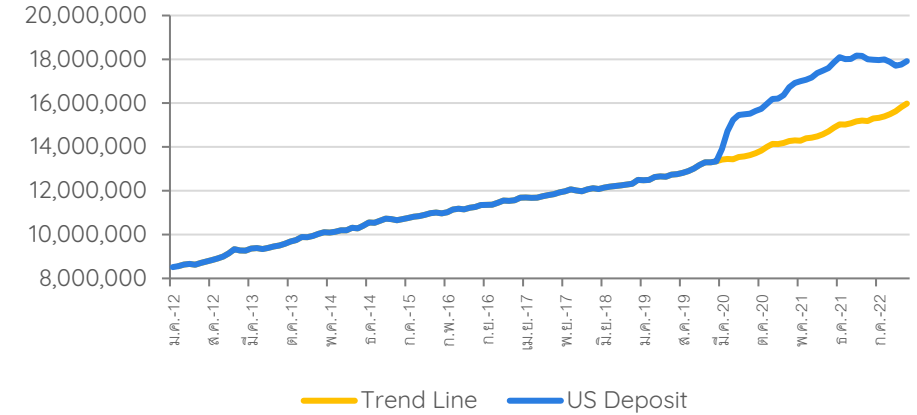


Retail sales by select items in January, monthly change

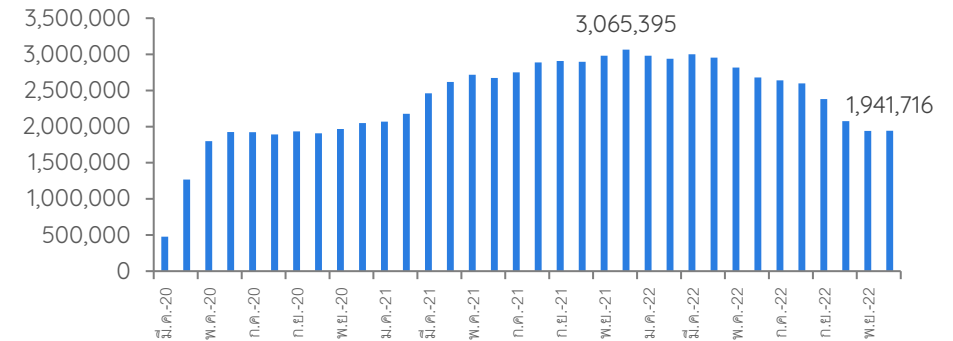


\*Includes spending at bars. Note: Seasonally adjusted  
Source: U.S. Census Bureau

US deposits vs trend (USDmn)



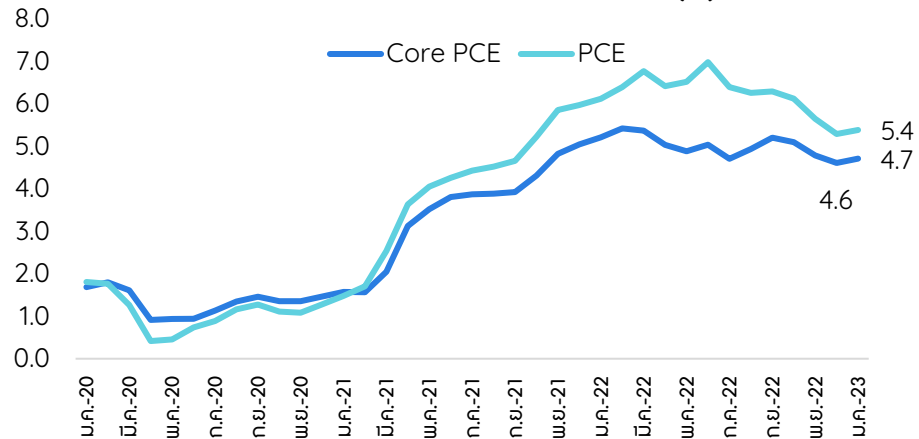
US spare savings (USDmn)



- ปัจจัยสำคัญที่ส่งผลให้การบริโภคเพิ่มขึ้น คือ เงินออมส่วนเกินของสหรัฐฯ การคำนวณของเราชี้ให้เห็นว่าเงินออมส่วนเกินในปัจจุบันอยู่ที่ 1.9 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในขณะที่สำนักวิจัย Bloomberg Economics คำนวณได้ว่าอยู่ที่ประมาณ 1 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ลดลงจากจุดสูงสุดที่ประมาณ 2-2.5 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ และคาดว่าเงินออมส่วนเกินน่าจะหมดใน 3Q23 ซึ่งจะทำการใช้จ่ายลดลงอย่างมีนัยสำคัญ

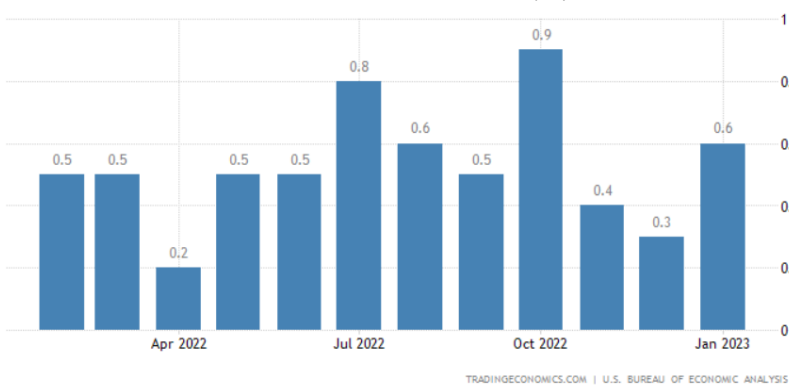
# เงินเฟ้อ Core PCE รายได้ และการใช้จ่ายพุ่งขึ้นเกินคาด

US PCE and Core PCE Inflation (%)

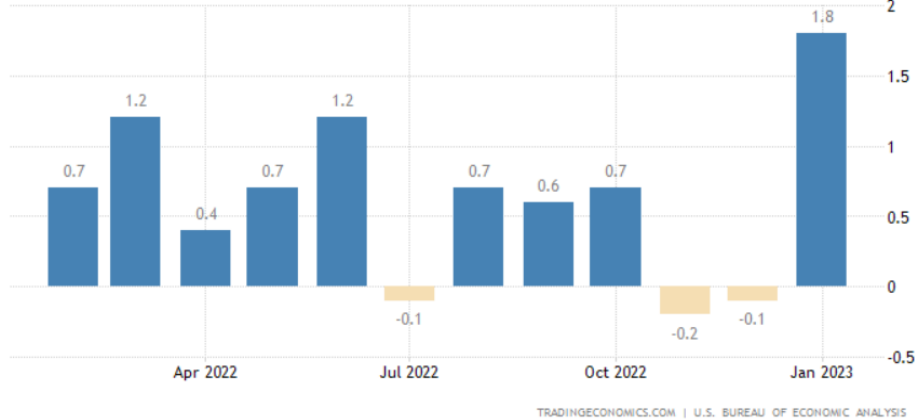


Friday February 24 2023			Actual	Previous	Consensus	Forecast
01:30 PM	🇺🇸 US	Personal Income MoM JAN	0.6%	0.3% ⓘ	1%	0.7%
01:30 PM	🇺🇸 US	Personal Spending MoM JAN	1.8%	-0.1% ⓘ	1.3%	1.1%
01:30 PM	🇺🇸 US	Core PCE Price Index MoM JAN	0.6%	0.4% ⓘ	0.4%	0.3%
01:30 PM	🇺🇸 US	PCE Price Index YoY JAN	5.4%	5.3% ⓘ		4.8%
01:30 PM	🇺🇸 US	PCE Price Index MoM JAN	0.6%	0.2% ⓘ		0.3%
01:30 PM	🇺🇸 US	Core PCE Price Index YoY JAN	4.7%	4.6% ⓘ	4.3%	4.3%

Personal Income MoM (%)



Personal Spending MoM (%)



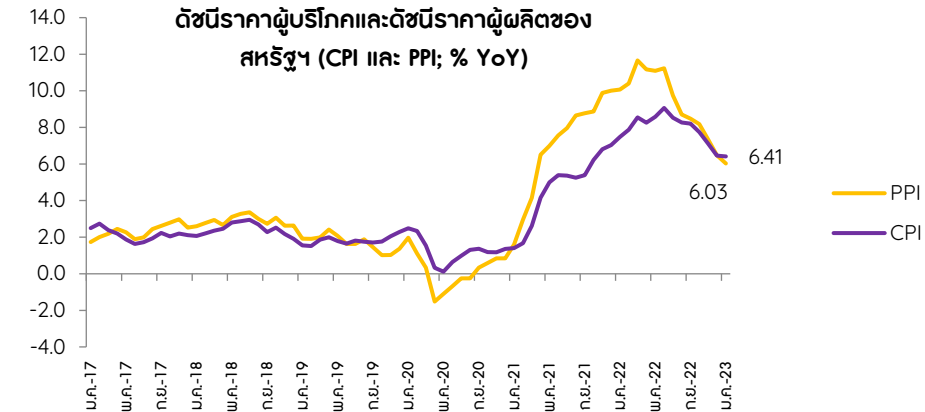
- ภาพรวมรายได้และการใช้จ่ายของสหรัฐฯ ในเดือน ม.ค. พุ่งตัวดีขึ้น ส่วนหนึ่งเป็นผลจากปัจจัยเฉพาะตัว รายได้ที่เพิ่มขึ้นเกิดจากการได้รับเงินสวัสดิการประกันสังคมเพิ่มขึ้น เนื่องจากรัฐบาลสหรัฐฯ ปรับเพิ่มสัดส่วนอัตราเงินเฟ้อในเงินสวัสดิการประกันสังคมเพื่อสะท้อนค่าครองชีพที่สูงขึ้น



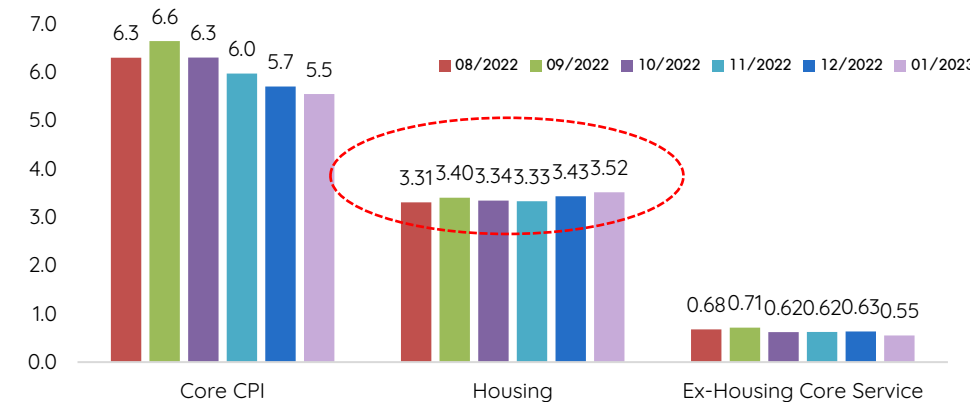
# ดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI) ของสหรัฐฯ ยังคงชะลอตัว แต่นำเป็นห่วง โดยเฉพาะหมวดสินค้าโภคภัณฑ์และที่อยู่อาศัย

Table A. Percent changes in CPI for All Urban Consumers (CPI-U): U.S. city average

	Seasonally adjusted changes from preceding month							Un-adjusted 12-mos. ended Jan. 2023
	Jul. 2022	Aug. 2022	Sep. 2022	Oct. 2022	Nov. 2022	Dec. 2022	Jan. 2023	
All items.....	0.0	0.2	0.4	0.5	0.2	0.1	0.5	6.4
Food.....	1.1	0.8	0.8	0.7	0.6	0.4	0.5	10.1
Food at home.....	1.3	0.8	0.7	0.5	0.6	0.5	0.4	11.3
Food away from home <sup>1</sup> .....	0.7	0.9	0.9	0.9	0.5	0.4	0.6	8.2
Energy.....	-4.7	-3.9	-1.7	1.7	-1.4	-3.1	2.0	8.7
Energy commodities.....	-7.9	-8.0	-4.1	3.7	-2.1	-7.2	1.9	2.8
Gasoline (all types).....	-8.1	-8.4	-4.2	3.4	-2.3	-7.0	2.4	1.5
Fuel oil <sup>1</sup> .....	-11.0	-5.9	-2.7	19.8	1.7	-16.6	-1.2	27.7
Energy services.....	0.0	1.8	1.2	-0.7	-0.6	1.9	2.1	15.6
Electricity.....	1.5	1.2	0.8	0.5	0.5	1.3	0.5	11.9
Utility (piped) gas service.....	-3.8	3.5	2.2	-3.7	-3.4	3.5	6.7	26.7
All items less food and energy.....	0.3	0.6	0.6	0.3	0.3	0.4	0.4	5.6
Commodities less food and energy commodities.....	0.1	0.4	0.0	-0.1	-0.2	-0.1	0.1	1.4
New vehicles.....	0.5	0.8	0.7	0.6	0.5	0.6	0.2	5.8
Used cars and trucks.....	-0.8	-0.2	-1.1	-1.7	-2.0	-2.0	-1.9	-11.6
Apparel.....	-0.1	0.3	0.0	-0.2	0.1	0.2	0.8	3.1
Medical care commodities <sup>1</sup> .....	0.6	0.2	-0.1	0.0	0.2	0.1	1.1	3.4
Services less energy services.....	0.4	0.6	0.8	0.5	0.5	0.6	0.5	7.2
Shelter.....	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6	0.8	0.7	7.9
Transportation services.....	-0.4	1.0	1.9	0.6	0.3	0.6	0.9	14.6
Medical care services.....	0.4	0.7	0.8	-0.4	-0.5	0.3	-0.7	3.0

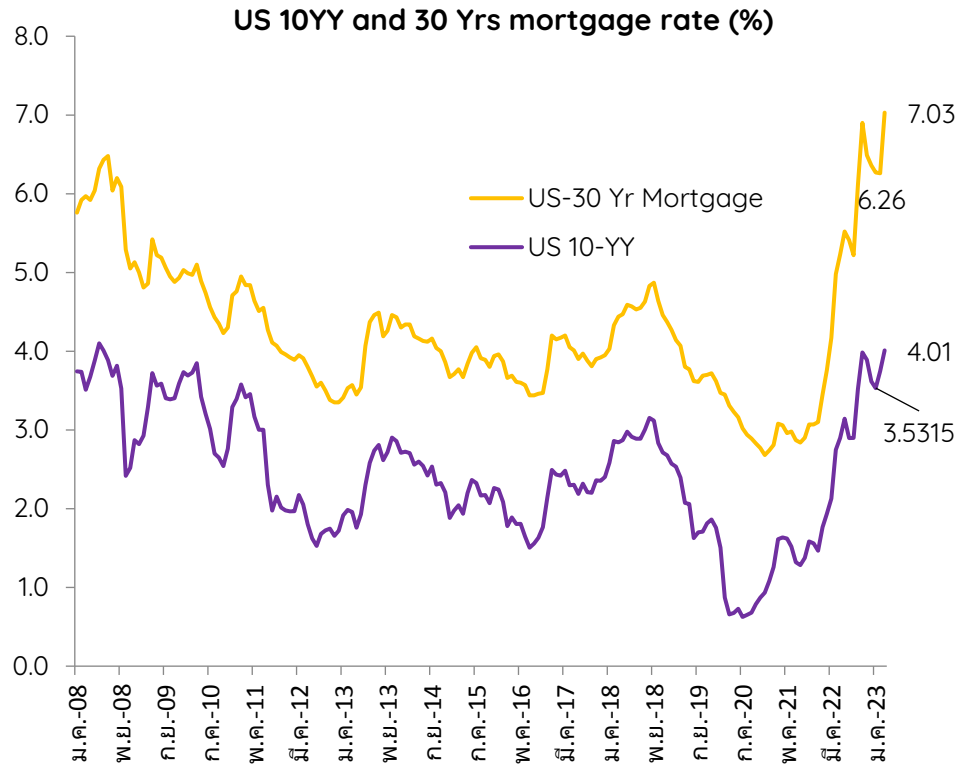


องค์ประกอบที่คัดเลือกมาของดัชนีราคาผู้บริโภคสหรัฐฯ (CPI; % YoY)



# (เสริม) เราเชื่อว่าเฟดจะส่งสัญญาณขึ้นดอกเบี้ยสูงยาวนานขึ้น (higher for longer) เพื่อคงอัตราผลตอบแทนพันธบัตรไว้ในระดับสูง

- อัตราดอกเบี้ยสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยระยะเวลา 30 ปีของสหรัฐฯ ปรับตัวลดลงตั้งแต่เดือนต.ค. ตามอัตราผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปี ส่งผลทำให้ปริมาณการยื่นขอสินเชื่อที่อยู่อาศัยและยอดขายบ้านเพิ่มขึ้น
- การส่งสัญญาณขึ้นดอกเบี้ยสูงยาวนานขึ้น (higher for longer) จะทำให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรทรงตัวในระดับสูง ซึ่งจะกดดันให้กิจกรรมการซื้อขายอสังหาริมทรัพย์และราคาบ้านชะลอลง

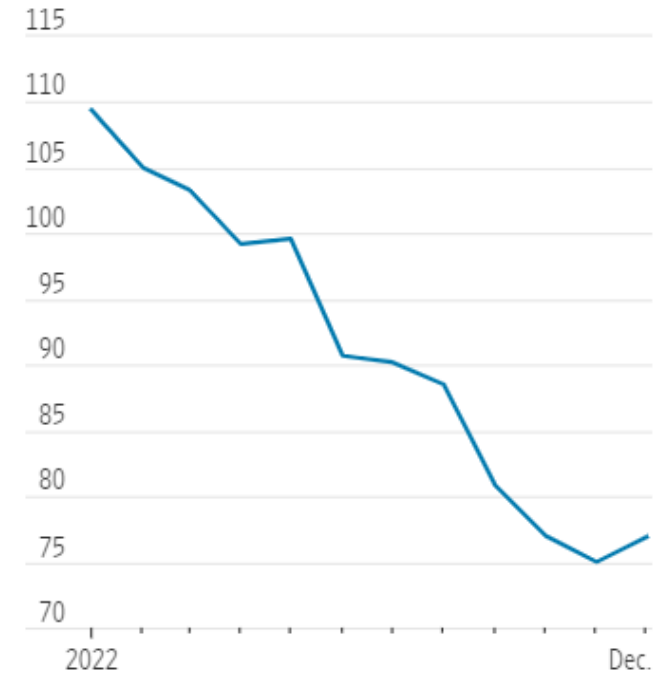


**Mortgage applications index**



Note: Index value was 100 on March 16, 1990  
Source: Mortgage Bankers Association

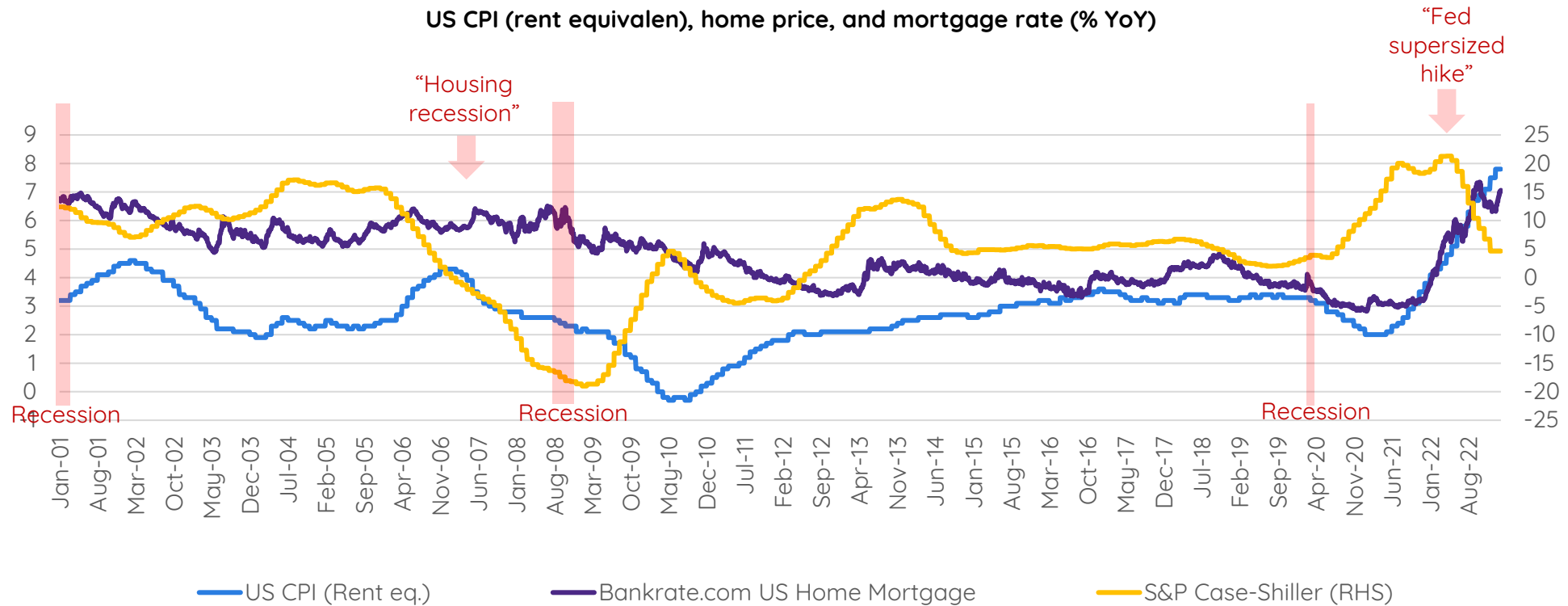
**Pending home sales index**



Note: Seasonally adjusted annual rate  
Source: National Association of Realtors

# (เสริม) เฟดอาจจะต้องส่งสัญญาณขึ้นดอกเบี้ยสูงยาวนานขึ้น (higher for longer) จนกว่าตลาดที่อยู่อาศัยจะเข้าสู่ภาวะถดถอยเพื่อจุดเงินเฟ้อให้ปรับตัวลดลง

- อัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นส่งผลทำให้ราคามบ้านปรับตัวลดลงในปี 2022 แต่ค่าเช่ายังคงเพิ่มขึ้น
- ปัจจัยอย่างหนึ่งที่จะทำให้ค่าเช่าบ้าน (องค์ประกอบสำคัญอย่างหนึ่งใน CPI) ปรับตัวลดลง คือ ภาวะเศรษฐกิจ หากเศรษฐกิจเผชิญกับภาวะถดถอย (โดยเฉพาะการถดถอยของตลาดที่อยู่อาศัย เช่นเดียวกับปี 2007 ก่อนเกิดวิกฤตซับไพรม์) ก็จะส่งผลทำให้ทั้งราคามบ้านและค่าเช่าบ้านปรับตัวลดลง
- ดังนั้นจึงมีความเป็นไปได้ที่เฟดจะต้องขึ้นอัตราดอกเบี้ย (หรือผลักดันให้เกิดภาวะที่ต้องขึ้นดอกเบี้ยสูงยาวนานขึ้น) ต่อไปจนกว่าตลาดที่อยู่อาศัยจะเผชิญกับภาวะถดถอยก่อนที่ค่าใช้จ่ายด้านที่อยู่อาศัยซึ่งเป็นองค์ประกอบของ CPI จะปรับตัวลดลง



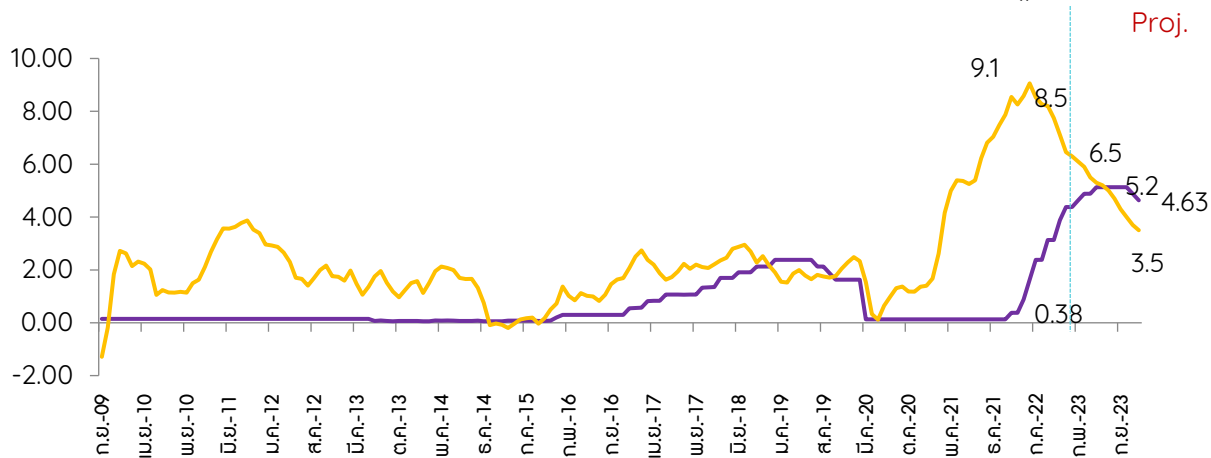
# เราปรับประมาณอัตราดอกเบี้ยนโยบาย Fed Funds Rate โดยคาดว่าจะเห็นการปรับลดครั้งแรกในเดือนพ.ย.

เราคาดว่าเฟดจะขึ้นดอกเบี้ยเป็น 5.00-5.25% ในเดือนพ.ค. จากนั้นจะหยุดขึ้นดอกเบี้ยไปจนถึงการประชุมเดือนพ.ย.และธ.ค. ซึ่งจะมีการปรับลดอัตราดอกเบี้ย 2 ครั้ง ครั้งละ 25 bps

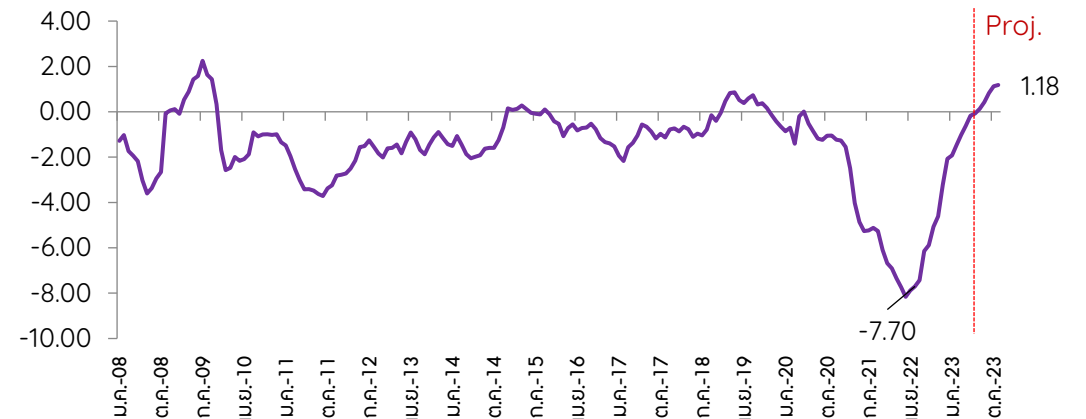
ประมาณการอัตราดอกเบี้ยและอัตราเงินเฟ้อของสหรัฐฯ ปี 2023 (ก.พ. 2023)

2023	Dec	Jan	Feb (f)	Mar (f)	Apr (f)	May (f)	Jun (f)	Jul (f)	Aug (f)	Sep (f)	Oct (f)	Nov (f)	Dec (f)
CPI (INVX proj.)	6.5	6.4	6.1	5.9	5.5	5.3	5.2	5.0	4.7	4.3	4.0	3.7	3.5
FFR	4.38	4.38	4.63	4.88	4.88	5.13	5.13	5.13	5.13	5.13	5.13	4.88	4.63
Chg	0.50	-	0.25	0.25	-	0.25	0.0	0.0	-	0.0	-	-0.25	-0.25
Real FFR	-2.07	-1.92	-1.47	-1.02	-0.62	-0.17	-0.07	0.13	0.43	0.83	1.13	1.18	1.13

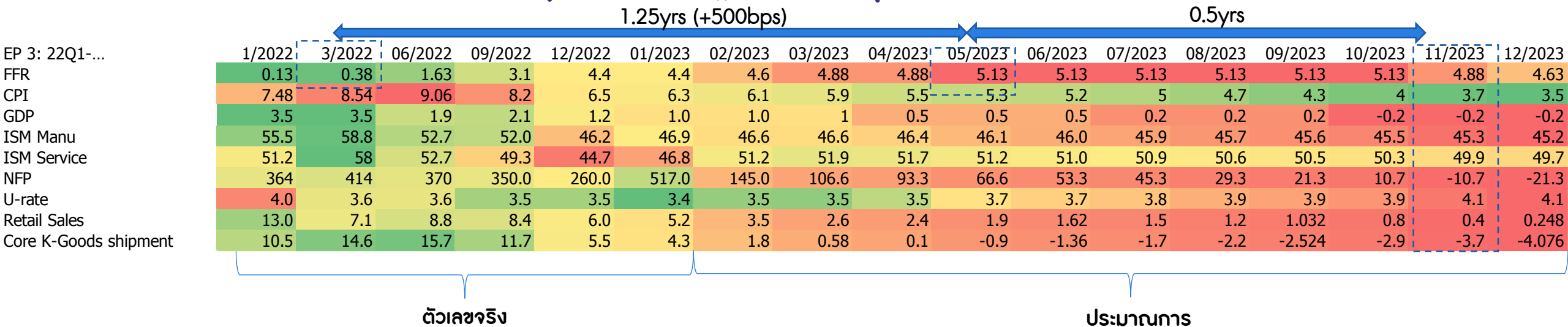
ประมาณการอัตราดอกเบี้ยนโยบายและอัตราเงินเฟ้อทั่วไปของสหรัฐฯ (%)



อัตราดอกเบี้ยนโยบายที่แท้จริงของสหรัฐฯ (FFR-อัตราเงินเฟ้อ)



# การวิเคราะห์ Economic Heatmap ของสหรัฐฯ เพื่อระบุช่วงเวลาในการปรับลดอัตราดอกเบี้ย



ตัวเลขจริง

ประมาณการ

- จากการวิเคราะห์ภาพรวมเศรษฐกิจของสหรัฐฯ ในปัจจุบันผ่านการวิเคราะห์ Economic Heatmap เปรียบเทียบกับสองครั้งก่อน: (1) วิกฤตดอทคอม; (2) วิกฤตซับไพรม์ พบว่า

สิ่งที่ค้นพบ	รายละเอียด
1. ดอกเบี้ยขาขึ้นครั้งนี้ขึ้นเร็วและแรงกว่าสองครั้งก่อน ดังนั้นการลดดอกเบี้ยน่าจะเกิดขึ้นเร็วกว่าสองครั้งก่อน	ครั้งนี้ใช้เวลาเพียง 1.25 ปี และขึ้นถึง 5.00% ขณะที่ในช่วงปี 2000 (วิกฤตดอทคอม) และปี 2008 (วิกฤตแฮมเบอร์เกอร์) นั้น เฟดขึ้นดอกเบี้ยยาวนานกว่า แต่อัตราการขึ้นโดยรวมน้อยกว่าครั้งนี้
2. การหดตัวของการทำงานนอกภาคเกษตรเป็นตัวชี้นำที่ดีถึงการลดดอกเบี้ย	ก่อนดอกเบี้ยจะถึงจุดสูงสุด (peak) ตลาดแรงงานจะดีมาก แต่หลังจากดอกเบี้ยขึ้นขึ้นสุดแล้ว ตลาดแรงงานจะแยลงอย่างรวดเร็ว โดยการทำงานนอกภาคเกษตรจะเข้าสู่แดนลบ บ่งชี้ว่าการทำงานจะหดตัว
3. ก่อนลดดอกเบี้ย ภาคบริการจะปรับตัวแยลง	ภาพความแข็งแกร่งของภาคการผลิตกับภาคบริการไม่แตกต่างกันระหว่างครั้งนี้กับครั้งก่อนๆ โดยในช่วงดอกเบี้ยถึงจุดสูงสุด จนถึงก่อนลดดอกเบี้ย ภาคการผลิตจะชะลอลง/หดตัวก่อน แต่ภาคบริการจะยังไปได้ แต่เมื่อเศรษฐกิจแย่ เฟดจะต้องลดดอกเบี้ย ภาคการผลิตจะฟื้นตัวเร็วกว่าภาคบริการที่จะยังซึมยาว ทำให้กระทบต่อการบริโภคในระยะต่อไป
4. เราเชื่อว่าใช้เวลา 2 ไตรมาสก่อนที่ภาวะเศรษฐกิจจะเหมาะสมกับการปรับลดอัตราดอกเบี้ยครั้งแรก (การประชุมในเดือนพ.ย.)	เราเชื่อว่าเฟดจะลดอัตราดอกเบี้ยครั้งแรกในเดือนพ.ย.ที่ 25 bps และเดือนธ.ค.ที่ 25 bps ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ คือ การจ้างงานนอกภาคเกษตรที่หดตัวลง

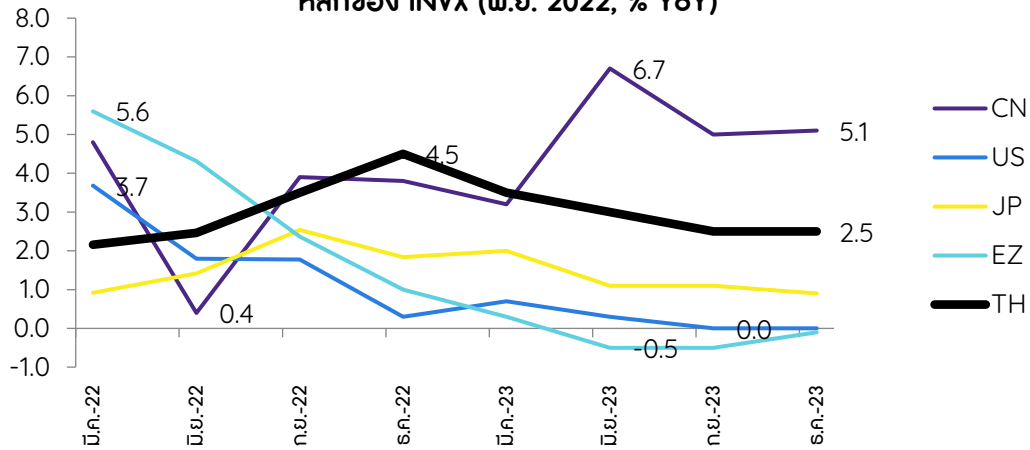


ประมาณการ  
เศรษฐกิจโลก:  
ชะลอตัวลงเป็น  
เวลานาน

# เราปรับประมาณการ GDP โลกเพิ่มขึ้นเล็กน้อย

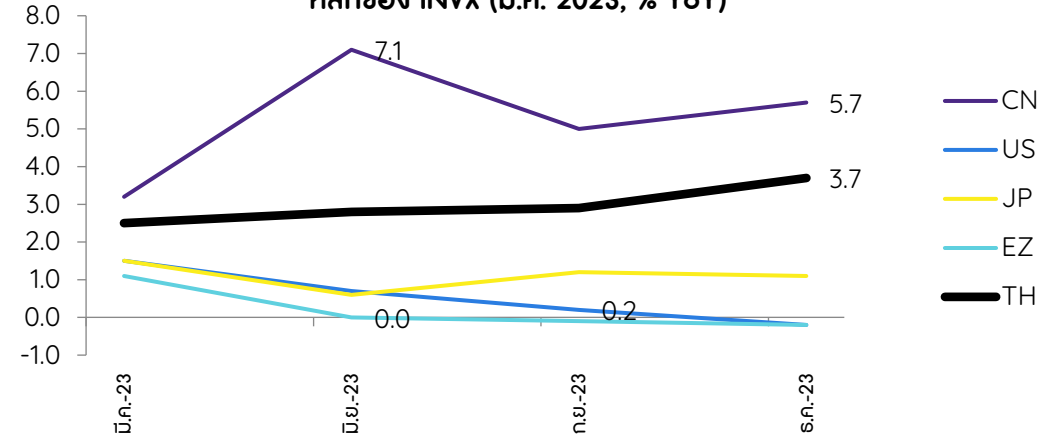
- เราปรับประมาณการเศรษฐกิจโลกเพิ่มขึ้นเล็กน้อย แต่ยังคงเชื่อว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ และยุโรปมีความเสี่ยงที่จะเกิดภาวะถดถอยในช่วงครึ่งปีหลัง ซึ่งจะช่วยให้เฟดปรับลดอัตราดอกเบี้ย

ประมาณการ GDP รายไตรมาส 5 ประเทศเศรษฐกิจหลักของ IN VX (พ.ย. 2022, % YoY)



(%YoY)	1Q23 (f)	2Q23 (f)	3Q23 (f)	4Q23 (f)	2022	2023 (f)
US	0.7	0.3	0.0	0.0	1.9	0.3
EZ	0.3	-0.5	-0.5	-0.1	3.3	-0.2
CN	3.2	6.7	5.0	5.1	3.2	5.0
JP	2.0	1.1	1.1	0.9	1.7	1.3
TH	3.5	3.0	2.5	2.5	2.6	3.0
Avg-5	1.7	2.1	1.7	1.9	2.6	1.9

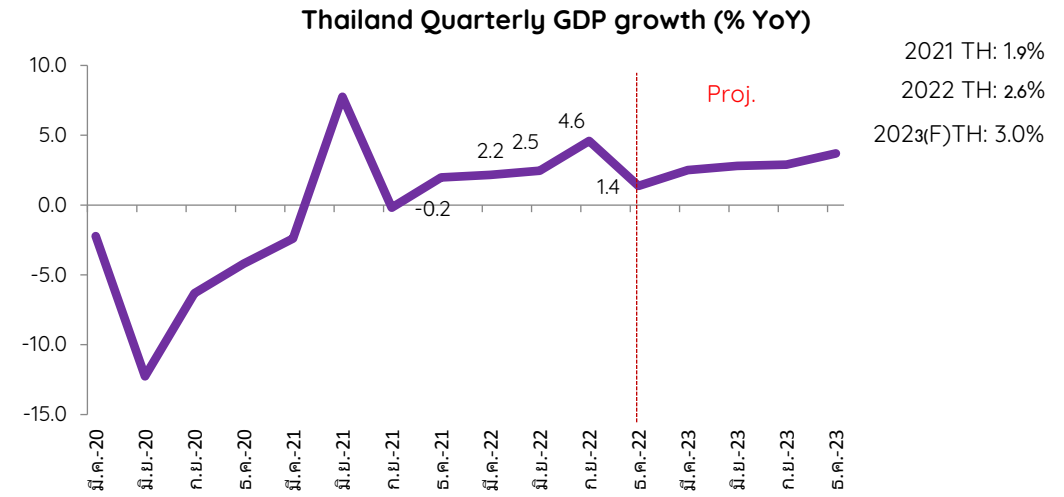
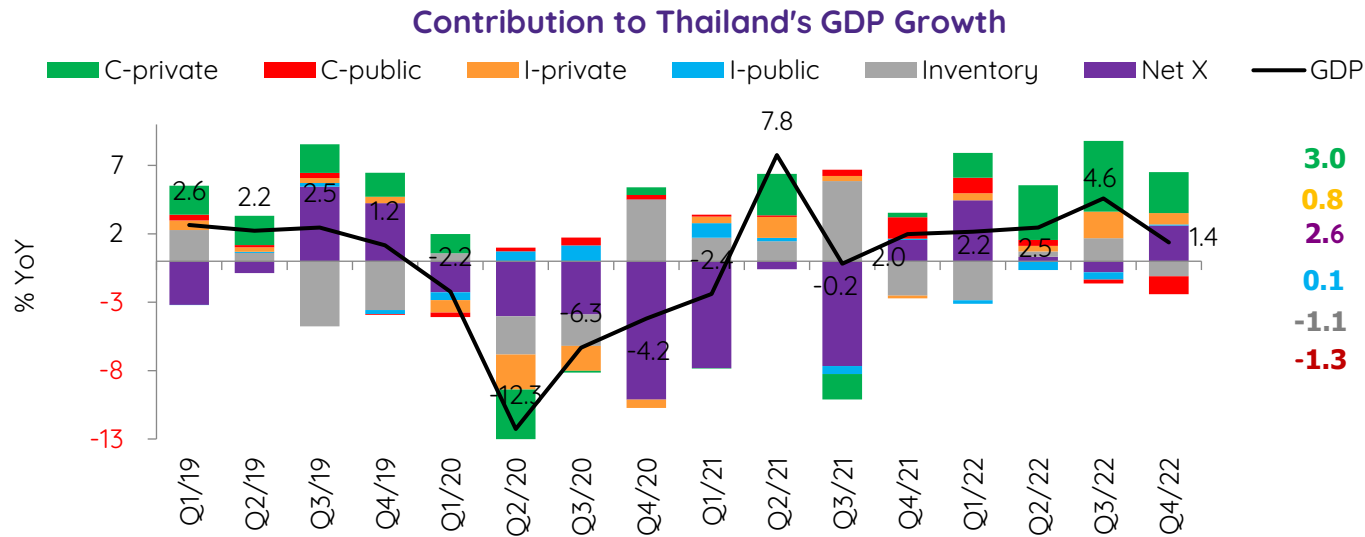
ประมาณการ GDP รายไตรมาส 5 ประเทศเศรษฐกิจหลักของ IN VX (มี.ค. 2023, % YoY)



(%YoY)	1Q23 (f)	2Q23 (f)	3Q23 (f)	4Q23 (f)	2022	2023 (f)
US	1.5	0.7	0.2	-0.2	2.1	0.6
EZ	1.1	0.0	-0.1	-0.2	3.6	0.2
CN	3.2	7.1	5.0	5.7	3.0	5.3
JP	1.5	0.6	1.2	1.1	1.1	1.1
TH	2.5	2.8	2.9	3.7	2.6	3.0
Avg-5	1.7	2.1	1.7	1.9	2.6	1.9

ประเทศไทย

# เศรษฐกิจไทย 4Q22 ขยายตัวต่ำกว่าคาดที่ 1.4% YoY จากส่งออกหดตัว



- เศรษฐกิจไทย 4Q22 ขยายตัว 1.4% YoY หรือ -1.5% QoQSA (ต่ำกว่าตลาดคาดที่ 3.5% YoY และ 0.5% QoQSA มาก) และด้วย GDP ไตรมาส 4 ที่ชะลอลงต่ำกว่าคาดมาก ทำให้เศรษฐกิจไทยทั้งปี 2022 ขยายตัว 2.6% ต่ำกว่าที่เราคาดที่ 3.3%
- สาเหตุที่ชะลอลงมากเป็นผลจากการส่งออกสินค้าที่หดตัวมากตามทิศทางเศรษฐกิจโลก โดยการส่งออกสินค้าหดตัว -10.5% ขณะที่การส่งออกบริการ (ท่องเที่ยว) ขยายตัวถึง 94.6% จากการเปิดประเทศ ทำให้ปริมาณการส่งออกสุทธิหดตัว -0.7% อย่างไรก็ตาม การนำเข้าที่หดตัวมากกว่าที่ -4.6% ทำให้ภาคการส่งออก (สินค้าและบริการ) สุทธิยังเป็นองค์ประกอบให้เศรษฐกิจไทยขยายตัว (Contribution to GDP Growth) ถึง 2.6% ภาคที่หดตัวแรงอีกภาคได้แก่สินค้าคงคลัง โดยเป็น Contribution ให้เศรษฐกิจหดตัวถึงกว่า -1.1% โดยสินค้าคงคลังที่ลดลงได้แก่ ยางพารา น้ำมัน น้ำตาล เคมีภัณฑ์ ขณะที่สินค้าอุตสาหกรรม เช่น คอมพิวเตอร์ ยานยนต์ สัตว์ปีก และทองคำ มีมูลค่าเพิ่มขึ้น ซึ่งสินค้าคงคลังที่หดตัวเช่นนี้ บ่งชี้ว่าภาคการผลิตขยายตัวได้ต่ำกว่าภาคการใช้จ่าย ทำให้สินค้าคงคลังหดตัวลง อีกภาคที่เป็นปัจจัยกดดันเศรษฐกิจได้แก่การบริโภคภาครัฐ ที่หดตัวถึง -8.0% และเป็น Contribution ให้เศรษฐกิจหดตัวถึง -1.3% ซึ่งสอดคล้องกับการเบิกจ่ายที่ล่าช้าและการระงับการคลังจากการใช้งบประมาณสนับสนุนเศรษฐกิจในช่วงวิกฤต Covid ที่มากขึ้น ทำให้รัฐเหลืองบประมาณสนับสนุนเศรษฐกิจใน 4Q22 น้อยลง (หรือที่เรียกว่า Fiscal Drag)
- ภาคที่สนับสนุนเศรษฐกิจไทยให้ขยายตัวได้ในไตรมาสนี้ได้แก่ การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนที่ขยายตัวต่อเนื่องที่ 5.7% ต่อปี และเป็น Contribution สำคัญให้เศรษฐกิจขยายตัวได้ถึง 3.0% ซึ่งเป็นผลจากสถานการณ์การแพร่ระบาดของโรค Covid-19 ที่คลี่คลายลง และการปรับตัวดีขึ้นของฐานรายได้ในระบบเศรษฐกิจ ด้านการลงทุนภาคเอกชน ขยายตัว 4.5% ชะลอลงจาก 11.2% ในไตรมาสก่อนหน้าตามความเสี่ยงของการส่งออกที่แผ่ลง ด้านการลงทุนภาครัฐฟื้นตัวขึ้นเล็กน้อยที่ 1.5% จาก -6.8% ในไตรมาสก่อน เนื่องจากการเร่งตัวของการลงทุนรัฐวิสาหกิจ แต่การลงทุนของรัฐบาลกลางลดลง -2.2% ซึ่งสะท้อนความสามารถในการเบิกจ่ายภาครัฐที่ด้อยลง

# ประมาณการเศรษฐกิจไทยของหน่วยงานราชการล่าสุดเปรียบเทียบกับ InnovestX

- INVX ยังคงประมาณการเศรษฐกิจไทยในปีที่ 3% ต่ำกว่าสำนักวิจัยทางการ แต่มุมมองเราก่อนข้างตรงกับสภาพพัฒนาฯ โดยมองความเสี่ยงการส่งออกมีมาก ขณะที่มองว่าการบริโภคจะเป็นเครื่องจักรขับเคลื่อนเศรษฐกิจไทยในปี

Macro growth projection	Actual 2021	Actual 2022	FPO (Jan'23) 2023f	BOT (Nov'22) 2023f	NESDC (Feb'23) 2023f	InnovestX (Oct'22) 2023f
GDP growth	1.5	2.6	3.8	3.7	3.2	3.0
Private investment	3.0	5.1	3.6	3.4	2.1	2.8
Public investment	3.4	-4.9	1.8	1.8	2.7	3.8
Private consumption	0.6	6.3	3.5	3.4	3.2	4.0
Public consumption	3.7	0.0	-1.2	-1.4	-1.5	0.9
Export value in US\$ terms (%)	19.2	5.5	0.4	1.0	-1.6	0.0
Import value in US\$ terms (%)	15.0	12.4	-0.1	0.4	1.6	2.1
Current account to GDP (%)	-2.2	-3.4	0.5	0.7	1.5	0.0
Headline inflation (%)	1.2	6.1	2.8	3.0	3.0	3.3
USD/THB	32.0	35.1	32.5	N/A	32.7	35.0
Policy rate (%)	0.50	1.25	N/A	N/A	N/A	2.00
No. of inbound tourists (mn)	0.43	11.2	27.5	25.5	28.0	25.0

Source: CEIC, NESDC, BOT, FPO, INVX Research

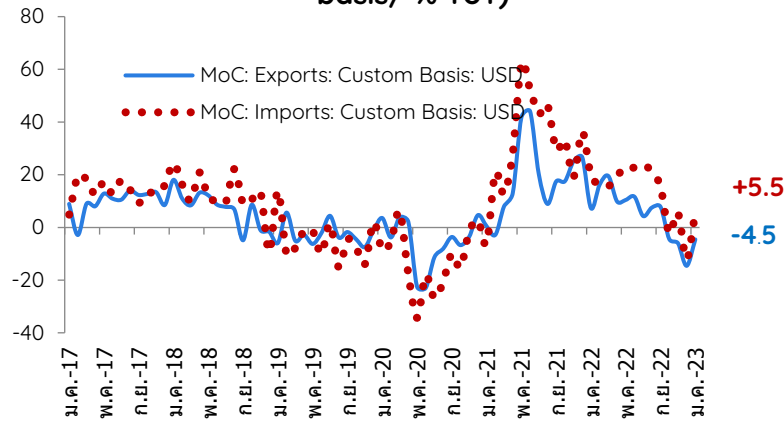
# มุมมองของเราต่อเงินบาท: ปัจจัยพื้นฐานบ่งชี้ว่าเงินบาทจะอ่อนค่าลง

- ดุลบัญชีเดินสะพัดของประเทศไทยยังขาดดุลต่อเนื่อง แม้ว่าจะเริ่มดีขึ้นในเดือนธ.ค. จากดุลบริการ (การท่องเที่ยว) ที่ปรับตัวดีขึ้น แต่ก็เริ่มกลับมาขาดดุลอีกครั้งในเดือนม.ค. (ล่าสุด) เนื่องจากการส่งออกเริ่มหดตัวรุนแรงขึ้น ทำให้ดุลการค้าขาดดุลมากขึ้น ในระยะถัดไปเราเชื่อว่าการส่งออกจะไม่ขยายตัวหรือหดตัว ในขณะที่การนำเข้ายังคงเป็นบวก ซึ่งจะเป็นตัวจุดรั้งดุลการค้าและดุลบัญชีเดินสะพัด

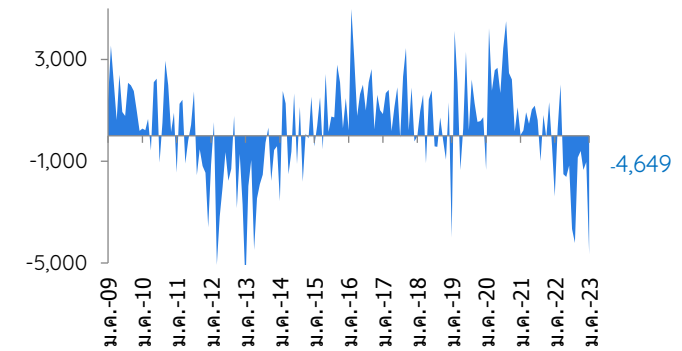
Balance of Payments

Billion USD	2021	2022 <sup>P</sup>	2022 <sup>P</sup>					2023 <sup>P</sup>
			H1	H2	Q3	Q4	Dec	
Trade Balance	32.4	10.8	9.7	1.1	-1.9	3.0	1.0	-2.7
Exports (f.o.b.)	270.6	285.4	147.6	137.8	72.0	65.8	21.8	20.4
%YoY	19.2	5.5	11.9	-0.6	6.7	-7.5	-12.9	-3.4
Imports (f.o.b.)	238.2	274.6	137.9	136.7	73.8	62.8	20.8	23.0
%YoY	27.7	15.3	19.7	11.1	23.2	-0.3	-10.5	9.1
Net Services, Income & Transfers	-43.0	-27.8	-20.2	-7.6	-5.8	-1.8	0.1	0.7
Current Account	-10.6	-16.9	-10.5	-6.5	-7.7	1.2	1.1	-2.0
Capital and Financial Account	-6.0		3.6		-3.5			
Overall Balance	-7.1	-10.2	-7.4	-2.9	-8.2	5.3	3.5	3.8

Growth of export and import value (Customs basis/ % YoY)



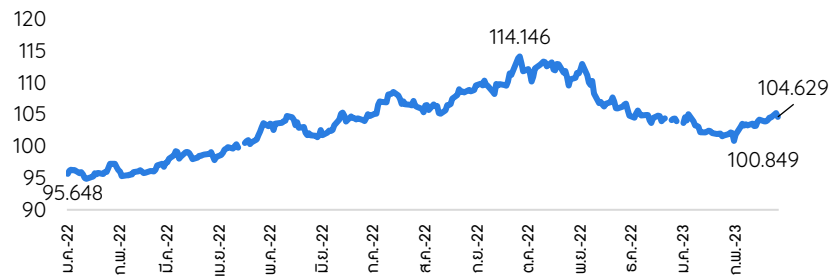
Thailand's trade balance (Customs basis/ Mln USD)



- ในแง่ของเงินทุนเคลื่อนย้าย หากความผันผวนทางการเงินทั่วโลกเพิ่มขึ้นในช่วงกลางปีตามที่เราคาดการณ์ไว้ เงินดอลลาร์อาจมีแนวโน้มแข็งค่าต่อเนื่อง เราเชื่อว่าเงินบาทอาจอ่อนค่าใน 2Q23 และ 3Q23 ก่อนที่จะแข็งค่าขึ้นใน 4Q23 เมื่อเฟดเริ่มลดดอกเบี้ย

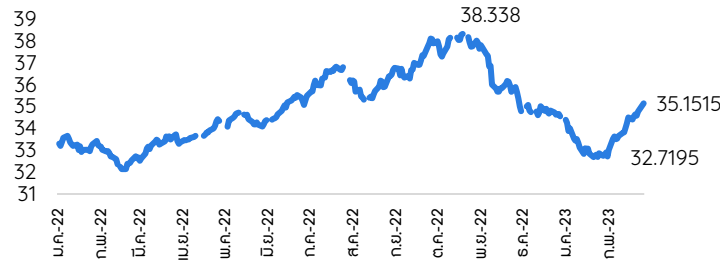
DXY

DXY

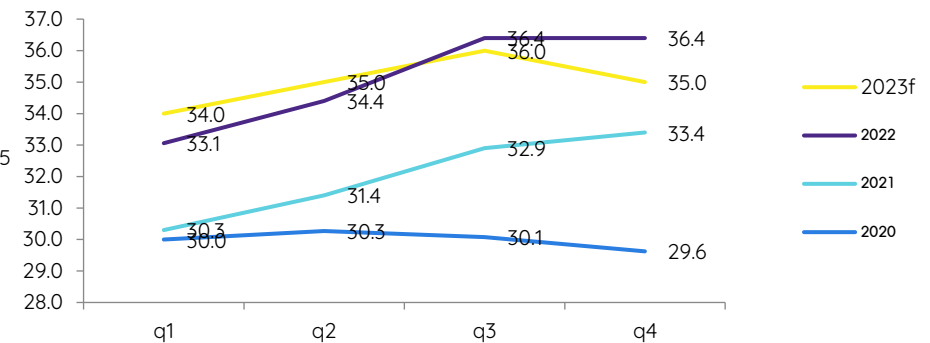


THB

THB



USDTHB (Quarterly Avg.: 1Q 33.6)

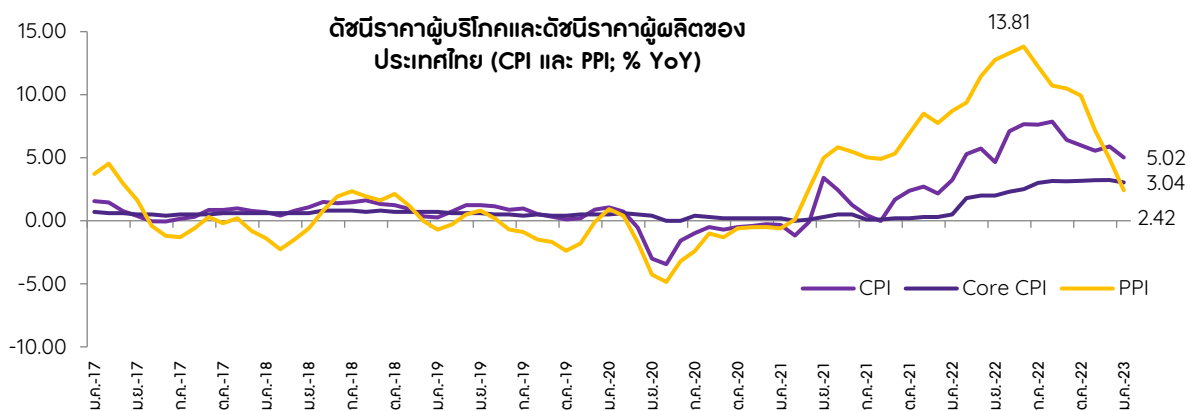




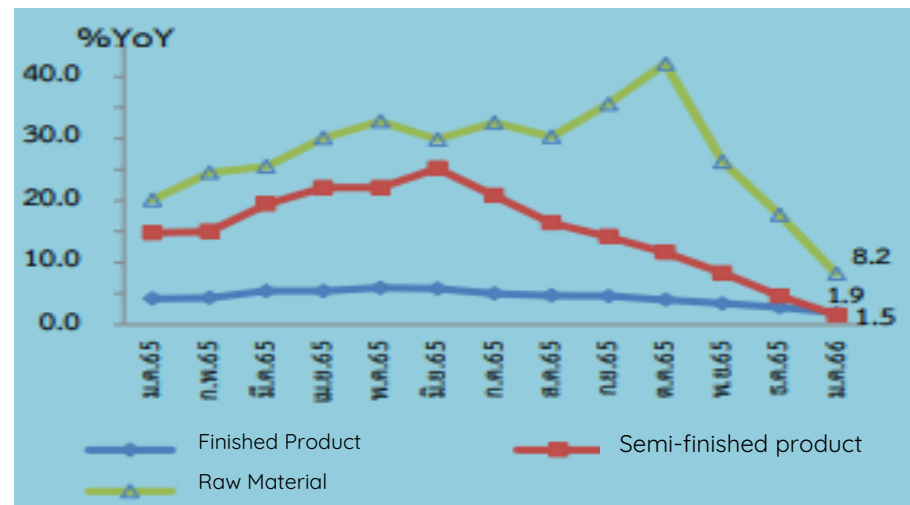
# เงินเฟ้อผู้บริโภคไทยเดือนม.ค. 2023 ลดลงต่อเนื่อง

- ดัชนีราคาผู้บริโภคไทยเดือนม.ค. 2023 ขยายตัว 5.02% (YoY) ลดลงจากเดือนก่อนที่ 5.89% อยู่ในระดับต่ำสุดในรอบ 9 เดือน ตามการชะลอตัวของราคาสินค้าในกลุ่มพลังงานและอาหาร
- ในระยะถัดไป เราเชื่อว่าดัชนีราคาผู้บริโภคไทยจะลดลงอย่างต่อเนื่องจากดัชนีราคาผู้ผลิตที่ลดลง

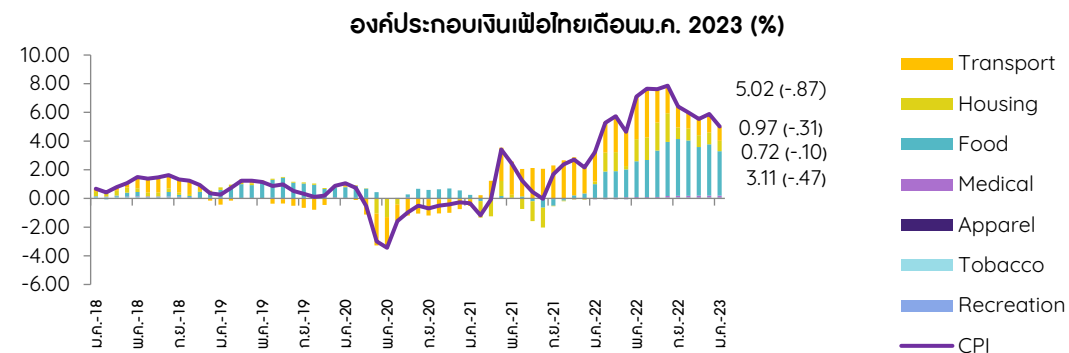
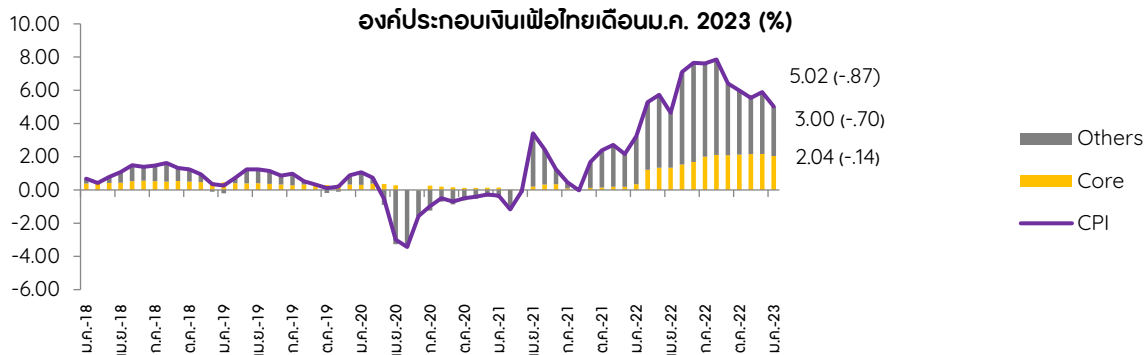
เงินเฟ้อผู้บริโภคทั่วไปลดลงเช่นเดียวกับเงินเฟ้อพื้นฐาน แต่เงินเฟ้อผู้ผลิตลดลงรุนแรงและต่ำกว่าเงินเฟ้อผู้บริโภคแล้ว



อัตราเงินเฟ้อผู้ผลิตแบ่งตามขั้นตอนการผลิตบ่งชี้ว่าการส่งผ่านเงินเฟ้อจากผู้ผลิตสู่ผู้บริโภคลดลงต่อเนื่อง



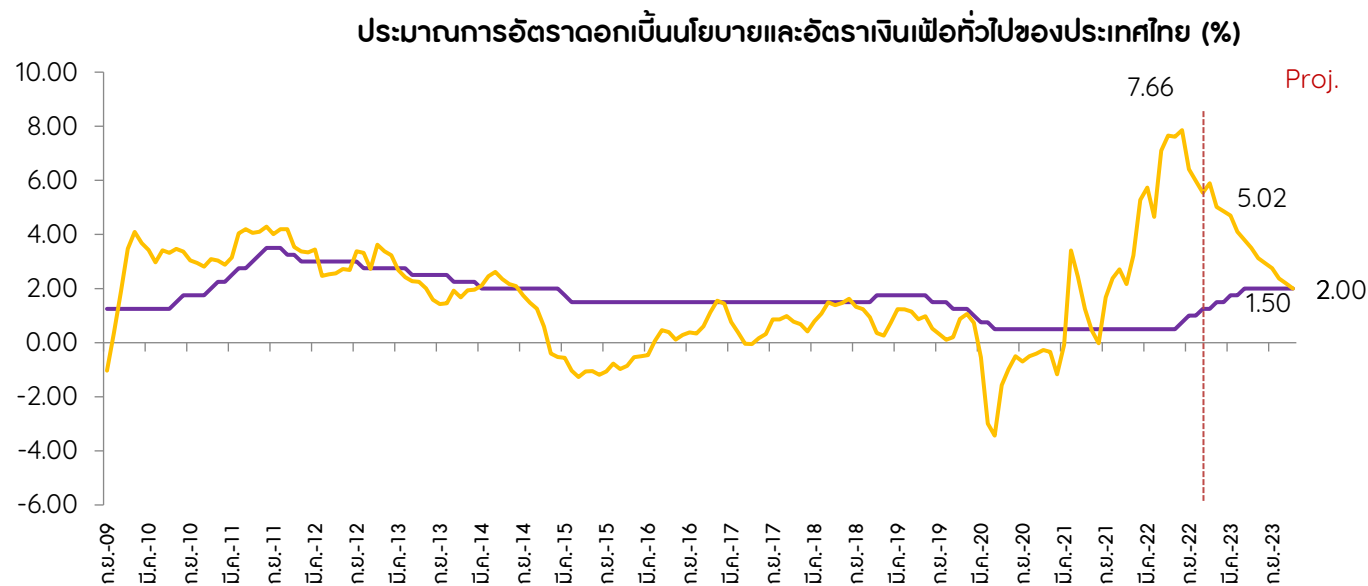
การวิเคราะห์องค์ประกอบเงินเฟ้อบ่งชี้ว่าแรงกดดันเงินเฟ้อลดลงในทุกหมวดหลัก



# ประมาณการอัตราเงินเฟ้อและอัตราดอกเบี้ยนโยบายไทยของ InnovestX

• มุมมองของเราคือเงินเฟ้อจะลดลงอย่างต่อเนื่อง ทำให้เราเชื่อว่า ธปท. พร้อมจะขึ้นดอกเบี้ยอย่างค่อยเป็นค่อยไป โดยจะขึ้นอีก 2 ครั้งในปี 2023 ทำให้ดอกเบี้ยไปอยู่ที่ 2%

2023	Jan	Feb (f)	Mar (f)	Apr (f)	May (f)	Jun (f)	Jul (f)	Aug (f)	Sep (f)	Oct (f)	Nov (f)	Dec (f)
CPI	5.02	4.86	4.70	4.10	3.80	3.50	3.13	2.94	2.75	2.38	2.19	2.00
RP	1.50	1.50	1.75	1.75	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
Chg	0.25	-	0.25	-	0.25	-	-	-	-	-	-	-



# กลยุทธ์การลงทุน 2Q23

# หุ้นแนะนำใน 1Q23 ของเรา

## Outperform SET อยู่ 5%

1Q23 ใกล้เคียงสิ้นสุดลงแล้ว โดยตลาดหุ้นไทยปรับตัวลดลง 4% underperform ตลาดหุ้นภูมิภาคอยู่ 8% และตลาดหุ้นโลกอยู่ 10% โดยเป็นการปรับตัว underperform สองไตรมาสติดต่อกันอันเป็นผลมาจาก valuation ที่ตึงตัว เงินทุนต่างชาติไหลออกอย่างต่อเนื่อง ค่าเงินบาทผันผวนสูง และทำไรสุทธิที่เติบโตต่ำกว่าคาดใน 4Q22 ท่ามกลางความคาดหวังเชิงบวกต่อการเปิดประเทศของจีน

ตลาดหุ้นไทยให้ผลตอบแทนติดลบใน 1Q23TD และเป็นหนึ่งในตลาดที่ให้ผลตอบแทนแย่ที่สุดในช่วงที่ตลาดหุ้นทั่วโลกปรับตัวเพิ่มขึ้นครึ่งล่าสุด contribution ของดัชนีตลาดหุ้นไทยกระจุกตัวอยู่ใน 3 กลุ่ม: กลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ (DELTA) กลุ่ม ICT (ADVANC, TRUEE) และกลุ่มท่องเที่ยวและสินค้านานาชาติ (ERW, CENTEL) ในขณะที่กลุ่มพลังงาน (EA, BANPU, PTTEP) กลุ่มสาธารณูปโภค (GULF, GPSC, BGRIM) กลุ่มขนส่ง (AOT, BEM, BTS) กลุ่มพาณิชย์ (HMPRO, CPALL, COM7) และกลุ่มเงินทุน (JMT, TIDLOR, MTC) ให้ผลตอบแทนที่น่าผิดหวัง นักลงทุนต่างชาติขายสุทธิหุ้นไทย 855 ล้านดอลลาร์สหรัฐ QTD พลิกจากซื้อสุทธิจำนวนมากถึง 1,443 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ใน 4Q22 การเคลื่อนย้ายเม็ดเงินลงทุนของต่างชาติคล้ายกับกับตลาดอื่นๆ ในอาเซียน: มาเลเซีย (154 ล้านดอลลาร์สหรัฐ) และฟิลิปปินส์ (68 ล้านดอลลาร์สหรัฐ) ในขณะที่การลงทุนของต่างชาติในเวียดนาม (+68 ล้านดอลลาร์สหรัฐ) และอินโดนีเซีย (+197 ล้านดอลลาร์สหรัฐ) พลิกกลับมาเป็นบวก โดยมีเม็ดเงินไหลเข้าสุทธิเล็กน้อย

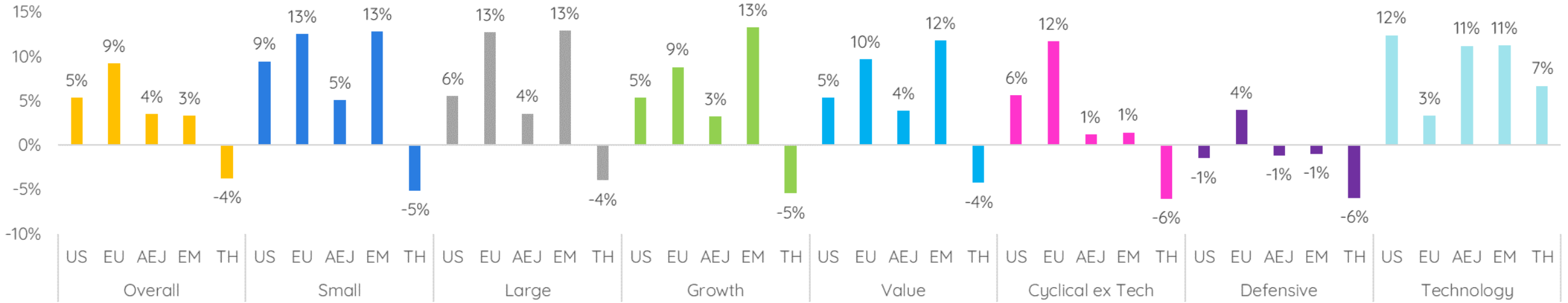
ธีมหลักของเราใน 1Q23 โฟกัสที่การเติบโตของเศรษฐกิจที่แตกต่างกัน (divergence) และทิศทางอัตราดอกเบี้ยที่ปรับตัวเข้าหากัน (convergence) โดยหวังว่าจีนจะผ่อนคลายมาตรการควบคุม COVID และดูเหมือนจะสอดคล้องกับปฏิกิริยาของตลาด ตลาดหุ้นไทยปรับฐานแรงกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ค่อนข้างมาก ส่งผลทำให้ตะกร้าหุ้นสินค้าโภคภัณฑ์และสินทรัพย์ที่อ่อนไหวต่ออัตราดอกเบี้ยปรับตัว underperform อย่างไรก็ตาม หุ้นแนะนำของเราซึ่งอยู่ในตะกร้าหุ้น Domestic และอ่อนไหวต่ออัตราดอกเบี้ยให้ผลตอบแทนสูงกว่าค่าเฉลี่ย

หุ้นเด่นของเราซึ่งเน้นที่อุปสงค์ในประเทศพร้อมกับงบดุลที่แข็งแกร่ง ผลประกอบการฟื้นตัว และมีความชัดเจนสูง ให้ผลตอบแทนเฉลี่ย 4% outperform SET อยู่ 5% เนื่องจากหุ้นเด่นของเราทุกตัว (ยกเว้น AOT) ปรับตัว outperform ตลาด

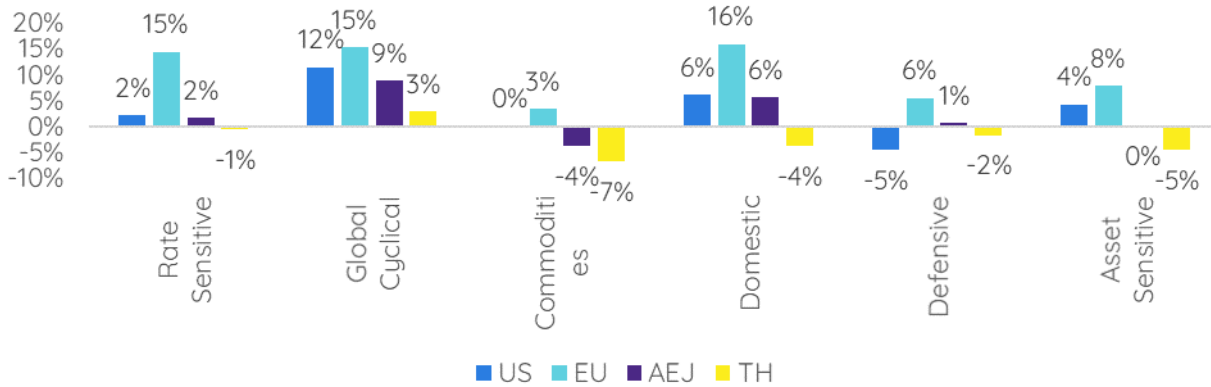
# Price performance ใน 1Q23

หุ้น small cap หุ้นวิจัยกระแสธุรกิจโลก หุ้นคุณค่า และหุ้น domestic ปรับตัว outperform

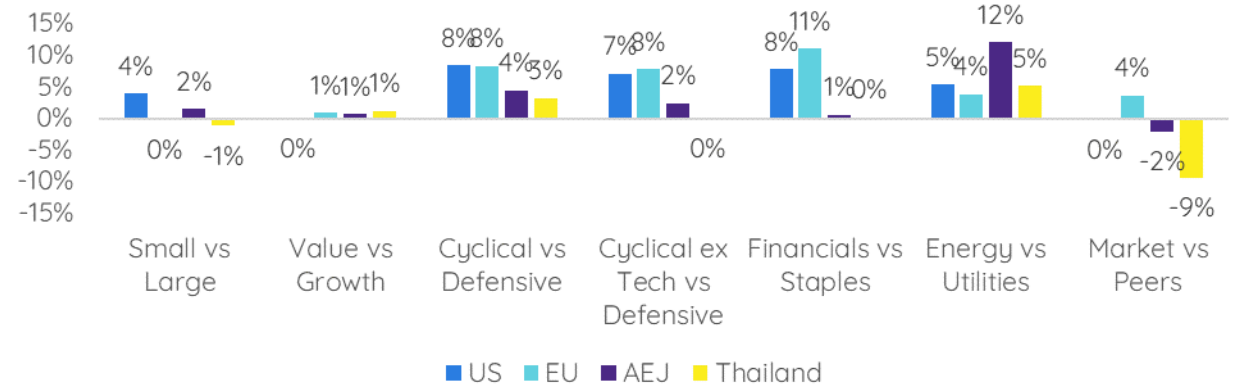
Performance comparison in 1Q23 (as of 3 Mar 2023)



1Q23 basket returns (as of 3 Mar 2023)

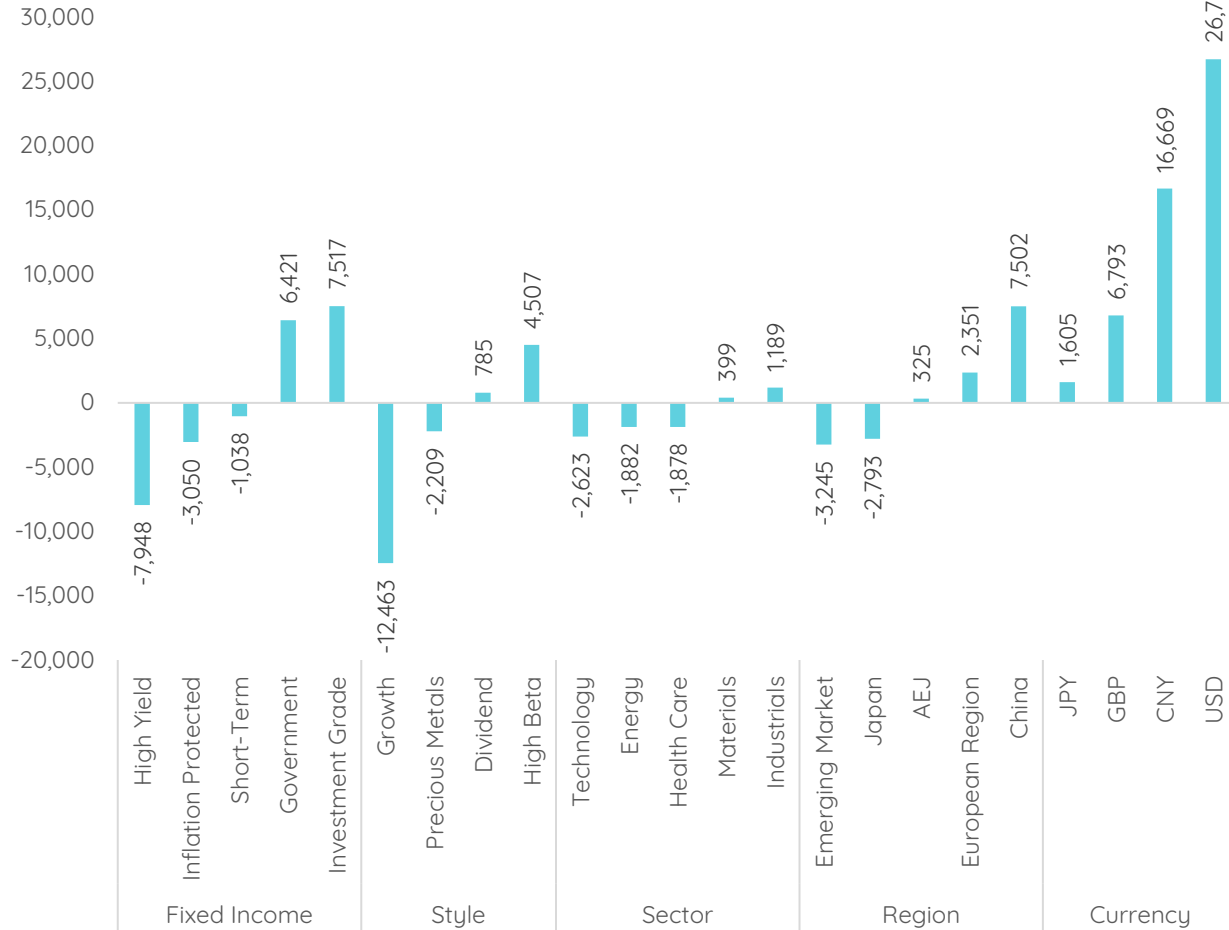


Relative performance in 1Q23 (as of 3 Mar 2023)



# ความเคลื่อนไหวของกระแสเงิน เงินสดคือพระเจ้า

Fund flows - 1QTD (as of Mar 3, 2023)



กระแสเงินที่ไหลเข้ากองทุนรวมและผลิตภัณฑ์การลงทุนที่เกี่ยวข้องเป็นบวกทั้งกองทุนรวมตราสารหนี้และกองทุนรวมสกุลเงินต่างๆ ในเดือนม.ค.-ก.พ. 2023 ในขณะที่กองทุนรวมตราสารกองทุน กองทุนรวมสินค้าโภคภัณฑ์ และกองทุนรวมหมวดอุตสาหกรรม เฉลี่ยกับกระแสเงินไหลออกสุทธิ

เมื่อพิจารณาจากความเคลื่อนไหวของกระแสเงินใน 1Q23 เราพบว่า:

- 1) ตลาดเชื่อว่าอัตราดอกเบี้ยใกล้ถึงจุดสูงสุดแล้ว เนื่องจากอัตราผลตอบแทนที่แท้จริงโน้มเอียงไปในแดนบวกตามแรงขยายใน TIPS
- 2) ตลาดหุ้นฟื้นตัวจากความคาดหวังเชิงบวกเกี่ยวกับการเปิดประเทศของจีน ส่งผลทำให้กระแสเงินจำนวนมากไหลเข้าตลาดจีน ในขณะที่ EM เฉลี่ยกับกระแสเงินไหลออกจำนวนมากเนื่องจากดอลลาร์แข็งค่า EU มีกระแสเงินไหลเข้าจำนวนมาก เนื่องจากปัญหาด้านพลังงานและความกลัวภาวะเศรษฐกิจถดถอยเริ่มคลี่คลาย
- 3) มีแรงซื้อ USD จากการคาดการณ์ว่าดอลลาร์จะแข็งค่าขึ้นเนื่องจากท่าที hawkish ต่อเนื่องของเฟด
- 4) Yield ที่สูงขึ้นส่งผลทำให้กระแสเงินไหลออกจากกลุ่มเทคโนโลยีและกลุ่มเติบโต รวมถึงตราสารหนี้ที่ให้ผลตอบแทนสูงและตราสารหนี้ระยะสั้น
- 5) กลุ่มที่มีความอ่อนไหวทางเศรษฐกิจมากกว่ากลุ่มอื่นๆ เช่น กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม และกลุ่มวัสดุ มีกระแสเงินไหลเข้าใน 1Q23 เนื่องจากความกลัวภาวะเศรษฐกิจถดถอยลดลง

ดังนั้นเราจึงแนะนำให้นักลงทุนเข้าซื้อสะสมหุ้นเติบโตสูงเพิ่มหลังจากปรับฐาน เนื่องจากคาดว่า sentiment ตลาดจะค่อยๆ ปรับตัวดีขึ้น จากการชะลอขึ้นอัตราดอกเบี้ย เงินเฟ้อลดลง และจีนกลับมาเปิดประเทศอีกครั้ง ขณะที่ปัจจัยเสี่ยงหลักๆ ลดลงทั้งหมด และยังคงไฟท์หุ้นที่มีงบดุลแข็งแกร่ง

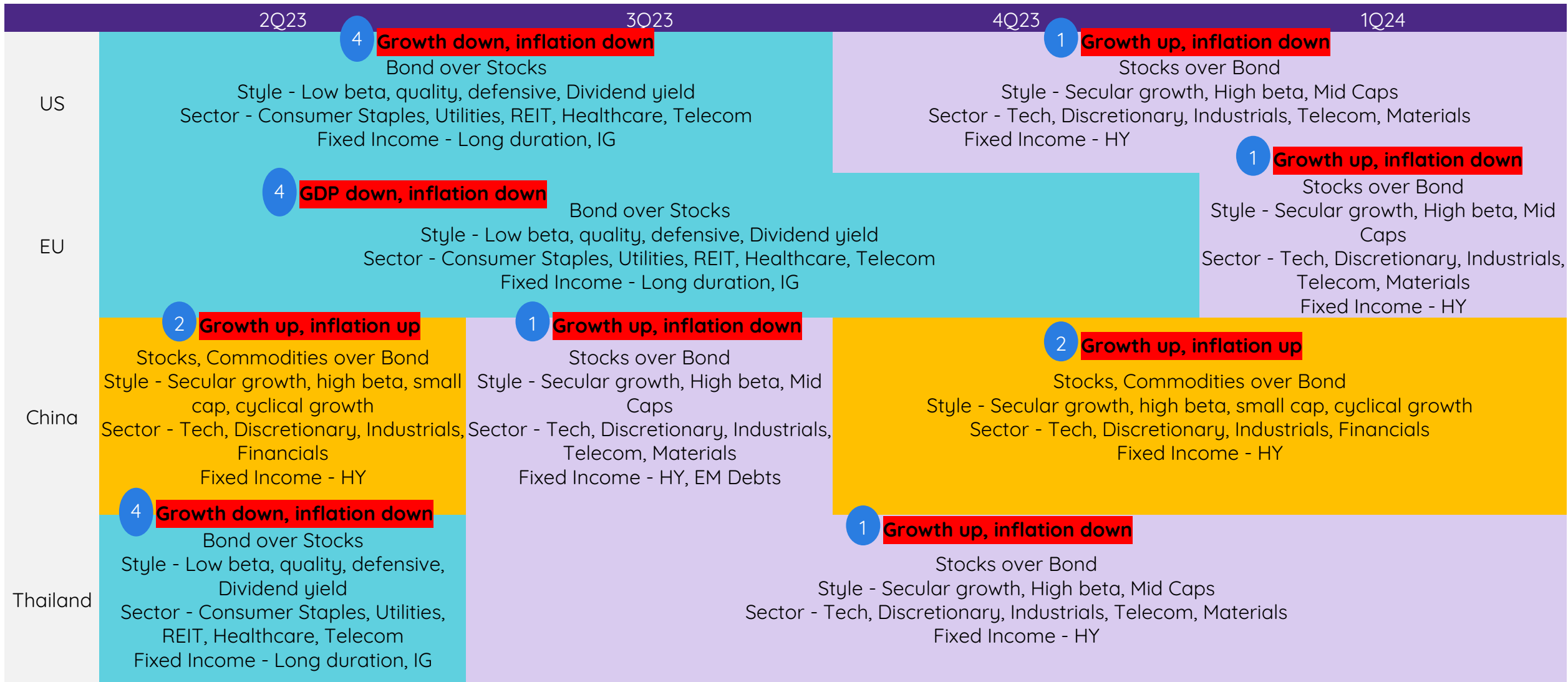


# แนวโน้มตลาด

# สรุปประเด็นสำคัญสำหรับกลยุทธ์การลงทุนใน 2Q23

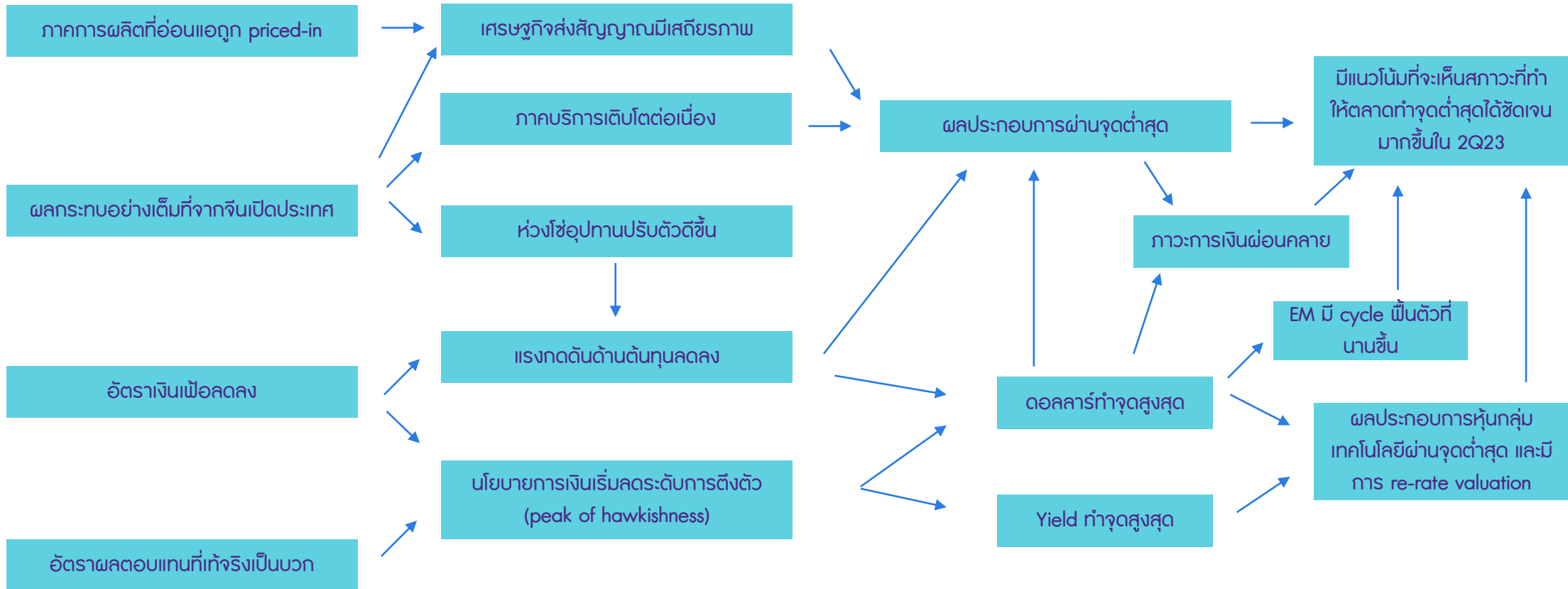
		สรุปมุมมองของเรา
แนวโน้มเศรษฐกิจมหภาค		ภาคการผลิตที่ชะลอตัวลงหรือหดตัวอย่างต่อเนื่องทำให้เราเชื่อว่าสถานการณ์ “No Landing” ไม่น่าจะเกิดขึ้น นอกจากนี้ เรายังเชื่อว่าอัตราเงินเฟ้อที่เร่งตัวขึ้นอีกครั้งเป็นเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นเพียงชั่วคราว และ เรายังคงเชื่อว่าอัตราเงินเฟ้อจะลดลงในระยะถัดไป เราเชื่อว่าเฟดจะลดดอกเบี้ยครั้งแรกในการประชุมเดือนพ.ย. ซึ่งจะทำให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายของสหรัฐฯ อยู่ที่ 4.63% ภายในสิ้นปีนี้ ภาคบริการจะปรับตัวแยลงก่อนลดดอกเบี้ย เศรษฐกิจไทยอาจเผชิญกับความเสี่ยงจากอัตราเงินเฟ้อสูง การเติบโตที่ลดลง และทิศทางดอกเบี้ยสูงที่ยาวนานขึ้น (higher for longer)
จุดสว่าง (bright spot) ทางเศรษฐกิจ		อุปสงค์การบริโภคในประเทศ กลุ่มที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยว ผลประกอบการผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว และกลุ่มอุตสาหกรรมที่เติบโตตามวัฏจักรเศรษฐกิจโลกบางกลุ่ม
ผลประกอบการผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว		การกลับมาเปิดประเทศของจีนจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทยผ่านทางช่องทางการค้าสินค้า การท่องเที่ยว และสินค้าโภคภัณฑ์ อุปสงค์ในประเทศยังคงแข็งแกร่ง ดังนั้นการเติบโตของรายได้โดยรวม คาดว่าจะเริ่มฟื้นตัวพร้อมกับแรงกดดันด้านต้นทุนที่ลดลงตั้งแต่ 2Q23 เป็นต้นไป และจะเริ่มฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งใน 2H23
แรงกดดันด้านต้นทุนลดลง		ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ เช่น ทองแดง อลูมิเนียม น้ำมัน ก๊าซธรรมชาติ และค่าระวางเรือ มีแนวโน้มปรับตัวลดลงตั้งแต่ช่วงปลาย 2Q22 ต้นทุนวัตถุดิบและค่าขนส่งเฉลี่ยใน 1Q23 ลดลง 29% YoY และ 10% QoQ ซึ่งอาจทำให้มาร์จิ้นหยุดหดตัวได้ อัตราค่าจ้างจากการดำเนินงานมีแนวโน้มที่จะขยายตัวหลังจากต้นทุนลดลง 2-3 ไตรมาส ซึ่งหมายความว่ากำไรจากการดำเนินงานของบริษัทไทยจะทำจุดต่ำสุดใน 1Q23 และจะขยายตัวตั้งแต่ 2Q23 เป็นต้นไป ซึ่งจะช่วยชดเชยการเติบโตของรายได้ที่ชะลอตัว
equity risk premium ต่ำ		การเติบโตที่ต่ำกว่าคาดส่งผลทำให้ equity risk premium (ERP) ของตลาดหุ้นไทยกลับมาอยู่ที่ระดับต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาวและต่ำกว่าตลาด EM อื่นๆ ซึ่งชี้ให้เห็นว่าตลาดหุ้นไทยมีความอ่อนไหวต่อ yield ที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องมากกว่าตลาดหุ้นเกิดใหม่อื่นๆ เนื่องจากตลาดหุ้นไทยคัดกรองความแพงผ่าน ERP นอกจากนี้ valuation ที่สูงในเชิงเปรียบเทียบยังทำให้นักลงทุนสถาบันและนักลงทุนต่างชาติไม่ต้องการจัดสรรเงินลงทุนเข้ามาเพิ่ม
ปรับลดประมาณการกำไร		ประมาณการ EPS ปี 2023 ของ consensus ถูกปรับลดลง 3% หลังจากการเติบโตใน 4Q22 อ่อนแอกว่าคาด เนื่องจาก pent-up demand ลดลง และภาคการผลิตและภาคส่งออกอ่อนแอ เรามีความกังวลเกี่ยวกับกลุ่มที่เกี่ยวข้องกับการส่งออกซึ่งยังไม่เห็นการปรับลดประมาณการกำไร เนื่องจากกำไรกว่า 30% (วัดโดยน้ำหนัก) จะได้ประโยชน์จากราคาน้ำมันที่ลดลง เราอาจจะเห็นการปรับเพิ่มประมาณการกำไร (หลังจากมีการปรับลดประมาณการกำไรลงมากถึง 7% ใน 1Q23) โดยได้รับการสนับสนุนจากต้นทุนที่ลดลง
กลยุทธ์การลงทุน 2Q23		เศรษฐกิจมีแนวโน้มที่จะเติบโตในระดับที่ไม่น่าประทับใจ และกำไรของบริษัทจดทะเบียนใน 1Q23 จะยังคงอยู่ภายใต้แรงกดดัน ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ปรับตัวสวนทางกับวัฏจักรธุรกิจ โดยมีแนวโน้มที่บรรจบกันที่ขาลงในช่วงครึ่งแรกของ 2Q23 ซึ่งสอดคล้องกับช่วงที่ผลประกอบการผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว เศรษฐกิจมีแนวโน้มที่จะปรับตัวลงถึงจุดต่ำสุดอย่างเห็นได้ชัดเจนมากขึ้นภายในกลาง 2Q23 การปรับฐานของราคาหุ้นใน 2Q23 จะเป็นโอกาสที่ดีในการเข้าสะสมเพื่อรอการฟื้นตัวใน 2H23 ตัวเลือกลงทุนที่น่าสนใจยังคงมีอยู่ แต่ต้องลงทุนแบบ selective มากขึ้น
เป้าหมาย SET Index		การคำนวณของเราพบว่าเป้าหมาย SET Index ปี 2023 ที่อิงกับปัจจัยพื้นฐานอยู่ที่ 1,750 จุด จุดเข้าซื้อที่สำคัญอยู่ที่ 1,550-1,600 จุด ซึ่งเราคาดว่าจะเห็นในช่วงต้น 2Q23
น้ำหนักการลงทุนรายกลุ่มใน 2Q23	Overweight Neutral Underweight	พาณิชย์ วัสดุก่อสร้าง ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ บรรจภัณฑ์ ปีเตอร์เคมี ขนส่งทางอากาศ ยานยนต์ ธนาคาร พลังงาน บ้านเกิด/สื่อ เครื่องดื่มและอาหาร การแพทย์ โรงแรม REIT สาธารณูปโภค ธุรกิจการเกษตรขนส่งทางบก ที่อยู่อาศัย/นิคมอุตสาหกรรม สื่อสาร
คำแนะนำ		เราแนะนำหุ้นที่: 1) มีงบดุลและกระแสเงินสดที่ดี 2) โมเมนตัมดีขึ้นจากการเปิดประเทศ 3) ผลประกอบการผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วและฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง 4) นักลงทุนต่างชาติถือครองค่อนข้างน้อย หุ้นเด่นใน 2Q23 ของเราคือ AU CPALL KCE PTTGC และ SCGP

# โรดแมปการลงทุนจากมุมมองมหภาค



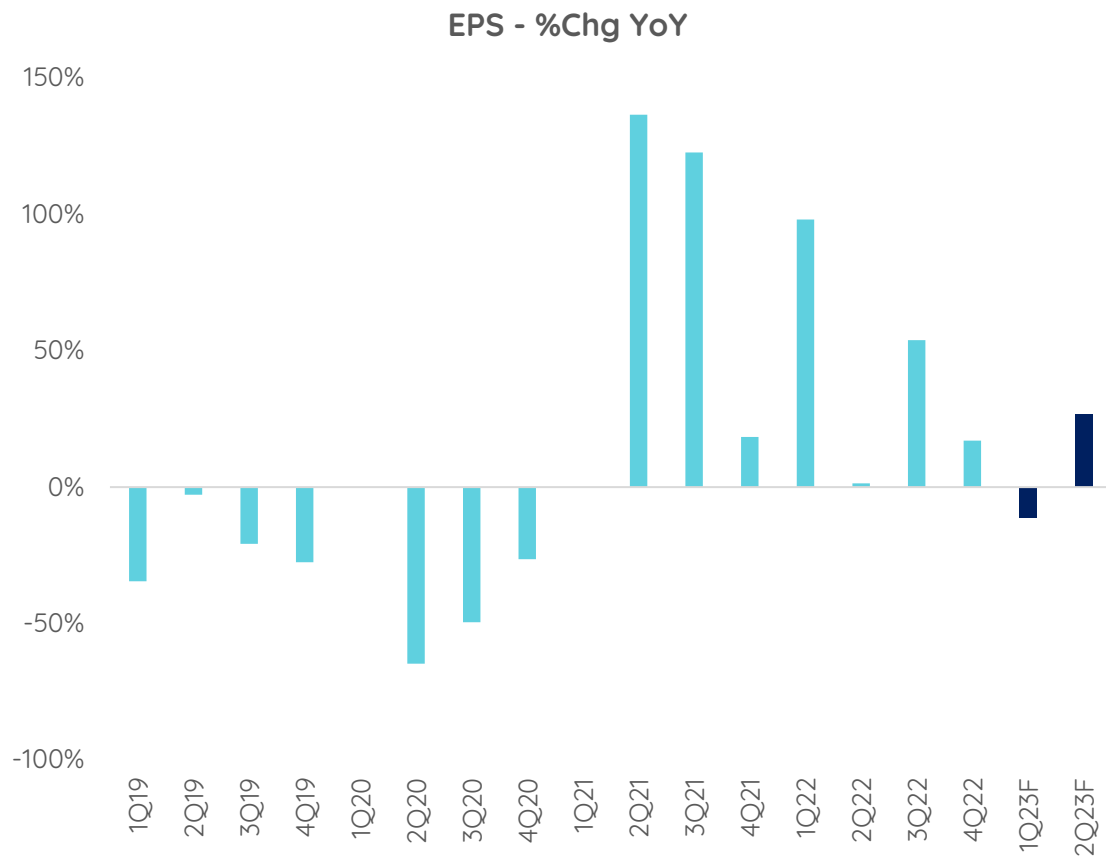
# สรุปธีมเศรษฐกิจมหภาคและตลาด

## เรากำลังมองหาอะไรในปี 2Q23?



# ผลประกอบการที่ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วเป็นปัจจัยสำคัญ

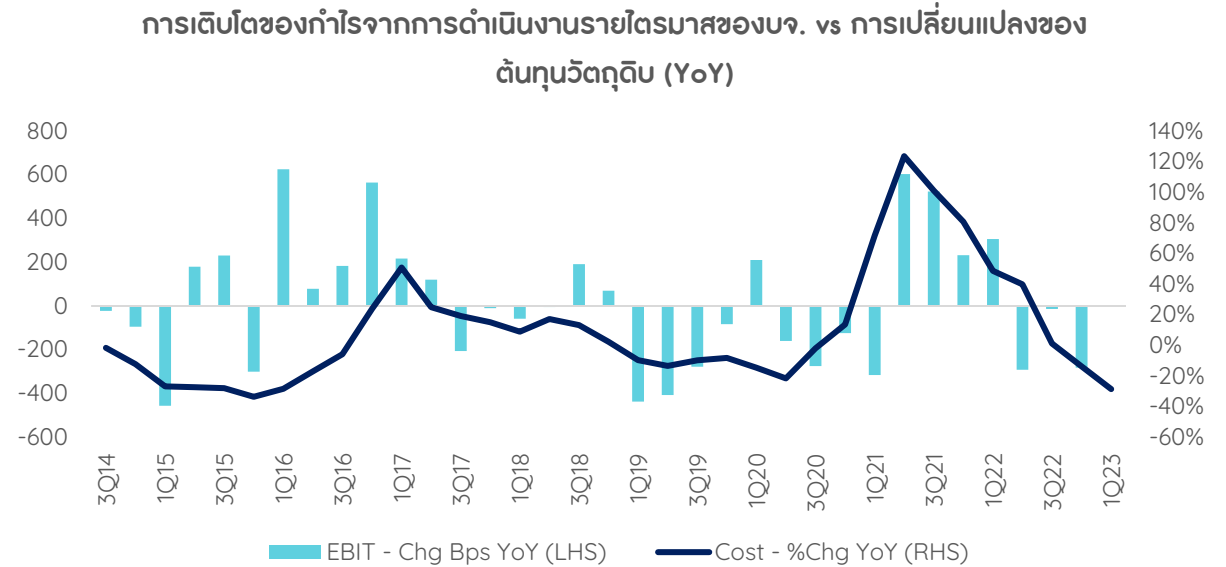
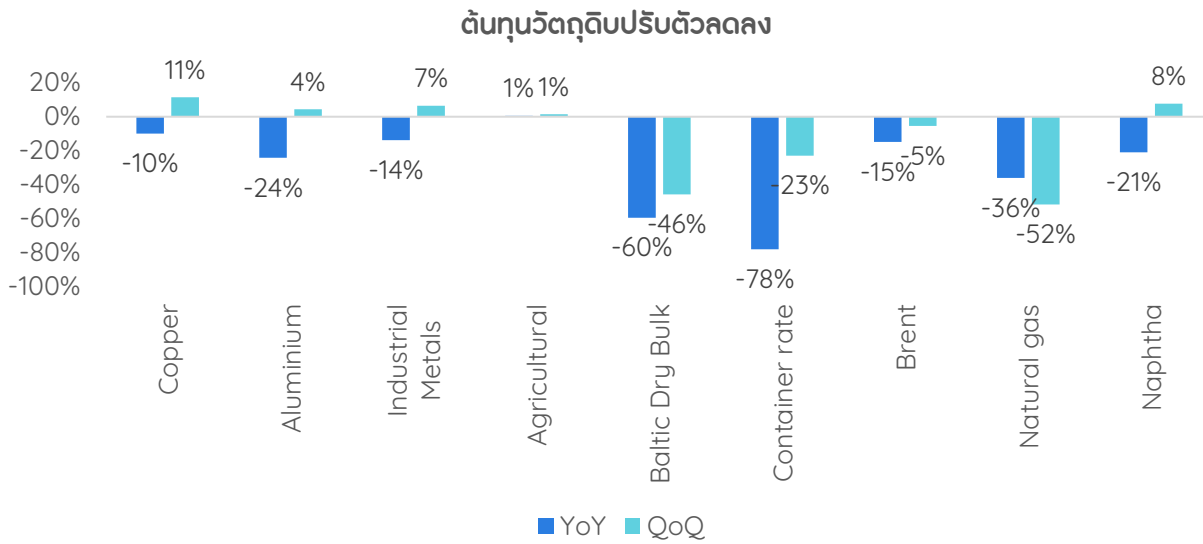
## คาดผลประกอบการฟื้นตัวตั้งแต่ 2Q23 เป็นต้นไป



ใน 2Q23 การกลับมาเปิดประเทศของจีนจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทยผ่านทางช่องทางการค้าสินค้า การท่องเที่ยว และสินค้าโภคภัณฑ์ ประเทศไทยจะได้รับประโยชน์อย่างมากจากการเดินทางออกนอกประเทศของชาวจีนรอบใหม่นี้ ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่สูงขึ้นอาจสร้างแรงกดดันต่อประเทศที่นำเข้าพลังงาน แม้ว่าหุ้นกลุ่มสินค้าโภคภัณฑ์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์น่าจะได้รับประโยชน์ก็ตาม ในขณะที่เกาหลีจะได้รับประโยชน์ผ่านทางกลุ่มเซมิคอนดักเตอร์ที่รองรับความต้องการส่งออกสินค้าอิเล็กทรอนิกส์ของไทย อุปสงค์ในประเทศยังคงแข็งแกร่ง ดังนั้นการเติบโตของรายได้โดยรวมคาดว่าจะเริ่มฟื้นตัวพร้อมกับแรงกดดันด้านต้นทุนที่ลดลงตั้งแต่ 2Q23 เป็นต้นไป

ทั้งหมดนี้บ่งชี้ว่าบริษัทไทยจะเห็นกำไรเติบโตอ่อนแอที่สุดของปีนี้ใน 1Q23 หุ้นไทยอาจเห็นขาลงอีกครั้งซึ่งส่งสัญญาณว่ามีโอกาสน้อยมากที่เงินทุนต่างชาติจะไหลเข้าใน 2Q23 อย่างไรก็ดี เราเชื่อว่าการปรับฐานของราคาหุ้นเป็นโอกาสที่ดีในการเข้าสะสมเพื่อรอการฟื้นตัวใน 2H23 โดยเฉพาะอย่างยิ่งกลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ท่องเที่ยว ปีเตอร์เคมี และพาณิชย์

# มาร์จิ้นจะหดตัวลงอย่างต่อเนื่องหรือไม่? ภาคแรงกดดันด้านต้นทุนลดลง

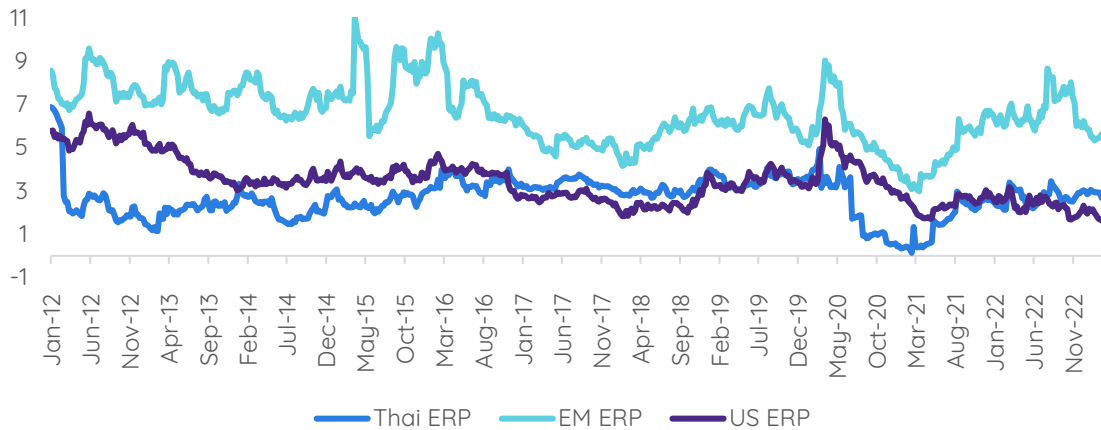


ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ เช่น ทองแดง อลูมิเนียม น้ำมัน ก๊าซธรรมชาติ และค่าระวางเรือ มีแนวโน้มปรับตัวลดลงตั้งแต่ช่วงปลาย 2Q22 เนื่องจากปัญหาการหยุดชะงักของห่วงโซ่อุปทานเริ่มคลี่คลายและฐานสูงจากปี 2021 และลดลงอย่างต่อเนื่องใน 2H22 โดยมีสาเหตุมาจากความกลัวภาวะเศรษฐกิจถดถอยและดอลลาร์แข็งค่า ต้นทุนวัตถุดิบและค่าขนส่งเฉลี่ยใน 1Q23 ลดลง 29% YoY และ 10% QoQ ซึ่งอาจทำให้มาร์จิ้นหยุดหดตัวได้ จากการวิเคราะห์ของเรา อัตรากำไรจากการดำเนินงานมีแนวโน้มที่จะขยายตัวหลังจากต้นทุนลดลง 2-3 ไตรมาส ซึ่งหมายความว่ากำไรจากการดำเนินงานของบริษัทไทยจะทำจุดต่ำสุดใน 1Q23 และจะขยายตัวตั้งแต่ 2Q23 เป็นต้นไป ซึ่งจะช่วยชดเชยการเติบโตของรายได้ที่ชะลอลง ดังนั้นเราจึงคาดว่าผลประกอบการของบริษัทไทยจะทำจุดต่ำสุดเนื่องจากมาร์จิ้นหดตัวใน 1Q23 และจะเริ่มฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งใน 2H23

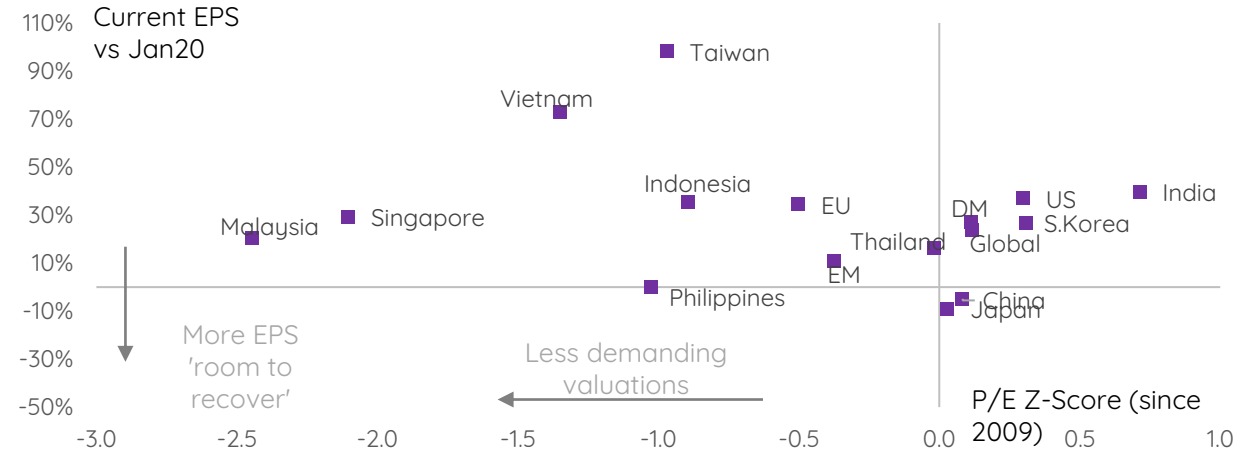


# Equity risk premium กลับมาอยู่ที่ระดับต่ำ valuation หุ่นไทยสูง; ได้เวลาลงทุนแบบ selective มากขึ้น

The low US and Thai equity risk premium stands out



Growth at reasonable price framework



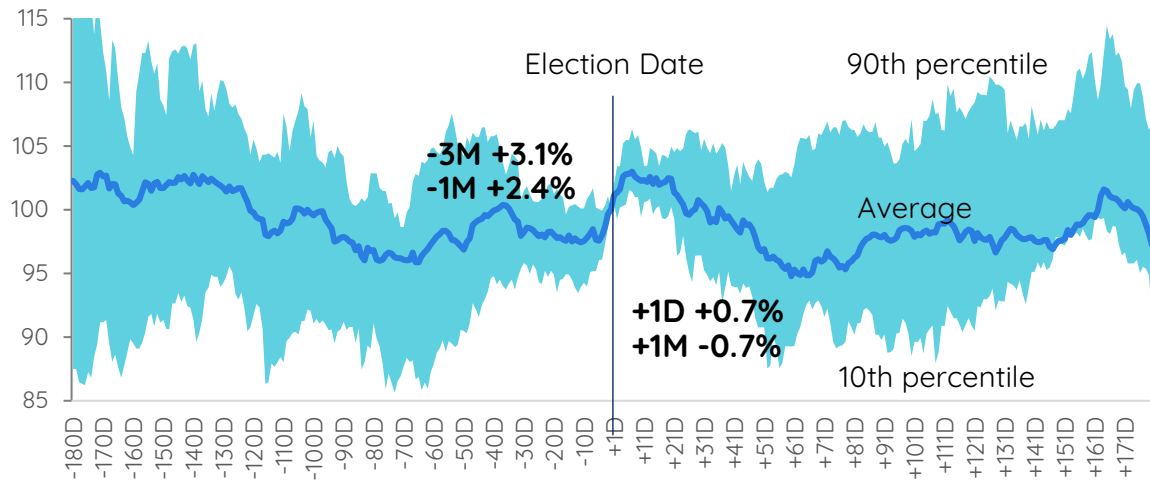
เราพบการกระจายตัวของ valuation และผลประกอบการในแต่ละตลาด การเติบโตที่ต่ำกว่าคาดส่งผลทำให้ equity risk premium (ERP) ของตลาดหุ้นไทยกลับมาอยู่ที่ระดับต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาวและต่ำกว่าตลาด EM อื่นๆ ซึ่งชี้ให้เห็นว่าตลาดหุ้นไทยมีความอ่อนไหวต่อ yield ที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องมากกว่าตลาดหุ้นเกิดใหม่อื่นๆ เนื่องจากตลาดหุ้นไทยคัดกรองความแพงผ่าน ERP

จากข้อมูลของเรา ERP พุ่งสูงขึ้นทันทีก่อนที่ตลาดจะทำจุดต่ำสุด ERP มักปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วง 3 เดือนก่อนที่จะมีการปรับฐาน

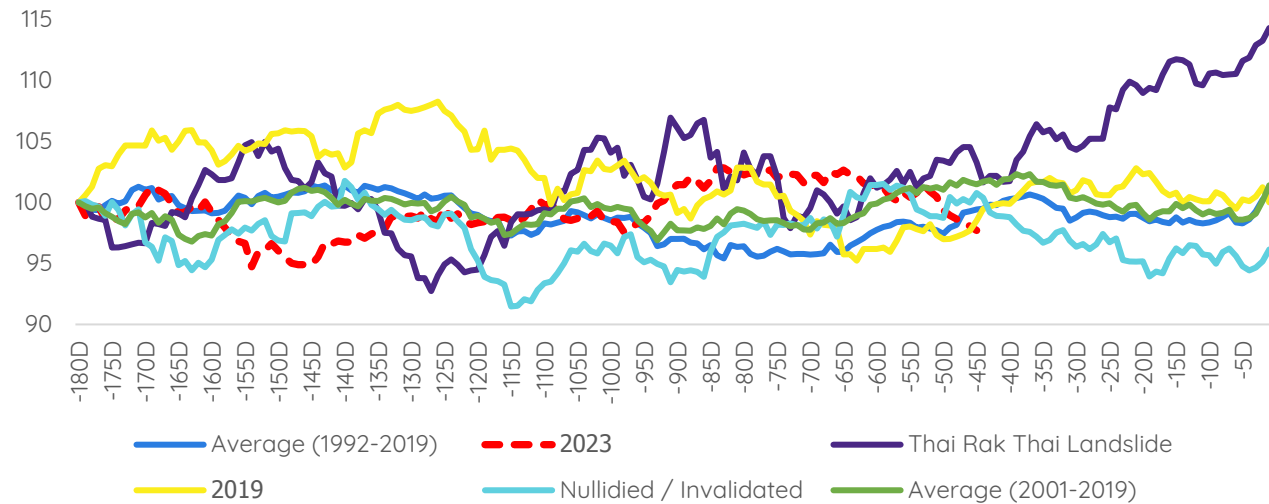
แม้ว่าตลาดหุ้นไทยมีโอกาสดูดีขึ้นจากการกลับมาของการท่องเที่ยวและการบริโภคภายในประเทศที่อาจมีอัมพาต แต่เศรษฐกิจจะเติบโตในระดับที่ไม่น่าประทับใจและกำไรของบริษัทจดทะเบียนใน 1Q23 จะยังคงอยู่ภายใต้แรงกดดัน ราคาหุ้นไทยปรับตัวสวนทางกับวัฏจักรธุรกิจ โดยมีแนวโน้มที่บรรจบกันที่ขาลงในช่วงครึ่งแรกของ 2Q23 ดังนั้น valuation ที่สูงในเชิงเปรียบเทียบจึงทำให้นักลงทุนสถาบันและนักลงทุนต่างชาติยังไม่ต้องการจัดสรรเงินลงทุนเข้ามาเพิ่ม อย่างไรก็ตาม ด้วเลือกลงทุนที่น่าสนใจยังคงมีอยู่ แต่ต้องลงทุนแบบ selective มากขึ้น

# การเลือกตั้งทั่วไปในประเทศไทยใน 2Q23 ประวัติศาสตร์จะซ้ำรอยหรือไม่?

SET Index performance ก่อนและหลังเลือกตั้งตั้งแต่ปี 1992



การเคลื่อนไหวของ SET Index ก่อนการเลือกตั้งทั่วไป



การเลือกตั้งทั่วไปคาดว่าจะมีขึ้นในวันที่ 7 พ.ค. 2023 ตามที่คณะกรรมการการเลือกตั้งกำหนด กฎหลักๆ ที่แตกต่างจากปี 2019 คือ 1) ไม่มี ส.ส.ระบบบัญชีรายชื่อที่ใช้สูตรที่นั่งปรับระดับ (leveling seat) 2) ใช้ระบบผสมเสียงข้างมาก 3) ส.ส. แบบแบ่งเขตเพิ่มขึ้น 50 ที่นั่ง ในขณะที่ส.ส.แบบบัญชีรายชื่อลดลง 50 ที่นั่ง เราไม่มีมุมมองเกี่ยวกับการเลือกตั้งทั่วไปที่กำลังจะเกิดขึ้น ในอดีตที่ผ่านมา 60% ของหุ้นที่จดทะเบียนใน SET มีปฏิริยาตอบรับเชิงบวกในช่วง 2 เดือนก่อนการเลือกตั้ง โดยให้ผลตอบแทนเฉลี่ย 2% หุ้นกลุ่มธนาคาร ICT และสื่อ ให้ผลตอบแทนสูงสุด เราพบว่า performance ของ SET Index ในปี 2566 underperform ช่วงที่มีการเลือกตั้งทั่วไปครั้งก่อนๆ

นักลงทุนไม่ควรใช้เรื่องนี้เป็นข้ออ้างในการจับจังหวะลงทุน การเลือกตั้งไม่ได้ทำให้เกิดความแตกต่างในแง่ของผลตอบแทนจากการลงทุนในระยะยาว เรากังวลเกี่ยวกับนโยบายพักชำระหนี้ บริษัทที่จะได้รับประโยชน์จากนโยบายการเมืองยังไม่มีความแน่นอนเนื่องจากงบประมาณรัฐบาลมีจำกัดและหนี้สาธารณะสูง

# แนวโน้มกลุ่มอุตสาหกรรมและผลประกอบการ

# แนวโน้มรายกลุ่มอุตสาหกรรมใน 2Q23

## ภายในมีเสถียรภาพ ภายนอกเปราะบาง

ขนส่งทางอากาศ	ยานยนต์	ธนาคาร	พาณิชย์	วัสดุก่อสร้าง
<p>สำหรับ AOT ปัจจัยบวกใน 2Q23 คือ จำนวนผู้โดยสารระหว่างประเทศที่เร่งตัวขึ้นและการสิ้นสุดมาตรการช่วยเหลือสายการบินและผู้ประกอบการเชิงพาณิชย์ (วันที่ 31 มี.ค.) และบริษัทจะกลับมาเก็บค่าผลประโยชน์ตอนเหนือขึ้นต่ำต่อผู้โดยสารตั้งแต่วันที่ 1 เม.ย. เป็นต้นไป ดังนั้นเราจึงคาดว่าผลประกอบการปกติของ AOT จะปรับตัวดีขึ้น YoY และ QoQ เราคาดว่าภาระดำเนินงานของ AAV จะปรับตัวดีขึ้น YoY แต่ลดลง QoQ จากปัจจัยฤดูกาล อย่างไรก็ตาม ช่วงโลว์ซีซั่น อาจได้รับการสนับสนุนจากตลาดจีนที่เติบโตมากขึ้น เนื่องจาก AAV วางแผนเพิ่มความถี่ของเที่ยวบินสู่ 40 เที่ยวบิน/สัปดาห์ใน 1Q23, 100 เที่ยวบิน/สัปดาห์ใน 2Q23 และ 110 เที่ยวบิน/สัปดาห์ใน 3Q-4Q23 (เทียบกับ 140 เที่ยวบิน/สัปดาห์ในปี 2019)</p>	<p>เราคาดว่ายอดขายและกำไรใน 2Q23 ของบริษัทผลิตชิ้นส่วนยานยนต์จะเพิ่มขึ้น YoY แต่ลดลง QoQ จากปัจจัยฤดูกาล (วันหยุดยาว) สอดคล้องกับการผลิตรถยนต์ของไทย แรงแถดต้นต่ออัตราค่าไฟที่เพิ่มขึ้นจะอยู่ที่ค่าไฟฟ้ายานยนต์ที่เพิ่มขึ้น และอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น ซึ่งอาจจะส่งผลกระทบต่อ</p>	<p>สำหรับ 2Q23 เราคาดว่ากำไรจะเพิ่มขึ้น YoY (NII ดีขึ้นจาก NIM ที่สูงขึ้น) และทรงตัว QoQ (รายได้และตั้งสำรองระดับทรงตัว)</p>	<p>กำไรของกลุ่มพาณิชย์เติบโต YoY ใน 2Q23 โดยได้รับการสนับสนุนจากการเติบโตของ SSS และมาร์จิ้นที่ดีขึ้นอันเป็นผลมาจากกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่ฟื้นตัว นักท่องเที่ยวที่เพิ่มขึ้น sentiment ตลาดที่ดีขึ้น และการใช้จ่ายก่อน/ในช่วงเลือกตั้งที่เพิ่มขึ้น รายได้ค่าเช่าที่ฟื้นตัวจะช่วยให้กำไรเติบโตเพิ่มขึ้น</p>	<p>เราคาดว่ากำไรของกลุ่มวัสดุก่อสร้างจะลดลง YoY เพราะได้รับผลกระทบจากต้นทุนพลังงานและค่าสาธารณูปโภคระดับสูง การปรับราคาขึ้นอีกเพื่อให้ครอบคลุมต้นทุนท่ามกลางอุปสงค์ที่ตึงเครียดน้อยจะเป็นปัจจัยที่ต้องจับตา อย่างไรก็ตาม กำไรของกลุ่มวัสดุก่อสร้างคาดว่าจะเพิ่มขึ้น QoQ จากผลกระทบทางฤดูกาล</p>
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	พลังงาน	เงินทุน	อาหารและเครื่องดื่ม	การแพทย์
<p>เราคาดว่าผลประกอบการของกลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์จะฟื้นตัวใน 2Q23 โดยได้รับการสนับสนุนจากอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศที่มีเสถียรภาพมากขึ้นและภาวะตลาดที่ดีขึ้นหลังจากจีนกลับมาเปิดประเทศและคาดว่าจะกลับมาอยู่ที่ระดับปกติ สินค้าที่เกี่ยวข้องกับ EV และ data center จะยังคงเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนการเติบโตของกลุ่มฯ</p>	<p><b>น้ำมันและก๊าซ:</b>ราคาน้ำมันจะอยู่ในระดับทรงตัวจาก 1Q23 เนื่องจากช่องว่างอุปสงค์และอุปทานใกล้เคียงกัน ก่อนที่อุปสงค์จะสูงกว่าอุปทานใน 2H23 ราคาน้ำมันจะได้รับประโยชน์จาก crack spread น้ำมันเบนซินและน้ำมันอากาศยานที่แข็งแกร่ง เนื่องจากความต้องการเชื้อเพลิงในภาคขนส่งฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องจากการเปิดประเทศของจีน</p> <p><b>สาธารณูปโภค:</b>ราคาและปริมาณ LNG นำเข้าที่ลดลง และอุปทานก๊าซในประเทศที่เพิ่มขึ้นจะช่วยลดแรงกดดันด้านต้นทุนสำหรับผู้ผลิตไฟฟ้า อัตราค่าไฟฟ้าจะทรงตัวอยู่ที่ระดับปัจจุบัน จนกว่ารัฐบาลชุดใหม่จะเข้ามาปรับตำแหน่งเพื่อบรรเทาภาระหนี้ของ กฟผ. ผู้ประกอบการ SPP จะได้รับประโยชน์จากประสิทธิภาพการไหลเวียนที่ดีขึ้นของโรงไฟฟ้าใหม่ภายใต้โครงการ SPP Replacement</p>	<p>เราคาดว่าบริษัทเงินทุนส่วนใหญ่จะรายงานกำไร 2Q23 ลดลง YoY (ตั้งสำรองเพิ่มขึ้น) แต่ทรงตัว QoQ (สินเชื่อที่เติบโตอย่างแข็งแกร่งจะถูกหักล้างโดย NIM ที่ลดลงและการตั้งสำรองเพิ่มขึ้น)</p>	<p><b>อาหาร:</b> เราคาดว่ากำไร 2Q23 ของกลุ่มอาหารและเครื่องดื่มจะเพิ่มขึ้น QoQ จากปัจจัยฤดูกาล แต่จะลดลง YoY เพราะได้รับผลกระทบจากมาร์จิ้นที่อ่อนแอลงจากราคาสีตช่วงที่ประเทศที่ลดลงอันเป็นผลมาจากอุปทานที่เพิ่มขึ้น (นำโดยสุกรและเนื้อสุกรนำเข้าผิดปกติในปี 2023TD) และราคาส่งออกไก่เนื้อที่มีแนวโน้มปรับตัวลดลงจากต้นทุนขนส่งที่ลดลงท่ามกลางต้นทุนอาหารสัตว์ที่สูงขึ้น</p> <p><b>เครื่องดื่ม:</b> เราคาดว่ากำไรของกลุ่มอาหารและเครื่องดื่มจะเติบโต QoQ แต่ลดลง YoY อันเป็นผลมาจากอัตราค่าโรขึ้นต้นที่ปรับตัวดีขึ้น หลักรุก เกิดจากต้นทุนอุปทานและก๊าซธรรมชาติที่ลดลง ในขณะที่คาดว่าปริมาณการขายจะเติบโต QoQ จากปัจจัยฤดูกาล</p>	<p>โดยปกติแล้วไตรมาส 2 จะเป็นช่วงโลว์ซีซั่นสำหรับผู้ประกอบการโรงพยาบาล อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าช่วงโลว์ซีซั่นใน 2Q23 สำหรับ BDMS และ BH จะได้รับการสนับสนุนจากปริมาณผู้ป่วยต่างชาติที่เพิ่มขึ้น สำหรับ BCH และ CHG นั้น เรายังคงมุมมองที่ว่ากำไรจะปรับตัวลดลง YoY (และลดลง QoQ จากปัจจัยฤดูกาล) ต่อเนื่องใน 2Q23 จากฐานที่สูงจากบริการโควิด-19 ใน 1H22 upside ของ BCH และ CHG คือ การปรับเพิ่มค่าเช่ารายหัวประกันสังคม การวิเคราะห์ความอ่อนไหวบ่งชี้ว่าการปรับค่าเช่ารายหัวประกันสังคมเพิ่มขึ้น 1% จะหนุนให้กำไรปี 2566 ของ BCH ปรับเพิ่มขึ้นได้ 1.5% และกำไรปี 2566 ของ CHG ปรับเพิ่มขึ้นได้ 1.2%.</p>
โรงแรม	ICT	ขนส่งทางอากาศ	ปิโตรเคมี	อสังหาริมทรัพย์
<p>สำหรับ AWC CENTEL และ ERW ซึ่งโรงแรมส่วนใหญ่ตั้งอยู่ในประเทศไทย เราคาดว่าผลประกอบการ 2Q23 จะปรับตัวดีขึ้น YoY แต่ลดลง QoQ จากปัจจัยฤดูกาล อย่างไรก็ตาม ช่วงโลว์ซีซั่นอาจได้รับการสนับสนุนจากนักท่องเที่ยวที่เดินทางเข้ามาจากจีน MINT เป็นข้อยกเว้น เพราะรายได้ส่วนใหญ่มาจากยุโรป ซึ่งไตรมาส 2 เป็นไฮซีซั่น โดยกำไรจะเพิ่มขึ้น QoQ ใน 2Q23 เราเชื่อว่าผู้ประกอบการโรงแรมจะยังคงไฟฟิสที่ ARR ที่สูงขึ้น สิ่งที่ต้องจับตา คือ แรงงานที่เพียงพอต่อการให้บริการนักท่องเที่ยวที่เร่งตัวใน 2H23 หรือไม่</p>	<p>ผลประกอบการของกลุ่ม ICT น่าจะปรับตัวดีขึ้นต่อเนื่อง QoQ และ YoY เราคาดว่ารายได้จากธุรกิจโทรคมนาคมที่เพิ่มขึ้นจะปรับตัวดีขึ้นต่อเนื่อง โดยได้แรงหนุนจากรายได้ที่ค่าบริการโรมมิ่งที่สูงขึ้น (จากจำนวนนักท่องเที่ยวที่เพิ่มขึ้น) และกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่ปรับตัวดีขึ้น จุดไฟฟิสที่สำคัญสำหรับนักลงทุน คือ การประกาศแผนธุรกิจของ TRUE หลังควบรวมกิจการ</p>	<p>การฟื้นตัวของอุปสงค์คาดว่าจะเกิดขึ้นต่อเนื่อง โดยเฉพาะในเอเชียอันเป็นผลมาจากการกลับมาเปิดประเทศของจีน ในขณะที่ความกลัวเศรษฐกิจถดถอยในยุโรปอาจจะทำให้การเติบโตสต็อกสินค้ายังฟื้นตัวไม่เต็มที่ แรงแถดต้นจากต้นทุนวัตถุดิบจากกลับมาบ้างเนื่องจากความต้องการใช้สารผสมน้ำมันเบนซินเพิ่มขึ้น ซึ่งทำให้อุปทานแบบฟาลดลง ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์จะยังอยู่ในระดับต่ำต่อไปกว่า sentiment ตลาดจะดีขึ้นในระดับที่แข็งแกร่งขึ้นเพื่อชดเชยอุปทานใหม่ซึ่งส่วนใหญ่อยู่ในเอเชีย</p>	<p>การฟื้นตัวของอุปสงค์คาดว่าจะเกิดขึ้นต่อเนื่อง โดยเฉพาะในเอเชียอันเป็นผลมาจากการกลับมาเปิดประเทศของจีน ในขณะที่ความกลัวเศรษฐกิจถดถอยในยุโรปอาจจะทำให้การเติบโตสต็อกสินค้ายังฟื้นตัวไม่เต็มที่ แรงแถดต้นจากต้นทุนวัตถุดิบจากกลับมาบ้างเนื่องจากความต้องการใช้สารผสมน้ำมันเบนซินเพิ่มขึ้น ซึ่งทำให้อุปทานแบบฟาลดลง ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์จะยังอยู่ในระดับต่ำต่อไปกว่า sentiment ตลาดจะดีขึ้นในระดับที่แข็งแกร่งขึ้นเพื่อชดเชยอุปทานใหม่ซึ่งส่วนใหญ่อยู่ในเอเชีย</p>	<p>ยอดขาย 2Q23 จะเพิ่มขึ้น QoQ แต่ลดลงเล็กน้อย YoY จากการสิ้นสุดการผ่อนคลายมาตรการ LTV ตอนสิ้นปี 2022 กำไร 2Q23 มีแนวโน้มที่จะอยู่ในระดับทรงตัว YoY จากฐานสูง แต่เพิ่มขึ้น QoQ จากการรับรู้รายได้จาก backlog</p>

# แนวโน้มผลประกอบการปี 2023

## ผลกระทบของฐานต่ำ; คาดกลับมาเติบโตตามปกติในปี 2024

	Net Profit (Btm)			Growth (%)		
	22A	23F	24F	22A	23F	24F
Agribusiness	2,044	1,826	1,928	876.6	(10.7)	5.6
Automotive	4,404	4,636	5,032	25.9	5.3	8.6
Banking	201,271	238,778	260,855	9.1	18.6	9.2
Commerce	42,858	52,807	62,671	9.6	23.2	18.7
Construction Materials	26,056	32,563	38,572	(52.4)	25.0	18.5
Energy & Utilities	232,485	273,419	276,088	10.8	17.6	1.0
Finance & Securities	30,071	31,820	35,754	6.2	5.8	12.4
Food & Beverage	37,990	35,369	39,394	150.8	(6.9)	11.4
Health Care Services	24,391	22,949	24,803	15.0	(5.9)	8.1
ICT	20,098	30,498	36,015	(47.3)	51.7	18.1
Insurance	13,245	16,779	17,468	8.4	26.7	4.1
Packaging	5,801	7,045	8,107	(30.1)	21.4	15.1
Personal Products & Pharma	124	174	215	4.0	40.8	23.7
Petrochemicals & Chemicals	23,207	49,246	57,998	(67.6)	112.2	17.8
Property Development	36,277	35,174	36,991	40.9	(3.0)	5.2
Tourism & Leisure	174	1,996	2,899	(104.6)	1,047.7	45.2
Transportation & Logistics	(16,994)	19,486	34,963	(6.1)	214.7	79.4
<b>InnovestX Universe</b>	<b>683,502</b>	<b>854,564</b>	<b>939,754</b>	<b>(1.0)</b>	<b>25.0</b>	<b>10.0</b>

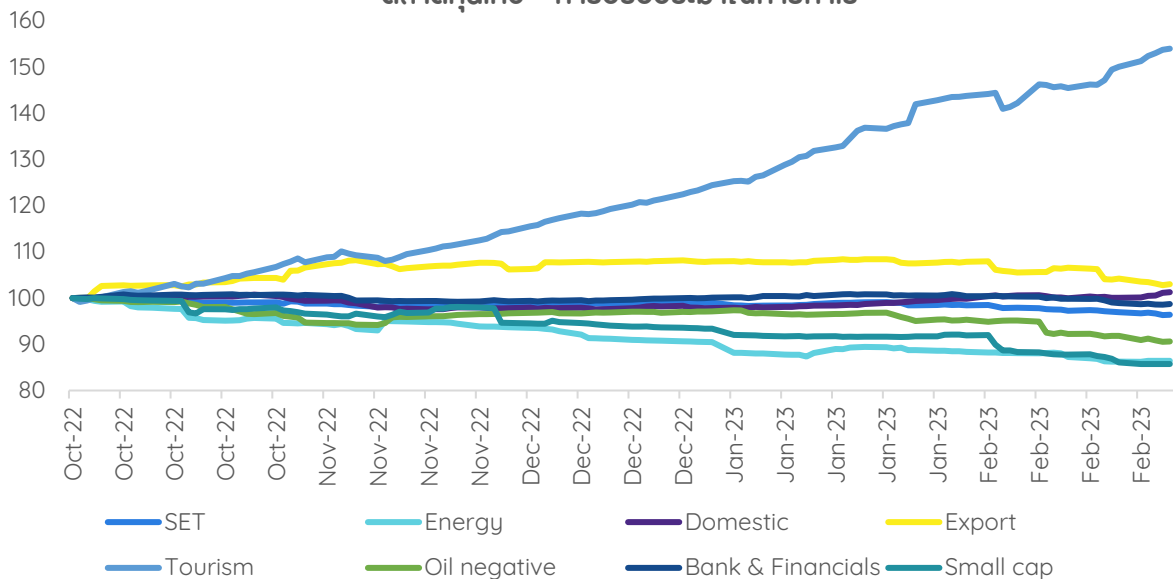
เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มที่จะได้ประโยชน์จากการที่จีนกลับมาเปิดประเทศอีกครั้งผ่านทางช่องทางการค้าและการท่องเที่ยว นอกจากนี้โครงการก่อสร้างโครงสร้างพื้นฐานมูลค่าสูงถึง 1.5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐจะช่วยกระตุ้นการเติบโตในปี 2023 โดยจะช่วยป้องกันไม่ให้อุตสาหกรรมได้รับผลกระทบจากการส่งออกและกิจกรรมการผลิตที่อ่อนแอ และความล่าช้าในการอนุมัติงบประมาณที่อาจเกิดขึ้นสืบเนื่องมาจากการเลือกตั้ง

แม้เราคาดว่าจะเห็นการเติบโตในปี 2023 แต่ความกังวลหลักๆ ใน 1H23 คือ อุปสงค์ที่มีแนวโน้มปรับตัวลดลง และแรงกดดันต่อมาร์จิ้นที่คาดว่าจะผ่อนคลายลงใน 2H23

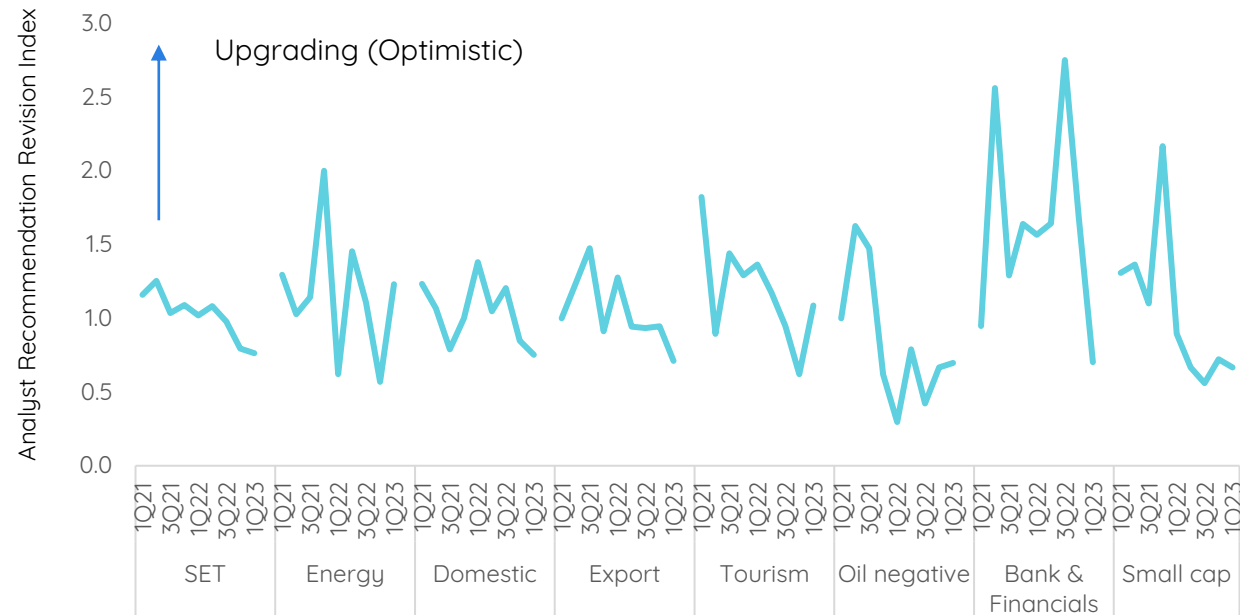
ด้วยเหตุนี้ เราจึงคาดว่ากำไรของบริษัทภายใต้การวิเคราะห์ของ InnovestX จะเติบโต 25% YoY ในปี 2023 (เทียบกับ consensus คาดที่ +18%) แม้ว่าเศรษฐกิจจะชะลอตัวลง กลุ่มอุตสาหกรรมส่วนใหญ่จะรายงาน EPS เติบโตอย่างแข็งแกร่งในปี 2023 โดยได้แรงหนุนจากกลุ่มพาณิชย์ กลุ่มวัสดุก่อสร้าง กลุ่มสื่อสาร กลุ่มประกัน กลุ่มปิโตรเคมี กลุ่มท่องเที่ยว และกลุ่มขนส่ง อย่างไรก็ตาม กลุ่มการแพทย์ กลุ่มอาหาร และกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ คาดว่าจะชะลอตัวลงในปี 2023

# แนวโน้มผลประกอบการปี 2023 ปรับลดประมาณการ?

ตลาดหุ้นไทย - การปรับประมาณการกำไร



นักวิเคราะห์ปรับลดคำแนะนำ



ประมาณการ EPS ปี 2023 ของ consensus ถูกปรับลดลง 3% หลังจากการเติบโตใน 4Q22 อ่อนแอกว่าคาด เนื่องจาก pent-up demand ลดลง และภาคการผลิตและภาคส่งออกอ่อนแอ กลุ่มที่มี contribution ในการปรับลดประมาณการกำไรค่อนข้างสูง คือ 1) กลุ่มพลังงาน เพราะราคาน้ำมันลดลง (6% QoQ, 15% YoY) 2) กลุ่มการเงิน เพราะ NPL มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น และ 3) กลุ่ม small cap เพราะมีแรงกดดันด้านต้นทุนและภาพการเติบโต ในขณะที่กลุ่มที่อิงกับเศรษฐกิจในประเทศและการท่องเที่ยวถูกปรับประมาณการกำไรเพิ่มขึ้น 4% และ 24% โดยได้แรงหนุนจากอุปสงค์ที่เติบโตอย่างแข็งแกร่งและการเปิดประเทศของจีน เรามีความกังวลเกี่ยวกับกลุ่มที่เกี่ยวข้องกับการส่งออกซึ่งยังไม่เห็นการปรับลดประมาณการกำไร แต่โมเมนตัมการเติบโตของภาคส่งออกชะลอตัวลงต่อเนื่อง ในทางกลับกัน เนื่องจากกำไรกว่า 30% (วัดโดยน้ำหนัก) จะได้ประโยชน์จากราคาน้ำมันที่ลดลง เราอาจจะเห็นการปรับเพิ่มประมาณการกำไรหลังจากมีการปรับลดประมาณการกำไรลงมากถึง 7% ใน 1Q23 โดยรวมแล้ว เราคาดว่าจะเห็นการปรับลดประมาณการกำไรลงอีกจากแนวโน้มการเติบโตที่ลดลง

# สรุปแนวโน้มรายกลุ่มอุตสาหกรรมใน 2Q23

	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	ปัจจัยกระตุ้น	ปัจจัยเสี่ยง
พาณิชย์	8	7	7	8	8	กิจกรรมทางเศรษฐกิจฟื้นตัว นักท่องเที่ยวเพิ่มขึ้น sentiment ดีขึ้น และการใช้จ่ายก่อน/ในช่วงเลือกตั้งเพิ่มขึ้น	ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ คือ การเปลี่ยนแปลงในด้านกำลังซื้อ ต้นทุนที่สูงขึ้นจากแรงกดดันเงินเฟ้อ และอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น
พลังงาน (น้ำมันและก๊าซ)	8	7	8	8	8	อุปสงค์ตามฤดูกาลสูงขึ้น หลักรุก คือ น้ำมันเบนซิน และการฟื้นตัวของอุปสงค์น้ำมันเชื้อเพลิงเครื่องบินเนื่องจากการเดินทางทางอากาศฟื้นตัว แนวโน้มเช่นนี้จะช่วยสนับสนุน GRM ใน 2Q23 แม้ว่าจ่ออ่อนตัวลง YoY จากจุดสูงสุดใน 2Q22 ที่ได้แรงหนุนจากเหตุการณ์รัสเซียบุกยูเครน Pent-up demand ของนักท่องเที่ยวจากจีน มาตรการกระตุ้นการเดินทางภายในประเทศของรัฐบาล	Crude premium ที่กว้างขึ้น และอุปสงค์ที่เติบโตต่ำกว่าคาดสืบเนื่องมาจากความกลัวเศรษฐกิจชะลอตัว
ท่องเที่ยว	7	8	8	8	8	ผู้ประกอบการ SPP จะได้ประโยชน์จากค่า Ft ที่เพิ่มขึ้น YoY ในเดือนพ.ค. แม้คาดว่า กพ. จะทยอยลดค่า Ft เพื่อสะท้อนต้นทุนเชื้อเพลิงที่ลดลง ค่า Ft ใน 1H23 น่าจะยังคงดีขึ้น YoY ต้นทุนก๊าซจะลดลง โดยเกิดจากอุปทานก๊าซในประเทศที่เพิ่มขึ้น	เศรษฐกิจชะลอตัว ต้นทุนที่สูงขึ้นจะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไร
สาธารณูปโภค	8	7	8	8	8	ต้นทุนวัตถุดิบหลักต่ำกว่าปี 2022 การแข่งขันและส่วนแบ่งการตลาดของผู้คนรายหลัก	ความต้องการใช้ไฟฟ้าที่ลดลงจากลูกค้าอุตสาหกรรมเนื่องจากเศรษฐกิจโลกชะลอตัวลง ต้นทุนเชื้อเพลิงที่สูงกว่าคาด และ log time ในการปรับค่า Ft
รถยนต์	5	7	7.5	6	7	คาดผลประกอบการอ่อนตัวลง QoQ ใน 1Q23 เพราะได้รับผลกระทบจากการแข็งค่าของเงินบาทในไตรมาสดังกล่าว แต่คาดว่าผลประกอบการจะฟื้นตัวตั้งแต่ 2Q23 เป็นต้นไป โดยเฉพาะบริษัทที่เกี่ยวข้องกับสินค้า EV	การแข่งขันที่รุนแรงในตลาดรถยนต์บำรุงกำลังพร้อมกับต้นทุนที่ผันผวนและค่าใช้จ่ายการตลาดที่สูงขึ้น
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	5	5	5	6	7	นักท่องเที่ยวดังชาติไหลเข้าหลังจากไทยเปิดประเทศ EBITDA margin ที่แข็งแกร่งขึ้นจากการมีสัดส่วนรายได้จากผู้ป่วยต่างชาติเพิ่มขึ้น แนวโน้มที่จะมีการปรับเพิ่มค่าเช่ารายรายหัวประกันสังคม	ภาวะเศรษฐกิจถดถอยคาดว่าจะส่งผลกระทบต่ออุปสงค์กลุ่มอิเล็กทรอนิกส์โดยรวม และความสัมพันธ์ของอัตราแลกเปลี่ยน
การแพทย์	7	7	7	7	7	Upside ต่อ NIM จากการขึ้นดอกเบี้ย valuation น่าสนใจ	เหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดที่จะส่งผลกระทบต่อผู้ป่วยชะลอการเข้าใช้บริการ การแข่งขันรุนแรง การขาดแคลนบุคลากร
ธนาคาร	6	6	6	6	6	ประโยชน์จากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรที่สูงขึ้นต่อ ROI VNB และ EV	ความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์จากเศรษฐกิจโลกชะลอตัว
ประกัน	6	6	7	7	6	การกลับมาใช้มาตรการ LTV ตามปกติจะส่งผลกระทบต่ออุปสงค์ชะลอตัวลง โดยยอดขายจะเติบโตลดลง	ความเสี่ยง downside ต่อการเติบโตของเบี้ยประกันรับอันเป็นผลมาจากกำลังซื้อที่ลดลงจากเงินเฟ้อสูง ตลาดทุนผันผวน
อสังหาริมทรัพย์	6	7	7.5	6	6	ปัจจัยเฉพาะตัว เช่น คำสั่งซื้อใหม่ ปัญหาการขาดแคลนชิปรีโมคัลลา	อัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น และการปฏิเสธสินเชื่อที่สูงขึ้น
ยานยนต์	5	5	5	5	5	การเปิดประเทศของจีนจะช่วยกระตุ้นอุปสงค์ แต่ต้นทุนแพงจะสูงขึ้นเนื่องจากโรงกลั่นเปลี่ยนมาผลิตน้ำมันเบนซินเพิ่มขึ้น	ความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจ ค่าครองชีพที่เพิ่มขึ้น และอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อความต้องการซื้อรถยนต์ ต้นทุนการดำเนินงานที่สูงขึ้น เช่น ค่าไฟฟ้า
ปิโตรเคมี	5	5	4	4	5	ต้นทุนเชื้อเพลิง (ถ่านหินและก๊าซธรรมชาติ) ค่อยๆ ปรับตัวลดลง ในขณะที่อุปสงค์และ ASP เพิ่มขึ้นปานกลาง แต่จะถูกกดดันบางส่วนโดยต้นทุนค่าสาธารณูปโภคที่สูงขึ้น	อุปสงค์ที่เติบโตต่ำกว่าคาดจากการที่จีนกลับมาเปิดประเทศและกำลังการผลิตเพิ่มเติมที่ส่วนใหญ่มาจากจีนจะเพิ่มแรงกดดันต่ออุปทาน ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์จะถูกจำกัดโดยอัตราการค้าดำเนินงานที่สูงขึ้นของโรงงานที่มีอยู่ในปัจจุบัน
วัสดุก่อสร้าง	4	4	4	6	5	การเติบโตของสินเชื่อชะลอตัวลงแต่ยังแข็งแกร่ง	ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ: การเปลี่ยนแปลงในด้านกำลังซื้อและต้นทุนที่สูงขึ้นจากแรงกดดันเงินเฟ้อ
ICT	6	6	6	4	5	ผลประกอบการปรับตัวดีขึ้นอย่างแข็งแกร่ง QoQ และ YoY จากปริมาณการจราจรและจำนวนผู้โดยสารที่เพิ่มขึ้น	ผลกระทบต่อ ARPU เนื่องจาก TRUE ต้องลดราคาเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก 12% หลังควบรวมกิจการ
ขนส่งทางบก	5	7	6	6	4	ราคาสัตว์ปีกในประเทศที่ลดลงท่ามกลางต้นทุนอาหารสัตว์ที่สูงขึ้น	ความเสี่ยงด้านกฎหมายที่สูงขึ้น
เงินทุน	5	5	5	4	3		ความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์จากแรงกดดันเงินเฟ้อและเศรษฐกิจโลกชะลอตัว ต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้น และการแข่งขันที่สูงขึ้นจากธนาคาร
อาหาร	6	7	6	6	3		ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ คือ ราคาผลิตภัณฑ์ที่ลดลงจากการมีอุปทานเพิ่มขึ้น กำลังซื้อที่ประมาทอันเป็นผลมาจากแรงกดดันเงินเฟ้อ ต้นทุนอาหารสัตว์และอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น



# มองหาหุ้นกลุ่มที่โหมเม้นต์กำไรเป็นบวก

SECTOR	1Q23		2Q23		Reason
	YoY	QoQ	YoY	QoQ	
พลังงาน (น้ำมันและก๊าซ)	-	+	-	+	พลังงาน – กำไรปกติจะปรับตัวดีขึ้น QoQ ใน 1Q23 และต่อเนื่องใน 2Q23 อันเป็นผลมาจากความต้องการใช้เชื้อเพลิงเพื่อการขนส่งที่เพิ่มขึ้นจากแรงหนุนจีนเปิดประเทศ ผลกระทบจากขาดทุนสินค้าคงเหลือที่ลดน้อยลงก็น่าจะช่วยสนับสนุนกำไร QoQ market GRM จะได้รับแรงหนุนจากน้ำมันเบนซินใน 2Q23 แม้ว่าจะต่ำกว่าจุดสูงสุดใน 2Q22
สาธารณูปโภค	+	+	+	+	สาธารณูปโภค – แรงกดดันที่ลดลงจากต้นทุนเชื้อเพลิงจะช่วยสนับสนุนกำไรปกติอย่างต่อเนื่อง ค่า Ft คาดว่าจะยังอยู่ที่ระดับปัจจุบัน แม้ว่าต้นทุนเชื้อเพลิงลดลง อันเป็นผลมาจากภาระหนี้สินของฟฟ. ที่มีสาเหตุมาจากต้นทุนพลังงานระดับสูงในปี 2022
ท่องเที่ยว	+	+	+	-	ผลประกอบการจะดีขึ้น YoY โดยได้รับกาสนับสนุนจากจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เพิ่มขึ้น ซึ่งจะส่งผลทำให้ RevPar เพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม ช่วงโลว์ซีซั่น QoQ ใน 2Q23 อาจจะได้รับกาสนับสนุนจากนักท่องเที่ยวจากจีนที่เข้ามามากขึ้น
ประกัน	+	+	+	+	Combined ratio ดีขึ้น (จากการเปลี่ยนแปลงสัดส่วนผลิตภัณฑ์และการโอนกลับสำรอง PAD เนื่องจากกรมธรรม์ครบกำหนด) การเติบโตของเบี้ยประกันรับรายใหม่เป็นตัวดีขึ้น และประโยชน์จากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรที่สูงขึ้นต่อ ROI EV และ VNB
ปิโตรเคมี	-	+	-	=	การเปิดประเทศของจีนเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนมาร์จิ้น ในขณะที่ความผันผวนของราคาน้ำมันและความไม่แน่นอนของเศรษฐกิจโลกจะทำให้มีการเลื่อนเติมสต็อกสินค้าคงคลังออกไป อุปทานใหม่จะชะลอตัวลงการฟื้นตัวของส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ ต้นทุนวัตถุดิบคาดว่าจะลดลงใน 1Q23 ก่อนที่จะเพิ่มขึ้นใน 2Q23 โดยมีสาเหตุมาจากความต้องการสารผสมน้ำมันเบนซินที่เพิ่มขึ้น
พาณิชย์	+	-	+	-	กิจกรรมทางเศรษฐกิจที่ฟื้นตัว นักท่องเที่ยวที่เพิ่มขึ้น การใช้จ่ายก่อน/ในช่วงเลือกตั้งที่เพิ่มขึ้นเป็นปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ
ยานยนต์	+	+	+	-	กำไรจะปรับตัวดีขึ้น YoY ใน 2Q23 โดยได้รับการสนับสนุนจากการผลิตรถยนต์ที่เพิ่มขึ้นและคำสั่งซื้อใหม่ ในขณะที่กำไรจะลดลง QoQ จากปัจจัยฤดูกาล (วันหยุดยาว)
การแพทย์	+/-	+/-	+/-	-	ไตรมาส 2 เป็นช่วงโลว์ซีซั่นสำหรับกลุ่มการแพทย์ สำหรับ BDMS และ BH เราคาดว่ากำไรจะเติบโต YoY จากจำนวนผู้ป่วยต่างชาติที่เพิ่มขึ้น สำหรับ BCH และ CHG เราคาดว่ากำไรจะลดลง YoY จากฐานสูงที่เกิดจากบริการโควิด-19
ICT	+	+	+	+	ผลประกอบการน่าจะเริ่มปรับตัวดีขึ้นใน 1Q23 โดยเกิดจากรายได้เกี่ยวกับการท่องเที่ยวที่เพิ่มขึ้นและการแข่งขันในระดับทรงตัว
ขนส่งทางบก	+	+	+	+	ได้ประโยชน์จากการกลับมาดำเนินกิจกรรมภายในประเทศ
อาหาร	-	-	-	+	ราคาสัตว์ปีกในประเทศลดลงท่ามกลางต้นทุนอาหารสัตว์ที่สูงขึ้น
อสังหาริมทรัพย์	0	-	-	+	คาดว่าอุปสงค์จะชะลอตัวลงใน 1Q23 ในขณะที่การรับรู้รายได้จาก backlog จะช่วยสนับสนุนกำไร 2Q23
ธนาคาร	+	+	+	=	สำหรับ 1Q23 เราคาดว่ากำไรจะเพิ่มขึ้นทั้ง YoY (NII ดีขึ้นจาก NIM ที่สูงขึ้น) และ QoQ (opex ลดลง) สำหรับ 2Q23 เราคาดว่ากำไรจะเพิ่มขึ้น YoY (NII ดีขึ้นจาก NIM ที่สูงขึ้น) และทรงตัว QoQ (รายได้และตั้งสำรองทรงตัว)
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	+	-	+	+	คาดว่าผลประกอบการจะอ่อนตัวลงใน 1Q23 เพราะได้รับผลกระทบจากการแข็งค่าของเงินบาท แต่คาดว่าจะปรับตัวดีขึ้นใน 2Q23 โดยเกิดจาก backlog order ที่ดีขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งจากสินค้าที่เกี่ยวข้องกับ EV
วัสดุก่อสร้าง	-	+	-	-	เราคาดว่ากำไรปกติ 1Q23 จะเพิ่มขึ้น QoQ จากผลกระทบทางฤดูกาล แต่กำไรจะยังคงอ่อนแอลง YoY เพราะได้รับผลกระทบจากต้นทุนพลังงานและค่าสาธารณูปโภคที่สูงขึ้น
เงินทุน	-	=	-	=	เราคาดว่ากำไร 1H23 จะได้รับแรงกดดันจาก credit cost และต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้น ในขณะที่การเติบโตของสินเชื่อจะชะลอตัวลงแต่ยังแข็งแกร่ง



# น้ำหนักการลงทุนและ valuation รายกลุ่มอุตสาหกรรมใน 2Q23

Sector	Recommended sector weighting	Current SET weight	2022 returns	YTD returns	Growth		Net profit CAGR 22-24	P/E		P/B		Dividend yield		Ev/Ebitda (x)	
					23F	24F		23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F
Building Materials	Overweight	3.30%	-8%	-6%	25%	18%	22%	14.8	12.5	0.9	0.9	2.9	3.3	10.7	8.7
Commerce	Overweight	10.20%	5%	-5%	23%	19%	21%	31.7	26.7	2	1.9	1.5	1.6	12.9	11.7
Electronics	Overweight	7.10%	57%	16%	115%	-4%	11%	58.9	51.1	7	6.1	0	0	45.5	39.7
Petrochemical	Overweight	2.50%	-11%	-4%	112%	18%	58%	8.9	7.6	0.8	0.8	3.2	4.5	6.2	5.4
Air Transportation	Neutral	5.40%	23%	-4%	-27%	2%	16%	n.m.	75.9	8.6	7.4	0	0	29.8	19.5
Automotive	Neutral	0.40%	-2%	-2%	5%	9%	7%	7.3	6.7	0.8	0.8	5.6	6	3.4	2.8
Bank	Neutral	9.20%	-6%	-2%	19%	9%	14%	7.3	6.7	0.6	0.6	4.1	4.6	-	-
Energy	Neutral	20.20%	2%	-9%	18%	1%	9%	9.9	9.8	0.9	0.9	4.5	4.8	4.5	4.2
Food & beverage	Neutral	6.60%	-5%	-1%	-7%	11%	2%	20	17.9	1.3	1.2	2.4	1.7	9.7	9.4
Healthcare	Neutral	4.90%	25%	-3%	-6%	8%	1%	30.6	28.3	4.8	4.4	2.4	1.8	17.2	15.9
Hotel	Neutral	0.80%	36%	9%	1048%	45%	308%	48.6	33.4	3.8	3.4	-	0.8	14.5	12.2
REITs / PF / IF	Neutral	1.70%	-10%	1%	-28%	-9%	30%	9.6	9.6	0.8	0.8	0.1	0.1	8.8	7.8
Utilities	Neutral	4.60%	9%	-7%	21%	-34%	70%	31.1	25	2.9	2.7	0	0	19.2	15.1
Agribusiness	Underweight	0.50%	-20%	5%	-11%	6%	-3%	8.3	7.9	0.8	0.8	1.7	2.4	6.3	5.8
Land Transportation	Underweight	1.20%	5%	-5%	-27%	2%	16%	49	40	2	2	0	0	27.5	26.4
Residential/IE	Underweight	6.00%	14%	-3%	-3%	5%	1%	13.6	12.9	1.3	1.3	3.8	4	14	13
Telecoms	Underweight	8.00%	-14%	1%	52%	18%	34%	29	24.6	5.1	4.8	10.4	2.8	6.5	6

# SET Index scenario และหุ้นเด่น

# เป้าหมาย SET Index สิ้นปี 2023 ที่ประเมินได้จากวิธี Top-Down อยู่ที่ 1,750 จุด

## คงเป้าหมาย SET Index ไว้ไม่เปลี่ยนแปลง

	Book value (2023)	Target P/B		Market Cap	
		SD band	Justified PB	SD band	Justified PB
Energy	3,002,960	1.2	1	3,715,687	3,303,256
Utilities	210,739	2.3	2	487,661	421,477
Bank	2,832,573	0.8	0.7	2,172,325	2,039,453
Transportation	482,994	3.5	3.2	1,709,918	1,545,580
Telecommunication	594,972	3.8	3.5	2,260,893	2,106,200
Food & Beverage	669,288	2.4	2.2	1,603,916	1,472,433
Commerce	782,775	5.7	5.2	4,461,815	4,070,427
Petrochemical	625,586	1.3	1.1	785,581	688,145
Healthcare	221,251	5.5	5.5	1,212,176	1,216,881
Electronics	115,910	3.5	2.7	405,685	312,957
Property	770,749	1.5	1.3	1,131,488	1,001,974
Tourism	59,145	3.0	2.4	177,435	141,948
Media	108,078	3.2	2.6	345,848	281,002
Construction Materials	550,256	1.7	1.5	960,190	825,384
Finance	358,389	3.0	2.9	1,075,168	1,039,329
Construction Services	100,360	1.3	0.8	130,468	79,334
Others	485,465	1	1	485,465	485,465
<b>Implied target</b>				<b>1,924</b>	<b>1,750</b>

# SET Index Scenario สำหรับปี 2023

## มีแนวโน้มที่จะเห็นสถานะที่ทำให้ตลาดทำจุดต่ำสุดได้ชัดเจนมากขึ้นใน 2Q23

1Q23

“ข่าวร้ายคือข่าวดี” การชะลอตัวของกำไรและความเสี่ยงด้านเสถียรภาพทางการเงินสูงขึ้นทั่วโลก แม้ว่าเครื่องชี้เศรษฐกิจจะแสดงให้เห็นถึงโมเมนตัมการเติบโตที่ลดลง แต่เศรษฐกิจโลกยังไม่มีความเสี่ยงของการจวนเจียนที่จะเข้าสู่ภาวะถดถอย เฟดยังไม่น่าจะกลับทศนโยบาย (Fed Pivot) ในระยะเวลาอันใกล้นี้ท่ามกลางอัตราเงินเฟ้อที่ปรับลดลงได้ค่อนข้างยาก สหภาพยุโรปและจีนอยู่ในสถานการณ์ที่ดีขึ้น

จุดเข้าซื้อที่สำคัญอยู่ในช่วง 1,550-1,600 จุด

2Q23

เราคาดว่าจะเห็นสัญญาณบางอย่างที่บ่งชี้ว่าเศรษฐกิจและผลประกอบการทำจุดต่ำสุดแล้วพร้อมกับผลกระทบอย่างเต็มที่จากการเปิดประเทศของจีนและโอกาสน้อยมากที่เศรษฐกิจ EU จะเข้าสู่ภาวะถดถอย เหตุการณ์สำคัญใน 2Q23 ที่จะกระตุ้นให้ตลาดทำจุดต่ำสุด ได้แก่ 1) นโยบายการเงินที่เริ่มลดระดับการตึงตัว (peak of hawkishness) หรือเฟดกลับทศนโยบาย (Fed Pivot) และ 2) ผลประกอบการผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว ดอลลาร์ที่อ่อนค่าจะส่งผลดีต่อสินทรัพย์เสี่ยง โดยเฉพาะตลาด EM

3Q23

เราคิดว่าการ rally ตลาดจะดำเนินต่อไป โมเมนตัมเชิงบวกจะถูกรับรู้ไปเป็นส่วนใหญ่ ผลประกอบการของหุ้นกลุ่มเทคโนโลยีจะเริ่มฟื้นตัว การ rally ของตลาดจะได้แรงหนุนจากปัจจัยระดับจุลภาค ซึ่งอาจไม่ดีเท่าที่คาดไว้ก่อนหน้านี้ โดยมีสาเหตุมาจากการเติบโตที่อ่อนแอกว่าคาด อย่างไรก็ตาม ปัจจัยระดับมหภาคจะเปลี่ยนมาโฟกัสที่ global credit events และ recession shadow ตลาด EM และ AEJ คาดว่าจะกลับมาเติบโตตามปกติ

4Q23

ผลตอบแทนของตลาดดูเหมือนจะมีจำกัด เนื่องจากแนวโน้มการเติบโตในปี 2024 จะกลับสู่ระดับปกติ และมีกระแสข่าวจำกัดใน 4Q23 upside ของการเติบโตอาจถูกจำกัดโดยทิศทางดอกเบี้ยสูงที่ยาวนานขึ้น valuation คาดว่าจะตึงตัวหลังจาก rally แรง

การหลีกเลี่ยงภาวะถดถอยจะช่วยจำกัด downside เราคิดว่าตลาดหุ้นน่าจะมี downside อีกมากหากเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยอย่างเต็มรูปแบบใน 2H23

# ระดับสำคัญในการเข้าซื้อและขายทำกำไร

## กรอบการซื้อขายอยู่ระหว่าง 1,550-1,650 จุดใน 2Q23

Approach	Current level	Target valuation (Based case)	Implied SET Index	Potential Upside / Downside	Bull case	Implied SET Index	Potential Upside / Downside	Bear case	Implied SET Index	Potential Upside / Downside
P/E	15.7	17.4	1,783	11%	18.8	1,926	20%	14.4	1,475	-8%
P/B and ROE	1.5	1.7	1,774	10%	1.9	2,004	25%	1.4	1,477	-8%
Equity Risk Premium	ERP 7% / Rf 1%	ERP 7% / Rf 1.5%	1,798	12%	ERP 6% / Rf 1.75%	1,863	16%	ERP 7.5% / Rf 1%	1,464	-9%
Earnings Yield Gap	383	313	1,836	14%	239	2,080	29%	373	1,515	-6%
Hopes and Dreams	17%	25%	1,735	8%	33% (Percentile 90%)	1,863	16%	15% (Percentile 10%)	1,535	-4%
		<b>Average</b>	<b>1,785</b>	<b>11%</b>		<b>1,947</b>	<b>21%</b>		<b>1,493</b>	<b>-7%</b>
		<b>Median</b>	<b>1,783</b>	<b>11%</b>		<b>1,926</b>	<b>20%</b>		<b>1,477</b>	<b>-8%</b>

Yield Gap	EPS FY2023				
	-5%	-1%	Base (EPS 103)	+1%	5%
2.90%	1,757	1,831	1,850	1,868	1,942
3.60%	1,564	1,630	1,647	1,663	1,729
4.30%	1,419	1,478	1,493	1,508	1,568
4.90%	1,282	1,336	1,350	1,363	1,417
Forward P/E					
-2SD (11.5x)	1,122	1,170	1,181	1,193	1,240
-1SD (14.4x)	1,406	1,465	1,480	1,494	1,553
Avd (17.4x)	1,689	1,760	1,778	1,795	1,867
+1SD (20.3x)	1,972	2,055	2,076	2,096	2,180

วิธีประเมินมูลค่าเหมาะสมต่างๆ ที่เรารวบรวมได้ ชี้ให้เห็นว่า valuation มี upside จำกัดแม้กระทั่งในกรณี bull case เราประเมินกรณี base case และ bear case ที่อาจเกิดขึ้น ซึ่งบ่งชี้ว่า valuation มี upside ที่เป็นค่ามัธยฐานอยู่ที่ 11% และมี downside 8% จากระดับปัจจุบัน

ทั้งนี้เมื่อเทียบกับเป้าหมายของ SET ที่อิงกับปัจจัยพื้นฐานที่ 1,750 จุด ในปี 2023 เราใช้ bear case valuation เป็นจุดเข้าซื้อที่สำคัญ โดยให้ margin of safety ที่ 5% จากระดับปัจจุบัน หรือ 1,550-1,600 จุด โดยใน 2Q23 เราคาดว่าตลาดหุ้นไทยจะเทรดในกรอบ 1,550 ถึง 1,650 จุด

เราเชื่อว่าภาพรวมระดับมหภาคในปัจจุบันในกรณีที่ยอดคำสั่งซื้อใหม่ภาคการผลิตยังไม่ผ่านจุดต่ำสุด ผลประกอบการยังไม่ฟื้นตัว และเฟดยังไม่กลับทศนโยบาย จะส่งผลทำให้ SET Index ปรับตัวลดลงต่ำกว่า 1,550 จุด ใน 2Q23 ในทางกลับกัน นโยบายการเงินที่จะเริ่มลดระดับการตึงตัว (peak of hawkishness) การฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องของเศรษฐกิจจีน การไม่เกิดสถานการณ์ “No Landing” ผลประกอบการที่ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว และการเลือกตั้งภายในประเทศ อาจหนุน sentiment ตลาด และทำให้ตลาดปรับขึ้นสู่กรอบบนที่ 1,750 จุด ใน 2H23

# หุ้นเด่นใน 2Q23 ของเรา – AU CPALL KCE PTTGC และ SCGP

## เห็นภาพการฟื้นตัวที่ชัดเจน

จากการวิเคราะห์ของเรา มีลักษณะเด่นของหุ้น 4 ประการที่จะช่วยให้ทำผลตอบแทนได้ดีกว่าตลาดใน 2Q23 โดยที่เรามองหาหุ้นที่มี:

- 1) งบดุลที่ดีซึ่งจะช่วยป้องกันผลกระทบจากสภาพแวดล้อมที่มีความไม่แน่นอนสูงและความเสี่ยงจากภายนอก
- 2) ดึงดูดอุปสงค์ในประเทศ/ได้ประโยชน์จากการเปิดประเทศของจีน
- 3) โมเมนตัม/ความชัดเจนของกำไรใน 2H23 โดยได้รับการสนับสนุนจากอุปสงค์ที่ฟื้นตัวและแรงกดดันด้านต้นทุนที่ลดลง
- 4) นักลงทุนต่างชาติถือครองค่อนข้างน้อย

ในระยะถัดไป เนื่องจากเศรษฐกิจชะลอตัวและอัตราดอกเบี้ยปรับขึ้น เราคาดว่าหุ้นที่มีงบดุลแข็งแกร่ง กำไรเติบโตอย่างมีเสถียรภาพ และมีความชัดเจนด้านการเติบโตสูง จะปรับตัว outperform เราชอบหุ้นที่อิงกับเศรษฐกิจในประเทศเนื่องจากค่อนข้างมีความยืดหยุ่นต่อความผันแปรของเศรษฐกิจโลก โดยได้รับการสนับสนุนจากการบริโภคในประเทศและการท่องเที่ยว อัตราเงินเฟ้อเริ่มลดลงในอัตราที่ช้าลงท่ามกลางเศรษฐกิจโลกที่มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นซึ่งจะช่วยสนับสนุนหุ้นวัฏจักรเศรษฐกิจโลก เศรษฐกิจมีแนวโน้มที่จะปรับตัวลงถึงจุดต่ำสุดอย่างเห็นได้ชัดมากขึ้นภายในกลาง-ปลาย 2Q23 หุ้นเด่นใน 2Q23 ของเรา คือ AU (กำไรเติบโตอย่างแข็งแกร่ง, การเปิดประเทศ), CPALL (การบริโภคในประเทศ, ผลการดำเนินงานแข็งแกร่ง), KCE (ผลประโยชน์จากการผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว, การฟื้นตัวของอุตสาหกรรม), PTTGC (ได้ประโยชน์ทางอ้อมจากการเปิดประเทศของจีน), SCGP (แรงกดดันด้านต้นทุนลดลง, อุปสงค์ฟื้นตัว)

### Top picks valuation table

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					22A	23F	24F	22A	23F	24F	22A	23F	24F	22A	23F	24F	22A	23F	24F	22A	23F	24F
AU	Outperform	11.1	13.0	19.2	76.4	47.6	38.2	2,565	60	25	9.8	9.1	8.7	14	20	23	1.4	2.1	2.6	29.3	22.1	19.0
CPALL	Outperform	62.0	78.0	27.3	44.1	34.1	28.0	64	29	22	1.9	1.9	1.8	5	6	7	1.2	1.5	1.8	12.7	11.5	10.4
KCE	Outperform	47.0	61.0	32.0	22.9	22.6	21.4	115	2	5	9.1	4.0	3.7	17	17	17	2.2	2.2	2.3	18.5	14.8	13.3
PTTGC	Neutral	48.0	56.0	21.5	15.7	10.4	8.8	(57)	51	19	0.7	0.7	0.7	4	7	8	2.1	4.8	5.6	9.9	7.5	6.9
SCGP	Outperform	53.3	65.0	23.2	39.6	32.4	28.2	(23)	22	15	1.9	1.8	1.7	5	6	6	1.1	1.1	1.1	13.6	11.8	10.7
<b>Average</b>					<b>39.7</b>	<b>29.4</b>	<b>24.9</b>	<b>533</b>	<b>33</b>	<b>17</b>	<b>4.7</b>	<b>3.5</b>	<b>3.3</b>	<b>9</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>1.6</b>	<b>2.3</b>	<b>2.7</b>	<b>16.8</b>	<b>13.5</b>	<b>12.1</b>

• Follow us



InnovestX

 @InnovestX





## Disclaimer

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าจะเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“บริษัท”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทุกระณ ดั้งนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใด ๆ กับบริษัทใด ๆ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (INVX) เป็นบริษัทย่อยที่ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (SCB) ถือหุ้นทั้งหมด ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวข้อง กับ SCB มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (INVX) ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของบริษัท เอสซีจี เคมิคอลส์ จำกัด (มหาชน) ความเห็น ข่าว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการซื้อหรือการถือครองข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (INVX) ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ อาจได้รับการแต่งตั้งเป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของบริษัท ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน) ความเห็น ข่าว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการซื้อหรือการถือครองข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (INVX) ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงิน Lead Arranger ของ บริษัท โกลบอล เพาเวอร์ ซินเนอร์ยี จำกัด (มหาชน) ความเห็น ข่าว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการซื้อหรือการถือครองข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (INVX) ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBAM”) ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินของ กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโทรคมนาคม ดิจิทัล SCBAM ได้ทำหน้าที่เป็นผู้จัดการกองทุนของ กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโทรคมนาคม ดิจิทัล ความเห็น ข่าว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการซื้อหรือการถือครองข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

การซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น (Futures and Options) มีความเสี่ยงสูงที่อาจก่อให้เกิดผลขาดทุนอย่างมีนัยสำคัญ จึงไม่เหมาะสมกับบุคคลทุกคน ทั้งนี้ ก่อนการตัดสินใจซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น ท่านควรพิจารณาถึงฐานะทางการเงิน วัตถุประสงค์ในการลงทุน ประสบการณ์ในการลงทุนของท่าน ตลอดจนความเสี่ยงที่ท่านสามารถยอมรับได้อย่างรอบคอบ เนื่องจากมีความเป็นไปได้ที่ท่านอาจสูญเสียเงินลงทุนมากกว่าเงินลงทุนเริ่มแรก ท่านควรพิจารณาถึงความเสี่ยงทั้งหมดที่อาจเกิดขึ้นจากการซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น และท่านควรตัดสินใจลงทุนด้วยตนเอง และ/หรือ ในกรณีที่มีข้อสงสัย ท่านควรขอคำแนะนำจากที่ปรึกษาทางการเงิน

เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขาย จำหน่าย คัดลอก นำออกแสดง หรือนำไปแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ ไม่ว่าด้วยวิธีการใด ๆ โดยมิได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX เป็นการล่วงหน้า

© สงวนลิขสิทธิ์ 2565 บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด



## CG Rating 2022 Companies with CG Rating

### Companies with Excellent CG Scoring

AAV, ADVANC, AF, AH, AIRA, AJ, AKP, AKR, ALLA, ALT, AMA, AMARIN, AMATA, AMATAV, ANAN, AOT, AP, APURE, ARIP, ASP, ASW, AUCTION, AWC, AYUD, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBIK, BBL, BCP, BCPG, BDMS, BEM, BEYOND, BGC, BGRIM, BIZ, BKI, BOL, BPP, BRR, BTS, BTW, BWG, CENTEL, CFRESH, CGH, CHEWA, CHO, CIMBT, CK, CKP, CM, CNT, COLOR, COM7, COMAN, COTTO, CPALL, CPF, CPI, CPN, CRC, CSS, DDD, DELTA, DEMCO, DOHOME, DRT, DTAC, DUSIT, EA, EASTW, ECF, ECL, EE, EGCO, EPG, ETC, ETE, FN, FNS, FPI, FPT, FSMART, FVC, GC, GEL, GFPT, GGC, GLAND, GLOBAL, GPI, GPSC, GRAMMY, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HENG, HMPRO, ICC, ICHI, III, ILINK, ILM, IND, INTUCH, IP, IRC, IRPC, ITEL, IVL, JTS, JWD, K, KBANK, KCE, KEX, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, LALIN, LANNA, LHFG, LIT, LOXLEY, LPN, LRH, LST, MACO, MAJOR, MAKRO, MALEE, MBK, MC, MCO, METCO, MFEC, MINT, MONO, MOONG, MSC, MST, MTC, MVP, NCL, NEP, NER, NIKI, NOBLE, NSI, NVD, NYT, OISHI, OR, ORI, OSP, OTO, PAP, PCSGH, PDG, PDJ, PG, PHOL, PLANB, PLANET, PLAT, PORT, PPS, PR9, PREB, PRG, PRM, PSH, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QTC, RATCH, RBF, RS, S, S&J, SAAM, SABINA, SAMART, SAMTEL, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGP, SCM, SCN, SDC, SEAFCO, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SENAJ, SGF, SHR, SICT, SIRI, SIS, SITHAI, SMP, SNC, SONIC, SORKON, SPALI, SPI, SPRC, SPVI, SSC, SSSC, SST, STA, STEC, STGT, STI, SUN, SUSCO, SUTHA, SVI, SYMC, SYNTEC, TACC, TASCO, TCAP, TEAMG, TFMAMA, THANA, THANI, THCOM, THG, THIP, THRE, THREL, TIPCO, TISCO, TK, TKN, TKS, TKT, TMILL, TMT, TNDT, TNITY, TOA, TOP, TPBI, TQM, TRC, TRUE, TSC, TSR, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TTW, TU, TVDH, TVI, TVO, TWPC, U, UAC, UBIS, UPOIC, UV, VCOM, VGI, VIH, WACOAL, WAVE, WHA, WHAUP, WICE, WINNER, XPG, ZEN

### Companies with Very Good CG Scoring

2S, 7UP, ABICO, ABM, ACE, ACG, ADB, ADD, AEONTS, AGE, AHC, AIE, AIT, ALUCON, AMANAH, AMR, APCO, APCS, AQUA, ARIN, ARROW, AS, ASAP, ASEFA, ASIA, ASIAN, ASIMAR, ASK, ASN, ATP30, B, BA, BC, BCH, BE8, BEC, SCAP, BH, BIG, BJC, BJCHI, BLA, BR, BRI, BROOK, BSM, BYD, CBG, CEN, CHARAN, CHAYO, CHG, CHOTI, CHOW, CI, CIG, CITY, CIVIL, CMC, CPL, CPW, CRANE, CRD, CSC, CSP, CV, CWT, DCC, DHOUSE, DITTO, DMT, DOD, DPAINT, DV8, EASON, EFORL, ERW, ESSO, ESTAR, FE, FLOYD, FORTH, FSS, FTE, GBX, GCAP, GENCO, GJS, GTB, GYT, HEMP, HPT, HTC, HUMAN, HYDRO, ICN, IFS, IIG, IMH, INET, INGRS, INSET, INSURE, IRCP, IT, ITD, J, JAS, JCK, JCKH, JMT, JR, KBS, KCAR, KIAT, KISS, KK, KOOL, KTIS, KUMWEL, KUN, KWC, KWM, L&E, LDC, LEO, LH, LHK, M, MATCH, MBAX, MEGA, META, MFC, MGT, MICRO, MILL, MITSIB, MK, MODERN, MTI, NBC, NCAP, NCH, NDR, NETBAY, NEX, NINE, NATION, NNCL, NOVA, NPK, NRF, NTV, NUSA, NWR, OCC, OGC, ONEE, PACO, PATO, PB, PICO, PIMO, PIN, PJW, PL, PLE, PM, PMTA, PPP, PPPM, PRAPAT, PRECHA, PRIME, PRIN, PRINC, PROEN, PROS, PROUD, PSG, PSTC, PT, PTC, QLT, RCL, RICHY, RJH, ROJNA, RPC, RT, RWI, S11, SA, SABUY, SAK, SALEE, SAMCO, SANKO, SAPPE, SAWAD, SCI, SCP, SE, SECURE, SFLEX, SFP, SFT, SGP, SIAM, SINGER, SKE, SKN, SKR, SKY, SLP, SMART, SMD, SMIT, SMT, SNNP, SNP, SO, SPA, SPC, SPCG, SR, SRICHA, SSF, SSP, STANLY, STC, STPI, SUC, SVOA, SVT, SWC, SYNEX, TAE, TAKUNI, TCC, TCMC, TFG, TFI, TFM, TGH, TIDLOR, TIGER, TIPH, TITLE, TM, TMC, TMD, TMI, TNL, TNP, TNR, TOG, TPA, TPAC, TPCS, TPIPL, TPIPP, TPLAS, TPS, TQR, TRITN, TRT, TRU, TRV, TSE, TVT, TWP, UBE, UEC, UKEM, UMI, UOBKH, UP, UPF, UTP, VIBHA, VL, VPO, VRANDA, WGE, WIIK, WIN, WINMED, WORK, WP, XO, YUASA, ZIGA

### Companies with Good CG Scoring

A, A5, AI, ALL, ALPHA, AMC, APP, AQ, AU, B52, BEAUTY, BGT, BLAND, BM, BROCK, BSBM, BTNC, CAZ, CCP, CGD, CMAN, CMO, CMR, CPANEL, CPT, CSR, CTW, D, DCON, EKH, EMC, EP, EVER, F&D, FMT, GIFT, GLOCON, GLORY, GREEN, GSC, HL, HTECH, IHL, INOX, JAK, JMART, JSP, JUBILE, KASET, KCM, KWI, KYE, LEE, LPH, MATI, M-CHAI, MCS, MDX, MENA, MJD, MORE, MPIC, MUD, NC, NEWS, NFC, NSL, NV, PAF, PEACE, PF, PK, PPM, PRAKIT, PTL, RAM, ROCK, RP, RPH, RSP, SIMAT, SISB, SK, SOLAR, SPACK, SPG, SQ, STARK, STECH, SUPER, SVH, PTECH, TC, TCCC, TCJ, TEAM, THE, THMUI, TKC, TNH, TNPC, TOPP, TPCH, TPOLY, TRUBB, TTI, TYCN, UMS, UNIQ, UPA, UREKA, VARO, W, WFX, WPH, YGG

### Corporate Governance Report

The material contained in this publication is for general information only and is not intended as advice on any of the matters discussed herein. Readers and others should perform their own independent analysis as to the accuracy or completeness or legality of such information. The Thai Institute of Directors, its officers, the authors and editor make no representation or warranty as to the accuracy, completeness or legality of any of the information contained herein. By accepting this document, each recipient agrees that the Thai Institute of Directors Association, its officers, the authors and editor shall not have any liability for any information contained in, or for any omission from, this publication.

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. InnovestX Securities Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

To recognize well performers, the list of companies attaining "Good", "Very Good" and "Excellent" levels of recognition (Not including listed companies qualified in the "no announcement of the results" clause from 1 January 2021 to 27 October 2022) is publicized.

\* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีส่วนดำเนินการทำบัญชีการเงิน เช่น การกระทำผิดเกี่ยวกับหลักธรรมาภิบาล การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรระมัดระวังถึงข้อจำกัดที่เกี่ยวข้อง

## Anti-corruption Progress Indicator

### Certified (ได้รับรางวัล)

2S, 7UP, ADVANC, AF, AI, AIE, AIRA, AJ, AKP, AMA, AMANAH, AMATA, AMATAV, AP, APCS, AS, ASIAN, ASK, ASP, AWC, AYUD, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBL, BCH, BCP, BCPG, BE8, BEC, BEYOND, BGC, BGRIM, BKI, BLA, BPP, BROOK, BRR, BSBM, BTS, BWG, CEN, CENTEL, CFRESH, CGH, CHEWA, CHOTI, CHOW, CIG, CIMBT, CM, CMC, COM7, COTTO, CPALL, CPF, CPI, CPL, CPN, CRC, CSC, DCC, DELTA, DEMCO, DIMET, DRT, DUSIT, EA, EASTW, EGCO, EP, EPG, ERW, ESTAR, ETE, FE, FNS, FPI, FPT, FSMART, FSS, FTE, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GJS, GPI, GPSC, GSTEEL, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HEMP, HENG, HMPRO, HTC, ICC, ICHI, IFS, III, ILINK, INET, INSURE, INTUCH, IRC, IRPC, ITEL, IVL, JKN, JR, K, KASET, KBANK, KBS, KCAR, KCE, KGEN, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, KWI, L&E, LANNA, LH, LHFG, LHK, LPN, LRH, M, MAJOR, MAKRO, MALEE, MATCH, MBAX, MBK, MC, MCO, META, MFC, MFEC, MILL, MINT, MONO, MOONG, MSC, MST, MTC, MTI, NEP, NIINE, NIKI, NOBLE, NOK, NSI, NWR, OCC, OGC, ORI, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDJ, PG, PHOL, PK, PL, PLANB, PLANET, PLAT, PM, PPP, PPPM, PPS, PR9, PREB, PRG, PRINC, PRM, PROS, PSH, PSL, PSTC, PT, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QLT, QTC, RABBIT, RATCH, RML, RWI, S&J, SAAM, SABINA, SAPPE, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGP, SCM, SCN, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SGP, SINGER, SIRI, SITHAI, SKR, SMIT, SMK, SMP, SNC, SNP, SORKON, SPACK, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSP, SSSC, SST, STA, STGT, STOWER, SUSCO, SVI, SYMC, SYNTEC, TAE, TAKUNI, TASCO, TCAP, TCMC, TFG, TFI, TFMAMA, TGH, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIDLOR, TIPCO, TISCO, TKS, TKT, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TOP, TOPP, TPA, TPCS, TPP, TRU, TSC, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TU, TVDH, TVI, TVO, TWPC, UBE, UBIS, UEC, UKEM, UOBKH, UPF, UV, VGI, VIH, WACOAL, WHA, WHAUP, WICE, WIIK, XO, YUASA, ZEN, ZIGA

### Declared (ประกาศเจตจำนง)

AH, ALT, APCO, ASW, B52, CHG, CI, CPR, CPW, DDD, DHOUSE, DOHOME, ECF, EKH, ETC, EVER, FLOYD, GLOBAL, ILM, INOX, J, JMART, JMT, JTS, KEX, KUMWEL, LDC, MEGA, NCAP, NOVA, NRF, NUSA, OR, PIMO, PLE, RS, SAK, SIS, SSS, STECH, SUPER, SVT, TKN, TMD, TMI, TQM, TRT, TSI, VARO, VCOM, VIBHA, W, WIN

### N/A

24CS, 3K-BAT, A, A5, AAI, AAV, ABM, ACAP, ACC, ACE, ACG, ADB, ADD, AEONTS, AFC, AGE, AHC, AIT, AJA, AKR, ALL, ALPHA, ALUCON, AMAR, AMARIN, AMC, AMR, ANAN, AOT, APEX, APP, APURE, AQ, AQUA, ARIN, ARIP, ARROW, ASAP, ASEFA, ASIA, ASIMAR, ASN, ATP30, AU, AUCTION, AURA, BA, BBIK, BBIK, BCT, BCT, BDMS, BEAUTY, BEM, BGT, BH, BIG, BIOTECH, BIS, BIZ, BJC, BJCHI, BKD, BLAND, BLESS, BLISS, BM, BOL, BR, BRI, BROCK, BSM, BTG, BTNC, BTW, BUI, BVG, BYD, CAZ, CBG, CCET, CCP, CEYE, CGD, CH, CHARAN, CHASE, CHAYO, CHIC, CHO, CITY, CIVIL, CK, CKP, CMAN, CMO, CMR, CNT, COLOR, COMAN, CPANEL, CPH, CPT, CRANE, CRD, CSP, CSR, CSS, CTW, CV, CWT, D, DCON, DITTO, DMT, DOD, DPAINT, DTCENT, DTICI, DV8, EASON, ECL, EE, EFORL, EMC, ESSO, F&D, FANCY, FMT, FN, FORTH, FTI, FVC, GENCO, GIFT, GL, GLAND, GLOCON, GLORY, GRAMMY, GRAND, GREEN, GSC, GTB, GTV, GYT, HFT, HL, HPT, HTECH, HUMAN, HYDRO, ICN, IFEC, IHL, IIG, IMH, IND, INGRS, INSET, IP, IRCP, IT, ITC, ITD, ITNS, JAK, JAS, JCK, JCKH, JCT, JDF, JSP, JUBILE, KAMART, KC, KCC, KCM, KDH, KIAT, KISS, KJL, KK, KKC, KLINIQ, KOOL, KTIS, KTMS, KUN, KWC, KWM, KYE, LALIN, LEE, LEO, LIT, LOXLEY, LPH, LST, MACO, MANRIN, MASTER, MATI, MAX, M-CHAI, MCS, MDX, MEB, MENA, METCO, MGT, MICRO, MIDA, MITSIB, MJD, MK, ML, MODERN, MORE, MOSHI, MPIC, MTW, MUD, MVP, NATION, NC, NCH, NCL, NDR, NER, NETBAY, NEW, NEWS, NEX, NFC, NNCL, NPK, NSL, NTSC, NTV, NV, NVD, NYT, OHTL, OISHI, ONEE, OSP, OTO, PACE, PACO, PAF, PCC, PEACE, PERM, PF, PICO, PIN, PJW, PLUS, PMTA, POLAR, POLY, POMPUI, PORT, POST, PPM, PQS, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRI, PRIME, PRIN, PRO, PROEN, PROUD, PSG, PTC, PTECH, PTL, RAM, RBF, RCL, READY, RICHY, RJH, ROCK, ROH, ROJNA, RP, RPC, RPH, RSP, RT, S, S11, SA, SABUY, SAF, SAFARI, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SANKO, SAUCE, SAWAD, SAWANG, SCAP, SCI, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SECURE, SENAJ, SFLEX, SFP, SFT, SGC, SGF, SHANG, SHR, SIAM, SICT, SIMAT, SISB, SJWD, SK, SKE, SKN, SKY, SLM, SLP, SM, SMART, SMD, SMT, SNNP, SO, SOLAR, SONIC, SPA, SPCG, SPG, SPVI, SQ, SR, SSC, STANLY, STARK, STC, STEC, STHAI, STI, STP, STPI, SUC, SUN, SUTHA, SVOA, SVR, SWC, SYNEX, TACC, TAPAC, TC, TCC, TCCC, TCOAT, TEAM, TEAMG, TEGH, TEKA, TFM, TGE, TGPRO, TH, THAI, THANA, THE, THG, THL, THMUI, TIGER, TIPH, TITLE, TK, TKC, TLI, TM, TMC, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPAC, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPLAS, TPOLY, TPS, TQR, TR, TRC, TRITN, TRUBB, TRUE, TRV, TSE, TSF, TSR, TTI, TTT, TTW, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UBA, UMI, UMS, UNIQ, UP, UPOIC, UREKA, UTP, UVAN, VL, VNG, VPO, VRANDA, WARRIX, WAVE, WFX, WGE, WINMED, WINNER, WORK, WORLD, WP, WPH, XPG, YGG, YONG

### Explanations

Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of July 7, 2022) are categorized into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.