

# UPSIDE

น้อยกว่าที่คิด

innovest<sup>x</sup>

STRATEGY | 3Q23



# DOWNSIDE

มากกว่าที่คาด

# สารบัญ

## Table of Content

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| แนวโน้มเศรษฐกิจ                      | 4  |
| กลยุทธ์การลงทุน                      | 28 |
| แนวโน้มตลาด                          | 32 |
| แนวโน้มกลุ่มอุตสาหกรรมและผลประกอบการ | 44 |
| SET Index scenario และหุ้นเด่น       | 51 |
| มุมมองการลงทุนรายสินทรัพย์           | 56 |
| ผลิตภัณฑ์การลงทุนแนะนำ               | 71 |



# InnovestX กลยุทธ์การลงทุน 3Q23 – ความงามเป็นแค่เปลือกนอก

**เศรษฐกิจโลกอาจจะชะลอพร้อมเพรียง (Synchronized Slowdown) ในครึ่งปีหลัง** เราคาดว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ และยุโรปมีความเสี่ยงที่จะเกิดภาวะถดถอยในช่วงครึ่งปีหลัง ซึ่งจะทำให้ Fed ปรับลดอัตราดอกเบี้ย ขณะที่ Momentum เศรษฐกิจจีนและไทยชะลอลงกว่าคาด ด้วยความเสี่ยงเศรษฐกิจที่มากขึ้น ทำให้เราคาดว่าเศรษฐกิจโลกอาจจะชะลอพร้อมเพรียง (Synchronized Slowdown) ในครึ่งปีหลัง

**เศรษฐกิจจีนอ่อนแอ** ความคาดหวังว่าจะเกิดปรากฏการณ์ “revenge spending” หรือพฤติกรรมการซื้อปล้างแค้นหลังจากอดอันความต้องการไว้ในช่วงที่เกิดสถานการณ์ COVID นั้นไม่ได้เกิดขึ้นตามที่คาดการณ์ไว้ และเราประเมินอัตราการฟื้นตัวของเศรษฐกิจจีนไว้สูงเกินไป เรามีมุมมองเชิงบวกเกี่ยวกับจีนลดน้อยลงใน 2H23 แม้ว่า valuation ต่ำ นอกจากนี้อาจส่งผลกระทบต่ออยู่ในสถานการณ์ที่ค่อนข้างน่าเป็นห่วงใน 2H23 ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อกลุ่มอุตสาหกรรมที่เน้นการส่งออก เช่น อาหาร โลจิสติกส์ ปีโตรเคมี และชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์

**การระบายสินค้าคงคลังส่งผลกระทบต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจ** การระบายสินค้าคงคลังจะส่งผลทำให้การเติบโตของ GDP และกำไรต่ำกว่าคาด เนื่องจากจะต้องใช้เวลา 1-2 ไตรมาสในการลดสินค้าคงคลังลงสู่ระดับปกติ เราไม่คิดว่าจะเห็นเศรษฐกิจโลกฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งกว่าการระบายสินค้าคงคลังจะเสร็จสิ้น โดยเฉพาะสินค้าคงคลังในกลุ่มเซมิคอนดักเตอร์ ยานยนต์ และเครื่องจักร

**เศรษฐกิจไทยเผชิญความเสี่ยงทั้งจากภายในและภายนอก** ความเสี่ยงภายนอก เช่น ภาวะเศรษฐกิจโลกชะลอตัว และการระบายสินค้าคงคลังของจีน จะสร้างแรงกดดันต่อการเติบโตของ GDP ในขณะที่ความเสี่ยงภายใน เช่น ความเสี่ยงด้านกฎหมายจากนโยบายต่อต้านการผูกขาดจะเป็นปัจจัยกดดันกลุ่มธุรกิจที่ครองตลาด ซึ่งจะส่งผลทำให้ sentiment ปรับตัวแปรลง การจัดตั้งรัฐบาลใหม่ล่าช้าเป็นปัจจัยเสี่ยงที่จะส่งผลกระทบต่อ การเติบโตใน 2H23

**นโยบายของรัฐบาลใหม่ทำให้เกิดความไม่แน่นอน** หากรัฐบาลใหม่ทำตามสัญญาที่หาเสียงไว้ว่าจะปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำเป็น 450 บาท และขึ้นอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลจาก 20% เป็น 23% การขึ้นค่าแรงขั้นต่ำจะส่งผลกระทบต่อกำไรปรับลดลง 4% ขณะที่การขึ้นภาษีจะส่งผลกระทบต่อกำไรปรับลดลง 3% ในทางกลับกัน หากค่าไฟฟ้าปรับลดลง 0.7 บาทต่อหน่วย (-15%) กำไรจะปรับเพิ่มขึ้น 3% ผลลัพธ์สุดท้าย คือ กำไรสุทธิของบริษัทภายใต้การวิเคราะห์ของเราจะปรับลดลง 3% จากกรณีฐาน และจะส่งผลทำให้มีการ de-rating valuation ของบริษัทขนาดใหญ่

**ปรับลดคาดการณ์อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจและเป้าหมาย SET Index** เราปรับลดคาดการณ์อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจในปีนี้ลงจาก 3.0% สู่ 2.7% ซึ่งเป็นผลมาจากการปรับเปลี่ยนสมมติฐานด้านการส่งออก การลงทุนภาคเอกชน และการใช้จ่ายภาครัฐ การปรับลดคาดการณ์กำไรลง 4% ส่งผลทำให้เป้าหมาย SET Index ปี 2023 ของเราปรับลดลง 5-6% จาก 1,750 จุด สู่ 1,650 จุด

**โหมดเติบโตช้า downside อยู่ในครึ่งปีหลัง กลยุทธ์การลงทุนแบบ defensive & selective** จุดโฟกัสที่สำคัญใน 2H23 คือ การระบายสินค้าคงคลังเสร็จสิ้น การมาของเอลนีโญ และการฟื้นตัวของกลุ่มเซมิคอนดักเตอร์ ด้วย tail risks (ความเสี่ยงในเรื่องที่มีโอกาสเกิดขึ้นน้อย แต่มีผลกระทบรุนแรง) ที่ไม่สามารถควบคุมได้ เราจึงแนะนำให้ลงทุนแบบ defensive และ selective ในกลุ่มวัฏจักร และโฟกัสไปที่แนวโน้มธุรกิจและการฟื้นตัวของกำไร

**เลือกหุ้นที่ได้รับผลกระทบค่อนข้างจำกัดจากนโยบายของรัฐบาลใหม่ และทำกำไรมีแนวโน้มฟื้นตัว** ตลาดมีความผันผวนสูงสืบเนื่องมาจากความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจมหภาค เราจึงเห็นโอกาสในการเข้าซื้อหุ้นที่ทำกำไรมีแนวโน้มฟื้นตัวอย่างชัดเจนและได้รับผลกระทบค่อนข้างจำกัดจากนโยบายของรัฐบาลใหม่ หุ้นเด่นใน 3Q23 ของเรา คือ BBL BDMS BEM HMPRO และ OSP



# 2H23

## ECONOMIC OUTLOOK

# บทสรุป Headwind in the second half

- เศรษฐกิจโลกในปัจจุบันแบ่งเป็น 2 กลุ่ม โดยภาคการผลิตส่วนใหญ่อยู่ในแดนหดตัว ขณะที่ภาคบริการยังคงขยายตัวอย่างร้อนแรง อย่างไรก็ตาม เริ่มเห็นสัญญาณการชะลอตัวในบางประเทศ เรามองว่า ในระยะต่อไป เศรษฐกิจโลกเผชิญ 3 ปัจจัยเสี่ยง คือ (1) เศรษฐกิจชะลอตัว แต่เงินเฟ้อและดอกเบี้ยยังสูง (2) ความเสี่ยงจากสภาพคล่องทางการเงินที่จะตึงตัวยาวขึ้น และ (3) เศรษฐกิจจีนและตลาดเกิดใหม่ที่ชะลอแรงขึ้น
- ด้วยความเสี่ยงเศรษฐกิจที่มากขึ้น ทำให้เรามองว่าเศรษฐกิจโลกอาจจะชะลอพร้อมเพรียง (Synchronized Slowdown) ในครึ่งปีหลัง
- ด้านเศรษฐกิจไทย กำลังจะเผชิญกับ 4 ความเสี่ยงหลัก คือ
  - การส่งออกที่ชะลอตัว โดยการส่งออกในสินค้าอุตสาหกรรมหลักยังคงหดตัวต่อเนื่อง บ่งชี้ถึงเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัว ทั้งนี้ ในระยะต่อไป สินค้าคงคลังที่ยังอยู่ในระดับสูง และเศรษฐกิจโลกที่มีแนวโน้มชะลอตัวมากขึ้น จะทำให้ความต้องการสินค้าอุตสาหกรรมอยู่ในระดับต่ำ และกดดันภาคการส่งออกไทยต่อเนื่อง
  - สัญญาณทางการเมืองลากยาวขึ้น นำไปสู่ภาวะ "นโยบายการคลังตึงตัวทางพฤตินัย" โดยในปัจจุบัน ยังไม่เห็นความชัดเจนในการจัดตั้งรัฐบาล อีกทั้งยังมีปัจจัยเสี่ยงต่าง ๆ ที่ต้องติดตาม ทั้งจำนวนเสียงรับรองข้างมากในรัฐสภา รวมถึงคดีความที่ต้องผ่านการพิจารณา ทำให้ความเป็นไปได้ที่จะได้รัฐบาลใหม่ในเดือน ส.ค. ตาม Timeline ของ กกต. นั้นเป็นไปได้ยาก โดยอาจเลื่อนไปจนถึงเดือน ก.ย.-ต.ค. ซึ่งหากเป็นเช่นนั้น กระบวนการทำงานงบประมาณก็จะยิ่งล่าช้า และกระทบต่อการเบิกจ่ายงบลงทุนที่ต้องมีการเซ็นสัญญาใหม่ ให้ล่าช้าไปถึง 2-3 ไตรมาส
  - นโยบายการเงินที่ตึงตัวแม้เงินเฟ้อจะลดลงต่อเนื่อง โดยเงินเฟ้อเดือน พ.ค. 23 ลดลงต่อเนื่องแต่ ธปท.ยังคงไม่ปิดประตูขึ้นดอกเบี้ย ทำให้เรามองว่า ธปท. น่าจะยังคงดอกเบี้ยอยู่ที่ 2% ซึ่งจะทำได้ดอกเบี้ยนโยบายที่แท้จริงเป็นบวกในช่วงครึ่งปีหลัง ซึ่งจะกดดันเศรษฐกิจมากขึ้น และ
  - ภาคเกษตรที่อาจเผชิญวิกฤตภัยแล้งจากภาวะ El Nino โดยหากดัชนี SOI (Southern Oscillation Index) เข้าสู่แดนลบในไตรมาส 3 และลากยาวไปจนถึงไตรมาส 4 อาจทำให้เกิดภาวะ El Nino ในช่วงปลายปี 2023-ต้นปี 2024 ซึ่งอาจทำให้ปริมาณการผลิตสินค้าเกษตรหดตัวลงเช่นเดียวกับปี 2015-17 ทั้งนี้ เรามองว่า พืชผลทางการเกษตรที่จะเสี่ยงต่อภาวะภัยแล้งสูงสุดได้แก่ ธัญพืช โดยเฉพาะ ข้าวและข้าวโพด
- จากความเสี่ยงทั้งสี่ ทำให้เราปรับประมาณการเศรษฐกิจไทยในปีนี้อลดลงจาก 3.0% เป็น 2.7% โดยปรับลดการบริโภคและลงทุนภาครัฐลงแรง เช่นเดียวกับการลงทุนและบริโภคภาคเอกชน ส่วนภาคส่งออกหดตัวจากเศรษฐกิจโลกที่จะแย่มากขึ้น และทำให้การนำเข้าลดลงเช่นกัน ด้านเงินเฟ้อปรับลดลงมาจากเศรษฐกิจในและต่างประเทศที่ชะลอลง

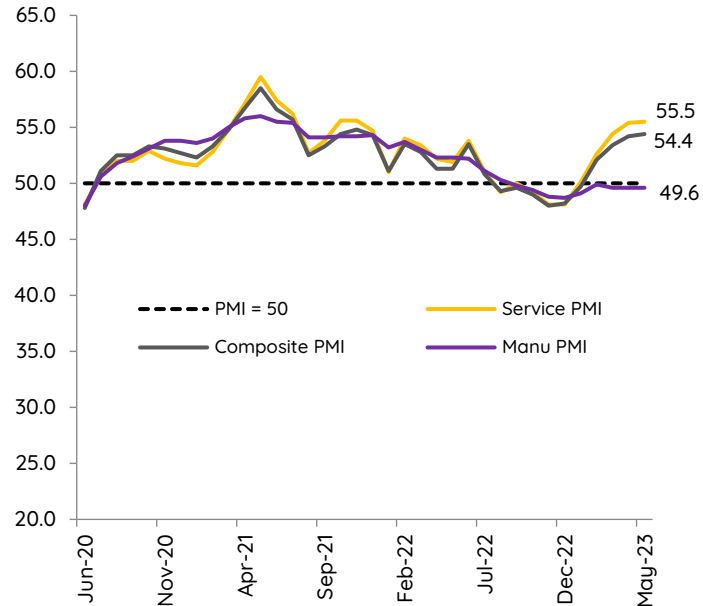


# เศรษฐกิจโลก การขยายตัวแบ่งเป็น 2 กลุ่ม

# PMI ชี้อะชีพโลกแบ่งเป็น 2 กลุ่ม

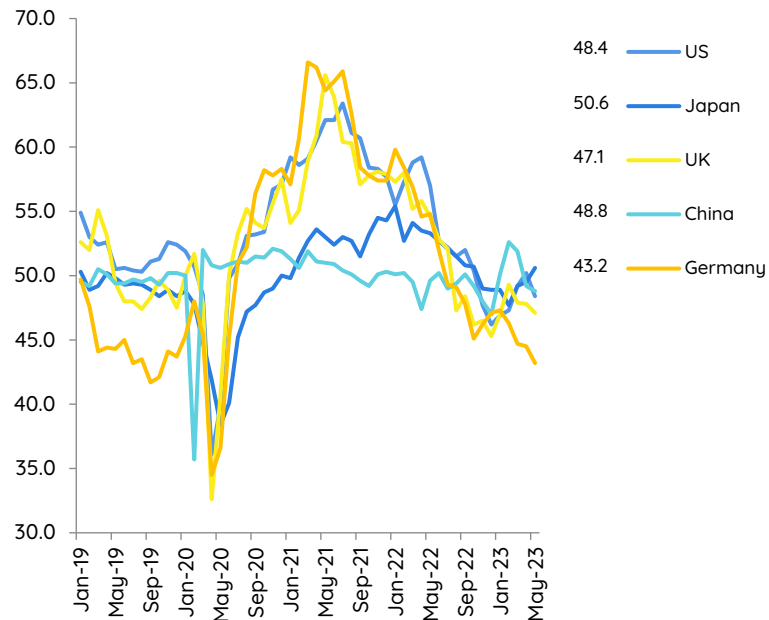
- ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ (PMI) ระบุว่า กิจกรรมทางธุรกิจในประเทศขนาดใหญ่ของโลกแบ่งเป็น 2 กลุ่ม โดยภาคการผลิตส่วนใหญ่อยู่ในแดนหดตัว ขณะที่ภาคบริการยังคงขยายตัวอย่างร้อนแรง โดยได้รับอานิสงส์จากการเปิดเศรษฐกิจ อย่างไรก็ดีตาม เริ่มเห็นสัญญาณการชะลอตัวในบางประเทศ

Global PMI: Manu, Service and Composite



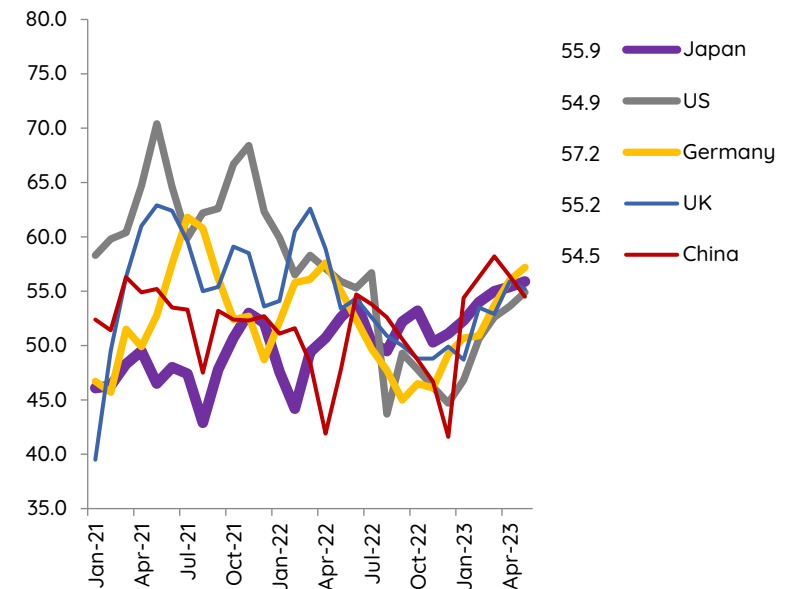
Source: CEIC

May 2023 Manufacturing PMI (pt.)



Source: CEIC  
(Note: China PMI is official PMI)

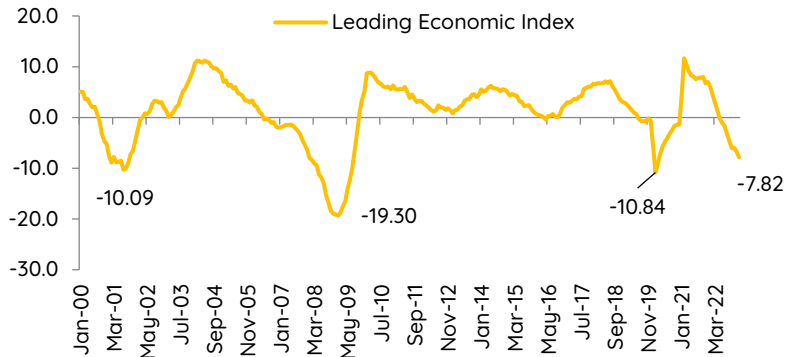
May 2023 Service PMI (50 = Normal)



Source: CEIC  
(Note: China PMI is official PMI)

# เศรษฐกิจโลกเผชิญ 3 ปัจจัยเสี่ยง

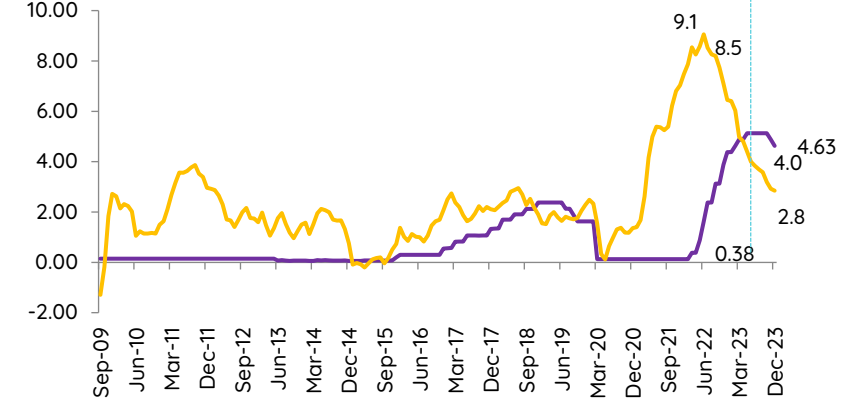
Conference Board Leading Economic Indicator (%)



Source: CEIC

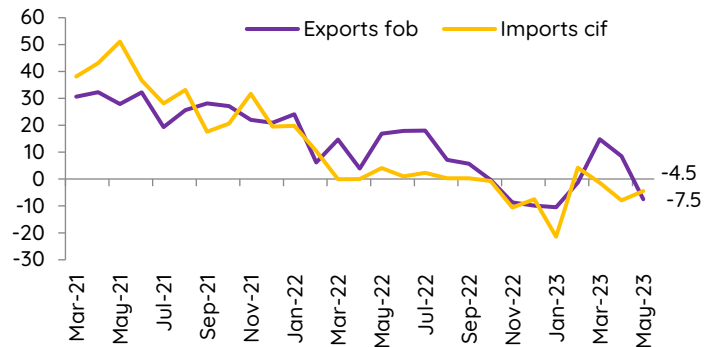
เศรษฐกิจชะลอตัว เงินเฟ้อ+ดอกเบี้ยยังสูง

US's Policy Rate and Headline Inflation Projection (%)



Source: InnovestX Research

China export/ import growth (%YoY)

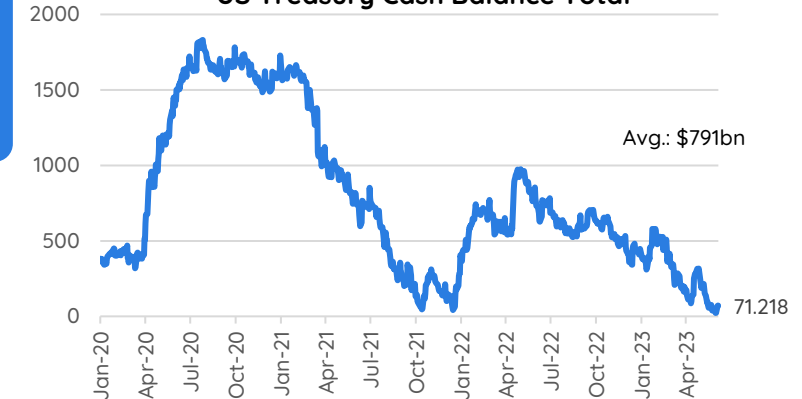


Source: CEIC

เศรษฐกิจจีนและตลาดเกิดใหม่ที่ชะลอแรงขึ้น

ความเสี่ยงจากสภาพคล่องทางการเงินที่จะตึงตัวยาวนาน

US Treasury Cash Balance Total

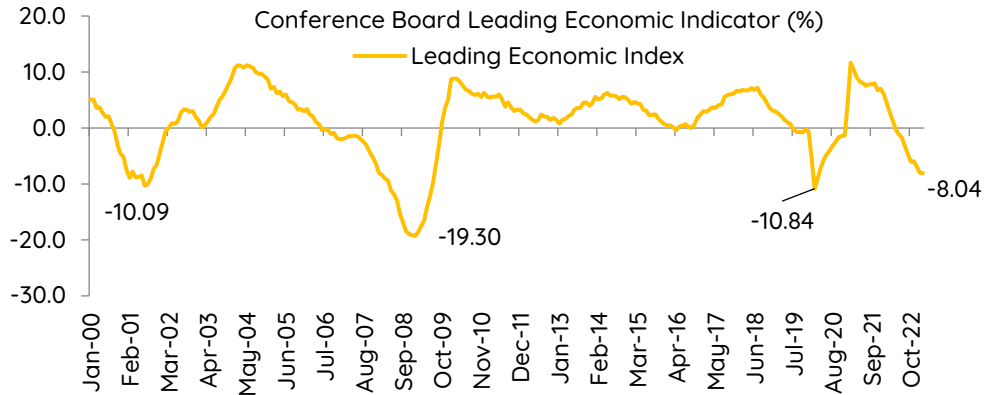


Source: Bloomberg



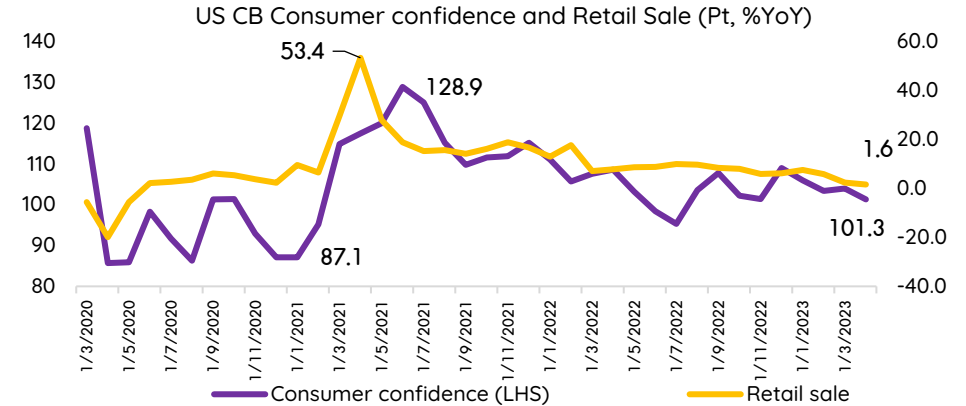
# เศรษฐกิจสหรัฐชะลอ แต่เงินเฟ้อยังสูง ผลักดัน Fed คงดอกเบี้ย

ดัชนีเศรษฐกิจชั้นนำของสหรัฐลดลงติดต่อกันเป็นเดือนที่ 13



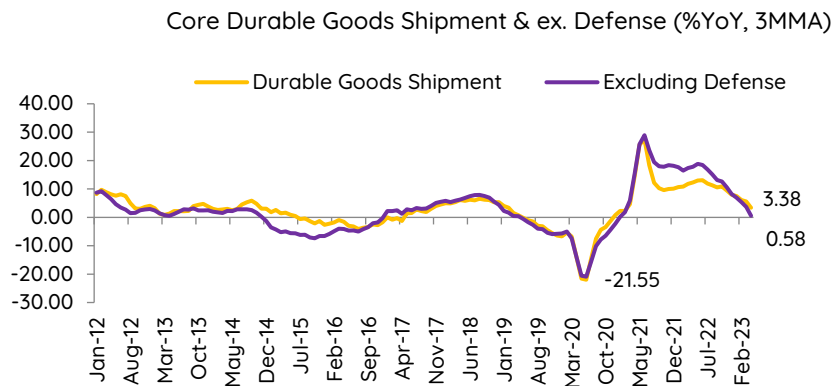
Source: CEIC

ยอดขายปลีกสหรัฐชะลอตามความเชื่อมั่น ในขณะที่ Fed Beige book ส่งสัญญาณเศรษฐกิจชะลอตัวต่อเนื่อง



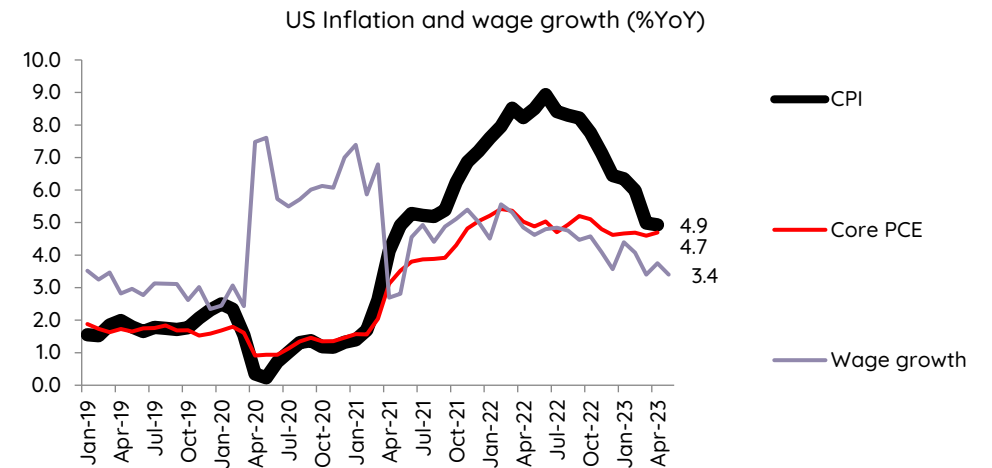
Source: Bloomberg

การลงทุนภาคเอกชน (วัดจากคำสั่งซื้อสินค้าคงทน) ชะลอตัวลงมาก



Source: CEIC

เงินเฟ้อและค่าจ้างชะลอลง แต่ยังคงอยู่สูง ผลักดัน Fed คงดอกเบี้ยสูง

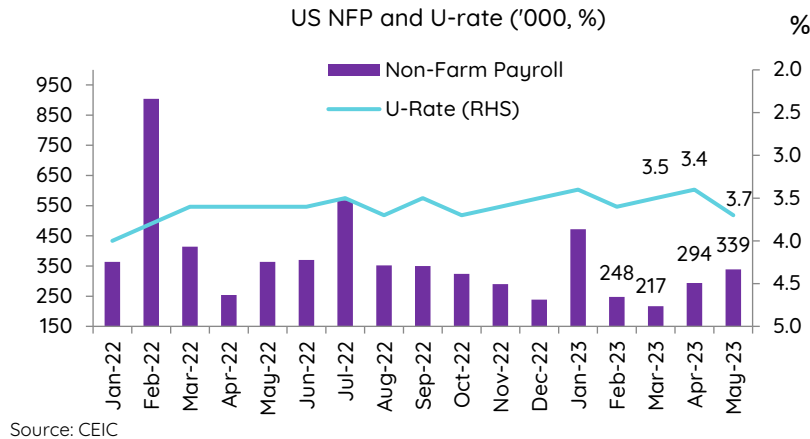


Source: CEIC

# เราเชื่อว่าจะเห็นการจ้างงานจะลดลงในระยะต่อไป

- ณ ปัจจุบัน การจ้างงานรวมและภาคการผลิตสูงกว่าช่วงก่อน Covid แต่ภาคบริการยังต่ำกว่าก่อน Covid เราเชื่อว่าในระยะต่อไป จะเห็นการปลดคนงานในภาคการผลิต IT และก่อสร้างมากขึ้น

การจ้างงานยังเพิ่มขึ้นเกินคาด แต่อัตราว่างงานเริ่มขยับขึ้น

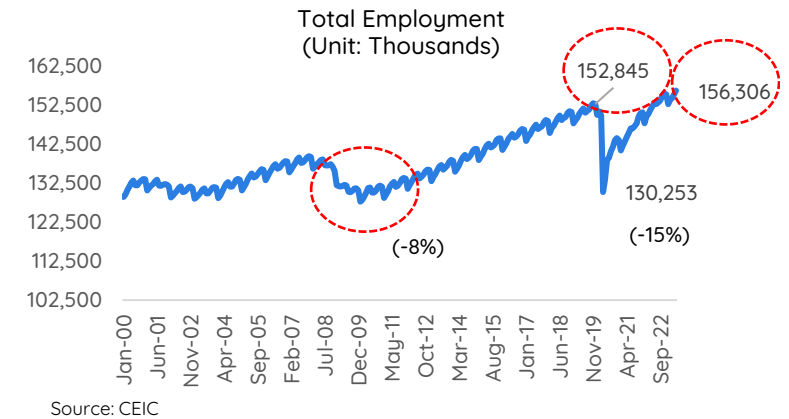


การจ้างงานส่วนใหญ่เพิ่มขึ้นจากภาคบริการ โดยเฉพาะสันทนาการ

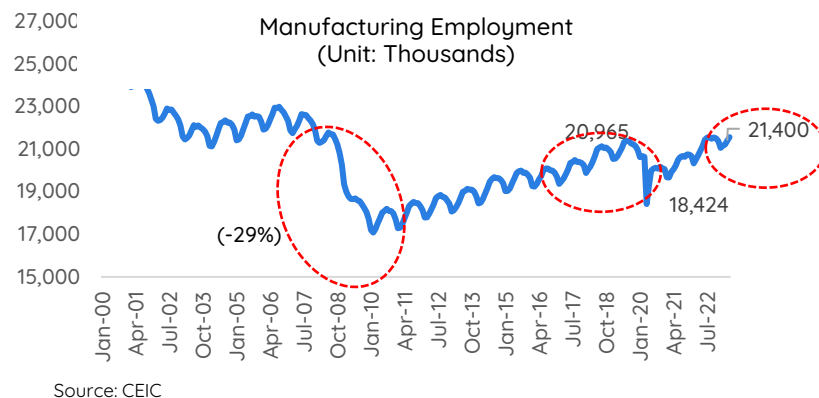
|                       | Before Covid (Mn) | May 2023 (Mn) | Employment add in May (k) |
|-----------------------|-------------------|---------------|---------------------------|
| Total Employment      | 152.8             | 156.3         | 339                       |
| Leisure + Hospitality | 17.2              | 16.4          | 48                        |
| Manufacturing         | 21.0              | 21.4          | -2                        |
| IT                    | 2.88              | 3.06          | -9                        |
| Construction          | 7.61              | 7.97          | 25                        |

Source: CEIC

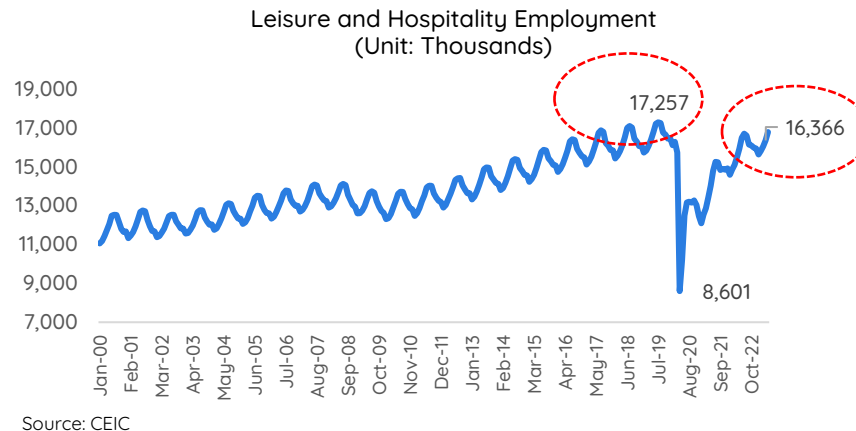
ปัจจุบันการจ้างงานสูงกว่าช่วงก่อน Covid แล้ว เราเชื่อว่าในระยะต่อไปจะลดลงคล้ายช่วงวิกฤตปี 2008-09



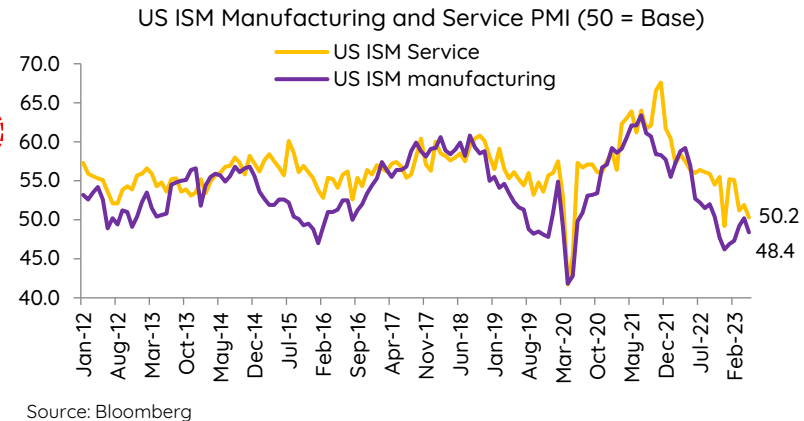
ปัจจุบันการจ้างงานภาคการผลิตอยู่สูงกว่าก่อน Covid และมีแนวโน้มลดลงรุนแรงในระยะต่อไป



ขณะที่ภาคสันทนาการน่าจะจ้างงานเพิ่มขึ้นอีกพักหนึ่ง



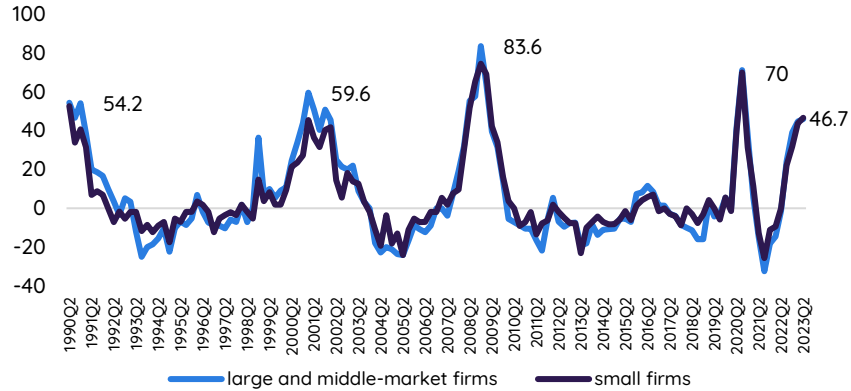
ISM บ่งชี้ภาคการผลิตและบริการชะลอต่อเนื่อง ซึ่งน่าจะส่งผลต่อการจ้างงานในไม่ช้า



# ความเสี่ยงจากสภาพคล่องทางการเงินที่จะตึงตัวมากขึ้น

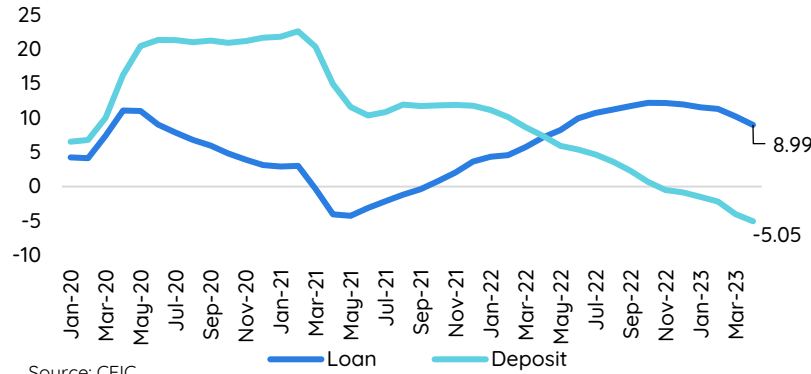
วิกฤตการณ์ทำให้ Regional Bank ต่างๆ เข้มงวดการปล่อยสินเชื่อ

Net percentage of banks tightening standards for C&I loans



สินเชื่อชะลอแรงขึ้นหลังเกิดวิกฤตการณ์การเงิน ขณะที่เงินฝากหดตัวหนักขึ้น

US Loan and Deposit growth (%YoY)



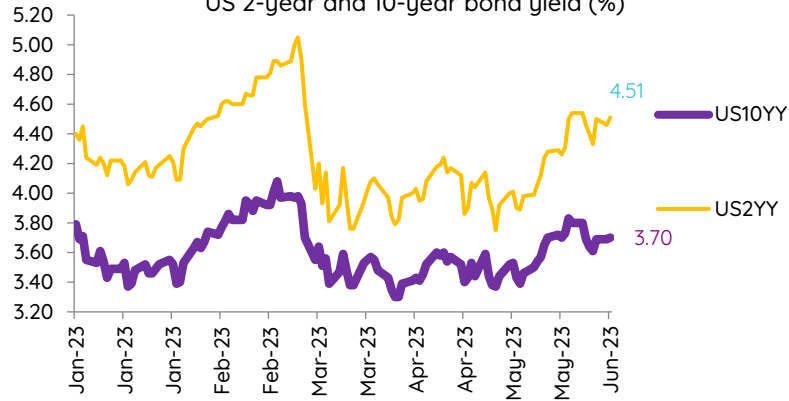
การเพิ่มเพดานหนี้ทำให้กระทรวงการคลังจะออกพันธบัตรเพื่อเติมเงินกองคลัง ซึ่งจะเป็นการดูดสภาพคล่องจากระบบ

US Treasury Cash Balance Total



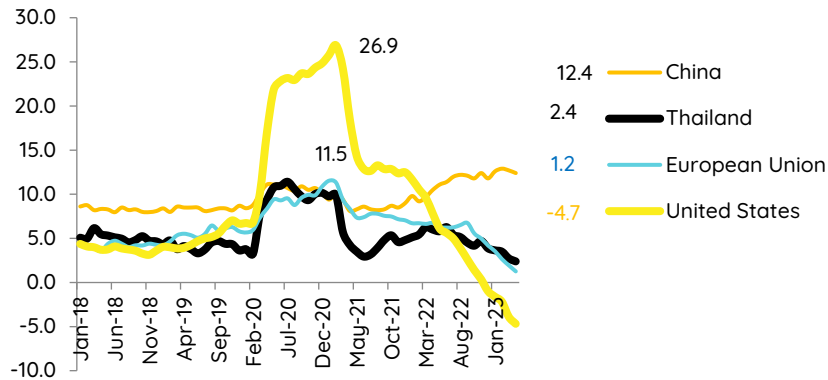
ผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐงัดขึ้นตั้งแต่มีประเด็นการเพิ่มเพดานหนี้ และยังไม่ลดลง

US 2-year and 10-year bond yield (%)



การขึ้นดอกเบี้ย + QT ทำให้ปริมาณเงินสหรัฐหดตัวต่อเนื่อง

Money supply growth, selected countries (%YoY)



เงินดอลลาร์แข็งค่าขึ้นจากความเสี่ยงตลาดการเงิน + เศรษฐกิจ EM ชะลอเกินคาด และยังไม่อ่อนค่า

DXY





# คาดการณ์ทิศทางดอกเบี้ยนโยบายของสหรัฐ

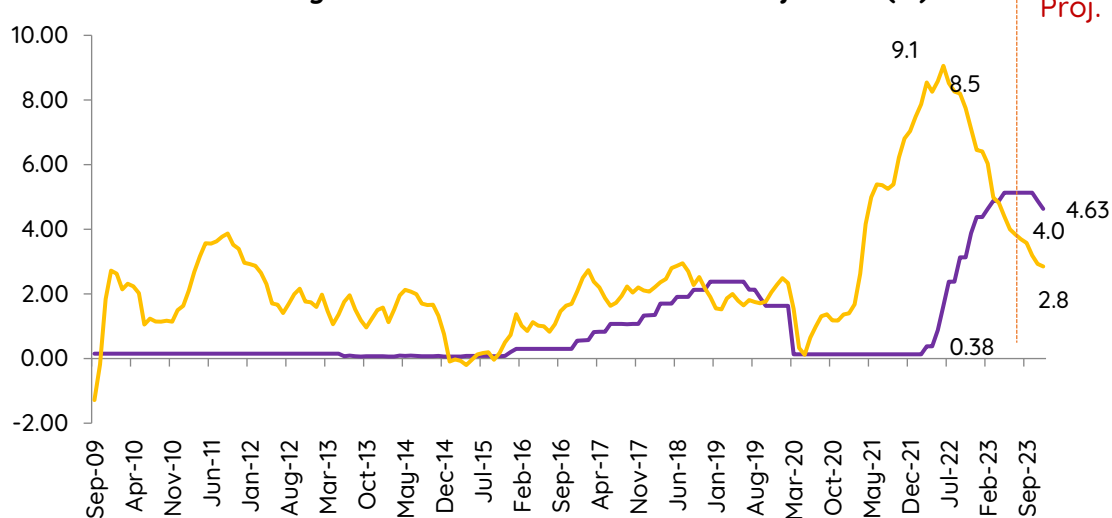
ด้วยภาคบริการและตลาดแรงงานที่ยังแข็งแกร่ง ท่ามกลางเงินเฟ้อที่จะลดอย่างค่อยเป็นค่อยไป ทำให้เรามองว่า Fed จะยังคงดอกเบี้ยในระดับสูงไปจนถึงปลายปี โดยในระยะต่อไป เงินเฟ้อที่ลดลงขณะที่ดอกเบี้ยยังคงในระดับสูงจะทำให้ดอกเบี้ยนโยบายที่แท้จริงเป็นบวกมากขึ้น กดดันเศรษฐกิจในระยะต่อไป

2023 US interest rate and inflation projections (May 2023)

| 2023             | Dec   | Jan   | Feb   | Mar   | Apr  | May (f) | Jun (f) | Jul (f) | Aug (f) | Sep (f) | Oct (f) | Nov (f) | Dec (f) |
|------------------|-------|-------|-------|-------|------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| CPI (INVX proj.) | 6.5   | 6.4   | 6.0   | 5.0   | 4.9  | 4.4     | 4.0     | 3.8     | 3.7     | 3.6     | 3.2     | 2.9     | 2.8     |
| 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 | -2.03 | -1.41 | -0.10 | 0.07 | 0.73    | 1.13    | 1.30    | 1.44    | 1.55    | 1.94    | 1.95    | 1.78    |

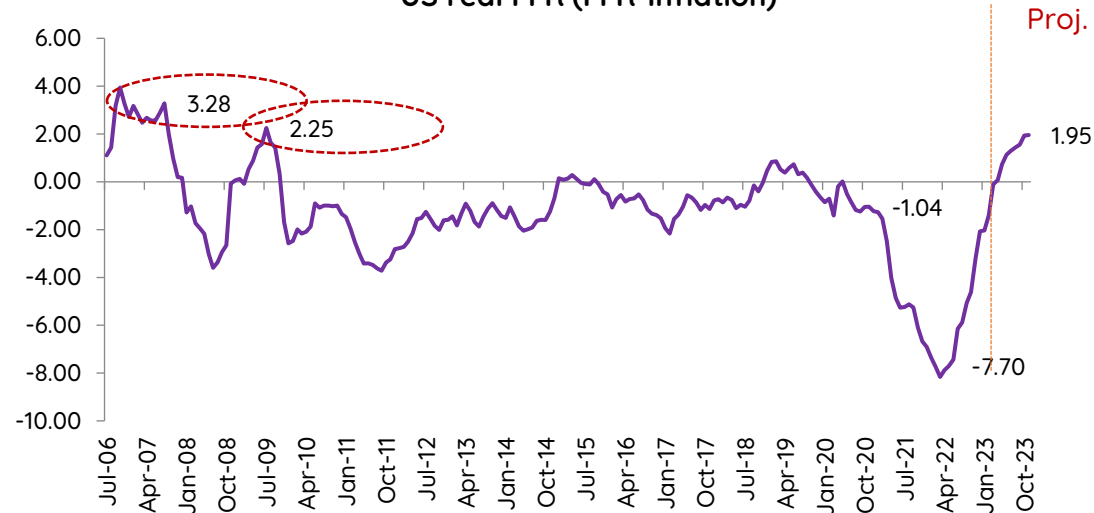
Note: May FFR เป็นผลการประชุมจริง

US's Policy Rate and Headline Inflation Projection (%)



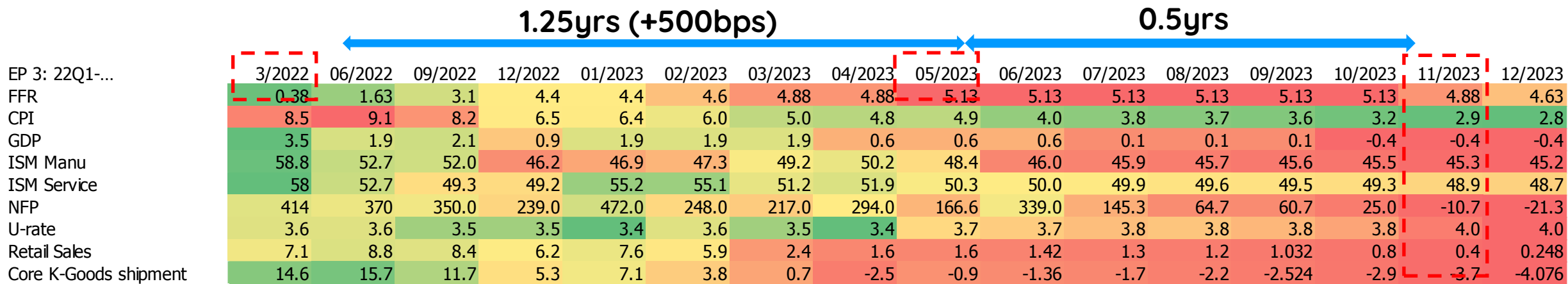
Source: CEIC, INVX

US real FFR (FFR-Inflation)



Source: CEIC, INVX

# ตัวเลขเศรษฐกิจเริ่มแย่กว่าที่เราคาดใน Economic Heatmap ของ INVX (ยกเว้นตลาดแรงงาน)



Source: CEIC, INVX

ตัวเลขจริง

ประมาณการ

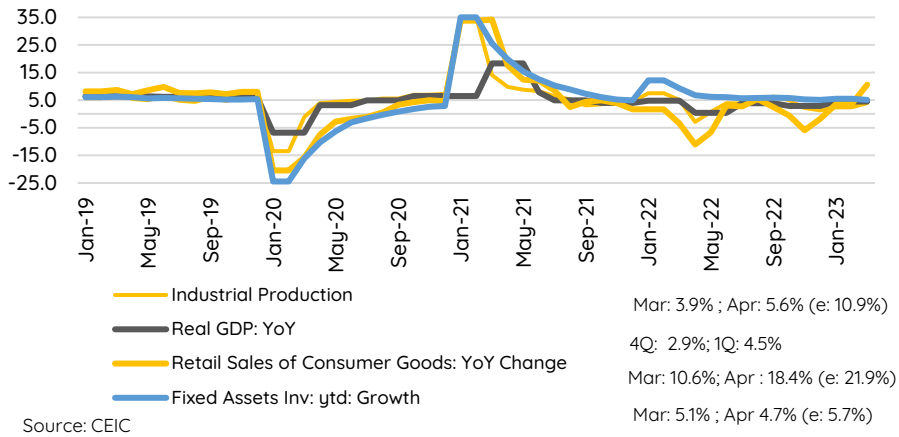
- ในการวิเคราะห์ภาพรวมเศรษฐกิจของสหรัฐฯ ในปัจจุบันผ่านการวิเคราะห์ Economic Heatmap ที่เราได้จัดทำไปในช่วง 2Q2023 พบว่าตัวเลขเศรษฐกิจล่าสุดของสหรัฐฯ เริ่มแย่กว่าที่เราเคยคาดใน Economic Heatmap ทั้งตัวเลข GDP เงินเฟ้อ ดอกเบี้ยนโยบาย ตัวเลขภาคการผลิต การบริการ ยอดค้าปลีก และคำสั่งซื้อสินค้าคงทน จะมีที่ค่อนข้างแข็งแกร่งเกินคาดได้แก่ภาคการจ้างงาน
- อย่างไรก็ตาม แม้การจ้างงานนอกภาคเกษตรเดือน เม.ย. เพิ่มขึ้นสูงกว่าที่ตลาดคาด แต่อัตราการว่างงานปรับเพิ่มขึ้นรุนแรง ขณะที่ค่าจ้างรายสัปดาห์ก็ยังปรับตัวลดลงต่อเนื่องเช่นกัน ขณะที่ยอดขอรับสวัสดิการว่างงานเพิ่มขึ้นรุนแรง บ่งชี้ว่าตลาดแรงงานเริ่มมีทิศทางชะลอลง
- หาก Momentum เศรษฐกิจเป็นเช่นนี้ต่อไป ภาคบริการและการจ้างงานน่าจะเริ่มชะลอแรงมากขึ้น หลังเงินเฟ้อลดต่ำลงกว่าดอกเบี้ยนโยบาย (นโยบายการเงินตึงตัวหรือ Restrictive) ซึ่งจะเริ่มเป็นเงื่อนไขในการลดดอกเบี้ยได้ ซึ่งเราคาดว่าจะเกิดขึ้นในเดือน พ.ย.
- ทั้งนี้ หากเกิดวิกฤตการเงินรุนแรงก่อนช่วงเดือน พ.ย. เป็นไปได้ที่ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) จะลดดอกเบี้ยก่อนช่วงดังกล่าว

# เศรษฐกิจจีนขยายตัวต่ำกว่าคาดมาก จากความกังวลรายได้ เศรษฐกิจโลกอ่อนแอ และสินค้าคงคลัง

เศรษฐกิจจีนเดือน เม.ย. ที่ขยายตัวต่ำกว่าที่ตลาดคาดมาก บ่งชี้เศรษฐกิจเสี่ยงมากขึ้น โดยคนจีนยังคงกังวลในการใช้จ่ายได้มากขึ้น ขณะที่ภาคการผลิตยังคงถูกกดดันจากภาพเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัว

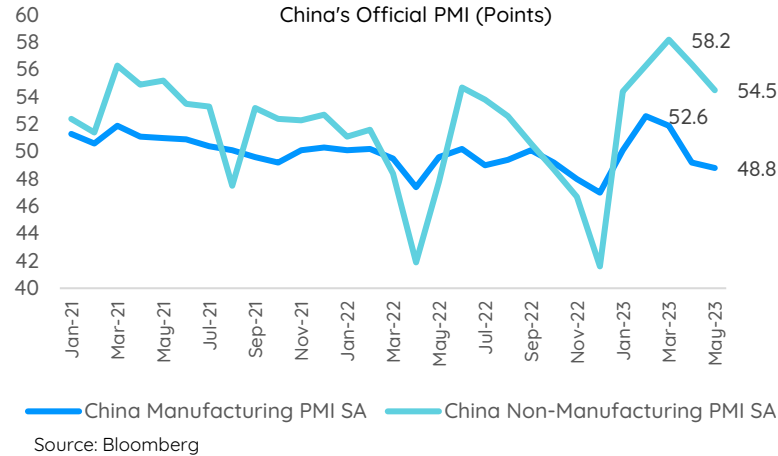
## เศรษฐกิจจีนเดือน เม.ย. ขยายตัวต่ำกว่าคาดทุกดัชนี

China's GDP Growth, Retail Sale, Fixed Asset Investment and Industrial Production (% YoY)



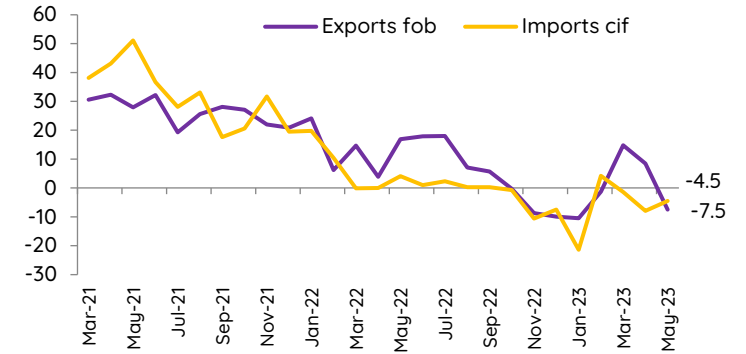
## PMI ทางการผลิตเดือน พ.ค. เริ่มเข้าสู่แดนลบ

China's Official PMI (Points)



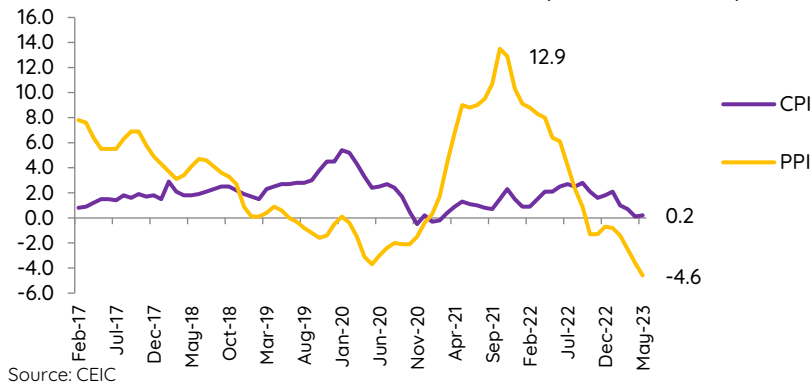
## ส่งออกจีนกลับมาหดตัวอีกครั้ง บ่งชี้ความเสี่ยงเศรษฐกิจที่มากขึ้น

China export/ import growth (%YoY)



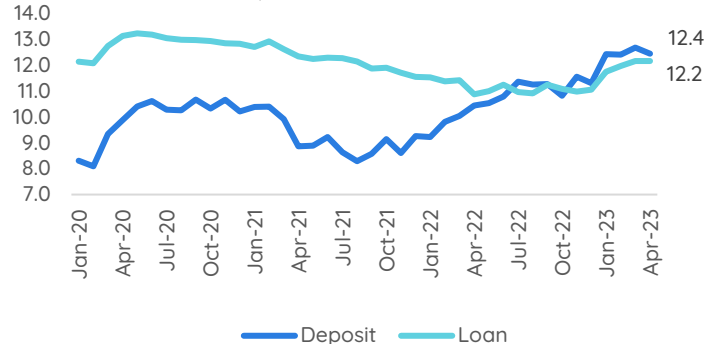
## เงินเฟ้อผู้บริโภคขยายตัวต่ำ เงินเฟ้อผู้ผลิตติดลบ บ่งชี้ความต้องการที่ต่ำเกินคาด

China's Consumer and Producer Price Index (CPI and PPI; % YoY)



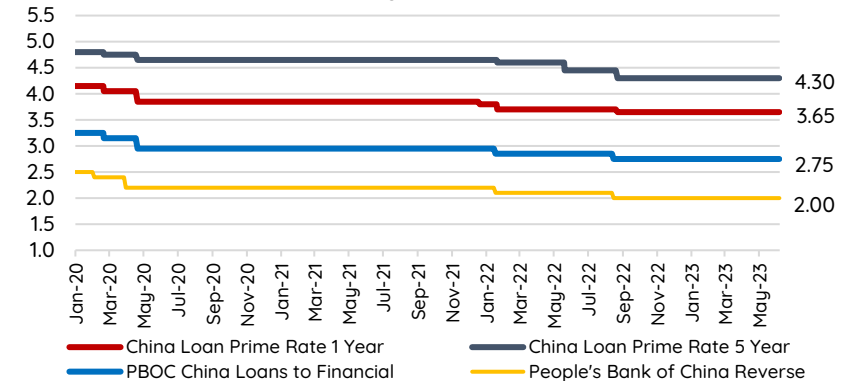
## เงินฝากยังขยายตัวสูงกว่าเงินกู้ บ่งชี้ความกังวลในการใช้จ่าย

China Deposit and Loan Growth (% YoY)



## ทางการขอให้ 4 ธพ. ใหญ่ลดดอกเบี้ยเงินฝากลง เปิดทางให้ PBOC ลด RRR หรือดอกเบี้ยได้เพิ่มเติม

PBOC's Key interest rate (%)





# ประมาณการ เศรษฐกิจโลก เสี่ยงชะลอตัวครึ่งปีหลัง

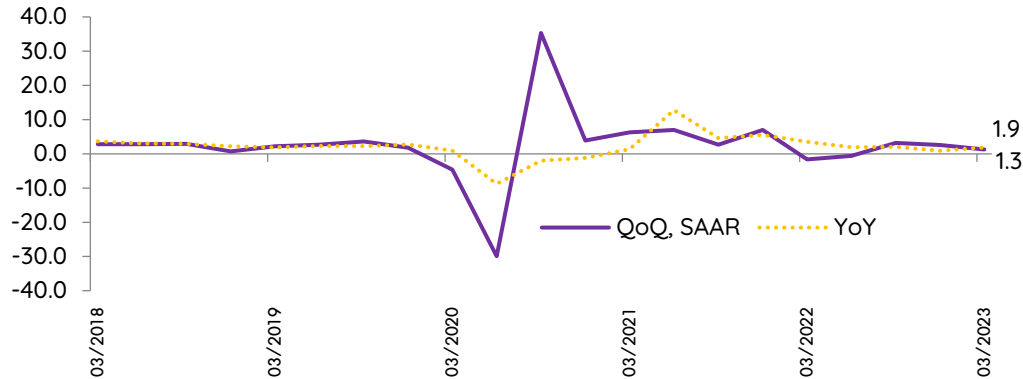


# เรามองว่าเศรษฐกิจโลกครึ่งปีหลังอาจจะชะลอพร้อมเพริ่ง (Synchronized Slowdown) ในครึ่งปีหลัง

- แม้เศรษฐกิจจีนจะดีกว่าคาดในไตรมาส 1/23 แต่ในระยะต่อไปเสี่ยงมากขึ้น ขณะที่สหรัฐและยุโรปขยายตัวชะลอลงกว่าคาด
- มองไปข้างหน้า เชื่อว่าเศรษฐกิจสหรัฐ และยุโรปมีความเสี่ยงที่จะเกิดภาวะถดถอยในช่วงครึ่งปีหลังซึ่งจะทำให้ Fed ปรับลดอัตราดอกเบี้ย ขณะที่ Momentum เศรษฐกิจจีนและไทยชะลอลงกว่าคาด

GDP สหรัฐต่ำจากการลงทุนและสินค้าคงคลัง

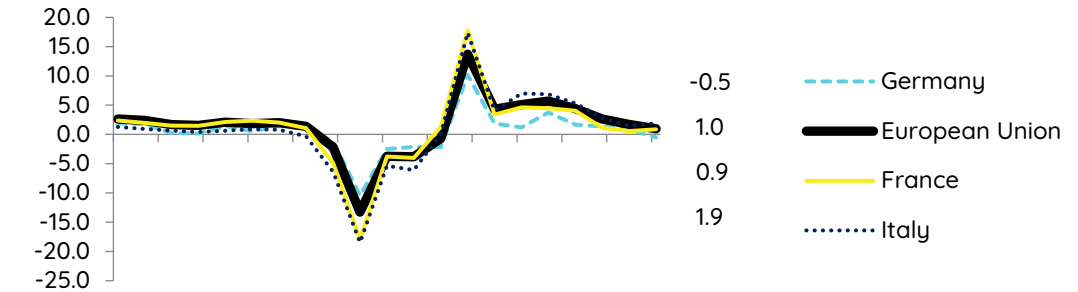
US GDP Growth (% QoQ, SAAR vs YoY)



Source: CEIC, Bloomberg, INVX

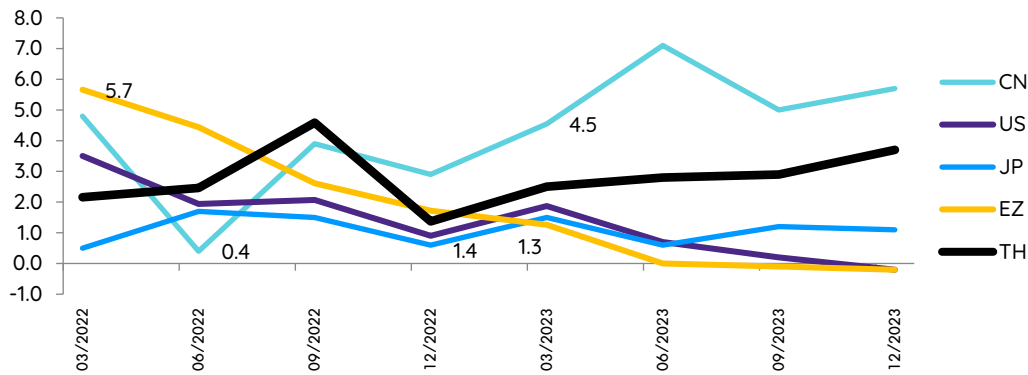
GDP ยุโรปขยายตัวต่ำขณะที่รายได้ไตรมาสหดตัวเข้าสู่ภาวะถดถอยจากเยอรมนีที่หดตัว

1Q2023 Selected European GDP Growth (% YoY)



Source: CEIC

INVX's Global-5 Quarterly GDP growth Proj. (May'23, % YoY)



Source: InnovestX Research

INVX's Global-5 Quarterly GDP growth Proj. (Jun'23, % YoY)

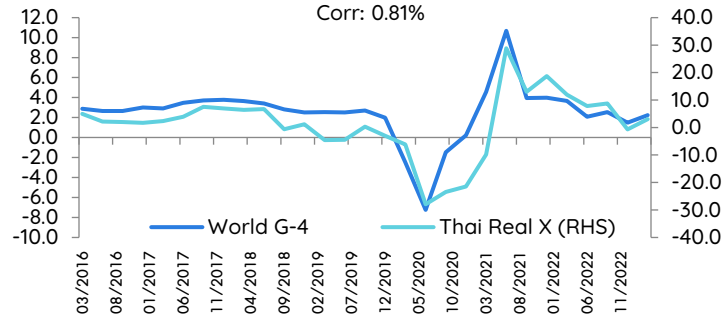
| (%YoY) | 1Q23 (f) | 2Q23 (f) | 3Q23 (f) | 4Q23 (f) | 2022 | 2023 (f) |
|--------|----------|----------|----------|----------|------|----------|
| US     | 1.9      | 0.6      | 0.1      | -0.4     | 2.1  | 0.6      |
| EZ     | 1.0      | 0.4      | -0.1     | -0.3     | 3.6  | 0.3      |
| CN     | 4.5      | 7.1      | 4.6      | 5.0      | 3.0  | 5.3      |
| JP     | 1.3      | 0.6      | 1.2      | 1.1      | 1.1  | 1.1      |
| TH     | 2.7      | 2.5      | 2.5      | 3.0      | 2.6  | 2.7      |
| Avg-5  | 2.3      | 2.3      | 1.8      | 2.5      | 2.6  | 2.1      |

Source: InnovestX research

# เศรษฐกิจไทย ชะลอลง เสี่ยงจากโลกมากขึ้น

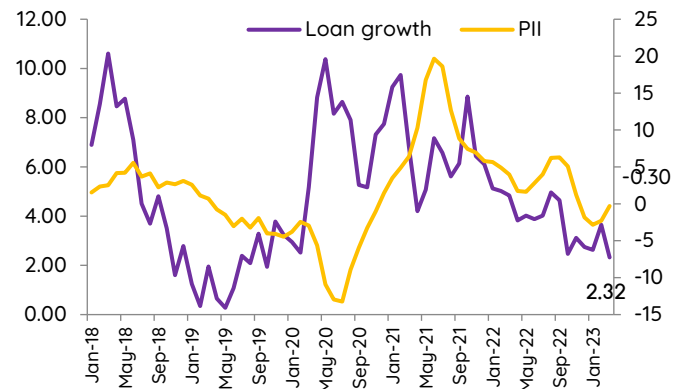
# เศรษฐกิจไทย กำลังจะเผชิญกับ 4 ความเสี่ยงหลัก

World G-4 GDP and Real Thai Export (%YoY)



Source: CEIC

Loan and Private Investment Index (PII) growth (%YoY, 3MMA)



Source: CEIC

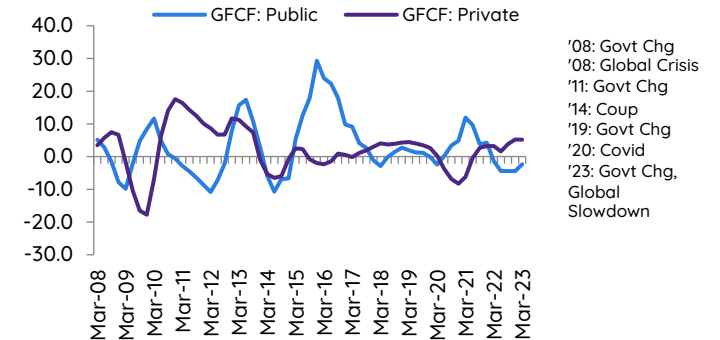
เศรษฐกิจ  
โลก

การเมือง

การเงิน

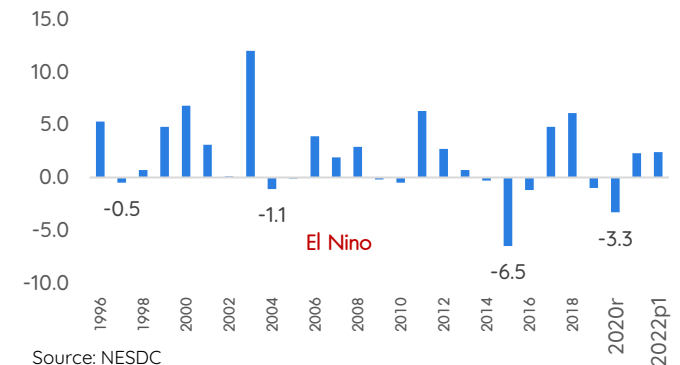
ภัยแล้ง

Real Thai Gross Fixed Capital Formation (Investment): Private and Public (%YoY)



Source: CEIC

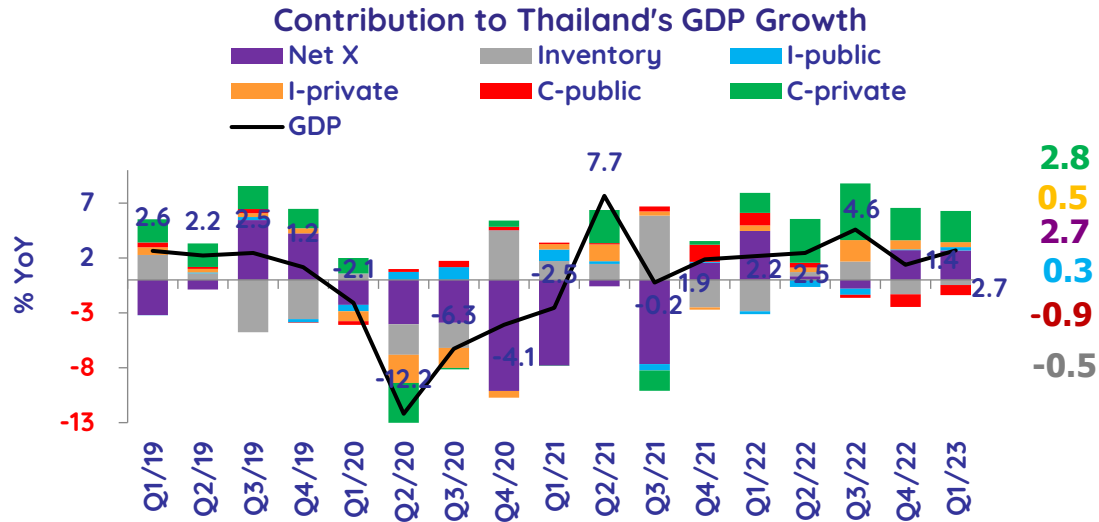
Thai Agriculture GDP Growth (% YoY)



Source: NESDC



# 1. เศรษฐกิจไทยในระยะต่อไปเผชิญความเสี่ยงจากการส่งออกเป็นหลัก

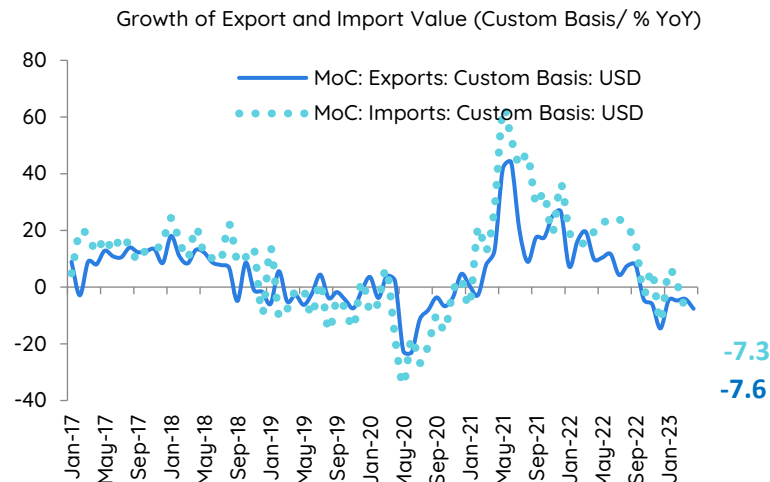


- เศรษฐกิจไทยไตรมาสที่ 1 ขยายตัว 2.7% ต่อปี หรือ 1.9% เมื่อเทียบกับไตรมาสก่อน (ปรับฤดูกาลแล้ว) ซึ่งใกล้เคียงกับที่เราคาดที่ 2.5%
- เมื่อพิจารณาจาก Momentum พบว่าเศรษฐกิจไทยกำลังเริ่มฟื้นตัวขึ้นหลังจากการเปิดประเทศ ทำให้รายได้จากการท่องเที่ยวและการใช้จ่ายในประเทศมากขึ้น แต่ความเสี่ยงจากเศรษฐกิจโลกกระทบภาคการผลิตและส่งออก ทำให้เศรษฐกิจไทยได้ผลบวกจากการเปิดประเทศน้อยกว่าที่ควรจะเป็น โดยส่งออกบริการ (นักท่องเที่ยวขาเข้า) ขยายตัวสูงถึง 87.8% แต่ปริมาณการส่งออกสินค้าหดตัวลงถึงกว่า -6.4% ทำให้การส่งออกสินค้าและบริการสุทธิขยายตัว 3.0% (และเป็น Contribution to GDP growth ที่ 2.7%)
- ส่งออกเดือน เม.ย. 23 หดตัวที่ 7.6 % ต่อปี ด้านมัตติตลาดส่งออก พบว่าหดตัวมากขึ้น ทั้งในตลาดหลัก (ยกเว้นจีน จากผลไม้สด) และตลาดรองหดตัวมากขึ้น และหากพิจารณามิติสินค้า พบว่าสินค้าอุตสาหกรรม เช่น คอมพิวเตอร์ ผลิตภัณฑ์ยาง น้ำมัน เคมีภัณฑ์ และเม็ดพลาสติก ยังคงหดตัวต่อเนื่อง 6 เดือน แต่รถยนต์ และผลไม้สด ฟื้นตัว

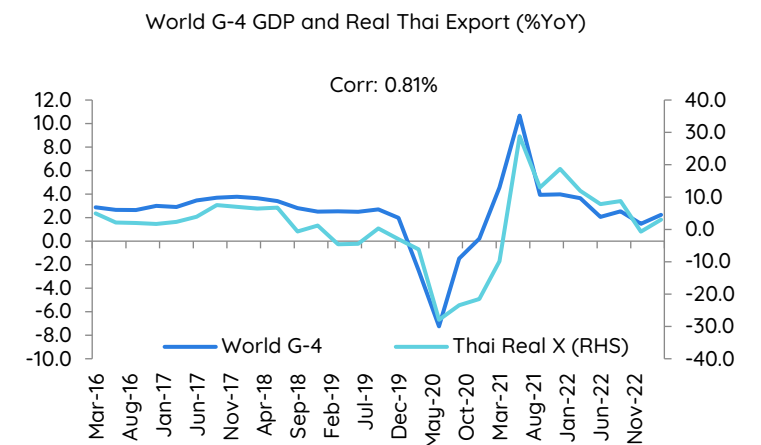
Source: NESDC, InnovestX Research

- เราวิเคราะห์ว่า การส่งออกในสินค้าอุตสาหกรรมหลักยังคงหดตัวต่อเนื่อง บ่งชี้ถึงเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัว แต่ได้รับผลจากการฟื้นตัวของสินค้าเกษตรโดยเฉพาะผลไม้สดไปยังจีน ทั้งนี้ เราเชื่อว่า ในระยะต่อไป สินค้าคงคลังที่ยังอยู่ในระดับสูง และเศรษฐกิจโลกที่มีแนวโน้มชะลอตัวมากขึ้น จะทำให้ความต้องการสินค้าอุตสาหกรรมอยู่ในระดับต่ำ และกดดันภาคการส่งออกไทยต่อเนื่อง
- ในระยะต่อไป เรากังวลความเสี่ยงการส่งออกมากขึ้น โดยเราปรับประมาณการมูลค่าการส่งออกสินค้าลงจาก ไม่ขยายตัว (0%) เป็นหดตัว -2%

## ส่งออกเดือนล่าสุดหดตัวมากขึ้น โดยหดทั้งมัตติตลาดและสินค้า



## เศรษฐกิจโลกที่ชะลอและสินค้าคงคลังที่สูงจะยังกดดันการส่งออกต่อ



Source: CEIC



## 2. เศรษฐกิจไทยเสี่ยงจากสัญญาณทางการเมืองลากยาวขึ้น

- ในการคาดการณ์ทิศทางเศรษฐกิจหลังการเลือกตั้ง เรามองว่าพรรครัฐบาลชั่วคราวไม่น่าจะสามารถจัดตั้งรัฐบาลได้ เนื่องจากจะเป็นรัฐบาลเสียงข้างน้อยในสภาล่าง ทำให้ถูกอภิปรายไม่ไว้วางใจได้ง่าย ขณะที่ชั่วคราวที่มีแกนนำได้แก่พรรคก้าวไกลและพรรคเพื่อไทยอาจสามารถร่วมมือกันจัดตั้งรัฐบาลได้ แต่ยังมีความเสี่ยงเพราะต้องดึงเสียงของ ส.ว. ขณะที่เราเชื่อว่า รัฐบาลชั่วคราวที่นำโดยพรรคเพื่อไทย ภูมิใจไทย และพลังประชารัฐ มีความเป็นไปได้เช่นกัน แต่เพื่อไทยอาจต้องรอให้สถานการณ์สุกงอม (คือก้าวไกลไม่สามารถจัดตั้งรัฐบาลได้) ซึ่งอาจกินเวลา และเสถียรภาพนอกสภาต่ำ ทั้งนี้ เรามองว่า ต้องจับตาตำแหน่งประธานสภา เป็นสำคัญ

|                       | ชั่วคราว                                               | ชั่วคราว                                                                   | ชั่วคราว                                                                              |                 |                 |
|-----------------------|--------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|-----------------|-----------------|
| เสถียรภาพทางการเมือง  | ไม่มีเสถียรภาพ เนื่องจากจะถูกอภิปรายไม่ไว้วางใจได้ง่าย | มีความไม่แน่นอนเรื่องระยะเวลาในการจัดตั้งรัฐบาล และเสถียรภาพทางการเมืองต่ำ | มีเสถียรภาพและใช้เวลาจัดตั้งรัฐบาลใหม่เป็นไปตามแผนที่กต. วางไว้ แต่เสถียรภาพนอกสภาต่ำ |                 |                 |
| พรรคการเมือง          | จำนวน สส. รวม                                          | พรรคการเมือง                                                               | จำนวน สส. รวม                                                                         | พรรคการเมือง    | จำนวน สส. รวม   |
| 3. ภูมิใจไทย          | 71                                                     | 1. ก้าวไกล                                                                 | 151                                                                                   | 2. เพื่อไทย     | 141             |
| 4. พลังประชารัฐ       | 40                                                     | 2. เพื่อไทย                                                                | 141                                                                                   | 3. ภูมิใจไทย    | 71              |
| 5. รวบรวมไทยสร้างชาติ | 36                                                     | 7. อื่น ๆ (ประชาชาติเสรีรวมไทย เป็นธรรม)                                   | 15                                                                                    | 4. พลังประชารัฐ | 40              |
| 6. ประชาธิปัตย์       | 25                                                     | 9. ไทยสร้างไทย                                                             | 6                                                                                     | รวม             | 252 + 250 = 502 |
| 8. ชาติไทยพัฒนา       | 10                                                     | รวม                                                                        | 312 (+ ส.ว. = ?)                                                                      |                 |                 |
| 10. ชาติพัฒนากล้า     | 2                                                      |                                                                            |                                                                                       |                 |                 |
| รวม                   | 184 + 250 = 434                                        |                                                                            |                                                                                       |                 |                 |

Source: ECT

เป็นไปได้ยาก

ทางเลือก 1

ทางเลือก 2

# เราคาดว่ารัฐบาลใหม่อาจจัดตั้งได้ล่าช้ากว่า Timeline ของ กกต.

| ระยะเวลา           | Timeline                                                                                                                                                        |
|--------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 14 พ.ค. 66         | วันเลือกตั้งทั่วไป                                                                                                                                              |
| ต้น ก.ค. 66        | กกต. ประกาศผลเลือกตั้ง ส.ส. 500 คน ภายใน 60 วันนับแต่วันเลือกตั้ง                                                                                               |
| กลาง ก.ค. 66       | รัฐพิธีเปิดสภาผู้แทนราษฎร <b>แต่งตั้งประธานและรองประธานสภาผู้แทนราษฎร</b><br>(เปิดสภาฯ ภายใน 15 วันนับตั้งแต่วันที่ กกต. ประกาศรับรองผล)                        |
| ปลายเดือน ก.ค. 66  | <b>ประชุมสภาให้วotedเลือกนายกรัฐมนตรีคนใหม่และรอโปรดเกล้าฯ</b><br>(ทั้งนี้ รัฐธรรมนูญไม่ได้กำหนดระยะเวลาในการเลือกนายกรัฐมนตรี และการตั้งคณะรัฐมนตรีแต่อย่างใด) |
| ภายในเดือน ส.ค. 66 | จัดตั้งคณะรัฐมนตรี และ ครม. ชุดใหม่ ถวายสัตย์ปฏิญาณ                                                                                                             |
| ภายในเดือน ส.ค. 66 | ครม. ชุดใหม่แถลงนโยบายการบริหารราชการแผ่นดิน                                                                                                                    |

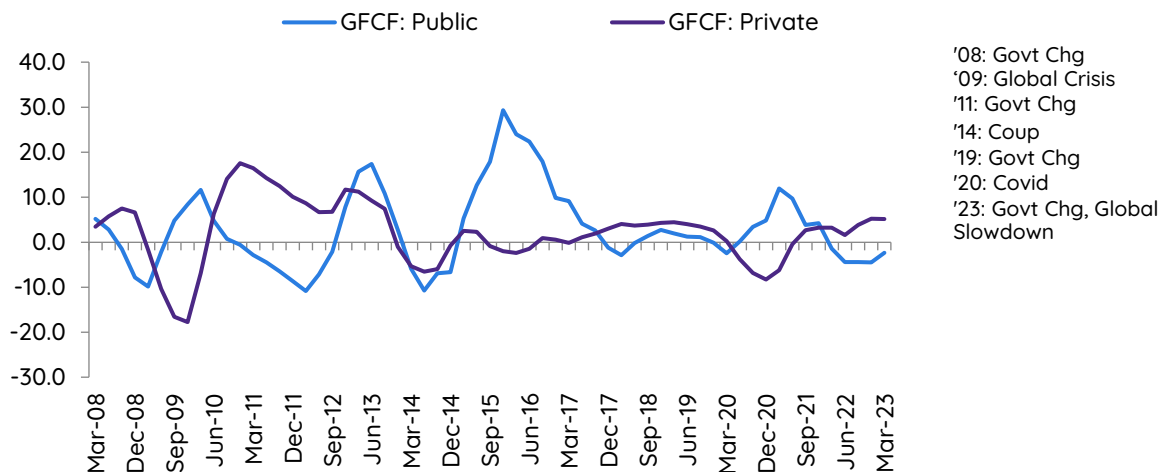
- สุนทรียภาพทางการเมือง จะนำไปสู่ภาวะ "นโยบายการคลังตั้งตัวทางพฤตินัย" โดยในปัจจุบัน ยังไม่เห็นความชัดเจนในการจัดตั้งรัฐบาล อีกทั้งยังมีปัจจัยเสี่ยงต่าง ๆ ที่ต้องติดตาม ทั้งจำนวนเสียงรับรองข้างมากในรัฐสภา รวมถึงคดีความที่ต้องผ่านการพิจารณาจากคณะกรรมการการเลือกตั้ง (กกต.) และศาลรัฐธรรมนูญ ทำให้ความเป็นไปได้ที่จะได้รัฐบาลใหม่ในเดือน ส.ค. ตาม Timeline ของ กกต. นั้นเป็นไปได้ยาก โดยอาจเลื่อนไปจนถึงเดือน ก.ย.-ต.ค. ซึ่งหากเป็นเช่นนั้น กระบวนการทำงานงบประมาณก็จะยิ่งล่าช้า และกระทบต่อการเบิกจ่ายงบลงทุนที่ต้องมีการเซ็นสัญญาใหม่ ให้ล่าช้าไปถึง 2-3 ไตรมาส

Source: ECT

# ในทุกปีที่มีการเมืองเปลี่ยนแปลง จะกระทบกับการเบิกจ่ายภาครัฐ รวมถึงการลงทุนภาคเอกชน

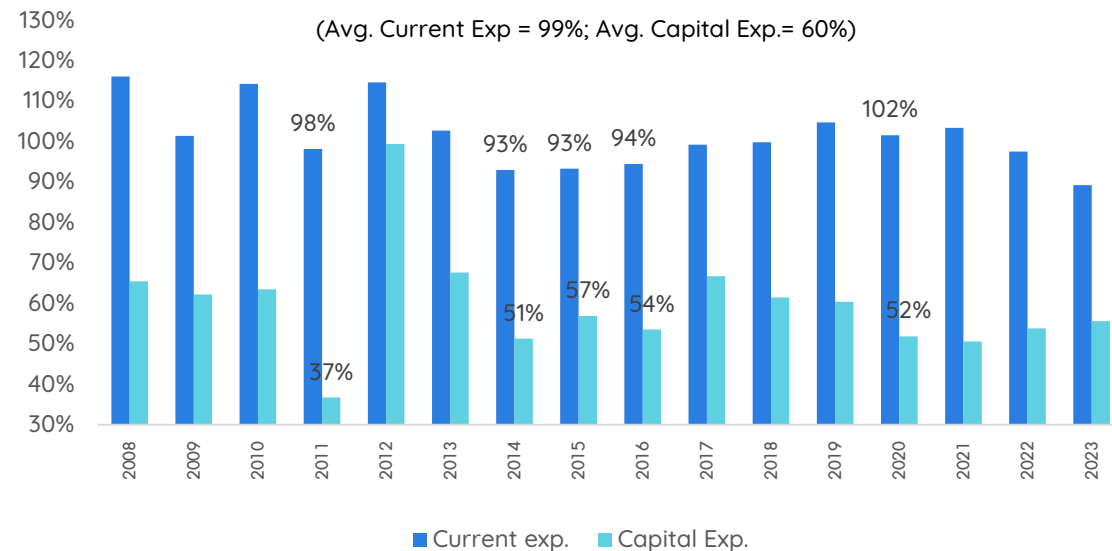
- ในทุกปีที่มีการเมืองเปลี่ยนแปลง จะกระทบกับการเบิกจ่ายภาครัฐ รวมถึงการลงทุนภาคเอกชนในช่วงถัดไป เช่น การเปลี่ยนรัฐบาลในปี 2007-08 (รัฐบาลสมัคร) ทำให้การลงทุนภาครัฐในปี 2008 หดตัว ปี 2011-12 (รัฐบาลอภิสิทธิ์-ยิ่งลักษณ์) ทำให้การลงทุนภาครัฐในปี 2011-12 หดตัว ขณะที่การเบิกจ่ายงบลงทุนต่ำกว่าเป้าหมายมาก (เพียง 37% จากค่าเฉลี่ย 60%) ขณะที่การรัฐประหารในปี 2014 ทำให้การลงทุนภาครัฐและเอกชนหดตัว รวมถึงทำให้งบประมาณภาครัฐ (ทั้งประจำและลงทุน) เบิกจ่ายต่ำกว่าเป้าหมายยาวนานถึง 3 ปี ทั้งนี้ เรามองว่า การจัดตั้งรัฐบาลล่าสุดในปีนี้จะทำให้การเบิกจ่ายงบประมาณ ทั้งประจำและลงทุน รวมถึงการใช้จ่ายภาครัฐมีแนวโน้มจะหดตัวมากขึ้น ท่ามกลางภาวะการใช้จ่ายภาครัฐที่หดตัวจากภาวะฐานสูงในช่วงก่อนหน้า (Fiscal drag)
- ด้วยปัจจัยดังกล่าว ทำให้เรามองว่า การบริโภคภาครัฐและลงทุนภาครัฐจะหดตัว -2.7% และ -0.1% ในปีนี้ จากเดิมที่เคยมองว่าจะขยายตัว 0.9% และ 3.0% ตามลำดับ

Real Thai Gross Fixed Capital Formation (Investment): Private and Public (%YoY)



Source: CEIC, INVT

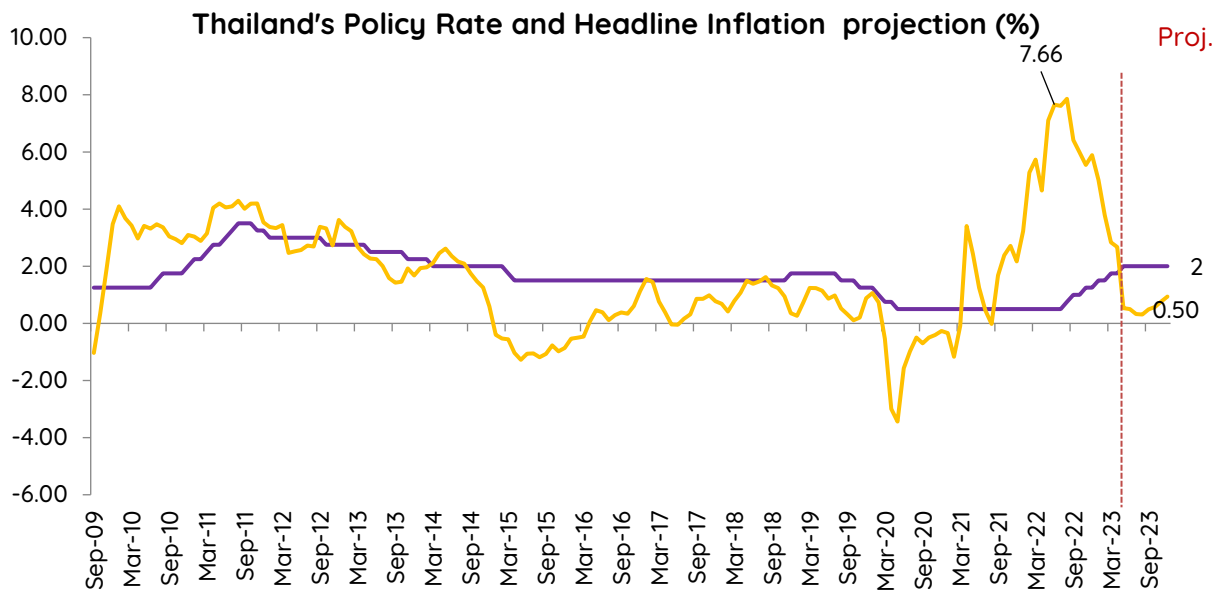
Thai Government Budget Disbursement Rate (% of Budget)



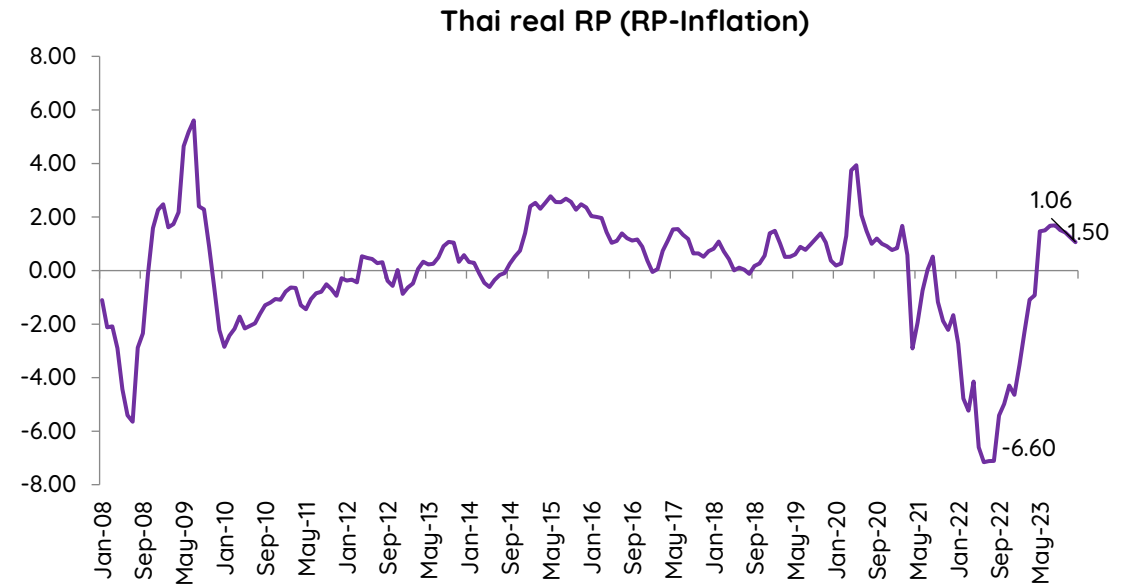
### 3. เศรษฐกิจไทยเสี่ยงจากนโยบายการเงินที่ตึงตัวแม้เงินเฟ้อจะลดลงต่อเนื่อง

- เงินเฟ้อเดือน พ.ค. 23 ลดลงต่อเนื่องไปอยู่ที่ 0.5% ต่ำกว่าที่เราคาดที่ 2.4% จากราคาพลังงานที่ลดลงมาก ทั้งนี้ เราคาดว่าเงินเฟ้อจะลดลงต่อเนื่องจากเศรษฐกิจโลกที่จะชะลอตัว ทำให้ราคาพลังงานและอาหารลดลง โดยเรามองว่าเงินเฟ้อทั้งปีจะขยายตัวเฉลี่ยที่ประมาณ 1.56% แต่จากการประชุมนโยบายการเงินครั้งล่าสุดที่ ธปท.ปรับขึ้นดอกเบี้ยไปอยู่ที่ 2% และยังคงไม่ปิดประตูขึ้นดอกเบี้ยต่อ ทำให้เรามองว่า ธปท. น่าจะต้องคงดอกเบี้ยอยู่ที่ 2% ซึ่งจะทำให้ดอกเบี้ยนโยบายที่แท้จริงเป็นบวกในช่วงครึ่งปีหลัง ซึ่งจะกดดันเศรษฐกิจมากขึ้น

| 2023    | Jan   | Feb   | Mar   | Apr   | May  | Jun (f) | Jul (f) | Aug (f) | Sep (f) | Oct (f) | Nov (f) | Dec (f) | Avg.        |
|---------|-------|-------|-------|-------|------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------------|
| CPI     | 5.02  | 3.79  | 2.83  | 2.67  | 0.53 | 0.50    | 0.32    | 0.31    | 0.49    | 0.57    | 0.76    | 0.94    | 1.56 (Avg)  |
| 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    | 2.00 (end)  |
| Real RP | -3.52 | -2.29 | -1.08 | -0.92 | 1.47 | 1.50    | 1.68    | 1.69    | 1.51    | 1.43    | 1.24    | 1.06    | 0.31 (Avg.) |



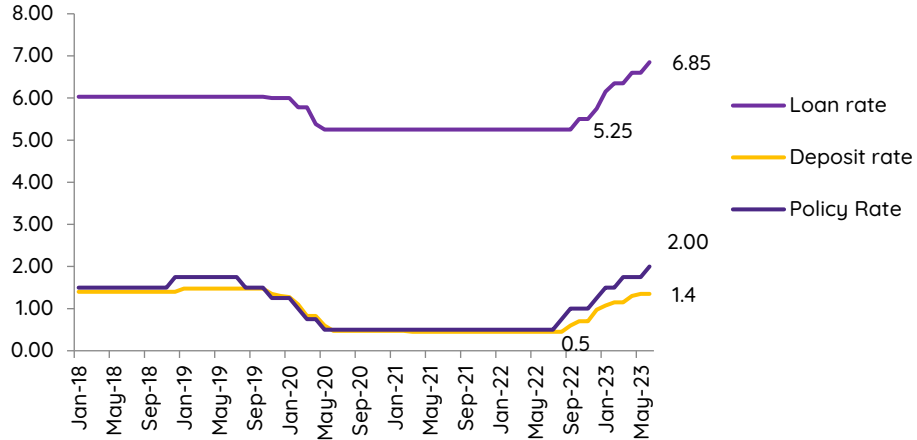
Source: CEIC, INMX



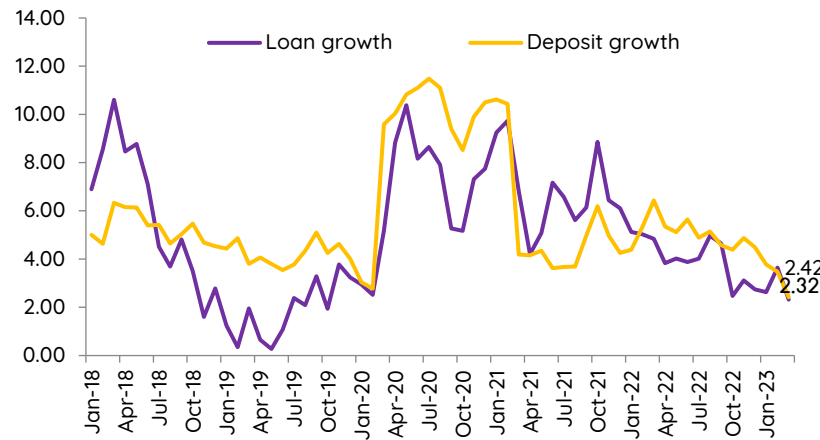


# นโยบายการเงินตึงตัว ทำให้ต้นทุนธุรกิจเพิ่ม สินเชื่อหดตัว

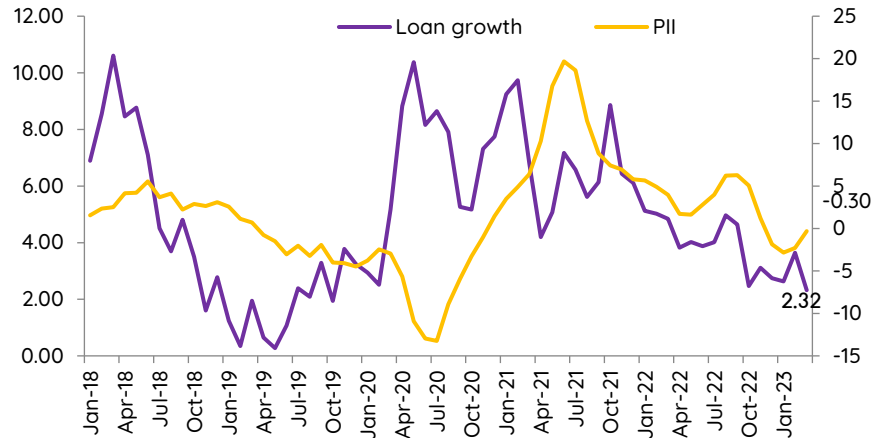
Loan (MLR) and Deposit rate (1-yr) of Thai Financial institution (%YoY)



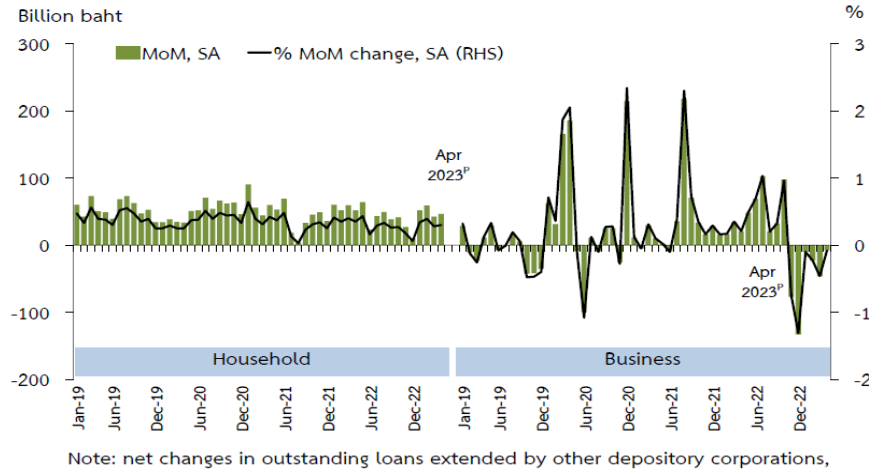
Loan and Deposit growth of Thai Financial institution (%YoY)



Loan and Private Investment Index (PII) growth (%YoY, 3MMA)



Net Changes in Outstanding Loans



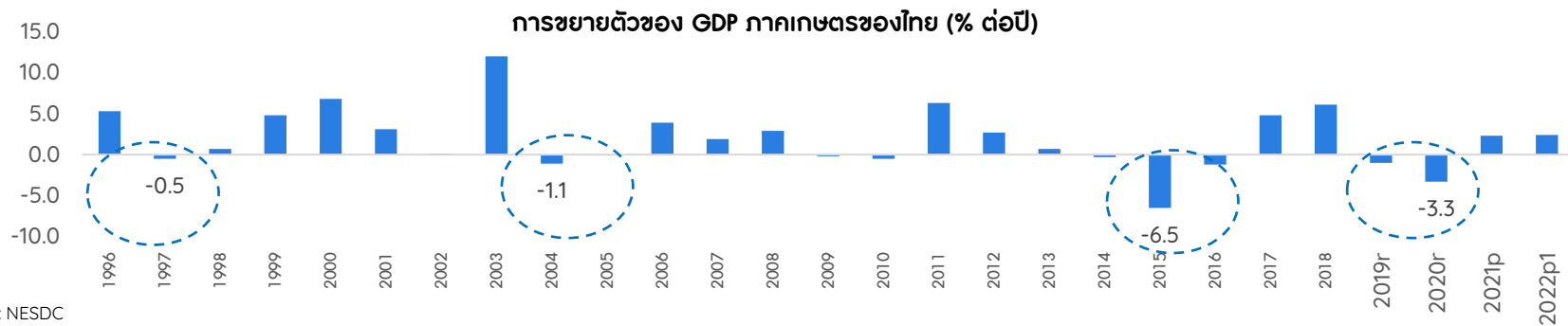
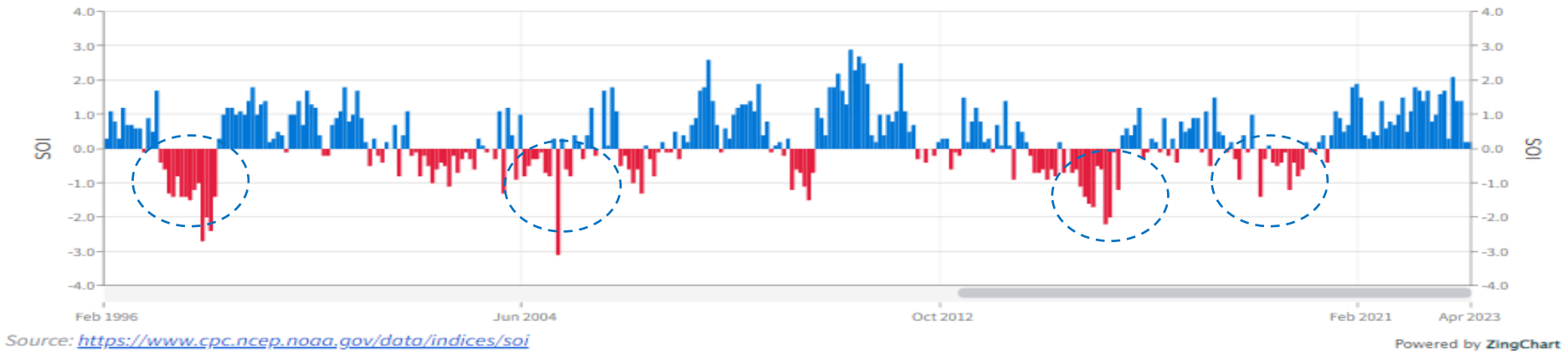
- เราวิเคราะห์ว่า ในระยะต่อไป ภาคธุรกิจจะได้รับผลกระทบจากการขึ้นของดอกเบี้ยอย่างมีนัยสำคัญ โดยปัจจุบัน ดอกเบี้ยนโยบายขึ้น 150 bps ทำให้ดอกเบี้ยเงินกู้ MLR ขึ้น 160 bps แล้ว (ขณะที่ดอกเบี้ยเงินฝากขึ้น 90 bps)
- ดอกเบี้ยที่สูงขึ้นทำให้การขยายตัวสินเชื่อชะลอลงชัดเจน จาก 8.9% ต่อปีในเดือน ต.ค. 21 เป็น 2.3% ในเดือน มี.ค. 23
- สินเชื่อที่ชะลอ ส่งผลกระทบต่อการลงทุนเป็นสำคัญ โดยล่าสุดการลงทุนหดตัว -0.3% ต่อปี (ค่าเฉลี่ย 3 เดือน) ในเดือน มี.ค.
- มองไปข้างหน้า ดอกเบี้ยที่ปรับขึ้นและทำให้ดอกเบี้ย 8.พ. ปรับขึ้นตาม จะยังทำให้สินเชื่อธุรกิจ และการลงทุนเอกชนหดตัวยิ่งขึ้น (ทั้งนี้ การซื้อบ้าน ถือเป็นการลงทุนในการคำนวณ GDP)

Source: CEIC, BOT

## 4. เศรษฐกิจไทยเสี่ยงจากภาคเกษตรที่อาจเผชิญวิกฤตภัยแล้งจากภาวะ El Nino

- ในประเด็นภัยแล้ง เราจับตาดัชนี SOI (Southern Oscillation Index) ซึ่งเป็นดัชนีแสดงความแปรปรวนของระบบอากาศโลกได้และเป็นตัวชี้วัดความเสี่ยงเกิดภาวะ El Nino มากขึ้น โดยหากดัชนีนี้เข้าสู่แดนลบ แสดงว่าภูมิอากาศมีปัญหา โดยอาจทำให้เกิดภาวะ El Nino ในระยะ 3-6 เดือนข้างหน้า และกระทบต่อการเพาะปลูกและผลิตทางเกษตรของไทย และนำไปสู่วิกฤตทางการเกษตรได้

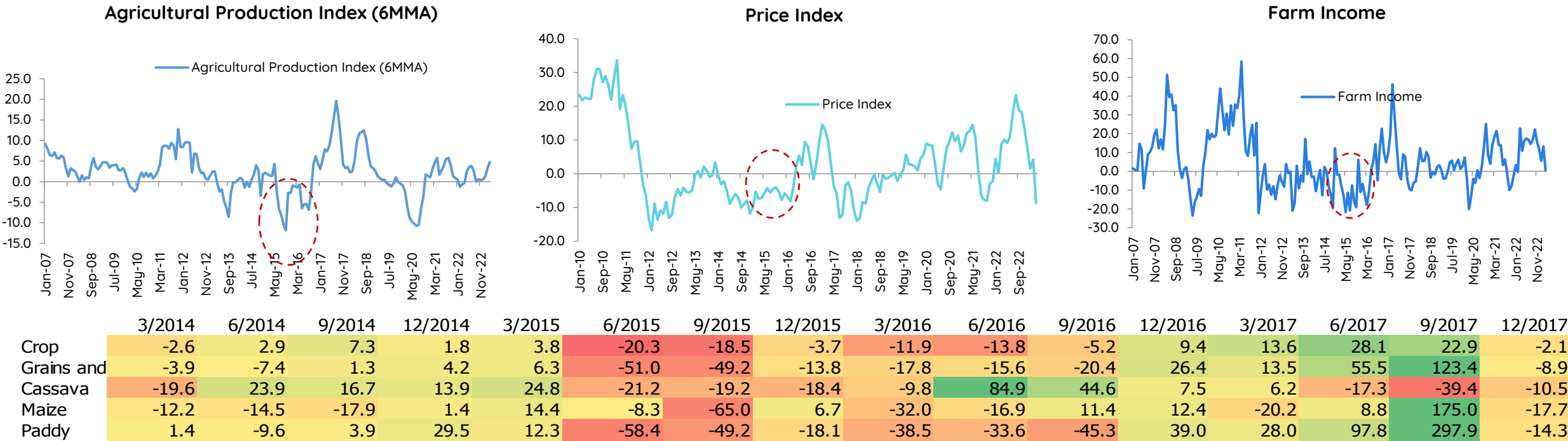
Southern Oscillation Index (SOI)



- นับตั้งแต่ปี 1993 เป็นต้นมา ดัชนีดังกล่าวบ่งชี้ภาวะ El Nino ขึ้น 4 ครั้งใหญ่ ๆ ได้แก่ (1) ช่วงปี 1997-1998 (2) ช่วงปี 2004-05 (3) 2015-17 และ (4) 2019-2020
- จะเห็นว่าในปีที่เกิดภาวะ El Nino จะกระทบกับการผลิตสินค้าเกษตร และทำให้เศรษฐกิจภาคการเกษตร (Agriculture GDP) หดตัว โดยหดตัวที่ -0.5% ในปี 1997, -1.1% ในปี 2004, -6.5% ในปี 2015 และ -3.3% ในปี 2020 ตามลำดับ

# หากดัชนี SOI เข้าสู่แดนลบ ผลกระทบสู่ภาคการเกษตรจะเป็นอย่างไร

- ในช่วง ep. 3 (2015-17) โดยเฉพาะไตรมาส 3 ปี 2015 ที่ลดลงกว่า 10% โดยหากพิจารณาในรายสินค้าเกษตร จะเป็นการหดตัวของทั้งธัญพืช มันสำปะหลัง ข้าวโพด และข้าว โดยข้าวหดตัวแรงสุดที่ประมาณ 70% ในไตรมาสที่ 2-3 นอกจากนี้ ในช่วง EP.3 ราคาสินค้าเกษตรหดตัวลงเช่นกัน ในระดับ 5-10% โดยเป็นการหดตัวของราคายางเป็นหลัก (ซึ่งสาเหตุหลักเป็นผลจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจจีนในช่วงดังกล่าว หรือ China hard landing ทำให้ความต้องการยางซึ่งเป็นสินค้าหลักในภาคอุตสาหกรรมลดลง) ทำให้รายได้เกษตรกรหดตัวประมาณ 15-20% ในช่วงเวลาดังกล่าว



Source: CEIC

- ดังนั้น อาจกล่าวได้ว่า หากดัชนี SOI เข้าสู่แดนลบในไตรมาส 3 และลากยาวไปจนถึงไตรมาส 4 อาจทำให้เกิดภาวะ El Nino ในช่วงปลายปี 2023-ต้นปี 2024 ซึ่งอาจทำให้ปริมาณการผลิตสินค้าเกษตรหดตัวลงเช่นเดียวกับช่วง ep.3 (2015-17) เช่นเดียวกัน อย่างไรก็ตาม ต้องติดตามว่าราคาจะปรับลดลงเช่นเดียวกับปริมาณการผลิตด้วยหรือไม่ ซึ่งหากภาวะเศรษฐกิจโลกชะลอตัวแรง และทำให้ราคาสินค้าเกษตรลดลงเช่นกัน ก็อาจทำให้รายได้เกษตรกรปรับลดลงในระดับใกล้เคียงกับช่วง ep. 3 ได้ ทั้งนี้ เรามองว่า พืชผลทางการเกษตรที่จะเสี่ยงต่อภาวะภัยแล้งสูงสุดได้แก่ ธัญพืช โดยเฉพาะ ข้าวและข้าวโพด

# ประมาณการเศรษฐกิจไทยของหน่วยงานราชการล่าสุดเปรียบเทียบกับ InnovestX

- จากความเสี่ยงทั้งสี่ ทำให้เราปรับประมาณการเศรษฐกิจในปีนี้ลงจาก 3.0% เป็น 2.7% โดยปรับลดการลงทุนภาครัฐลงแรงในไตรมาส 4/23 เช่นเดียวกับการบริโภคภาครัฐที่หดตัวทั้งปีนี้ ส่วนการลงทุนเอกชนปรับลดลงจากความเสี่ยงทั้งในและต่างประเทศ ด้านการบริโภคเอกชนลดลงจากความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจและการเมืองที่มากขึ้น ส่วนภาคส่งออกหดตัวจากเศรษฐกิจโลกที่จะแย่มากขึ้น และทำให้การนำเข้าลดลงเช่นกัน ด้านเงินเพื่อปรับลดลงมากจากเศรษฐกิจในและต่างประเทศที่ชะลอลง

| Macro growth projection        | Actual<br>2021 | Actual<br>2022 | FPO<br>(Apr'23)<br>2023f | BOT<br>(Mar'23)<br>2023f | BOT<br>(May'23)<br>2023f | NESDC<br>(May'23)<br>2023f | InnovestX<br>(May'23)<br>2023f | InnovestX<br>(June'23)<br>2023f |
|--------------------------------|----------------|----------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|----------------------------|--------------------------------|---------------------------------|
| GDP growth                     | 1.5            | 2.6            | 3.6                      | 3.6                      | 3.6                      | 3.2                        | 3.0                            | 2.7                             |
| Private investment             | 3.0            | 5.1            | 2.3                      | 2.1                      | 1.7                      | 1.9                        | 2.5                            | 0.5                             |
| Public investment              | 3.4            | -4.9           | 2.6                      | 3.7                      | 2.5                      | 2.7                        | 3.0                            | -0.1                            |
| Private consumption            | 0.6            | 6.3            | 4.1                      | 4.0                      | 4.4                      | 3.7                        | 4.0                            | 3.2                             |
| Public consumption             | 3.7            | 0.0            | -2.1                     | -2.2                     | -2.8                     | -2.6                       | 0.9                            | -2.7                            |
| Export value in US\$ terms (%) | 19.2           | 5.5            | -0.5                     | -0.7                     | -0.1                     | -1.6                       | 0.0                            | -2.0                            |
| Import value in US\$ terms (%) | 15.0           | 12.4           | -0.2                     | 1.2                      | 0.7                      | -1.9                       | 2.1                            | 0.0                             |
| Current account to GDP (%)     | -2.2           | -3.4           | 0.8                      | 1.0                      | 1.2                      | 1.4                        | 0.0                            | 0.0                             |
| Headline inflation (%)         | 1.2            | 6.1            | 2.6                      | 2.9                      | 2.5                      | 3.0                        | 2.7                            | 1.6                             |
| USD/THB                        | 32.0           | 35.1           | 33.17                    | N/A                      | N/A                      | 33.3                       | 35.0                           | 35.0                            |
| Policy rate (%)                | 0.50           | 1.25           | N/A                      | N/A                      | N/A                      | N/A                        | 2.00                           | 2.00                            |
| No. of inbound tourists (mn)   | 0.43           | 11.2           | 29.5                     | 28.0                     | 29.0                     | 28.0                       | 25.0                           | 25.0                            |

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



# กลยุทธ์การลงทุน 3Q23

# หุ้นแนะนำใน 2Q23 ของเรา : Underperform SET อยู่ 7%

2Q23 ใกล้เคียงสิ้นสุดลงแล้ว โดยตลาดหุ้นไทยปรับตัวลดลง 3.4% underperform ตลาดหุ้นอื่นๆ ในภูมิภาคอยู่ 3-5% และตลาดหุ้นโลกอยู่ 7% โดยเป็นการปรับตัว underperform สามไตรมาสติดต่อกันอันเป็นผลมาจาก 1) ความไม่แน่นอนในการจัดตั้งรัฐบาล 2) ความกังวลเกี่ยวกับนโยบายเศรษฐกิจและความไม่แน่นอนทางการคลัง 3) การฟื้นตัวที่อ่อนแอกว่าคาดของจีน 4) อุปสงค์ภายนอกประเทศที่อ่อนแอกดดันการส่งออก และ 5) การปรับลดคาดการณ์กำไร

ตลาดหุ้นไทยให้ผลตอบแทนติดลบใน 2Q23TD และเป็นหนึ่งในตลาดที่ให้ผลตอบแทนแย่ที่สุดในช่วงที่ตลาดหุ้นทั่วโลกปรับตัวเพิ่มขึ้นครั้งล่าสุด contribution ของดัชนีตลาดหุ้นไทยกระจุกตัวอยู่ใน 4 กลุ่ม: กลุ่มธนาคาร (KTB, TTB, BBL) กลุ่ม consumer finance (MTC, TIDLOR) กลุ่มยานยนต์ (AH, STANLY) และกลุ่มวัสดุก่อสร้าง (SCC) ในขณะที่กลุ่มบรรษัท (SCGP) กลุ่มสาธารณูปโภค (GULF, GPSC, BGRIM) กลุ่มบริการรับเหมาก่อสร้าง (STEC) กลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ (DELTA) และกลุ่มพลังงาน (PTTGC, EA, PTT, TOP) ให้ผลตอบแทนที่น่าผิดหวัง นักลงทุนต่างชาติขายสุทธิหุ้นไทย 1,269 ล้านดอลลาร์สหรัฐ QTD ชะลอตัวลงจากที่มียอดขายสุทธิ 1,558 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ใน 1Q23 การเคลื่อนย้ายเม็ดเงินลงทุนของต่างชาติคล้ายกันกับตลาดอื่นๆ ในอาเซียน: มาเลเซีย (-318 ล้านดอลลาร์สหรัฐ) เวียดนาม (-257 ล้านดอลลาร์สหรัฐ) และฟิลิปปินส์ (-60 ล้านดอลลาร์สหรัฐ) ในขณะที่การลงทุนของต่างชาติในอินโดนีเซีย (+924 ล้านดอลลาร์สหรัฐ) มีเม็ดเงินไหลเข้ามากขึ้นใน 2Q23

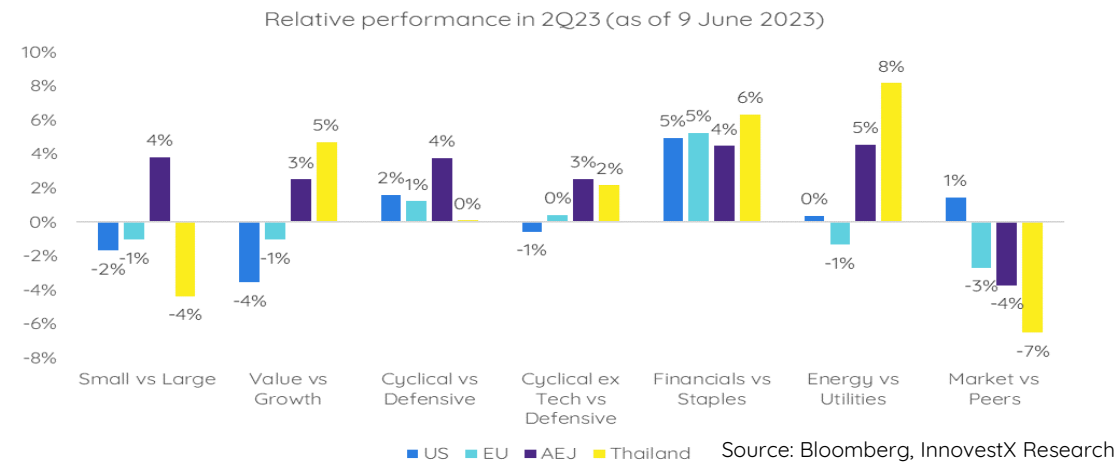
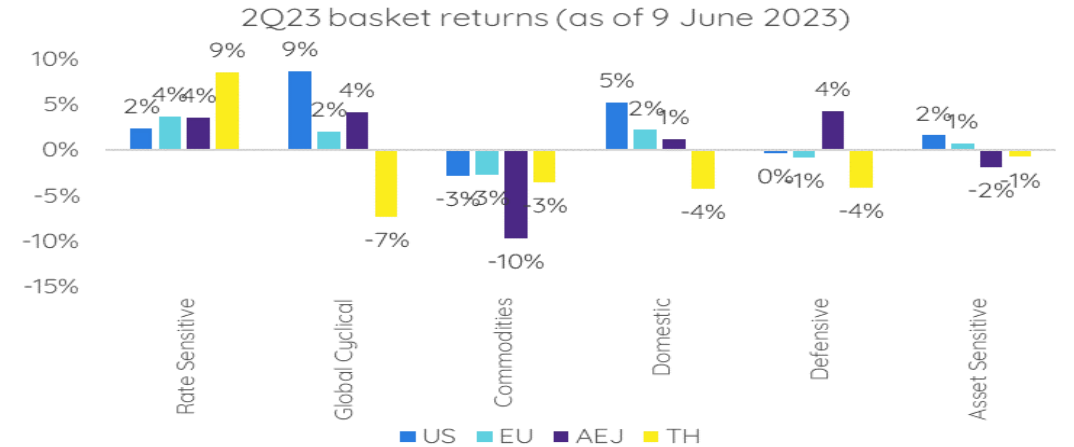
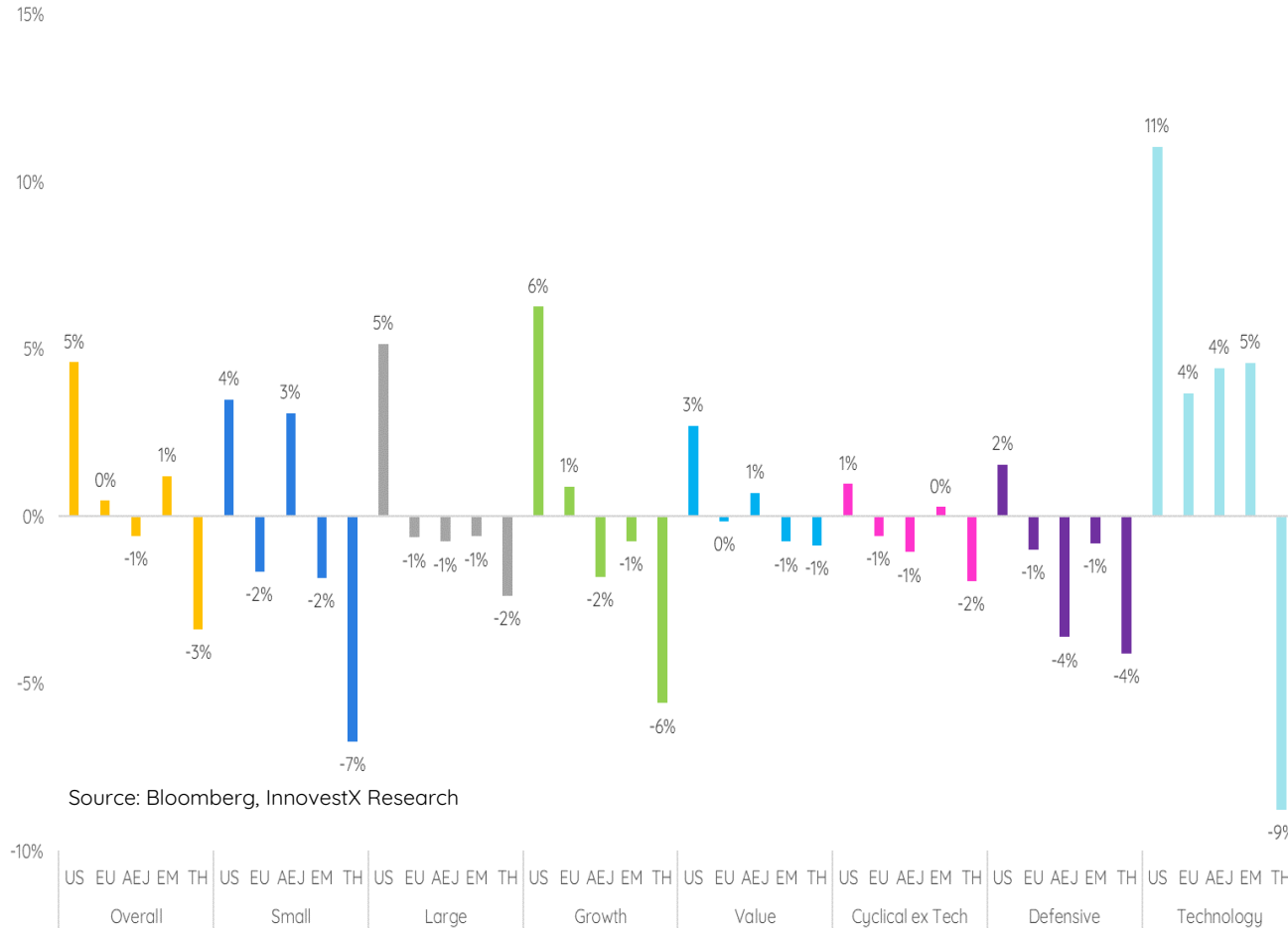
ธีมหลักของเราใน 2Q23 คือ ภาวะถดถอยของภาคการผลิต เงินเฟ้อที่ลดลง การหดตัวของภาคการส่งออก และการปรับลดคาดการณ์กำไร ซึ่งดูเหมือนว่าจะเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับปฏิกิริยาตอบสนองของตลาด ในขณะเดียวกัน การฟื้นตัวที่ช้ากว่าคาดของจีนและผลการเลือกตั้งที่สร้างเซอร์ไพรส์ได้สร้างแรงกดดันต่อบริษัทขนาดใหญ่ ธีมเปิดประเทศ และ upside ของกำไร ท่ามกลางความหวาดกลัวต่อภาวะเศรษฐกิจถดถอยและนโยบายที่เชิงกร้าวของรัฐบาลใหม่ นักลงทุนจึงยังไม่เชื่อว่าผลประกอบการทำจุดต่ำสุดไปแล้วใน 1Q23

หุ้นเด่นของเราซึ่งเน้นที่อุปสงค์ในประเทศ การฟื้นตัวของผลประกอบการ ได้ประโยชน์จากการเปิดประเทศ และมีฐานะการเงินแข็งแกร่ง ให้ผลตอบแทนเฉลี่ย -10% เนื่องจากหุ้นเด่นของเราทุกตัว ยกเว้น CPALL ปรับตัว underperform ตลาด

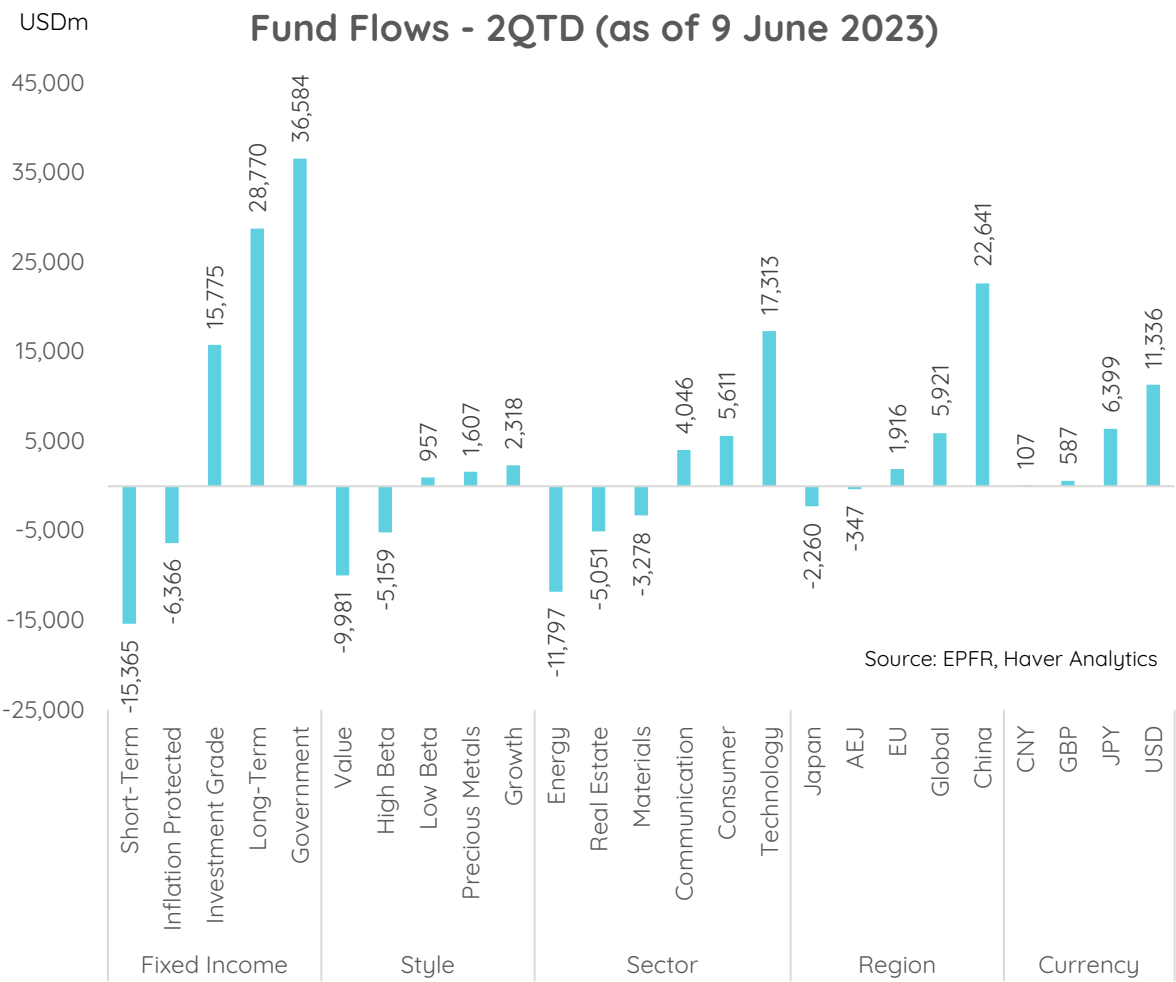
# Price performance ใน 2Q23

หุ้น large cap หุ้นเทคโนโลยี หุ้น rate sensitive ปรับตัว outperform

Performance comparison in 2Q23 (as of 9 June 2023)



# ความเคลื่อนไหวของกระแสเงิน สินทรัพย์ปลอดภัยและหุ้นเชิงรับ



กระแสเงินที่ไหลเข้ากองทุนรวมและผลิตภัณฑ์การลงทุนที่เกี่ยวข้องเป็นบวกทั้งกองทุนรวมตราสารหนี้และกองทุนรวมสกุลเงินต่างๆ ใน 2Q23TD ในขณะที่กระแสเงินที่ไหลเข้ากองทุนรวมตราสารทุน กองทุนรวมสินค้าโภคภัณฑ์ และกองทุนรวมหมวดอุตสาหกรรม มีทั้งบวกและลบ

เมื่อพิจารณาจากความเคลื่อนไหวของกระแสเงินใน 2Q23 เราพบว่า:

- 1) พันธบัตรรัฐบาลและหุ้นกู้กลุ่ม Investment Grade มีกระแสเงินไหลเข้าจำนวนมาก โดยได้รับปัจจัยหนุนจากเงินเฟ้อที่ลดลง นโยบายการเงินที่เริ่มลดระดับความตึงตัวของเฟด และความต้องการความคุ้มครองจากความกลัวภาวะเศรษฐกิจถดถอย
- 2) แม้เศรษฐกิจจีนฟื้นตัวช้ากว่าคาด แต่ตลาดหุ้นฟื้นตัวจากความคาดหวังเชิงบวกเกี่ยวกับการเปิดประเทศของจีน ส่งผลทำให้มีกระแสเงินไหลเข้าตลาดจีนจำนวนมาก ในขณะที่ EU และญี่ปุ่น เผชิญกับกระแสเงินไหลออกจากแรงขายทำกำไร
- 3) หุ้นเชิงรับ low beta และโลหะมีค่า มีกระแสเงินไหลเข้าเพื่อลดความเสี่ยงจากปัจจัยภายนอกและความผันผวน
- 4) กลุ่มที่มีความอ่อนไหวทางเศรษฐกิจมากกว่ากลุ่มอื่นๆ เช่น กลุ่มการเงิน กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มพลังงาน และกลุ่มวัสดุก่อสร้าง มีกระแสเงินไหลออกใน 2Q23 เนื่องจากอุปสงค์ทั่วโลกซบเซา

sentiment ตลาดคาดว่าจะทรงตัว เนื่องจาก headwinds (แรงต้าน) มีมากกว่า tailwinds (แรงส่ง) ดังนั้นเราจึงแนะนำให้นักลงทุนสะสมหุ้นที่มีคุณภาพสูงและผลประกอบการมีแนวโน้มฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งหลังจากปรับฐาน พอร์ตหุ้นเชิงรับจะให้ผลตอบแทนเป็นบวกในภาวะตลาดผันผวน ในขณะที่พอร์ตลงทุนส่วนเสริมควรโฟกัสไปที่กลุ่มที่มีการฟื้นตัวของกำไรและเติบโตสูง



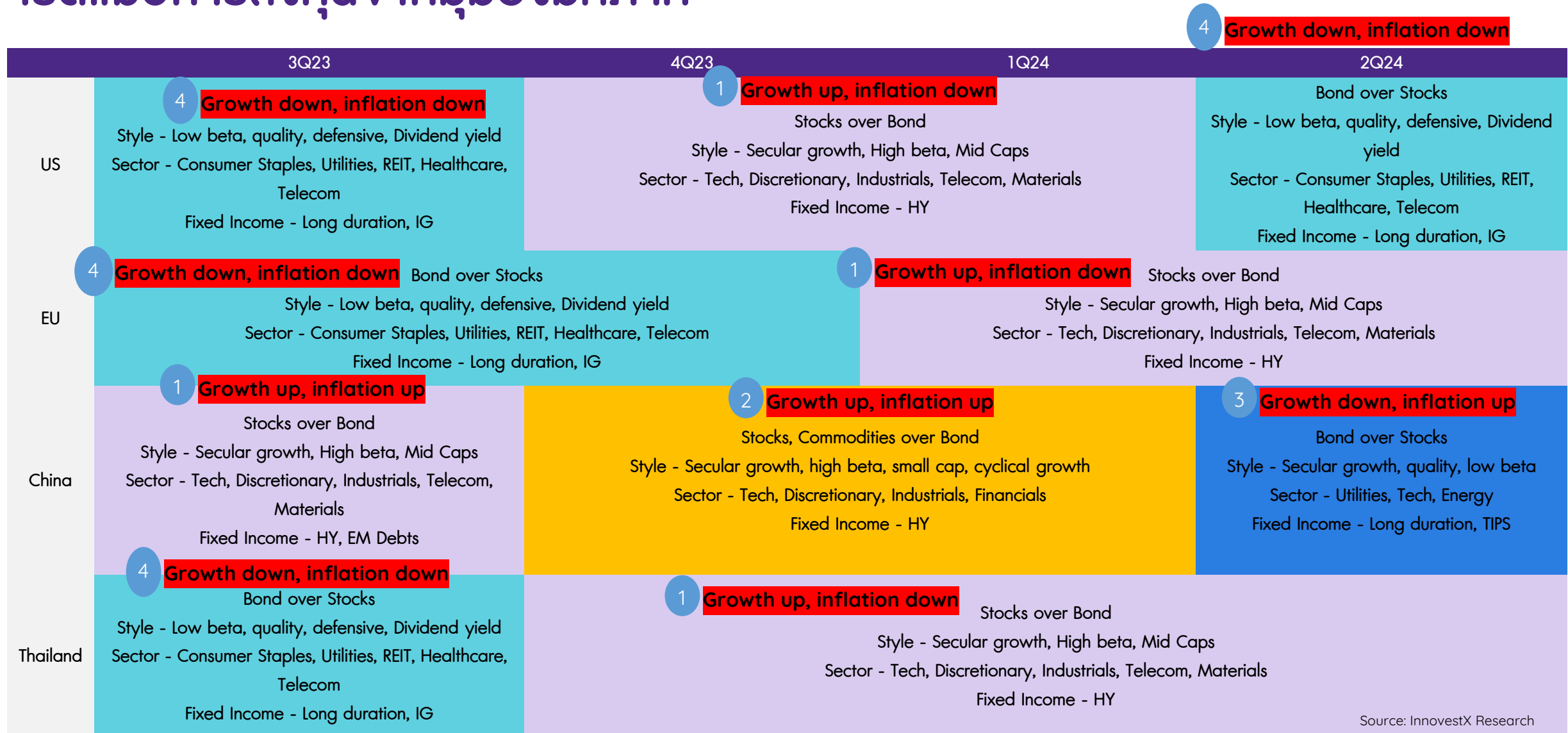
# แนวโน้มตลาด



# สรุปประเด็นสำคัญสำหรับกลยุทธ์การลงทุนใน 3Q23

|                                         |             | สรุปมุมมองของเรา                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|-----------------------------------------|-------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| แนวโน้มเศรษฐกิจมหภาค                    |             | เราเชื่อว่าในระยะต่อไป เศรษฐกิจโลกเผชิญ 3 ปัจจัยเสี่ยง คือ (1) เศรษฐกิจชะลอตัว แต่เงินเฟ้อและดอกเบี้ยยังสูง (2) ความเสี่ยงจากสภาพคล่องทางการเงินที่จะตึงตัวมากขึ้น และ (3) เศรษฐกิจจีนและตลาดเกิดใหม่ที่ชะลอแรงขึ้น เราเชื่อว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ และยุโรปมีความเสี่ยงที่จะเกิดภาวะถดถอยในช่วงครึ่งปีหลังซึ่งจะทำให้ Fed ปรับลดอัตราดอกเบี้ย ขณะที่ Momentum เศรษฐกิจจีนและไทยชะลอต่ำกว่าคาด ด้วยความเสี่ยงเศรษฐกิจที่มากขึ้น ทำให้เรามองว่าเศรษฐกิจโลกอาจจะชะลอพร้อมเพรียง (Synchronized Slowdown) ในครึ่งปีหลัง                                                                                                          |
| จุดสว่าง (bright spot) ทางเศรษฐกิจ      |             | ความต้องการการบริโภคในประเทศ กลุ่มที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยว สินค้าอิเล็กทรอนิกส์ ซอฟต์แวร์                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| กำแพงแห่งความกังวล                      |             | เศรษฐกิจปัจจุบันเติบโตต่ำกว่าแนวโน้มปกติ แต่ยังไม่ถดถอยและชะลอตัวลงอย่างช้าๆ โอกาสที่จะเกิดภาวะถดถอยเป็นไปได้สูง มีความกังวลหลายอย่างที่ไม่น่าจะคลี่คลายลงได้หากเศรษฐกิจยังไม่ฟื้นตัวอย่างชัดเจน โดยสรุปแล้ว upside น่าจะมีน้อยกว่าที่คิด ขณะที่ downside จะมีมากกว่าที่คาดใน 2H23 วิกฤตสินเชื่อและวงจรการผัดผ่อนชำระหนี้เป็นความเสี่ยงที่มีการประเมินไว้ต่ำเกินไปใน 2H23                                                                                                                                                                                                                                              |
| เศรษฐกิจจีนฟื้นตัวช้า                   |             | ความคาดหวังว่าจะเกิดปรากฏการณ์ “revenge spending” หรือพฤติกรรมการซื้อปล้นแค้นหลังจากอดอันความต้องการไว้ในช่วงที่เกิดสถานการณ์ COVID นั้นไม่ได้เกิดขึ้นตามที่คาดการณ์ไว้ เราประเมินอัตราการฟื้นตัวของเศรษฐกิจจีนไว้สูงเกินไป เรามีมุมมองเชิงบวกเกี่ยวกับจีนลดน้อยลงใน 2H23 แม้ว่า valuation ต่ำ เราคาดว่าภาคส่งออกจะตกอยู่ในสถานการณ์ที่ค่อนข้างน่าเป็นห่วงใน 2H23 ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อกลุ่มอุตสาหกรรมที่เน้นการส่งออกและหุ้นที่มีความสัมพันธ์กับเศรษฐกิจจีน เช่น อาหาร โลจิสติกส์ ปิโตรเคมี และชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ คือ ตลาดแรงงาน การผัดผ่อนชำระหนี้ สัดส่วนหนี้ต่อ GDP ระดับสูง และภาวะเงินฝืด |
| ความเสี่ยงด้านการเมืองในประเทศ          |             | แม้ว่าเราพบสัญญาณของปัญหาทางด้านการเมืองอยู่บ้าง แต่เราไม่คิดว่าจะมีการชุมนุมประท้วงหรือเหตุการณ์ความไม่สงบเกิดขึ้นใน 2H23 เมื่อพิจารณาจากนโยบายเศรษฐกิจล่าสุด ผลกระทบด้านลบจะมีมากกว่าผลกระทบด้านบวก หากรัฐบาลใหม่ขึ้นค่าแรงขั้นต่ำเป็น 450 บาท และขึ้นอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลจาก 20% เป็น 23% เราคาดว่ากำไรจะลดลง 4% และ 3% ตามลำดับ ในทางกลับกัน หากค่าไฟฟ้าลดลง 0.7 บาทต่อหน่วย (-15%) คาดว่ากำไรจะเพิ่มขึ้น 3% โดยสรุปแล้ว ทำไรสุทธิของบริษัทภายใต้การวิเคราะห์ของเราจะลดลง 3% จากกรณีฐาน                                                                                                                       |
| โหมเติบโตช้า downside อยู่ในครึ่งปีหลัง |             | นักลงทุนอาจต้องการข้อมูลเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งอีก 2-3 เดือน เพื่อเอาชนะกำแพงแห่งความกังวล และยืนยันว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ จะหลีกเลี่ยงภาวะถดถอยได้ และเศรษฐกิจจีนจะฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งใน 2H23 จุดโฟกัสที่สำคัญใน 2H23 คือ การระบายสินค้าคงคลังเสร็จสิ้น การมาของเอลนีโญ และการฟื้นตัวของกลุ่มเซมิคอนดักเตอร์ ด้วย tail risks (ความเสี่ยงในเรื่องที่มีโอกาสเกิดขึ้นน้อย แต่มีผลกระทบรุนแรง) ที่ไม่สามารถควบคุมได้ เราจึงแนะนำให้ลงทุนแบบ defensive และ selective ในกลุ่มวัฏจักร และโฟกัสไปที่แนวโน้มธุรกิจและการฟื้นตัวของกำไร                                                                                               |
| กลยุทธ์การลงทุน (3Q23)                  |             | เศรษฐกิจมีแนวโน้มที่จะเติบโตต่ำ และกำไรของบริษัทจดทะเบียนใน 2Q23 จะยังคงอยู่ภายใต้แรงกดดัน ระยะเวลาดำรงภาวะเศรษฐกิจถดถอย (ที่อาจเกิดขึ้น) ที่นานผิดปกติทำให้ตลาดหุ้นทั่วโลกเผชิญภาวะตกต่ำใน 4Q22 แทนที่จะเกิดขึ้นในช่วงภาวะเศรษฐกิจถดถอย กลยุทธ์ของเราคือ การตั้งรับด้วยหุ้นที่กำไรมีแนวโน้มฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปหรือกำไรต่ำสุดไปแล้ว มีอำนาจในการกำหนดราคาสูง และได้รับผลกระทบค่อนข้างจำกัดจากนโยบายต่างๆ ในทางกลับกัน เรายังคงแนะนำให้หลีกเลี่ยงหุ้นวัฏจักรและหุ้นที่มีแนวโน้มให้ผลตอบแทนต่ำกว่าตลาดที่มีมูลค่าสูง เช่น หุ้นกลุ่มสินค้าฟุ่มเฟือย หุ้นที่เกี่ยวข้องกับจีน และหุ้นเทคโนโลยี                       |
| เป้าหมาย SET Index                      |             | เป้าหมาย SET Index ปี 2023 ของเราอยู่ที่ 1,650 จุด เป้าหมายปีหน้าอยู่ที่ 1,750 จุด ขณะที่ใน 3Q23 จุดเข้าซื้อที่สำคัญอยู่ที่ 1,500-1,550 จุด แนะนำให้ขายทำกำไรเหนือ 1,600 จุด                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| น้ำหนักการลงทุนรายกลุ่มใน 3Q23          | Overweight  | ธนาคาร เครื่องดื่ม พาณิชยกรรม ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ การแพทย์ สื่อ กองทุน                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
|                                         | Neutral     | ขนส่งทางอากาศ ยานยนต์ วัสดุก่อสร้าง พลังงาน ขนส่งทางบก REIT                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|                                         | Underweight | ธุรกิจการเกษตร อาหาร ปิโตรเคมี ที่อยู่อาศัย/นิคมอุตสาหกรรม สื่อสาร สาธารณูปโภค                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| คำแนะนำ                                 |             | เราแนะนำหุ้นที่: 1) มีฐานะการเงินและกระแสเงินสดที่ดี 2) โมเมนตัมดีขึ้นจากแรงหนุนอุปสงค์ในประเทศและการเปิดประเทศ 3) ผลประกอบการผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วและฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง 4) ได้รับผลกระทบค่อนข้างจำกัดจากนโยบายของรัฐบาลใหม่ หุ้นเด่นใน 3Q23 ของเราคือ BBL BDMS BEM HMPRO และ OSP                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |

# โรดแมปการลงทุนจากมุมมองมหภาค



Source: InnovestX Research

# มีเหตุการณ์อะไรบ้างที่คาดว่าจะเกิดขึ้นใน 2H23?

## โหมดเติบโตช้า downside อยู่ช่วงในครึ่งปีหลัง

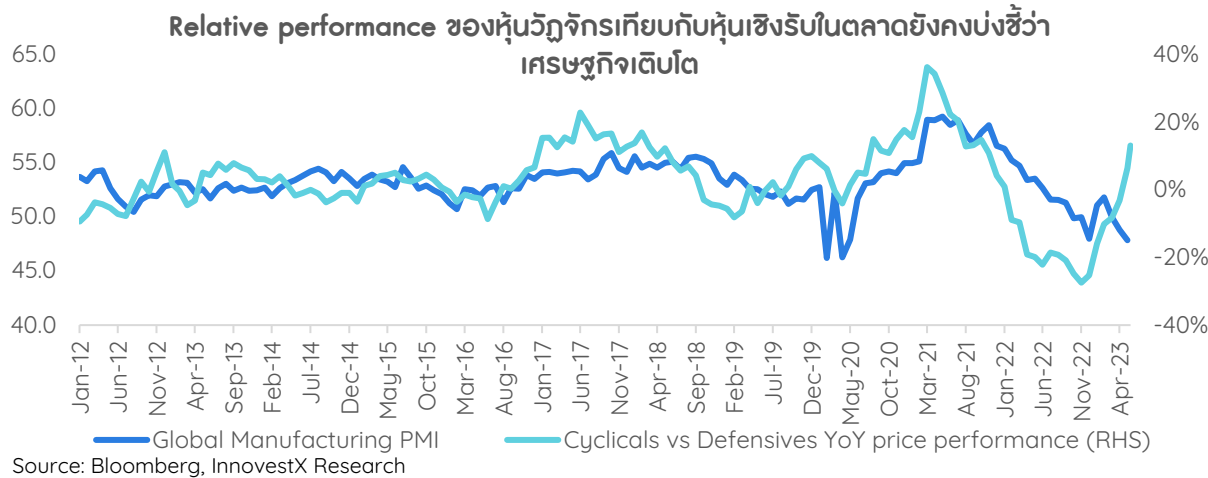
|                              | Expectation                                                                                                                                                                  | Action                                                                                                                                                                                                 |
|------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| อัตราดอกเบี้ย                | 1) นโยบายการเงินเริ่มลดระดับการตึงตัว (Peak of hawkishness), 2) ขึ้นดอกเบี้ยยาวนานขึ้น, 3) ลดดอกเบี้ยในช่วงที่เศรษฐกิจถดถอย, 4) เฟดไม่ค่อยขึ้นดอกเบี้ยอีกหลังจากหยุดปรับขึ้น | เราชอบพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวและหุ้นกู้คุณภาพสูงมากกว่าหุ้น รอซื้อกลุ่มการเงินเมื่อมีความเสี่ยงที่ไม่สามารถควบคุมได้และสภาพคล่องเกิดขึ้น                                                                 |
| เศรษฐกิจจีนชะลอตัว           | 1) มีความเป็นไปได้สูงที่จะออกมาตรการกระตุ้น แต่ไม่เข้มข้น, 2) กำไรฟื้นตัวช้ากว่าคาด 3) อัตราการผิดนัดชำระหนี้สูงขึ้น 4) การแข่งขันด้านราคา                                   | เรากำลังรอให้การระบายสต็อกสิ้นสุดลงใน 3Q23 ก่อนที่จะเข้าซื้อเมื่อราคาย่อตัว โฟกัสที่การบริโภคในประเทศและเร่งสนับสนุนทางนโยบาย                                                                          |
| การเปิดประเทศ                | 1) ส่วนที่ฟื้นตัวได้ง่ายผ่านไปแล้ว, 2) การท่องเที่ยวขาออกของจีนฟื้นตัวช้า 3) การซื้อปล้นจ๊วกันหลังจากอัดฉีดความต้องการไว้ในช่วงที่เกิดสถานการณ์ COVID ไม่ได้สูงมาก           | หลีกเลี่ยงหุ้นที่เกี่ยวกับการท่องเที่ยวที่ราคาผ่านระดับก่อนเกิด COVID-19 ไปแล้ว โหมดเต็มเชิงบวกของการเปิดประเทศแผ่วลง ตัวแทนท่องเที่ยวออนไลน์ คือ โฟกัสหลักของเรา                                      |
| การใช้จ่ายของผู้บริโภค       | 1) ความต้องการสินค้าฟุ่มเฟือยลดลง, 2) สินค้าจำเป็นยังคงที่ 3) เงินออมส่วนเกินในสหรัฐฯ ลดลง                                                                                   | ชอบสินค้าจำเป็น เช่น อาหารและเครื่องดื่ม ยา ผลิตภัณฑ์ของใช้ในบ้าน มากกว่าสินค้าฟุ่มเฟือย เช่น รถยนต์ เราชอบกลุ่มค้าปลีก                                                                                |
| เศรษฐกิจถดถอย                | 1) มีโอกาสสูงที่จะเห็นเศรษฐกิจสหรัฐฯ และ EU เข้าสู่ภาวะถดถอย 2) ภาวะการเงินตึงตัว เช่น การออก T-bill มาตรฐานการปล่อยสินเชื่อที่เข้มงวด และ QT 3) credit spread สูงขึ้น       | เราชอบตราสารหนี้มากกว่าหุ้น เพราะให้ผลตอบแทน 8-10% ในช่วงที่เกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยครั้งก่อน หลีกเลี่ยงกลุ่ม high yield และฐานะการเงินอ่อนแอ โฟกัสที่กลุ่มสาธารณูปโภค สินค้าจำเป็น และการแพทย์           |
| การระบายสต็อก / สินค้าคงคลัง | 1) จะใช้เวลา 1-2 ไตรมาสจึงจะแล้วเสร็จ 2) ส่งผลกระทบต่อด้านลบต่อ GDP และกดดันมาร์จิ้น 3) ปริมาณการขายจะเติบโต แต่ราคาขายเฉลี่ยจะลดลง                                          | เรามีความกังวลเกี่ยวกับวัฏจักรระบายสต็อก โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกลุ่มเซมิคอนดักเตอร์และยานยนต์ การระบายสต็อกจะทำให้ห่วงโซ่อุปทานหยุดชะงัก เมื่อเสร็จสิ้น จีนและกลุ่มเซมิคอนดักเตอร์จะฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่ง |
| เอลนีโญ                      | 1) มีโอกาสสูง โดยมีความเป็นไปได้มากกว่า 90% 2) ราคาสินค้าเกษตร เช่น ข้าวโพด ฝ้าย ข้าวสาลี ผักเมืองหนาว จะปรับตัวสูงขึ้น                                                      | หลีกเลี่ยงกลุ่มเหมืองแร่จากการหยุดระงับการผลิตและการขนส่ง, หลีกเลี่ยงโรงไฟฟ้าพลังน้ำ, เป็นลบต่ออุตสาหกรรมอาหาร, เป็นบวกต่อการติดตามหนี้                                                                |
| ความขัดแย้งสหรัฐฯ-จีน        | 1) คาดสถานการณ์ตึงเครียดต่อเนื่อง 2) ยังไม่น่าวางใจ 3) ยังไม่คลี่คลายในอนาคตอันใกล้                                                                                          | ถือเงินสดหรือสินทรัพย์สภาพคล่องในภาวะที่ตลาดปรับฐาน หากความตึงเครียดเพิ่มขึ้น เราแนะนำให้ลดการลงทุนในกลุ่มเทคโนโลยี                                                                                    |
| การเมืองไทย                  | 1) ค่าแรงสูงขึ้น 2) การปรับโครงสร้างราคาล้างงาน, 3) การขึ้นภาษี 4) คาดเกิดภาวะชะงักงันทางการเมืองและการชุมนุมประท้วง                                                         | กลุ่มอาหาร ขึ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ ยานยนต์ และท่องเที่ยว จะได้รับผลกระทบค่อนข้างมากจากการขึ้นค่าแรงขึ้นต่ำ ชอบหุ้น large cap ที่ได้รับผลกระทบค่อนข้างจำกัดจากนโยบายสร้างเศรษฐกิจที่เติบโตอย่างเป็นธรรม  |
| Semiconductor cycle          | 1) การเติบโตของอุปสงค์ชะลอตัว, 2) ระยะเวลาถือครองสินค้าคงคลังสูง, 3) คาดหวังว่าจะเห็นการฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งใน 2H23 โดยเฉพาะหมวด PC และโทรศัพท์, 4) เปิดตัวผลิตภัณฑ์ใหม่    | มีความกังวลเกี่ยวกับอุปสงค์ของจีนที่เติบโตช้ากว่าคาดและการระบายสต็อกที่ใช้เวลานานกว่าคาด หุ้นที่เกี่ยวข้องกับ AI มี valuation แพง ชอบกลุ่มซอฟต์แวร์                                                    |
| อัตราเงินเฟ้อ                | 1) ทำจุดสูงสุดไปแล้ว ลดลงแต่ไม่มาก, 2) จะถึงเป้าที่ธนาคารกลางวางไว้ในปี 2024, 3) ขึ้นอยู่กับการฟื้นตัวของเศรษฐกิจจีนซึ่งเกิดขึ้นช้า                                          | ชอบบริษัทที่มีอำนาจในการกำหนดราคาสูง เช่น กลุ่มค้าปลีก การแพทย์ และ consumer services                                                                                                                  |

Source: Bloomberg, InnovestX Research



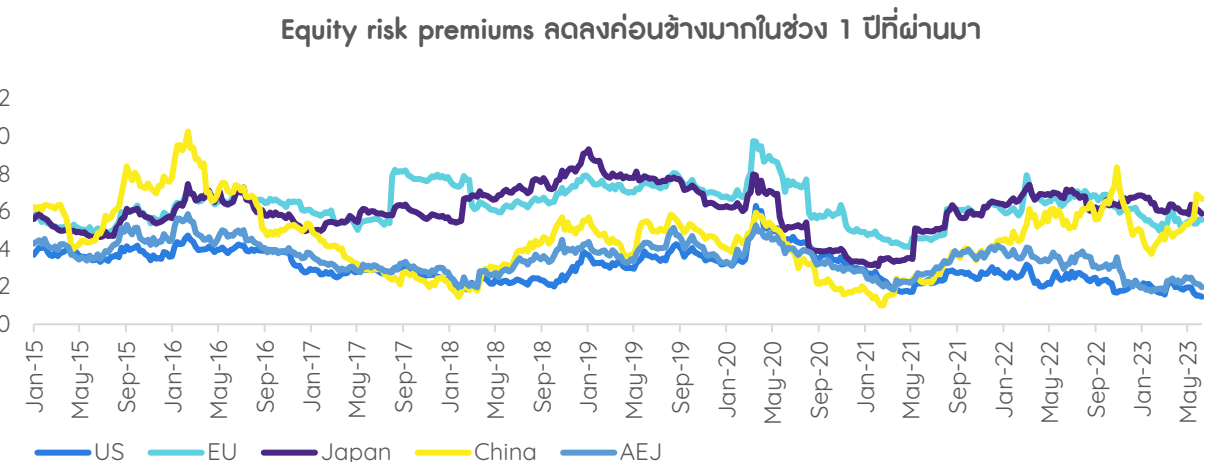
# กำแพงแห่งความกังวล

## เกมแห่งการรอคอย: คงกลยุทธ์การลงทุนแบบ defensive และ selective



เศรษฐกิจปัจจุบันเติบโตต่ำกว่าแนวโน้มปกติ แต่ยังไม่ถดถอยและชะลอตัวลงอย่างช้าๆ เหตุการณ์ที่จะเกิดขึ้นในลำดับถัดไปคือ เศรษฐกิจสหรัฐฯ เข้าสู่ภาวะถดถอย ซึ่งเราเป็นรายแรกที่คาดการณ์เมื่อปลายปีที่แล้ว เรายังคงเชื่อว่าเหตุการณ์นี้จะเริ่มเกิดขึ้นใน 4Q23 วัฏจักรการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยยังไม่สิ้นสุด และเรายังคิดว่ายังเร็วเกินไปที่จะประเมินระดับความเป็นไปได้ในการขึ้นอัตราดอกเบี้ย เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงยังเป็นบวกต่อเนื่อง ในด้านตลาดสินเชื่อ เราคิดว่าวัฏจักรการปิดนิตชำระหนี้กำลังก่อตัวขึ้น โดย spread มีแนวโน้มที่จะกว้างขึ้นอย่างรวดเร็วในช่วงเปลี่ยนปี เรากำลังจับตาการปิดนิตชำระหนี้รอบใหม่ของบริษัทในจีน

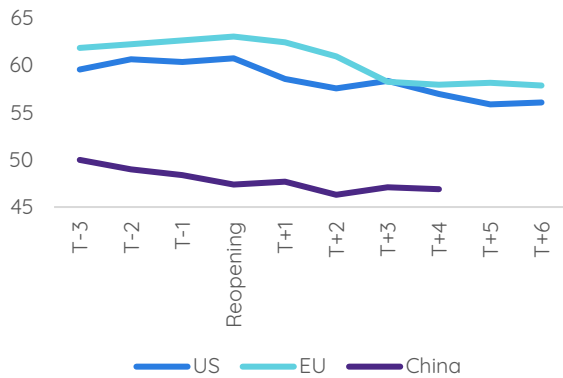
มีประเด็นที่น่ากังวลหลายอย่างด้วยกัน เช่น ภาวะเศรษฐกิจถดถอย วิกฤตสินเชื่อ inverted yield curve อัตราเงินเฟ้อที่ปรับลดลงได้ค่อนข้างยาก และปัญหาด้านภูมิรัฐศาสตร์ ซึ่งไม่น่าจะคลี่คลายลงได้หากเศรษฐกิจยังไม่มีฟื้นตัวอย่างชัดเจน โดยสรุปแล้ว upside น่าจะมีน้อยกว่าที่คิด ขณะที่ downside จะมีมากกว่าที่คาดใน 2H23 กลยุทธ์ของเราคือ การตั้งรับด้วยหุ้นที่ถ้าไม่มีแนวโน้มฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปและมีอำนาจในการกำหนดราคาสูง เรายังคงแนะนำให้เลือกซื้อหุ้นวัฏจักรและหุ้นที่มีแนวโน้มให้ผลตอบแทนดีกว่าตลาดที่มีมูลค่าสูง เช่น หุ้นกลุ่มสินค้าฟุ่มเฟือย หุ้นที่เกี่ยวข้องกับจีน และหุ้นเทคโนโลยี



# เศรษฐกิจจีนอ่อนแรง

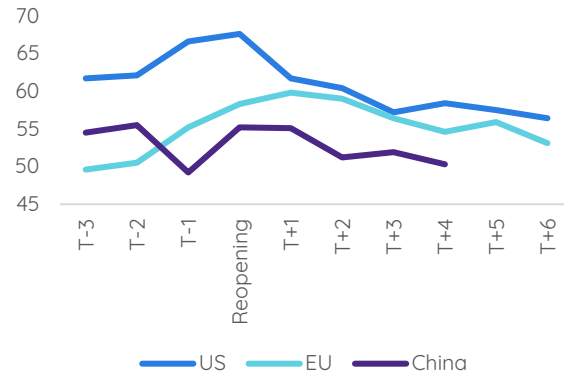
## เศรษฐกิจจีนฟื้นตัวช้ากว่าคาด

การฟื้นตัวของดัชนี PMI ภาคการผลิตของจีน  
สหรัฐฯ และ EU หลังสถานการณ์ COVID



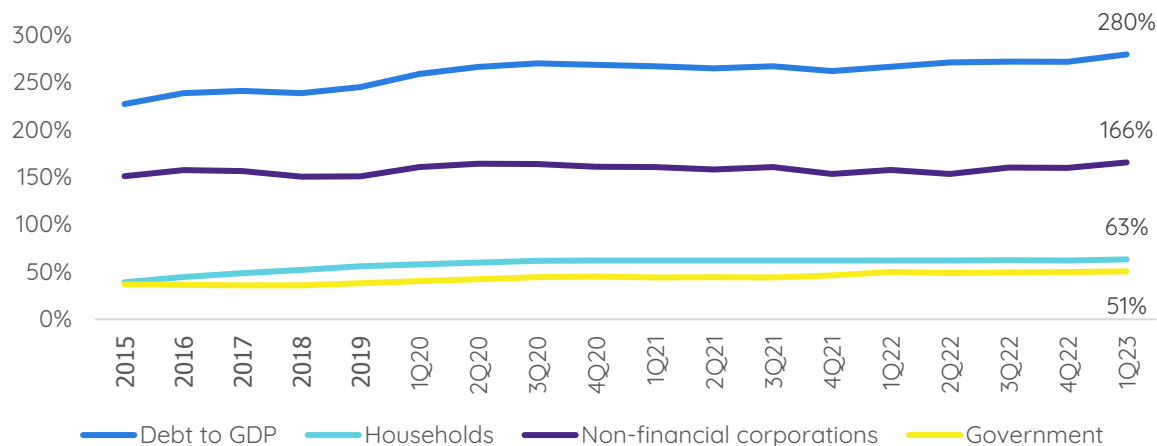
Source: CEIC, InnovestX Research

การฟื้นตัวของดัชนี PMI ภาคบริการของจีน  
สหรัฐฯ และ EU หลังสถานการณ์ COVID



Source: CEIC, InnovestX Research

อัตราส่วนแสดงความสามารถในการชำระหนี้ (leverage ratio) ของจีนทำสถิติสูงสุดใน 1Q23



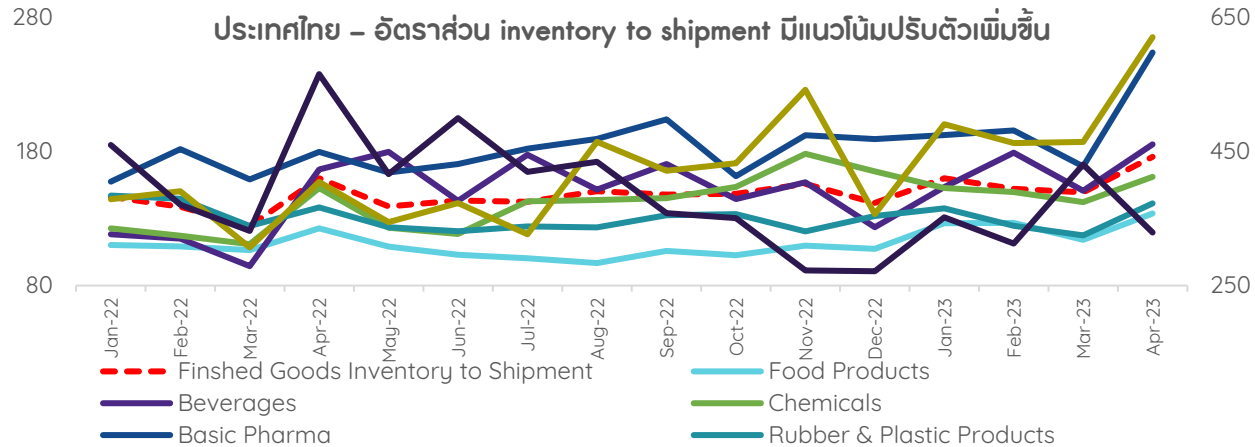
Source: NBS, InnovestX Research

จีนยกเลิกนโยบาย zero-COVID ในเดือนธ.ค. 2022 และยกเลิกมาตรการกักตัวผู้เดินทางเข้าประเทศที่บังคับใช้มาอย่างยาวนานในเดือน ม.ค. 2023 โดยหลังจากนั้นเราพบว่าเศรษฐกิจจีนฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม ความคาดหวังว่าจะเกิดปรากฏการณ์ “revenge spending” หรือพฤติกรรมการช้อปปิ้งแค้นหลังจากอดอันความต้องการไว้ในช่วงที่เกิดสถานการณ์ COVID นั้นไม่ได้เกิดขึ้นตามที่คาดการณ์ไว้ เราประเมินอัตราการฟื้นตัวของเศรษฐกิจจีนไว้สูงเกินไปเมื่อพิจารณาจากการฟื้นตัวที่ช้ากว่าคาดใน 5 เดือนแรกของปี 2023 เมื่อเทียบกับสหรัฐฯ และสหภาพยุโรปในช่วงเวลาที่กลับมาเปิดประเทศเหมือนกัน ทำให้เกิดความกังวลมากขึ้นเกี่ยวกับความยั่งยืนของการฟื้นตัวหลัง COVID ในขณะที่มีความกังวลใหม่ๆ เกิดขึ้น เช่น ตลาดแรงงาน การผลิตขาดระยะหนี้ภาคอสังหาริมทรัพย์ (10% ของ GDP) สัดส่วนหนี้สินต่อ GDP ระดับสูง (280%) และความเป็นไปได้ที่จะเกิดภาวะเงินฝืด

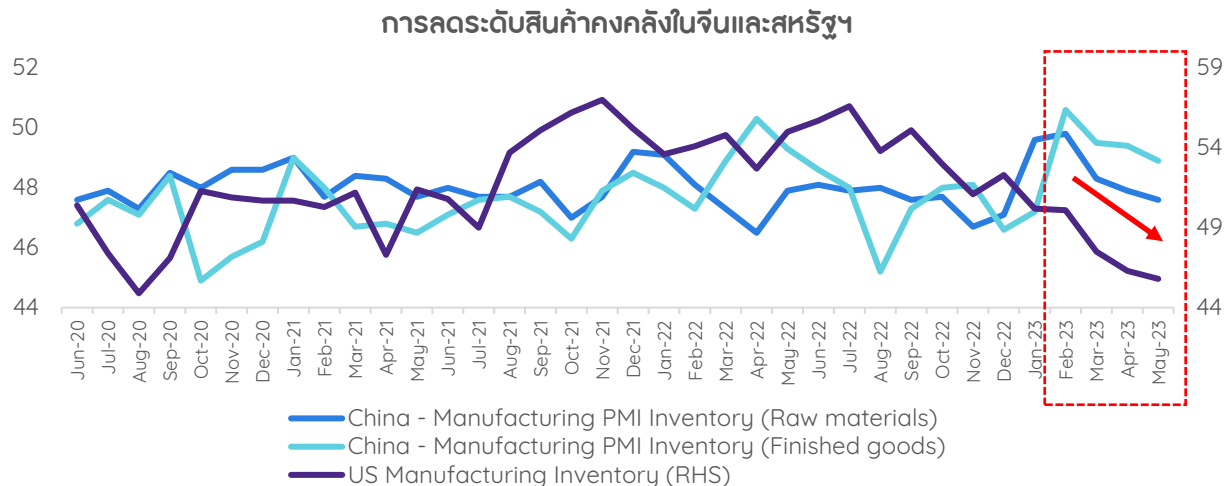
เราคิดว่าผลตอบแทนระดับต่ำของจีนมีสาเหตุมาจากแนวโน้มการเติบโต อัตราเงินเฟ้อ และนโยบายที่เป็นไปในเชิงบวกน้อยลงประกอบกับความตึงเครียดระหว่างสหรัฐฯ และจีน ขณะที่ใน 2H23 เราคาดว่าจะเห็นการกลับมาสะสมสต็อกใหม่ซึ่งจะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนให้เศรษฐกิจจีนเติบโต อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าจะมีความเป็นไปได้น้อยมากที่จีนจะออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจอย่างเข้มข้น ดังนั้นเราจึงมีมุมมองเชิงบวกเกี่ยวกับจีนลดน้อยลงใน 2H23 แม้ว่า valuation อยู่ในระดับต่ำ เราคาดว่าจะภาคส่งออกจะตกอยู่ในสถานการณ์ที่ค่อนข้างน่าเป็นห่วงใน 2H23 ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อกลุ่มอุตสาหกรรมที่เน้นการส่งออกและหุ้นที่มีความสัมพันธ์กับเศรษฐกิจจีน เช่น อาหาร โลจิสติกส์ ปีโตรเคมี และชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ การบริโภคภายในประเทศเป็นแรงขับเคลื่อนที่สำคัญใน 2H23

# Inventory cycle

## การระบายสินค้าคงคลังสร้างแรงกดดันต่อการเติบโต



Source: CEIC, Ministry of Industry, InnovestX Research



Source: CEIC, Federal Reserve, PBOC, InnovestX Research

ดัชนี Global PMI และข้อมูลการค้าในเดือน เม.ย. - พ.ค. บ่งชี้ว่ากิจกรรมภาคอุตสาหกรรมยังคงอ่อนแอ อัตราส่วนสินค้าสำเร็จรูปคงคลังต่อการส่งสินค้า (inventory to shipment ratio) ที่เพิ่มขึ้นสำหรับสินค้าหลายกลุ่ม เช่น ยานยนต์ ยา เครื่องดื่ม เคมีภัณฑ์ และสิ่งทอในประเทศไทย สะท้อนถึงการเร่งตัวขึ้นในช่วงแรกที่ได้แรงหนุนจากการเปิดประเทศที่เริ่มชะลอตัวลง อุปสงค์การส่งออกที่อ่อนแอ และการกลับมาของ inventory cycle ปัจจัยสองประการหลังอาจปรับตัวดีขึ้นได้บ้างใน 4Q23 เมื่อพิจารณาจากการระบายสินค้าคงคลังอย่างต่อเนื่องในจีนและสหรัฐฯ ใน 2Q23 การระบายสินค้าคงคลังในปัจจุบันอาจทำให้ GDP และกำไรเติบโตช้ากว่าคาด โดยมีสาเหตุมาจากแรงกดดันด้านมาร์จิ้น นอกจากนี้ การชะลอการเก็บสินค้าคงคลังมักจะทำให้ห่วงโซ่อุปทานในจีนหยุดชะงัก ส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อปรับลดลงได้ค่อนข้างยาก (sticky inflation) และมีการใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวด

ทั้งนี้จะต้องใช้เวลาระยะหนึ่งก่อนที่สินค้าคงคลังจะกลับสู่ระดับปกติ ซึ่งเราคาดว่าจะเกิดขึ้นใน 3Q23 inventory cycle เป็นสาเหตุหลักที่ทำให้การผลิตภาคอุตสาหกรรมอ่อนแอในเดือน เม.ย. และทำให้ความเสี่ยงต่อประมาณการณ์การเติบโตทางเศรษฐกิจใน 2Q23-3Q23 ของเราก่อนไปในทาง downside เราไม่คิดว่าเศรษฐกิจโลกจะฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งหรือทำจุดต่ำสุดไปแล้วจนกว่าการระบายสินค้าคงคลัง (โดยเฉพาะกลุ่มเซมิคอนดักเตอร์ ยานยนต์ และเครื่องจักร) จะเสร็จสิ้น

# ความแน่นอนเพียงอย่างเดียว คือ ความไม่แน่นอน

## ยึดหลักความระมัดระวัง

|                   | Scenario 1<br>ท้าวไกล (แทนน้ำ) + 7 พรรครวมเพื่อไทย                                                                                      | Scenario 2<br>เพื่อไทย (แทนน้ำ) + 7 พรรครวมท้าวไกล                                                                                                                                 | Scenario 3<br>เพื่อไทย (แทนน้ำ) + พรรคอื่นๆ ไม่รวมท้าวไกล                                                                               |
|-------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Timeline          | สิงหาคม 2023                                                                                                                            | ปลายกันยายน 2023                                                                                                                                                                   | ตุลาคม 2023                                                                                                                             |
| ข้อดี             | เพิ่มความเชื่อมั่น ลดความเหลื่อมล้ำ และสร้างเศรษฐกิจที่เติบโตอย่างเป็นธรรม                                                              | นโยบายเศรษฐกิจสร้างสรรค์มากกว่า scenario 1                                                                                                                                         | ปัญหาการเมืองน้อยลง และคาดว่าจะอยู่ในอำนาจได้นานกว่า scenario 1 และ scenario 2                                                          |
| ข้อเสีย           | การเสนอนโยบายทลายทุนผูกขาด การครอบงำตลาด และการเก็บภาษีจากความมั่งคั่งดูเหมือนจะสร้างความไม่แน่นอนทางนโยบาย                             | สร้างความไม่แน่นอนและปัญหาทางการเมืองระหว่าง 2 พรรค เพื่อขับเคลื่อนนโยบายของตนเอง โดยจะส่งผลกระทบต่อมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ อีกทั้งจะทำให้การจัดทำนโยบายที่มีประสิทธิภาพซับซ้อนขึ้น | ช้าที่สุด (ล่าช้า 1-3 เดือน) บั่นทอนความเชื่อมั่นของภาคธุรกิจและนักลงทุน และจะส่งผลกระทบต่อ GDP ราว 0.2% ความตึงเครียดทางสังคมเพิ่มขึ้น |
| มุมมองทางการเมือง | แก้ไขรัฐธรรมนูญ ปฏิรูปกองทัพ-ตำรวจ แก้ไข ม. 112 ปฏิรูประบบการศึกษา                                                                      | เน้นสร้างการเติบโตทางเศรษฐกิจด้วยนโยบายประชานิยมและนโยบายเศรษฐกิจริเริ่ม                                                                                                           | อนุรักษ์นิยม เน้นความมั่นคงมากกว่าการเติบโต ความต่อเนื่องของนโยบายเดิม                                                                  |
| นโยบายที่สำคัญ    | กระจายอำนาจด้านงบประมาณ จัดงบประมาณฐานศูนย์ สนับสนุน SME ปฏิรูปที่ดิน ปรับโครงสร้างราคาไฟฟ้า ขยายสวัสดิการสาธารณะ ค่าแรงขั้นต่ำ 450 บาท | ไฟฟส์ที่มีรายได้น้อย เพิ่มรายได้เกษตรกร 3 เท่า ค่าแรงขั้นต่ำ 600 บาทใน 4 ปี สนับสนุน soft power ยกกระดานระบบสาธารณสุข                                                              | นโยบายเน้นประชานิยม ออกมาตรการช่วยเหลือผู้สูงอายุ พัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน และ EEC                                                         |
| ความเสี่ยง        | พยายามที่จะเข้าสู่อำนาจโดยไม่ทำให้ฐานผู้สนับสนุนพรรคและกลุ่มพันธมิตรไม่พอใจ                                                             | การจัดตั้งรัฐบาลเป็นเวลานานอาจส่งผลเสียต่อเศรษฐกิจและความเชื่อมั่น                                                                                                                 | อาจทำให้เกิดความไม่แน่นอนทางการเมืองและการชุมนุมประท้วงบนท้องถนนในระยะสั้น                                                              |
| โอกาส             | สูงที่สุด แต่โอกาสที่วุฒิสภาและพรรคฝ่ายตรงข้ามจะลงคะแนนให้คุณพิธาไม่มากนัก                                                              | มีความเป็นไปได้สูง แต่ขึ้นอยู่กับคดีการถือหุ้นสื่อและการแจ้งบัญชีทรัพย์สินถึงต่อ ป.ป.ช. ของคุณพิธา                                                                                 | ต่ำที่สุด หากพรรคเพื่อไทยจัดตั้งรัฐบาลผสมโดยไม่มีพรรคท้าวไกล อาจสูญเสียความน่าเชื่อถือ                                                  |

Source: InnovestX Research



# ความไม่แน่นอนทางนโยบายของรัฐบาลใหม่

## ผลกระทบด้านลบมีมากกว่าด้านบวก

ร่างข้อตกลงร่วมจัดตั้งรัฐบาล

| การเมือง                                                                                          | เศรษฐกิจ                                                                       | สังคม                                                                |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------|
| จัดทำรัฐธรรมนูญฉบับของประชาชนให้เร็วที่สุด โดยมีสมาชิกสภาร่างรัฐธรรมนูญที่มาจากการเลือกตั้งโดยตรง | เพิ่มรายได้ประชาชน ลดความเหลื่อมล้ำ และสร้างระบบเศรษฐกิจที่เติบโตอย่างเป็นธรรม | ยืนยันและผ่านกฎหมายสมรสเท่าเทียม                                     |
| ผลักดันการปฏิรูประบบราชการ ตำรวจ กองทัพ และกระบวนการยุติธรรม                                      | ยกเลิกเรื่องกฎหมาย; ให้ความช่วยเหลือสภาพคล่องทางการเงินแก่ SME                 | ผลักดันกระบวนการสร้างสันติภาพอย่างยั่งยืนในพื้นที่ชายแดนภาคใต้       |
| เปลี่ยนการเกณฑ์ทหารแบบบังคับ เป็นระบบสมัครใจ                                                      | ยกเลิกการผูกขาดและส่งเสริมการแข่งขันทางการค้าที่เป็นธรรมในทุกอุตสาหกรรม        | แก้ไขปัญหาเสพติดโดยเร่งด่วน                                          |
| แก้ไขปัญหาการทุจริตคอร์รัปชันโดยการสร้างระบบและวัฒนธรรมรัฐโปร่งใส                                 | ปฏิรูปที่ดินทั้งระบบ กระจายการถือครองที่ดินอย่างเป็นธรรม                       | นำกฎหมายกลับสู่บัญญัติยาเสพติด โดยมีกม.ควบคุมและรองรับการใช้ประโยชน์ |
| กระจายอำนาจและงบประมาณสู่ท้องถิ่น                                                                 | ปรับปรุงโครงสร้างการผลิตไฟฟ้า และการคำนวณราคา                                  | ยกระดับสิทธิแรงงานทุกอาชีพ และได้รับค่าแรงที่เป็นธรรม                |
| ดำเนินการนโยบายต่างประเทศ โดยการฟื้นฟูบทบาทผู้นำของไทยในอาเซียน                                   | จัดทำงบประมาณแบบใหม่ โดยเน้นใช้วิธีการจัดงบประมาณฐานศูนย์                      | ยกระดับระบบสาธารณสุข                                                 |
|                                                                                                   | สร้างระบบสวัสดิการดูแลประชาชนตั้งแต่เด็กแรกเกิดจนถึงผู้สูงอายุ                 | แก้ปัญหาฝุ่นพิษ                                                      |
|                                                                                                   | ส่งเสริมการประมงอย่างยั่งยืน                                                   |                                                                      |
|                                                                                                   | ลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิให้เป็นศูนย์ (Net Zero)                           |                                                                      |

Source: InnovestX Research

เราไม่ได้เลือกข้างและไม่มีมุมมองทางการเมือง แม้ว่าเราพบสัญญาณของปัญหาทางตันทางการเมืองอยู่บ้าง แต่เราไม่คิดว่าจะมีการชุมนุมประท้วงหรือเหตุการณ์ความไม่สงบเกิดขึ้นใน 2H23 เราคิดว่าภาพที่ชัดเจนของทิศทางการนโยบายเศรษฐกิจของรัฐบาลใหม่น่าจะช่วยเพิ่มความเชื่อมั่นรวมถึงแนวโน้มธุรกิจและกำไร เราโฟกัสที่นโยบายเศรษฐกิจ เท่านั้น ทั้งนี้เมื่อพิจารณาจากข้อตกลงร่วมจัดตั้งรัฐบาล มีวาระสำคัญ 5 เรื่องที่จะส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียน ประการแรก ข้อเสนอนโยบายในการคลายทุนผูกขาดและการครอบงำตลาดซึ่งยังไม่มีรายละเอียด ประการที่สอง การปฏิรูปกลุ่มพลังงานซึ่งมักถูกกล่าวโทษในเรื่องราคาพลังงานสูง และแก้ไขสัมปทานพลังงานหมุนเวียนที่รัฐบาลมอบให้แก่บริษัทขนาดใหญ่ ประการที่สาม การขึ้นค่าแรงรายวันขึ้นต่ำเป็น 450 บาท (+27%) ประการที่สี่ การเก็บภาษีความมั่งคั่ง ภาษีกำไรจากการขายหุ้น และขึ้นภาษีนิติบุคคลจาก 20% เป็น 23% ประการที่ห้า การนำกฎหมายกลับไปอยู่ในบัญญัติยาเสพติดให้โทษ โดยมีกฎหมายควบคุมและรองรับการใช้ประโยชน์จากัญชา ขณะที่ข้อตกลงร่วมจัดตั้งรัฐบาลเสนอให้จ่ายเงินอุดหนุน 1,200 บาทต่อเดือน (+50%) ให้กับพ่อแม่ของเด็กแรกเกิด และ 3,000 บาทต่อเดือนให้กับผู้สูงอายุ (จาก 600-1,000 บาทต่อเดือน) ซึ่งจะส่งผลบวกต่อการบริโภค

# ต้นทุนค่าไฟฟ้าที่ลดลงไม่สามารถชดเชยผลกระทบจากการขึ้นค่าแรงและภาษี

## ปัจจัยเหล่านี้จะส่งผลกระทบ 3% ต่อกำไรปี 2024

Sensitivity analysis

|                  | Wage rate<br>hike | Tax rate<br>increase<br>3ppt | Electricity<br>cost fall 15% | Total impacts<br>to FY24<br>earnings |
|------------------|-------------------|------------------------------|------------------------------|--------------------------------------|
| Food             | -41%              | -2%                          | 8%                           | -34%                                 |
| Transport        | -7%               | -4%                          | 3%                           | -8%                                  |
| Automotive       | -6%               | -3%                          | 2%                           | -7%                                  |
| Tourism          | -10%              | -3%                          | 8%                           | -5%                                  |
| Healthcare       | -2%               | -4%                          | 1%                           | -5%                                  |
| Beverage         | -4%               | -4%                          | 8%                           | -4%                                  |
| Commerce         | -8%               | -4%                          | 7%                           | -4%                                  |
| Consumer Finance | 0%                | -4%                          | 0%                           | -4%                                  |
| Insurance        | 0%                | -4%                          | 0%                           | -4%                                  |
| Asset management | 0%                | -4%                          | 0%                           | -4%                                  |
| Bank             | 0%                | -4%                          | 0%                           | -4%                                  |
| Securities       | 0%                | -4%                          | 0%                           | -4%                                  |
| Small cap        | -2%               | -3%                          | 1%                           | -4%                                  |
| Property         | -4%               | -3%                          | 1%                           | -4%                                  |
| Media            | -2%               | -4%                          | 3%                           | -3%                                  |
| <b>Total</b>     | <b>-3%</b>        | <b>-3%</b>                   | <b>3%</b>                    | <b>-3%</b>                           |
| Petrochemical    | -9%               | -3%                          | 10%                          | -2%                                  |
| Electronics      | -7%               | 0%                           | 7%                           | -1%                                  |
| Telecom          | -1%               | -4%                          | 5%                           | 0%                                   |
| Conmat           | -2%               | -2%                          | 5%                           | 1%                                   |
| Energy           | -2%               | -1%                          | 4%                           | 1%                                   |

Source: InnovestX Research

ในขณะที่เรากำลังรอรายละเอียดเพิ่มเติมจากรัฐบาลใหม่ใน 3Q23 เราจะนำรายละเอียดล่าสุดเกี่ยวกับ 3 ปัจจัย ได้แก่ ค่าไฟฟ้า การขึ้นค่าแรง และการขึ้นภาษี มาใช้ในการประกอบการพิจารณาประเมินผลกระทบต่อกำไรของบริษัทจดทะเบียนในการวิเคราะห์ของเรา

จากการประเมินของเรา เราคาดว่าผลกระทบด้านลบจะมีมากกว่าผลกระทบด้านบวก หากรัฐบาลใหม่ขึ้นค่าแรงขั้นต่ำเป็น 450 บาท และขึ้นอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลจาก 20% เป็น 23% เราคาดว่ากำไรจะลดลง 4% และ 3% ตามลำดับ

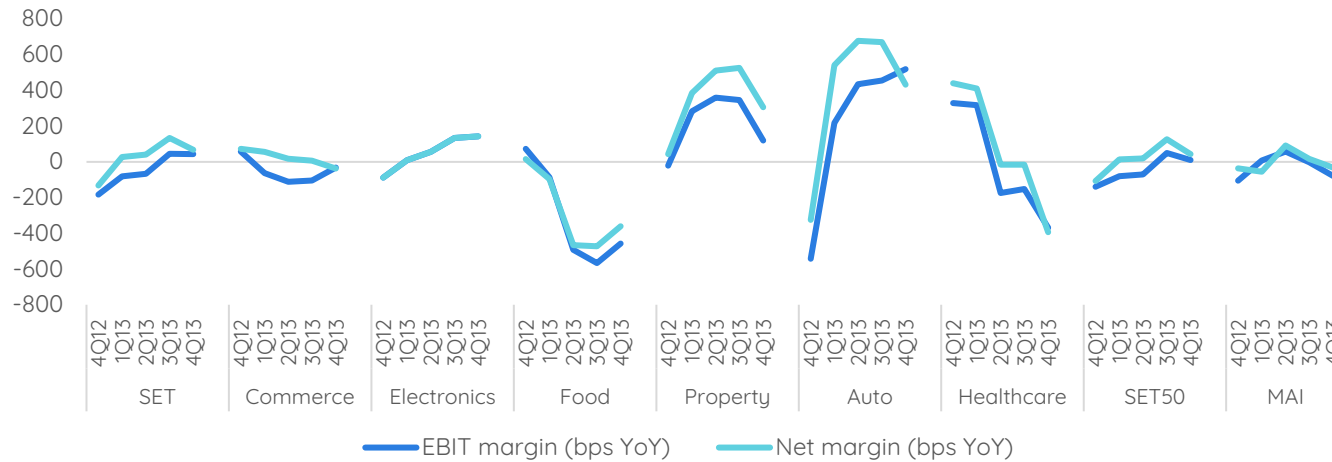
ธุรกิจบางกลุ่ม เช่น ธุรกิจ SME ที่เปราะบาง และธุรกิจที่ใช้แรงงานเข้มข้น เช่น อาหาร ขึ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ ยานยนต์ และท่องเที่ยว จะได้รับผลกระทบอย่างมากจากการขึ้นค่าแรงขั้นต่ำในทางกลับกัน หากค่าไฟฟ้าลดลง 0.7 บาทต่อหน่วย (-15%) คาดว่ากำไรจะเพิ่มขึ้น 3% โดยสรุปแล้ว กำไรสุทธิของบริษัทภายใต้การวิเคราะห์ของเราจะลดลง 3% จากกรณีฐาน

โดยรวมแล้ว เรามีความกังวลเกี่ยวกับแนวโน้มกำไรของธุรกิจขนส่ง ยานยนต์ อาหาร ซึ่งส่งผลให้มีการปรับลดประมาณการกำไรปี 2004 ลดลงสืบเนื่องมาจากนโยบายของรัฐบาลใหม่ ขณะที่ธุรกิจอื่นๆ น่าจะมีการควบคุมต้นทุนและส่งผ่านต้นทุนเพื่อลดผลกระทบซึ่งอาจใช้เวลา 1-2 ปี เมื่อเทียบกับปี 2012-2014

# ประวัติศาสตร์จะซ้ำรอยอีกครั้งหรือไม่?

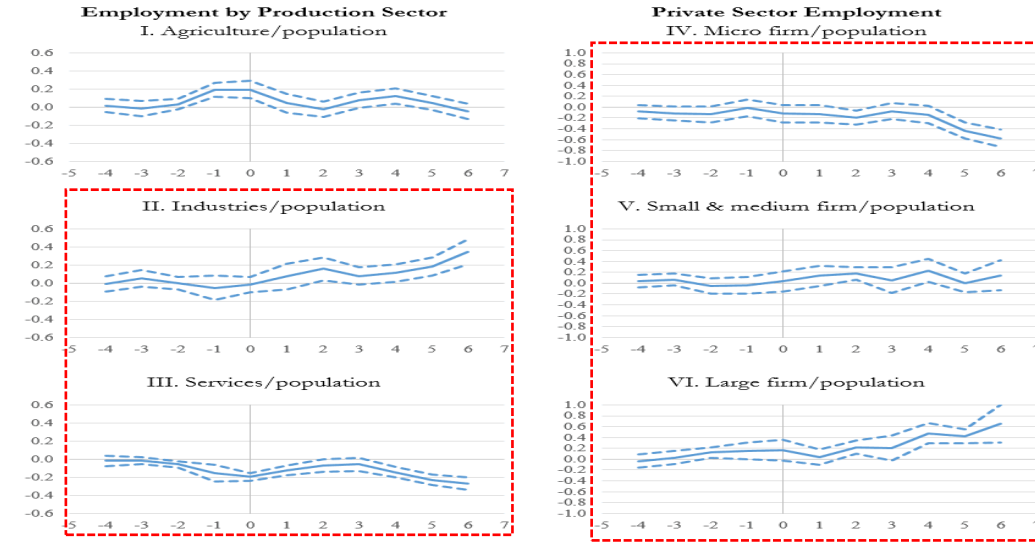
## บทเรียนจากปี 2012-2014

Operating and net profit margin trend during the implementation of minimum wage Bt300 per day in 2012-2013



Source: SET, Innovest X Research

Time paths of responses of employment by production sectors and size of firm



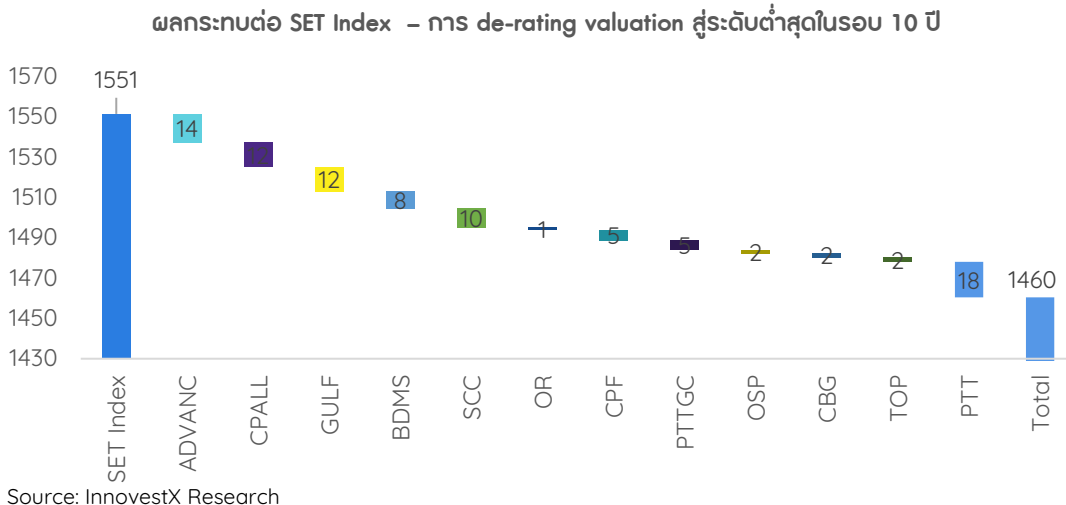
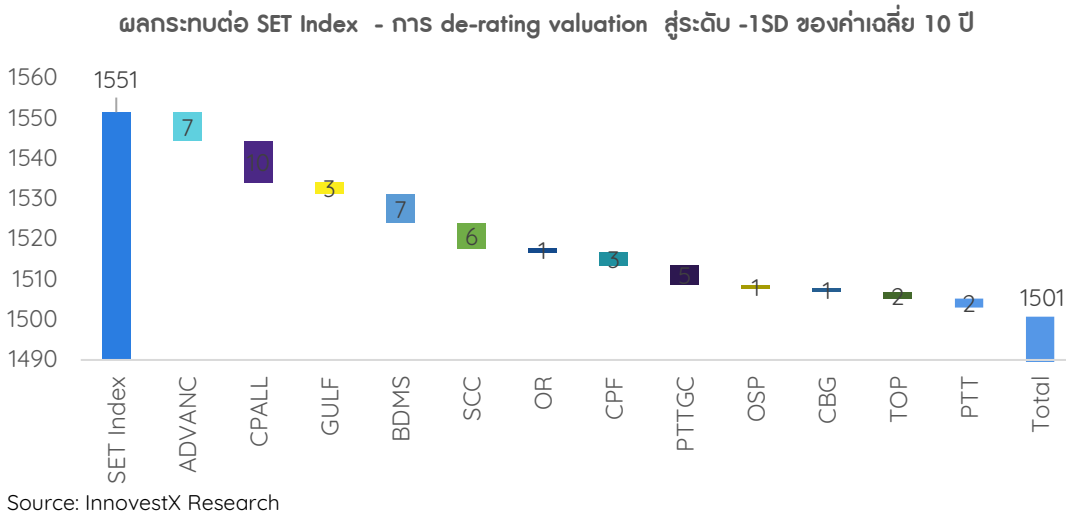
Source: Puey Ungphakorn Institute For Economic Research

การศึกษาหลายชิ้นพบผลกระทบด้านลบจากการขึ้นค่าแรงขั้นต่ำต่อการจ้างงานแรงงานในระบบ อย่างไรก็ตาม ไม่มีความสัมพันธ์ที่ชัดเจนระหว่างอัตราการว่างงานและการย้ายฐานการผลิตกับค่าแรงขั้นต่ำ เมื่ออ้างอิงข้อมูลจาก Princeton University การขึ้นค่าแรงขั้นต่ำ 10% จะส่งผลทำให้ยอดขายที่คำนวณโดยไม่พิจารณาผลกระทบอื่นๆ (nominal sales) เพิ่มขึ้น 1.1% และยอดขายจริงเพิ่มขึ้น 0.7% ในช่วงที่มีการปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำครั้งล่าสุดในประเทศไทยในปี 2012-2014 เราพบว่า 1) ใช้เวลา 6 ไตรมาส ในการปรับลง 2) การจ้างงานในธุรกิจ SMEs ลดลง และความถี่ตัวของแรงงานลดลง 3) บริษัทขนาดใหญ่รายงานกำไรลดลงชั่วคราว (มาร์จิ้นลดลง 100-200bps เทียบกับบริษัทขนาดเล็กที่มาร์จิ้นลดลง 50-100bps) และ 4) ค่าแรงขั้นต่ำที่สูงขึ้นกดดันให้ธุรกิจต่างๆ ลงทุนในเทคโนโลยีและระบบ automation

ในมุมมองของเรา หากมีการปรับค่าแรงขึ้นอย่างมาก บริษัทขนาดเล็กจะได้รับผลกระทบมากกว่าบริษัทขนาดใหญ่ทั้งในระยะสั้นและระยะยาว การขาดแคลนแรงงานในบางกลุ่มธุรกิจอาจทำให้ผลกระทบเกิดขึ้นล่าช้า รัฐบาลจำเป็นต้องหามาตรการรองรับภาวะซื้อจากการขึ้นค่าแรงขั้นต่ำ

# การสร้างเศรษฐกิจให้เติบโตอย่างเป็นธรรมเป็นสิ่งที่ท้าทายสำหรับบริษัทขนาดใหญ่

## กดดัน valuation



นโยบายของพรรคก้าวไกลมุ่งเน้นไปที่การสร้างเศรษฐกิจให้เติบโตอย่างเป็นธรรมเพื่อคลายทุนผูกขาดซึ่งน่าจะส่งผลดีต่อผู้เล่นทุกรายไมใช่แค่บริษัทขนาดใหญ่เท่านั้น อุตสาหกรรมขนาดใหญ่ตั้งแต่โรงไฟฟ้าไปจนถึงโทรคมนาคมและผู้ผลิตสุรา จะถูกตรวจสอบอย่างละเอียดเนื่องจากพรรคก้าวไกลให้คำมั่นว่าจะสนับสนุนให้มีการแข่งขันมากขึ้น โดยในการดำเนินนโยบายนี้ เราคิดว่าพรรคก้าวไกลจะใช้ภาษี การเจรจาทำสัมปทานใหม่ และการผ่อนคลายกฎและข้อบังคับเป็นเครื่องมือสำคัญในการเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันสำหรับผู้เล่นรายย่อย

เราเชื่อว่าความเสี่ยงด้านกฎหมายจะสร้างแรงกดดันต่อธุรกิจขนาดใหญ่ที่ครองตลาดในบางครั้ง จากการศึกษาของเราเกี่ยวกับการผ่อนคลายกฎระเบียบในอุตสาหกรรมเครื่องดื่มแอลกอฮอล์ของญี่ปุ่น (ปี 1994) ระบบการชำระเงินของสหภาพยุโรป (ปี 2018) และการต่อต้านการผูกขาดทางเทคโนโลยีของสหรัฐฯ (ปี 2021) พบว่ามีหลักฐานค่อนข้างน้อยที่แสดงให้เห็นว่าบริษัทขนาดใหญ่จะเสียส่วนแบ่งการตลาดและยอดขายอย่างมีนัยสำคัญหลังจากมีการผ่อนคลายกฎระเบียบในระยะยาว ทั้งนี้แม้ว่าจะเป็นการยากที่จะประเมินผลกระทบต่อกำไรจากประเด็นนี้ แต่เราเชื่อว่านโยบายดังกล่าวจะส่งผลกระทบต่อ sentiment และกดดันให้ valuation ของบริษัทจดทะเบียนปรับตัวลดลง

เมื่อพิจารณาจากแบบจำลอง valuation เราคาดว่า valuation ของบริษัทขนาดใหญ่ 12 บริษัทที่มีค่าดัชนี Herfindahl-Hirschman (HHI) สูงจะปรับลดลงสู่ระดับ -1SD และทำระดับต่ำสุดในรอบ 10 ปี ซึ่งจะส่งผลทำให้ SET Index ปรับลดลง 49 และ 91 จุดตามลำดับ ในปี 2024



# แนวโน้มกลุ่มอุตสาหกรรม และผลประกอบการ

# แนวโน้มผลประกอบการปี 2023

## อ่อนแอกว่าคาดใน 1H23; เล็งเห็น downside ในปี 2024

|                            | Net Profit (Btm) |         |         | Growth (%) |         |      |
|----------------------------|------------------|---------|---------|------------|---------|------|
|                            | 22A              | 23F     | 24F     | 22A        | 23F     | 24F  |
| Agribusiness               | 2,044            | 1,364   | 1,397   | 876.6      | (33.3)  | 2.4  |
| Automotive                 | 4,509            | 4,736   | 5,079   | 28.9       | 5.0     | 7.2  |
| Banking                    | 201,271          | 230,789 | 246,640 | 9.1        | 14.7    | 6.9  |
| Commerce                   | 42,858           | 51,887  | 61,618  | 9.6        | 21.1    | 18.8 |
| Construction Materials     | 25,946           | 32,196  | 38,174  | (52.6)     | 24.1    | 18.6 |
| Energy & Utilities         | 242,855          | 248,792 | 260,644 | 9.7        | 2.4     | 4.8  |
| Finance & Securities       | 29,689           | 31,571  | 35,549  | 4.9        | 6.3     | 12.6 |
| Food & Beverage            | 37,990           | 22,554  | 29,351  | 150.8      | (40.6)  | 30.1 |
| Health Care Services       | 24,391           | 22,518  | 24,434  | 15.0       | (7.7)   | 8.5  |
| ICT                        | 20,098           | 30,498  | 36,015  | (47.3)     | 51.7    | 18.1 |
| Insurance                  | 13,245           | 15,807  | 18,602  | 8.4        | 19.3    | 17.7 |
| 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           | 31,467  | 49,280  | (67.6)     | 35.6    | 56.6 |
| Property Development       | 36,277           | 34,986  | 37,211  | 40.9       | (3.6)   | 6.4  |
| Tourism & Leisure          | 174              | 2,190   | 3,042   | nm         | 1,159.4 | 38.9 |
| Transportation & Logistics | (17,675)         | 17,338  | 33,168  | nm         | nm      | 91.3 |
| InnovestX Universe         | 692,805          | 785,913 | 888,526 | (1.3)      | 13.4    | 13.1 |

Source: InnovestX Research

ในปี 2023 GDP และการเติบโตของกำไรได้แรงหนุนจากการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยวและ pent-up demand (ความต้องการที่ถูกอั้นไว้) ที่แข็งแกร่ง อย่างไรก็ตาม เศรษฐกิจจีนที่ฟื้นตัวช้ากว่าคาดส่งผลทำให้การส่งออกอ่อนแอกว่าคาด และการเติบโตของภาคการท่องเที่ยวชะลอตัวลงค่อนข้างน่าเป็นห่วง ทำให้มีการปรับประมาณการกำไรลดลง

ในช่วงปลาย 1Q23 consensus และ InnovestX คาดว่ากำไรปี 2023 จะเติบโต 18-25% ปัจจุบัน เราคาดว่ากำไรของบริษัทภายใต้การวิเคราะห์ของ InnovestX จะเติบโต 13% YoY ในปี 2023 (เทียบกับ consensus ที่คาดว่าจะเติบโต 5%) ทุกกลุ่มยกเว้นกลุ่มท่องเที่ยวกำลังเผชิญกับแรงกดดันด้านกำไร กลุ่มอาหารและกลุ่มปิโตรเคมีถูกปรับประมาณการกำไรลดลงเพื่อสะท้อนความกังวลเกี่ยวกับภาวะเศรษฐกิจโลกชะลอตัว

ความคาดหวังเชิงบวกสำหรับปี 2024 ยังสูง ถึงแม้ว่า World Bank ได้ปรับคาดการณ์อัตราการเติบโตของเศรษฐกิจโลกลดลง เราคิดว่าการจัดตั้งรัฐบาลที่ล่าช้าออกไปเป็น 4Q23 และสัญญาณการฟื้นตัวของเศรษฐกิจจีนที่มีจำกัด จะส่งผลให้มีการปรับลดคาดการณ์กำไรลงอีกรอบ นอกจากนี้ การขึ้นค่าแรงขั้นต่ำและอัตราภาษียังเป็นความเสี่ยง downside ต่อการเติบโตในปี 2024 ด้วย

# แนวโน้มรายกลุ่มอุตสาหกรรมใน 3Q23

## ภายในเปราะบาง ภายนอกไม่แน่นอน

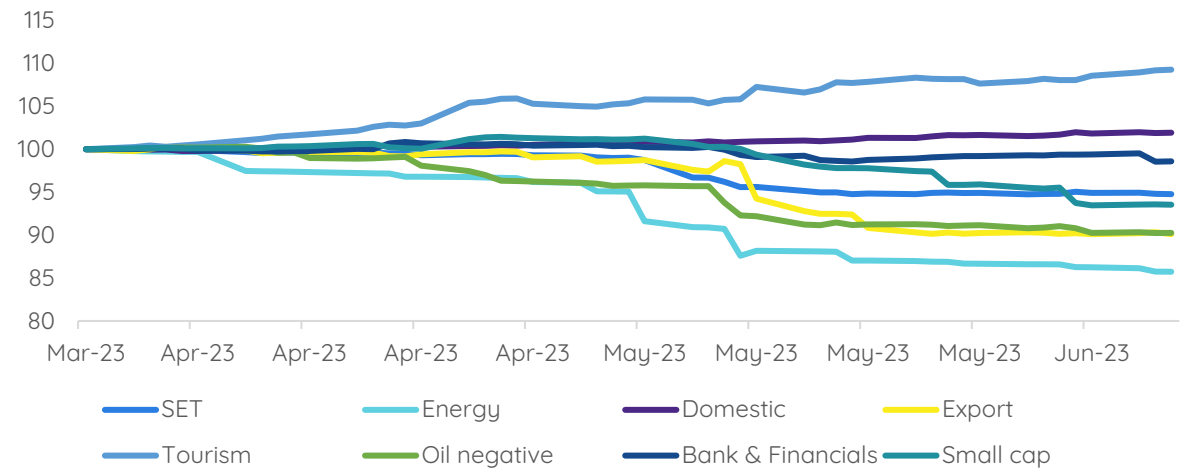
| ขนส่งทางอากาศ                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           | ยานยนต์                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | ธนาคาร                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | พาณิชย์                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | วัสดุก่อสร้าง                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| ภาพรวมอุตสาหกรรมที่เป็นบวกใน 3Q23 คือ จำนวนเที่ยวบินจากจีนที่เพิ่มขึ้นหลังจาก CAAT อนุญาตให้จัดซื้อเที่ยวบินเพิ่มเติมเพื่อรองรับความต้องการที่เพิ่มขึ้น โดยคาดว่าจำนวนเที่ยวบินจากจีนจะเพิ่มขึ้นสู่ 430 เที่ยวบิน/สัปดาห์ ตั้งแต่วันที่ 1 มิ.ย. (จาก ~100 เที่ยวบิน/สัปดาห์) AAV วางแผนเพิ่มความถี่ของเที่ยวบินจาก 40 เที่ยวบิน/สัปดาห์ใน 1Q23 สู่ 100 เที่ยวบิน/สัปดาห์ใน 2Q23 และ 110 เที่ยวบิน/สัปดาห์ใน 3Q-4Q23 (เทียบกับ 140 เที่ยวบิน/สัปดาห์ในปี 2019) ด้วยเหตุนี้ เราจึงคาดว่าผลประกอบการ 3Q23 ของ AOT และ จะดีขึ้น YoY และ QoQ | เราคาดว่ายอดขายและกำไรใน 3Q23 ของบริษัทผลิตชิ้นส่วนยานยนต์จะเพิ่มขึ้น YoY โดยได้แรงหนุนหลักจากยอดขายที่แข็งแกร่งขึ้นจากคำสั่งซื้อใหม่ และเพิ่มขึ้น QoQ จากปัจจัยฤดูกาลและแรงกดดันที่ลดลงอย่างต่อเนื่อง อัตรากำไรขั้นต้นจากราคาไฟฟ้าที่ลดลง เรามีความกังวลเกี่ยวกับความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจ ค่าครองชีพที่เพิ่มขึ้น และอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น ซึ่งอาจจะส่งผลกระทบต่อความต้องการซื้อรถยนต์                                                                                                                                                                                                                                                                                  | สำหรับ 3Q23 เราคาดว่ากำไรจะเพิ่มขึ้น YoY (NII ดีขึ้นจาก NIM ที่สูงขึ้น) และ QoQ (รายได้ดีขึ้นและตั้งสำรองลดลง) เราคาดว่า NPL จะทำจุดสูงสุดใน 3Q23                                                                                                                                                                               | กำไรของกลุ่มพาณิชย์จะเติบโต YoY ใน 3Q23 โดยได้รับการสนับสนุนจากการเติบโตของ SSS และมาร์จินที่ดีขึ้น อันเป็นผลมาจากกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่ฟื้นตัว และนักท่องเที่ยวที่เพิ่มขึ้น แต่จะอยู่ในระดับทรงตัว QoQ จากปัจจัยฤดูกาล รายได้ค่าเช่าที่ฟื้นตัวจะช่วยให้กำไรเติบโตเพิ่มขึ้น                                                                                                                                                                                                                                                                                             | เราคาดว่ากำไร 3Q23 ของกลุ่มวัสดุก่อสร้างจะยังอยู่ในระดับต่ำ (ลดลง YoY) โดยมีสาเหตุมาจากต้นทุนพลังงานและค่าสาธารณูปโภคระดับสูง รวมถึงผลกระทบจากความล่าช้าในการเบิกจ่ายงบประมาณของรัฐบาลใหม่ อย่างไรก็ตาม การปรับราคาขึ้นอีกเพื่อให้ครอบคลุมต้นทุนจะเป็นปัจจัยที่ต้องจับตา เราคาดว่ากำไรของกลุ่มวัสดุก่อสร้างจะลดลง QoQ จากผลกระทบทางฤดูกาล                                                                                      |
| ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | พลังงาน                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | เงินทุน                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | อาหารและเครื่องดื่ม                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | การแพทย์                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| เราคาดว่าแนวโน้มผลประกอบการ 3Q23 ของกลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์จะฟื้นตัว โดยได้รับการสนับสนุนจากอุปสงค์ที่ถูกอั้นไว้ และ DELTA KCE และ HANA ที่วางแผนขยายกำลังการผลิตชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ที่เกี่ยวข้องกับ EV ใน 2H23 เพื่อรองรับความต้องการผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับ EV ที่แข็งแกร่ง อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงที่สำคัญ คือ ภาวะเศรษฐกิจโลกถดถอยจะกดดันอุปสงค์โดยรวม                                                                                                                                                                     | <b>น้ำมันและก๊าซ:</b> ราคาน้ำมันคาดว่าจะปรับขึ้นใน 3Q23 โดยได้รับการสนับสนุนจากอุปสงค์ในช่วงฤดูร้อน และโรงกลั่นกลับมาเดินเครื่องหลังจากหยุดซ่อมบำรุง crack spread ที่แข็งแกร่งของน้ำมันเบนซินและน้ำมันอากาศยานจะช่วยสนับสนุน GRM แต่จะถูกกดดันโดยส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์น้ำมันดีเซลที่อ่อนแอ<br><b>สาธารณูปโภค:</b> ต้นทุนเชื้อเพลิงที่ลดลงจะทำให้แรงกดดันต่อธุรกิจ SPP ลดลงแม้ว่ามีความเป็นไปได้ที่จะมีการปรับลดค่า Ft จวตเดือนก.ย.-ธ.ค. ราคาไฟฟ้าจะปรับลดลงอีกหากรัฐบาลรักษาการนัดตัดสินใจลดการใช้จ่ายของประชาชนพร้อมกับแบ่งเบาภาระหนี้ของ กฟผ.อย่างต่อเนื่อง ธุรกิจ SPP จะได้รับประโยชน์จากประสิทธิภาพการใช้พลังงานที่ดีขึ้นของโรงไฟฟ้าใหม่ภายใต้โครงการ SPP Replacement | เราคาดว่าบริษัทเงินทุนส่วนใหญ่จะรายงานกำไร 3Q23 ลดลง YoY (ตั้งสำรองเพิ่มขึ้น) แต่ทรงตัว QoQ (สินเชื่อที่เติบโตอย่างแข็งแกร่งจะถูกหักล้างโดย NIM ที่ลดลงและการตั้งสำรองเพิ่มขึ้น) เราคาดว่า NPL จะทำจุดสูงสุดใน 3Q23                                                                                                             | <b>อาหาร:</b> เราคาดว่ากำไร 3Q23 ของกลุ่มอาหารและเครื่องดื่มจะเพิ่มขึ้น QoQ จากปัจจัยฤดูกาล แต่จะลดลง YoY เพราะได้รับผลกระทบจากมาร์จินที่อ่อนแอลงจากราคาสัตว์ปีกในประเทศที่ลดลงอันเป็นผลจากการมีอุปทานเพิ่มเติม (นำโดยสุกรและเนื้อสุกรนำเข้าผิดกฎหมาย และอุปทานที่เพิ่มขึ้นหลังจากสถานการณ์ ASF คลี่คลาย) ท่ามกลางต้นทุนอาหารสัตว์ที่สูงต่อเนื่อง<br><b>เครื่องดื่ม:</b> เราคาดว่ากำไรของกลุ่มเครื่องดื่มจะเติบโต YoY และ QoQ อันเป็นผลมาจากแรงกดดันจากต้นทุนสินค้าขายที่ลดลง การแข่งขันยังสูง โดยอุปสงค์ในประเทศและอุปสงค์ตามฤดูกาลจากต่างประเทศปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อย | เราคาดว่ากำไรดำเนินงานและกำไร 3Q23 ของผู้ประกอบการโรงพยาบาลจะปรับตัวดีขึ้น QoQ จากปัจจัยฤดูกาล และบริการที่ไม่เกี่ยวกับ COVID-19 ที่เติบโตมากขึ้น และบริการผู้ป่วยชาวต่างชาติที่ปรับตัวดีขึ้น<br>กำไรของ BCH และ CHG จะเข้าสู่แนวโน้มขาขึ้น YoY ใน 2H23 หลังจากปรับตัวลดลงใน 2H22-1H23 จากฐานสูงของบริการ COVID-19 โรงพยาบาลเอกชนไทยกลับมาขยายความสามารถในการให้บริการเพิ่ม โดยจะมีการเปิดศูนย์เริ่มแรกจากการเปิดโรงพยาบาลใหม่ |
| โรงแรม                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | ICT                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | ขนส่งทางอากาศ                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | ปิโตรเคมี                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              | อสังหาริมทรัพย์                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| เรายังคงมุมมองของเราที่คาดว่าจะมีนักท่องเที่ยวต่างชาติเดินทางเข้าประเทศไทยจำนวน 25 ล้านคนในปี 2023 (เพิ่มขึ้นจาก 11.2 ล้านคนในปี 2022) ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้อัตราการเข้าพักโรงแรมแข็งแกร่งและ ARR เพิ่มขึ้น สำหรับ AWC CENTEL และ ERW ซึ่งโรงแรมส่วนใหญ่ตั้งอยู่ในประเทศไทย เราคาดว่าผลประกอบการ 3Q23 จะดีขึ้น YoY และ QoQ จากปัจจัยฤดูกาล สำหรับ MINIT โดยปกติแล้วการดำเนินงานในยุโรปใน 3Q จะอ่อนแอกว่า 2Q แต่เรามองว่าช่วงโลว์ซีซั่นในปีนี้จะแข็งแกร่งกว่าปกติ โดยได้รับการสนับสนุนจากความต้องการเดินทางเพื่อธุรกิจที่เพิ่มขึ้น       | ผลประกอบการของกลุ่ม ICT น่าจะปรับตัวดีขึ้นต่อเนื่อง ผลประกอบการที่ฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งด้วยแรงหนุนจากปริมาณการจราจรและจำนวนผู้โดยสารที่เพิ่มขึ้นจะเกิดขึ้นต่อเนื่องใน 3Q23 เนื่องจากปริมาณการจราจรและจำนวนผู้โดยสารยังฟื้นตัวไม่ถึงระดับก่อนเกิด COVID ลดค่าบริการโดยเฉลี่ยลง อีกทั้งยังอาจมีความเสี่ยงด้านกฎหมายจากรัฐบาลใหม่ด้วย                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | ผลประกอบการที่ฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งด้วยแรงหนุนจากปริมาณการจราจรและจำนวนผู้โดยสารที่เพิ่มขึ้นจะเกิดขึ้นต่อเนื่องใน 3Q23 เนื่องจากปริมาณการจราจรและจำนวนผู้โดยสารยังฟื้นตัวไม่ถึงระดับก่อนเกิด COVID อย่างไรก็ดี นักลงทุนควรจับตาความเสี่ยงด้านกฎหมายที่อาจเกิดขึ้นสำหรับกลุ่มขนส่งทางอากาศ หลังจากรัฐบาลใหม่เข้ามาปฏิบัติหน้าที่ | อุปสงค์จะยังคงฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปใน 3Q23 เมื่อพิจารณาจากความกังวลภาวะเศรษฐกิจถดถอยในยุโรปและสหรัฐฯ และกำลังการผลิตใหม่ กังๆ ที่ได้รับผลกระทบเชิงบวกจากการเปิดประเทศของจีน ต้นทุนวัตถุดิบ เช่น แก๊สที่เพิ่มขึ้น เป็นความเสี่ยงอีกอย่างหนึ่ง เนื่องจากความต้องการใช้สารผสมน้ำมันเบนซินเพิ่มขึ้น ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์คาดว่าจะยังอยู่ในระดับต่ำต่อไปจนกว่า sentiment ตลาดจะดีขึ้นในระดับที่แข็งแกร่งขึ้นเพื่อชดเชยอุปทานใหม่ซึ่งส่วนใหญ่อยู่ในเอเชีย                                                                                                               | 3Q23 จะได้รับแรงกดดันจากอัตราดอกเบี้ยสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยที่สูงขึ้น ทำให้อัตราค่าลดลง YoY จากฐานสูง แต่จะเพิ่มขึ้น QoQ จากการรับรู้รายได้จาก backlog ในขณะที่ยอดขายน่าจะเพิ่มขึ้น QoQ จากการเปิดตัวโครงการใหม่เพิ่มขึ้นใน 3Q23 แต่คาดว่าจะอ่อนตัวลง YoY                                                                                                                                                                   |

Source: InnovestX Research

# แนวโน้มผลประกอบการปี 2023

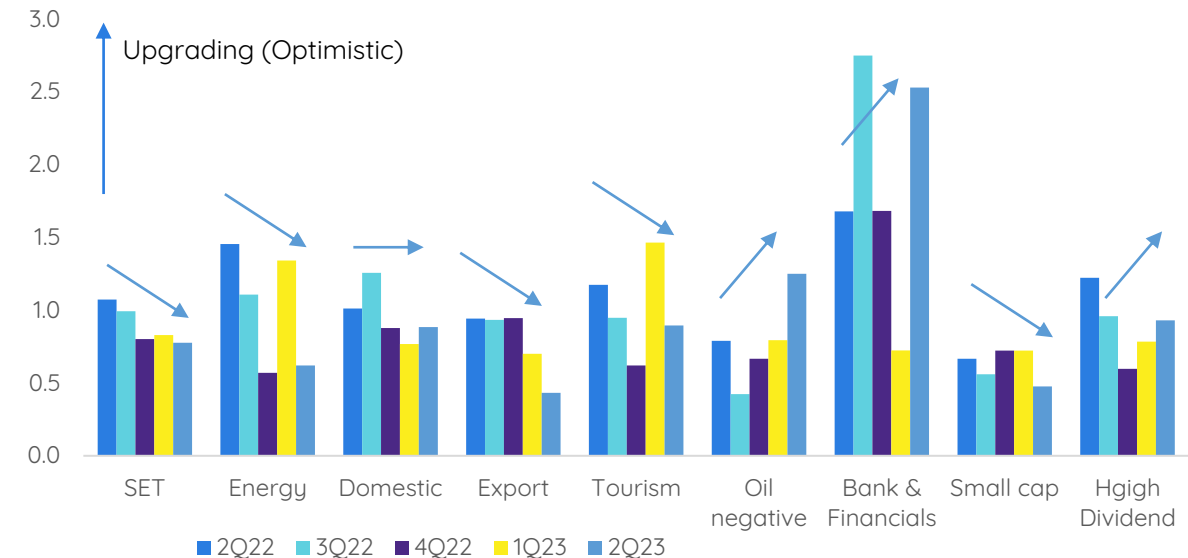
## จะมีการปรับลดประมาณการกำไรลงอย่างต่อเนื่อง?

Earnings downgrade is aligning with price performance



Source: Bloomberg, InnovestX Research

Analysts are downgrading their recommendation



Source: Bloomberg, InnovestX Research

ประมาณการ EPS ปี 2023 ของ consensus ถูกปรับลดลง 4% หลังจากการเติบโตใน 1H23 อ่อนแอกว่าคาด โดยมีสาเหตุมาจากแรงกดดันด้านต้นทุนและความอ่อนแอของภาคการผลิตและภาคส่งออกที่มีสาเหตุมาจากเศรษฐกิจจีนที่อ่อนแอ กลุ่มที่มี contribution ในการปรับลดประมาณการกำไรค่อนข้างสูง คือ 1) กลุ่มพลังงาน เพราะราคาน้ำมันลดลง (4% QoQ, 30% YoY) 2) กลุ่มที่เกี่ยวข้องกับการส่งออก (-8% YoY) เนื่องจากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจจีนชะลอตัวลง และ 3) กลุ่ม small cap จากแรงกดดันด้านต้นทุนและการเติบโตของอุปสงค์ที่ไม่แน่นอน ในขณะเดียวกัน กลุ่มที่อิงกับเศรษฐกิจในประเทศและกลุ่มที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยวถูกปรับประมาณการกำไรเพิ่มขึ้น 2% และ 9% โดยได้รับการสนับสนุนจากการบริโภคภายในประเทศที่ยังยืนและการเปิดประเทศทั่วโลก โดยรวมแล้ว เราคิดว่าแนวโน้มที่เศรษฐกิจโลกจะเติบโตช้าลงถูกนำมารวมไว้ในประมาณการกำไรแล้ว การฟื้นตัวของเศรษฐกิจจีน ภาวะเศรษฐกิจถดถอยของสหรัฐฯ และการปรับสินค้าคงคลังนานเกินคาดจะส่งผลทำให้มีการปรับลดประมาณการกำไรลงอีก นอกจากนี้ ประมาณการกำไรของบริษัทไทยในปี 2024 ก็อาจถูกปรับลดลง โดยมีสาเหตุมาจากนโยบายการปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำและอัตราภาษีจากรัฐบาลชุดใหม่



# สรุปแนวโน้มรายกลุ่มอุตสาหกรรมใน 3Q23

|                         | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | ปัจจัยกระตุ้น                                                                                                                                                                                                                          | ปัจจัยเสี่ยง                                                                                                                                                                                      |
|-------------------------|------|------|------|------|------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| ท่องเที่ยว              | 8    | 8    | 8    | 8    | 8    | คาดว่านักท่องเที่ยวจีนจะไหลเข้ามาเพิ่มขึ้นใน 2H23 หลังจาก CAAT อนุญาตให้จัดสล็อตเพิ่มเติมเพื่อรองรับความต้องการที่เพิ่มขึ้น ARR ที่แข็งแกร่งต่อเนื่อง                                                                                  | เศรษฐกิจชะลอตัวลงและค่าแรงขึ้นต่ำที่สูงขึ้น ต้นทุนที่สูงขึ้นจากแรงกดดันเงินเฟ้อจะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไร                                                                               |
| เครื่องดื่ม             | 7    | 7.5  | 6    | 7    | 7    | อัตราค่าโฆษณาปรับตัวดีขึ้นจากต้นทุนที่ลดลงและการฟื้นตัวของอุปสงค์ในประเทศ                                                                                                                                                              | การแข่งขันที่รุนแรงในตลาดเครื่องดื่มบำรุงกำลังพร้อมกับต้นทุนที่ผันผวนและค่าใช้จ่ายการตลาดที่สูงขึ้น                                                                                               |
| พาณิชย์                 | 7    | 7    | 8    | 8    | 7    | กิจกรรมทางเศรษฐกิจฟื้นตัว นักท่องเที่ยวเพิ่มขึ้น และต้นทุนค่าไฟฟ้าลดลง                                                                                                                                                                 | ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ คือ การเปลี่ยนแปลงในด้านกำลังซื้อ ต้นทุนที่สูงขึ้นจากแรงกดดันเงินเฟ้อ และการเปลี่ยนแปลงนโยบายรัฐบาล (ค่าแรงขึ้นต่ำที่สูงขึ้นและการยกเลิกการผูกขาด)                           |
| ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์  | 5    | 5    | 6    | 6.5  | 7    | คาดผลประกอบการฟื้นตัวใน 3Q23 จากช่วงไฮซีซั่นและการติดตั้งกำลังการผลิตใหม่เพื่อสนับสนุนความต้องการสินค้าเกี่ยวกับ EV ที่แข็งแกร่ง ในขณะที่เงินบาทมีเสถียรภาพมากขึ้นเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ                                            | ภาวะเศรษฐกิจถดถอยและปัญหาทางภูมิรัฐศาสตร์ที่มากขึ้นคาดว่าจะส่งผลกระทบต่ออุปสงค์กลุ่มอิเล็กทรอนิกส์โดยรวมและการใช้จ่ายด้าน IT                                                                      |
| พลังงาน (น้ำมันและก๊าซ) | 7    | 8    | 8    | 8    | 7    | อุปสงค์น้ำมันเบนซินตามฤดูกาลจะช่วยสนับสนุน GRM                                                                                                                                                                                         | crude premium ที่สูงขึ้นหลังจากซาอุดีอาระเบียลดการผลิตลงอีก การเติบโตของอุปสงค์อ่อนแอกว่าคาดโดยมีสาเหตุมาจากความกลัวเศรษฐกิจชะลอตัว นโยบายของรัฐบาลใหม่ในการเข้าแทรกแซงธุรกิจการถลุงน้ำมัน        |
| การแพทย์                | 7    | 7    | 7    | 7    | 7    | บริการที่ไม่เกี่ยวกับ COVID-19 ที่เติบโตมากขึ้น EBITDA margin ที่แข็งแกร่งขึ้นจากการมีสัดส่วนรายได้จากผู้ป่วยชาวต่างชาติและการให้บริการรักษารักษาโรคเฉพาะทางที่เพิ่มขึ้น การปรับขึ้นอัตราค่าเหมาจ่ายรายหัวประกันสังคมในเดือน พ.ค. 2023 | เหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดที่จะส่งผลกระทบต่อให้ผู้ป่วยชะลอการเข้ารับบริการ การแข่งขันรุนแรงเนื่องจากโรงพยาบาลต่างๆ เริ่มกลับมาขยายจำนวนเตียง โดยเฉพาะในพื้นที่ EEC การขาดแคลนบุคลากร                   |
| สาธารณูปโภค             | 7    | 8    | 8    | 8    | 7    | ต้นทุนเชื้อเพลิงลดลงและกำลังการผลิตดำเนินงานใหม่                                                                                                                                                                                       | ความต้องการใช้ไฟฟ้าที่ลดลงจากลูกค้าอุตสาหกรรมเนื่องจากเศรษฐกิจโลกชะลอตัวลง ค่า Ft ลดลง นโยบายของรัฐบาลใหม่ในการเข้าแทรกแซงธุรกิจไฟฟ้า                                                             |
| ธนาคาร                  | 6    | 6    | 6    | 6    | 6    | NIM ขยายตัวจากการขึ้นอัตราดอกเบี้ย valuation น่าสนใจ                                                                                                                                                                                   | ความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์จากภาวะเศรษฐกิจโลกชะลอตัว                                                                                                                                            |
| ประกัน                  | 6    | 7    | 7    | 6    | 6    | VNB และ EV สูงขึ้น                                                                                                                                                                                                                     | ความเสี่ยง downside ต่อการเติบโตของเบี้ยประกันอันเป็นผลมาจากกำลังซื้อที่ลดลงจากเงินเฟ้อสูง ตลาดทุนผันผวน                                                                                          |
| อสังหาริมทรัพย์         | 7    | 7.5  | 6    | 6    | 6    | ยอดขายจะได้รับผลกระทบจากอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น ในขณะที่กำไรจะลดลง YoY แต่ปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อย QoQ                                                                                                                                    | อัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น และอัตราการปฏิเสธสินเชื่อที่สูงขึ้น                                                                                                                                       |
| ปิโตรเคมี               | 5    | 4    | 4    | 5    | 5    | อุปสงค์ตามฤดูกาลจากการผลิตสูงสุดของผู้ผลิตปลายน้ำ ผลกระทบเชิงบวกอย่างต่อเนื่องจากการเปิดประเทศของจีน                                                                                                                                   | กำลังการผลิตเพิ่มเติม (ส่วนใหญ่จากจีน) ต้นทุนແພฟก้าที่สูงขึ้น วัตถุดิบก๊าซจากอ่าวไทยที่ต่ำกว่าคาด นโยบายของรัฐบาลใหม่ในการจัดสรรอุปทานก๊าซให้แก่อุตสาหกรรมปิโตรเคมี                               |
| วัสดุก่อสร้าง           | 4    | 4    | 6    | 5    | 5    | คาดว่ารายได้ยังง่อนแอ QoQ จากผลกระทบฤดูกาลและอุปสงค์ที่อ่อนแอ ในขณะที่ต้นทุนค่าสาธารณูปโภคระดับสูงจะได้รับการชดเชยบางส่วนจาก ASP ที่สูงขึ้น                                                                                            | ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ: การเปลี่ยนแปลงในด้านกำลังซื้อ และต้นทุนที่สูงขึ้นจากแรงกดดันเงินเฟ้อ                                                                                                        |
| ICT                     | 6    | 6    | 4    | 5    | 5    | ผลประกอบการน่าจะปรับตัวดีขึ้นต่อเนื่อง QoQ และ YoY โดยได้รับการสนับสนุนจากรายได้ที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยวที่สูงขึ้นและการบริโภคที่ดีขึ้น                                                                                           | ผลกระทบอย่างเต็มที่ต่อ ARPU หลังจาก TRUE ต้องลดราคาเคสย่ก่วงน้าหนักลง 12% เพื่อปฏิบัติตามมาตรการเยียวยา และความเสี่ยงด้านนโยบายของรัฐบาลใหม่                                                      |
| ขนส่งทางบก              | 7    | 6    | 6    | 4    | 5    | ผลประกอบการปรับตัวดีขึ้นอย่างแข็งแกร่ง QoQ และ YoY จากปริมาณการจราจรและจำนวนผู้โดยสารที่เพิ่มขึ้น และราคาหุ้นปรับตัวลดลงเพื่อสะท้อนความเสี่ยงด้านกฎหมายที่อาจเกิดขึ้น                                                                  | ความเสี่ยงด้านกฎหมายที่สูงขึ้น                                                                                                                                                                    |
| ยานยนต์                 | 5    | 5    | 5    | 5    | 4    | กำลังซื้อใหม่และการเปิดตัวรุ่นใหม่ แรงกดดันจากต้นทุนค่าไฟฟ้าลดลง                                                                                                                                                                       | ความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจ ค่าครองชีพที่เพิ่มขึ้น และอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อความต้องการซื้อรถยนต์ทั้งภายในประเทศและตลาดส่งออก อัตราค่าแรงที่สูงขึ้น                             |
| เงินทุน                 | 5    | 5    | 4    | 3    | 4    | การเติบโตของสินเชื่อชะลอตัวลงแต่ยังแข็งแกร่ง                                                                                                                                                                                           | ความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์จากแรงกดดันเงินเฟ้อและเศรษฐกิจโลกชะลอตัว ต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้น และการแข่งขันที่สูงขึ้นจากธนาคาร                                                                 |
| อาหาร                   | 7    | 6    | 6    | 3    | 4    | ราคาสัตว์ปีกในประเทศที่ลดลงท่ามกลางต้นทุนอาหารสัตว์ที่สูงต่อเนื่อง                                                                                                                                                                     | ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ คือ ราคาผลิตภัณฑ์ที่ลดลงเนื่องจากมีอุปทานเพิ่มเติม กำลังซื้อที่แปรปรวนจากแรงกดดันเงินเฟ้อ ต้นทุนอาหารสัตว์ที่สูงขึ้น และการเปลี่ยนแปลงนโยบายรัฐบาล (ค่าแรงขึ้นต่ำที่สูงขึ้น) |

Source: InnovestX Research



# โมเมนตัมกำไรใน 2Q23 และ 3Q23

|                         | 2Q23 |     | 3Q23 |     | เหตุผล                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|-------------------------|------|-----|------|-----|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                         | QoQ  | YoY | QoQ  | YoY |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| ยานยนต์                 | -    | +   | +    | +   | กำไรที่คาดว่าจะเติบโต YoY ใน 3Q23 จะได้รับการสนับสนุนจากยอดขายที่เพิ่มขึ้นจากคำสั่งซื้อใหม่และการผลิตรถยนต์ที่เพิ่มขึ้น ในขณะที่กำไรที่คาดว่าจะปรับตัวดีขึ้น QoQ จะได้รับการสนับสนุนจากปัจจัยฤดูกาลและแรงกดดันจากต้นทุนค่าไฟฟ้าที่ลดลง                                                                                                  |
| ธนาคาร                  | =    | +   | +    | +   | สำหรับ 2Q23 เราคาดว่ากำไรจะเพิ่มขึ้น YoY (NII ดีขึ้นจาก NIM ที่สูงขึ้น) และทรงตัว QoQ (NII ดีขึ้น แต่ non-NII ลดลงจากกำไรจากเครื่องมือทางการเงิน) โดย credit cost จะอยู่ในระดับทรงตัว สำหรับ 3Q23 เราคาดว่ากำไรจะเพิ่มขึ้น YoY (NII ดีขึ้นจาก NIM ที่สูงขึ้น) และ QoQ (รายได้ดีขึ้นและตั้งสำรองลดลง) เราคาดว่า NPL จะทำจุดสูงสุดใน 3Q23 |
| พาณิชย์                 | -    | +   | =    | +   | กิจกรรมทางเศรษฐกิจฟื้นตัว นักท่องเที่ยวเพิ่มขึ้น และต้นทุนค่าไฟฟ้าลดลง QoQ                                                                                                                                                                                                                                                              |
| พลังงาน (น้ำมันและก๊าซ) | +    | -   | =    | +   | พลังงาน - กำไรปกติจะปรับตัวดีขึ้น YoY ใน 3Q23 เพราะผลกระทบจากขาดทุนสต็อกลดลงและความต้องการเชื้อเพลิงในภาคขนส่งเพิ่มขึ้นโดยได้แรงหนุนจากการเปิดประเทศของจีน market GRM จะได้รับการสนับสนุนจากน้ำมันเบนซินใน 3Q23 แต่จะลดลง QoQ                                                                                                           |
| การแพทย์                | -    | =   | +    | +   | ปัจจัยสนับสนุนกำไร คือ บริการที่เกี่ยวข้องกับ COVID-19 และบริการผู้ป่วยชาวต่างชาติที่เติบโตเพิ่มขึ้น กำไรของ BCH และ CHG จะเข้าสู่แนวโน้มขาขึ้น YoY ใน 2H23 หลังจากปรับตัวลดลงใน 2H22-1H23 จากฐานสูงของบริการ COVID-19                                                                                                                  |
| ICT                     | +    | +   | +    | +   | ผลประกอบการน่าจะปรับตัวดีขึ้นใน 3Q23 โดยเกิดจากรายได้ที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยวที่สูงขึ้นและการบริโภคที่ดีขึ้น                                                                                                                                                                                                                       |
| ประกัน                  | +    | +   | +    | +   | Combined ratio ดีขึ้น (จากการเปลี่ยนแปลงสัดส่วนผลิตภัณฑ์และการโอนกลับสำรอง PAD เนื่องจากกรมธรรม์ครบกำหนด) การเติบโตของเบี้ยประกันรับรายใหม่ปรับตัวดีขึ้น และ EV และ VNB ที่สูงขึ้น                                                                                                                                                      |
| ขนส่งทางบก              | +    | +   | +    | +   | ได้ประโยชน์จากการกลับมาดำเนินกิจกรรมภายในประเทศ                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| ปิโตรเคมี               | =    | -   | +    | +   | กำไรจะฟื้นตัว YoY เพราะผลการดำเนินงานของ PTTGC ปรับตัวดีขึ้นจากการได้รับอัตรากำไร PTT มากขึ้น ความไม่แน่นอนของเศรษฐกิจโลกอาจทำให้การปรับสมดุลของอุปสงค์-อุปทานล่าช้าต่อไป                                                                                                                                                               |
| ท่องเที่ยว              | -    | +   | +    | +   | กำไรจะดีขึ้น YoY โดยได้แรงหนุนจากจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เพิ่มขึ้น ซึ่งจะส่งผลทำให้ RevPar สูงขึ้น ในขณะที่กำไรที่ปรับตัวดีขึ้น QoQ จะได้แรงหนุนจากปัจจัยฤดูกาลและนักท่องเที่ยวจากจีนที่คาดว่าจะเข้ามาเพิ่มขึ้น                                                                                                                    |
| สาธารณูปโภค             | +    | +   | =    | +   | สาธารณูปโภค - แรงกดดันจากต้นทุนเชื้อเพลิงที่ลดลงจะช่วยสนับสนุนกำไรปกติอย่างต่อเนื่องแม้ว่าค่า Ft จะลดลง กำไรจากธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังน้ำจะเพิ่มขึ้น                                                                                                                                                                                         |
| วัสดุก่อสร้าง           | -    | -   | -    | -   | เราคาดว่ากำไรปกติ 3Q23 จะยังคงอ่อนแอ QoQ จากผลกระทบฤดูกาล และคาดว่ากำไรจะยังคงลดลง YoY เพราะได้รับผลกระทบจากอุปสงค์ที่อ่อนแอ และต้นทุนพลังงานและสาธารณูปโภคที่สูง                                                                                                                                                                       |
| ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์  | =    | -   | +    | -   | คาดว่าผลประกอบการจะปรับตัวดีขึ้น QoQ ใน 3Q23 จากปัจจัยฤดูกาล และกำลังการผลิตใหม่เพิ่มเติมสำหรับ DELTA KCE และ HANA จะช่วยสนับสนุนให้ backlog order แข็งแกร่ง โดยเฉพาะผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับ EV                                                                                                                                       |
| เงินทุน                 | =    | -   | =    | -   | สำหรับ 2Q23 และ 3Q23 เราคาดว่าบริษัทเงินทุนส่วนใหญ่จะรายงานกำไรลดลง YoY (ตั้งสำรองเพิ่มขึ้น) แต่จะทรงตัว QoQ (สินเชื่อที่เติบโตอย่างแข็งแกร่งจะถูกหักล้างโดย NIM ที่ลดลงและการตั้งสำรองเพิ่มขึ้น) เราคาดว่า NPL จะทำจุดสูงสุดใน 3Q23                                                                                                    |
| อาหาร                   | +    | -   | +    | -   | ราคาสัตว์บกในประเทศลดลงท่ามกลางต้นทุนอาหารสัตว์ที่สูงต่อเนื่อง                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| อาหารสัตว์เลี้ยง        | +    | -   | +    | -   | กำไรจะลดลง YoY จากฐานสูง ขณะที่ปรับตัวดีขึ้น QoQ จากการรับรู้รายได้จาก backlog ตามกำหนด                                                                                                                                                                                                                                                 |

Source: InnovestX Research

# น้ำหนักการลงทุนและ valuation รายการอุตสาหกรรมใน 3Q23

| 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   |
| Bank                | Overweight                   | 9.9%               | -6%          | 3%          | 15%    | 7%   | 11%                   | 8.01  | 7.50  | 0.68 | 0.64 | 3.60           | 4.08 | -             | -     |
| Commerce            | Overweight                   | 10.3%              | 5%           | -8%         | 21%    | 19%  | 20%                   | 31.39 | 26.44 | 1.93 | 1.85 | 1.50           | 1.66 | 12.76         | 11.61 |
| Electronics         | Overweight                   | 7.2%               | 57%          | 13%         | 12%    | 78%  | 7%                    | 60.26 | 53.77 | 6.94 | 4.05 | 0.02           | 0.02 | 43.87         | 39.14 |
| Healthcare          | Overweight                   | 5.2%               | 25%          | -1%         | -8%    | 9%   | 0%                    | 32.52 | 29.97 | 4.99 | 4.63 | 2.30           | 1.78 | 18.44         | 16.97 |
| Air Transportation  | Neutral                      | 5.6%               | 23%          | -4%         | 173%   | 100% | n.m.                  | n.m.  | 76.53 | 8.64 | 7.41 | 0.00           | 0.01 | 30.02         | 19.62 |
| Automotive          | Neutral                      | 0.5%               | -2%          | -2%         | 5%     | 7%   | 6%                    | 7.80  | 7.27  | 0.91 | 0.85 | 7.36           | 5.71 | 3.67          | 3.06  |
| Building Materials  | Neutral                      | 3.4%               | -8%          | -6%         | 24%    | 19%  | 21%                   | 14.90 | 12.57 | 0.92 | 0.88 | 2.95           | 3.33 | 10.70         | 8.72  |
| Energy              | Neutral                      | 19.8%              | 2%           | -14%        | 2%     | 5%   | 4%                    | 11.50 | 10.98 | 0.97 | 0.92 | 4.44           | 4.13 | 5.07          | 4.78  |
| Food & beverage     | Neutral                      | 6.4%               | -5%          | -7%         | -41%   | 30%  | -12%                  | 28.91 | 22.21 | 1.21 | 1.19 | 2.65           | 0.91 | 10.53         | 9.97  |
| Hotel               | Neutral                      | 0.8%               | 36%          | 0%          | 1159%  | 39%  | 318%                  | 40.02 | 28.81 | 3.38 | 3.03 | -              | 0.97 | 12.83         | 10.68 |
| Land Transportation | Neutral                      | 1.2%               | 5%           | -14%        | -27%   | -12% | 21%                   | 52.52 | 38.56 | 1.89 | 1.87 | 0.02           | 0.02 | 27.73         | 25.96 |
| REITs / PF / IF     | Neutral                      | 1.6%               | -10%         | -5%         | -55%   | -9%  | 20%                   | 8.45  | 7.64  | 1.72 | 1.75 | 0.13           | 0.15 | 8.14          | 7.24  |
| Agribusiness        | Underweight                  | 0.4%               | -20%         | -12%        | -33%   | 2%   | -17%                  | 10.94 | 10.68 | 0.84 | 0.79 | 1.68           | 1.83 | 7.73          | 7.28  |
| Petrochemical       | Underweight                  | 2.3%               | -11%         | -16%        | 36%    | 57%  | 46%                   | 11.85 | 7.57  | 0.73 | 0.68 | 3.75           | 3.40 | 6.82          | 5.34  |
| Residential/IE      | Underweight                  | 5.9%               | 14%          | -8%         | -4%    | 6%   | 1%                    | 12.25 | 11.52 | 1.18 | 1.13 | 4.26           | 4.48 | 12.91         | 11.92 |
| Telecoms            | Underweight                  | 8.0%               | -14%         | -3%         | 52%    | 18%  | 34%                   | 29.34 | 24.85 | 5.10 | 4.80 | 10.55          | 2.77 | 6.46          | 5.98  |
| Utilities           | Underweight                  | 4.4%               | 9%           | -15%        | 21%    | -34% | 68%                   | 31.25 | 24.05 | 2.77 | 2.56 | 0.02           | 0.02 | 19.27         | 14.77 |

Source: Bloomberg, InnovestX Research

# SET Index scenario และหุ้นเด่น



เป้าหมาย SET Index ปี 2023 อยู่ที่ 1,650 จุด และปี 2024 อยู่ที่ 1,750 จุด  
ปรับเป้าหมายลดลง 5-6% จากคาดการณ์เดิม

|                          |                   |                   | PB      | Target PB |      | Market Cap |           |
|--------------------------|-------------------|-------------------|---------|-----------|------|------------|-----------|
|                          | Book value (2023) | Book value (2024) | Current | 2023      | 2024 | 2023       | 2024      |
| Energy                   | 3,306,345         | 2,976,198         | 0.7     | 0.9       | 0.8  | 2,975,710  | 2,500,006 |
| Utilities                | 199,261           | 210,330           | 1.9     | 1.8       | 1.7  | 358,670    | 357,561   |
| Bank                     | 2,836,387         | 2,974,996         | 0.7     | 0.7       | 0.8  | 1,985,471  | 2,498,997 |
| Trans                    | 473,887           | 504,512           | 3.2     | 3.1       | 3.2  | 1,469,049  | 1,634,620 |
| ICT                      | 539,181           | 557,810           | 2.8     | 3         | 2.8  | 1,617,544  | 1,561,868 |
| Food                     | 754,704           | 767,616           | 1.6     | 1.6       | 1.7  | 1,207,527  | 1,304,948 |
| Commerce                 | 774,384           | 820,649           | 2.5     | 5.1       | 5    | 3,949,356  | 4,136,072 |
| Petro                    | 597,031           | 630,393           | 0.7     | 0.7       | 0.8  | 417,922    | 504,314   |
| Healthcare               | 213,185           | 225,794           | 4.6     | 4.7       | 5    | 1,001,971  | 1,138,004 |
| Electronics              | 117,519           | 134,789           | 12.3    | 8         | 9    | 940,149    | 1,213,103 |
| Property                 | 781,443           | 823,843           | 1.5     | 1.4       | 1.4  | 1,094,021  | 1,153,381 |
| Tourism                  | 69,335            | 73,113            | 2.1     | 2.5       | 2.5  | 173,338    | 182,782   |
| Media                    | 100,526           | 100,888           | 1.9     | 2.2       | 2.3  | 221,157    | 232,042   |
| Con Mat                  | 570,133           | 600,212           | 1.1     | 1.2       | 1.1  | 684,159    | 660,233   |
| Finance                  | 339,427           | 373,284           | 2.2     | 2.5       | 2.8  | 848,567    | 1,045,195 |
| Others                   | 1,226,973         | 1,244,332         |         | 1         | 1    | 1,226,973  | 1,244,332 |
| Implied SET Index target |                   |                   |         |           |      | 1,649      | 1,747     |

Source: Bloomberg, InnovestX Research

# SET Index Scenario สำหรับปี 2023

## ยังคงใช้แผนเดิม แต่เปลี่ยนขนาด

1Q23

“ข่าวร้ายคือข่าวดี” ทำอะไรละตัวและความเสี่ยงด้านเสถียรภาพทางการเงินสูงขึ้นทั่วโลก แม้ว่าเครื่องชี้เศรษฐกิจจะแสดงให้เห็นถึงโมเมนตัมการเติบโตที่ลดลง แต่เศรษฐกิจโลกยังไม่มีความเสี่ยงของการจวนเจียนที่จะเข้าสู่ภาวะถดถอย เฟดยังไม่กลับทิสนโยบาย (Fed Pivot) ท่ามกลางอัตราเงินเฟ้อที่ปรับลดลงได้ค่อนข้างยาก สหภาพยุโรปและจีนอยู่ในสถานการณ์ที่ดีขึ้นจากความคาดหวังการเปิดประเทศ ผลประกอบการอ่อนแอในทุกภูมิภาค

Global market +6.8%  
Bond market +3%  
Gold +8%  
SET Index -3.6%

2Q23

ตัวเลขการเติบโตทางเศรษฐกิจปรับตัวลดลงและแสดงสัญญาณอ่อนตัวลง การล่มสลายของ SVB, SNB, FRB ส่งผลทำให้ความตึงเครียดในภาคธนาคารคุกรุ่นมากขึ้น ความตึงเครียดระหว่างสหรัฐฯ-จีนก่อตัวขึ้นอีกครั้งและการฟื้นตัวของเศรษฐกิจจีนที่อ่อนแอกว่าคาดสร้างแรงกดดันต่อตลาดเอเชีย ผลการเลือกตั้งที่สร้างเซอร์ไพรส์ของพรรคก้าวไกลสร้างความวิตกกังวลให้กับธุรกิจไทย ในขณะเดียวกัน เราเล็งเห็นสัญญาณเชิงบวกจากแรงกดดันด้านราคาที่มีต่อ AI หนุนหุ้นเทคโนโลยี

Global market +2.9%  
Bond mart -1.4%  
Gold -0.4%  
SET Index -3.2%

3Q23

ถ้าอะไรจะผ่านจุดต่ำสุดและเริ่มฟื้นตัว 2H น่าจะดีกว่า 1H ระดับการ rally ของตลาดจะได้แรงหนุนจากปัจจัยระดับจุลภาค ซึ่งอาจไม่ดีเท่าที่คาดไว้ก่อนหน้านี้โดยมีสาเหตุมาจากการเติบโตที่อ่อนแอกว่าคาด การขาย T-bill และการตั้งสำรองที่เพิ่มขึ้นอาจทำให้สภาพคล่องลดลงซึ่งจะส่งผลกระทบต่อกิจกรรมต่างๆ การเมืองไทยและภาวะเศรษฐกิจถดถอยทั่วโลกเป็นปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญใน 2H23

4Q23

ผลตอบแทนของตลาดดูเหมือนจะมีจำกัด เนื่องจากแนวโน้มการเติบโตในปี 2024 จะกลับสู่ระดับปกติ และกระแสข่าวน่าจะค่อนข้างน้อยใน 4Q23 การหลีกเลี่ยงภาวะเศรษฐกิจถดถอยจะช่วยจำกัด downside ใน 2H23 อย่างไรก็ตาม เฟดจะปรับลดอัตราดอกเบี้ยใน 4Q23 ซึ่งจะสนับสนุนตลาด เราหวังว่ารัฐบาลใหม่จะออกมาตรการกระตุ้นการใช้จ่าย

Upside ของการเติบโตอาจถูกจำกัดโดยอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นเป็นเวลานานขึ้น เราคิดว่าตลาดหุ้นยังมี downside หากเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยใน 2H23 การฟื้นตัวที่แข็งแกร่งของเศรษฐกิจจีนจะสร้างแรงกดดันต่อตลาด ความล่าช้าในการจัดตั้งรัฐบาลใหม่ของไทยอาจถูกมองว่าเป็นภัยคุกคามต่อการเติบโตและเปิดเงินไหลเข้า

Source: Bloomberg, InnovestX Research

จุดเข้าซื้อที่สำคัญอยู่ในช่วง 1,500-1,550 จุด



# ระดับเข้าซื้อและระดับขายทำกำไรที่สำคัญ

## จุดเข้าซื้อต่ำกว่า 1,550; ขายทำกำไรเหนือ 1,600

| Approach            | Current level  | Target valuation<br>(Based case) | Implied<br>SET Index | Potential Upside<br>/ Downside | Bull case      | Implied<br>SET Index | Potential Upside<br>/ Downside | Bear case           | Implied<br>SET Index | Potential Upside<br>/ Downside |
|---------------------|----------------|----------------------------------|----------------------|--------------------------------|----------------|----------------------|--------------------------------|---------------------|----------------------|--------------------------------|
| P/E                 | 16.4           | 17.4                             | 1,658                | 6%                             | 18.8           | 1,792                | 15%                            | 15.0                | 1,430                | -8%                            |
| P/B and ROE         | 1.5            | 1.6                              | 1,687                | 8%                             | 1.8            | 1,898                | 22%                            | 1.4                 | 1,476                | -5%                            |
| Equity Risk Premium | ERP 7% / Rf 1% | ERP 7% / Rf 2%                   | 1,643                | 5%                             | ERP 6% / Rf 2% | 1,765                | 13%                            | ERP 7.5% / Rf 2.25% | 1,444                | -7%                            |
| Earnings Yield Gap  | 373            | 358                              | 1,605                | 3%                             | 290            | 1,802                | 16%                            | 425                 | 1,457                | -7%                            |
| Average             |                |                                  | 1,648                | 6%                             |                | 1,814                | 16%                            |                     | 1,452                | -7%                            |
| Median              |                |                                  | 1,651                | 6%                             |                | 1,797                | 15%                            |                     | 1,450                | -7%                            |

Source: Bloomberg, InnovestX Research

| Yield Gap    | EPS FY2023 |       |                |       |       |
|--------------|------------|-------|----------------|-------|-------|
|              | -5%        | -1%   | Base (EPS 102) | +1%   | +5%   |
| 2.9%         | 1,712      | 1,784 | 1,802          | 1,820 | 1,892 |
| 3.6%         | 1,525      | 1,589 | 1,605          | 1,621 | 1,686 |
| 4.3%         | 1,384      | 1,442 | 1,457          | 1,472 | 1,530 |
| Forward P/E  |            |       |                |       |       |
| -1SD (14.4x) | 1,369      | 1,427 | 1,441          | 1,456 | 1,514 |
| Avd (17.4x)  | 1,644      | 1,713 | 1,730          | 1,747 | 1,817 |
| +1SD (20.3x) | 1,918      | 1,999 | 2,019          | 2,039 | 2,120 |

Source: Bloomberg, InnovestX Research

วิธีประเมินมูลค่าเหมาะสมต่างๆ ที่เรารวบรวมได้ ชี้ให้เห็นว่า valuation มี upside จำกัด เราไม่คิดว่าจะเกิดสถานการณ์ bull case scenario เมื่อพิจารณาจากภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวทั่วโลกและความไม่แน่นอนทางการเมือง เราประเมินได้ว่าในกรณี base case scenario valuation จะมี upside ที่เป็นค่ามัธยฐาน (median) ราว 6% และในกรณี bear case scenario valuation จะมี downside 7% จากระดับปัจจุบัน

ทั้งนี้เมื่อเทียบกับเป้าหมายของ SET ที่อิงกับปัจจัยพื้นฐานที่ 1,650 จุด ในปี 2023 เราใช้ bear case valuation เป็นจุดเข้าซื้อที่สำคัญที่ 1,500-1,550 จุด ขณะที่ใน 3Q23 เราคาดว่าตลาดหุ้นไทยจะเทรดในกรอบ 1,500 ถึง 1,600 จุด

เราเชื่อว่ากิจกรรมทางเศรษฐกิจทั่วโลกที่ชะลอตัวประกอบกับความกลัวภาวะเศรษฐกิจถดถอย การฟื้นตัวที่เชื่องช้าของเศรษฐกิจจีน และความไม่แน่นอนทางการเมือง จะกดดันให้ SET Index ปรับตัวลงไปเทรดต่ำกว่า 1,550 จุด ใน 3Q23 ในทางกลับกัน นโยบายการเงินที่เริ่มลดระดับการตีงตัวหรือเฟดกลับทิศนโยบาย (Fed Pivot) ภายใต้สถานการณ์ “no landing” ผลประกอบการที่ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว และเงินออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ อาจหนุน sentiment ตลาด และทำให้ตลาดปรับขึ้นสู่กรอบบนที่ 1,600-1,650 จุด ใน 2H23 ในขณะที่เรามิมองเชิงลบ โดยคาดว่า SET Index จะมีแนวโน้มปรับตัวลดลงใน 3Q23

# หุ้นเด่นใน 3Q23 ของเรา – BBL BDMS BEM HMPRO และ OSP

## ได้รับผลกระทบจากนโยบายค่อนข้างจำกัด และกำไรมีแนวโน้มฟื้นตัว

จากการวิเคราะห์ของเรา มีคุณสมบัติของหุ้น 4 ประการที่จะช่วยสร้างผลตอบแทนที่ดีกว่าตลาดใน 3Q23 โดยที่เรามองหาหุ้นที่มี:

- 1) ฐานะการเงินที่ดีซึ่งจะช่วยป้องกันผลกระทบจากสภาวะที่มีความไม่แน่นอนสูงและความท้าทายเชิงมหภาคในวงกว้าง
- 2) ดึงดูดอุปสงค์ในประเทศอย่างต่อเนื่อง
- 3) กำไรมีแนวโน้มฟื้นตัวใน 2H23 ด้วยแรงหนุนจากการฟื้นตัวของอุปสงค์และแรงกดดันด้านต้นทุนที่ลดลง โดยมีสัญญาณว่ากำไรทำจุดต่ำสุดไปแล้วใน 1H23
- 4) ได้รับผลกระทบจากนโยบายของรัฐบาลผสมชุดใหม่ค่อนข้างจำกัด

จากนี้ไปจนถึง 2H23 เนื่องจากอุปสงค์เติบโตช้าและความเสี่ยงเพิ่มขึ้น เราจึงคาดว่าหุ้นที่มีฐานะการเงินแข็งแกร่งและกำไรมีแนวโน้มฟื้นตัวต่อเนื่องอย่างชัดเจนจะให้ผลตอบแทนที่ดีกว่าตลาด เราชอบหุ้นที่อิงกับเศรษฐกิจในประเทศ เนื่องจากอุปสงค์ในประเทศแข็งแกร่งกว่าอุปสงค์ต่างประเทศ เราสนใจบริษัทที่ได้รับผลกระทบค่อนข้างจำกัดจากนโยบายของรัฐบาลใหม่ เช่น การขึ้นค่าแรงและภาษี การทลายทุนผูกขาด และการปฏิรูปโครงสร้างราคาพลังงาน ดังนั้นหุ้นเด่นใน 3Q23 ของเรา คือ BBL (กำไรเติบโตแข็งแกร่ง, NIM จะขยายตัวมากที่สุด), BDMS (กำไรมีความชัดเจนสูง, เปิดประเทศ, ไฮซีซั่น), BEM (กำไรฟื้นตัว), HMPRO (กำไรฟื้นตัวปานกลาง, การบริโภคในประเทศ, risk-reward สมดุล) และ OSP (แรงกดดันด้านต้นทุนลดลง, อุปสงค์ฟื้นตัว)

### Valuation ของหุ้นเด่น

|                | Rating     | Price<br>(Bt/Sh) | Target<br>(Bt/Sh) | ETR<br>(%) | 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         |
| BBL            | Outperform | 163.00           | 197.0             | 24.8       | 10.6        | 7.1         | 6.6         | 11             | 50        | 7         | 0.6        | 0.6        | 0.5        | 6         | 8         | 9         | 2.8            | 4.0        | 4.3        | -             | -           | -           |
| BDMS           | Outperform | 28.75            | 34.0              | 20.0       | 36.2        | 32.3        | 29.9        | 63             | 12        | 8         | 5.1        | 4.8        | 4.4        | 14        | 15        | 15        | 2.1            | 1.7        | 1.7        | 20.11         | 17.91       | 16.53       |
| BEM            | Neutral    | 8.35             | 9.5               | 15.6       | 52.4        | 32.6        | 26.1        | 141            | 61        | 25        | 3.7        | 3.5        | 3.3        | 6         | 10        | 12        | 1.4            | 1.8        | 2.3        | 31.4          | 25.4        | 21.2        |
| HMPRO          | Outperform | 13.80            | 17.0              | 25.9       | 29.2        | 25.6        | 22.7        | 14             | 14        | 13        | 7.5        | 6.9        | 6.2        | 26        | 28        | 29        | 2.8            | 2.7        | 3.1        | 17.5          | 15.7        | 14.1        |
| OSP            | Outperform | 30.00            | 32.0              | 11.0       | 46.6        | 32.4        | 30.2        | (41)           | 44        | 7         | 4.9        | 4.9        | 5.1        | 10        | 15        | 17        | 3.0            | 4.3        | 4.6        | 23.5          | 18.3        | 17.8        |
| <b>Average</b> |            |                  |                   |            | <b>35.0</b> | <b>26.0</b> | <b>23.1</b> | <b>38</b>      | <b>36</b> | <b>12</b> | <b>4.4</b> | <b>4.1</b> | <b>3.9</b> | <b>13</b> | <b>15</b> | <b>16</b> | <b>2.4</b>     | <b>2.9</b> | <b>3.2</b> | <b>18.5</b>   | <b>15.5</b> | <b>13.9</b> |

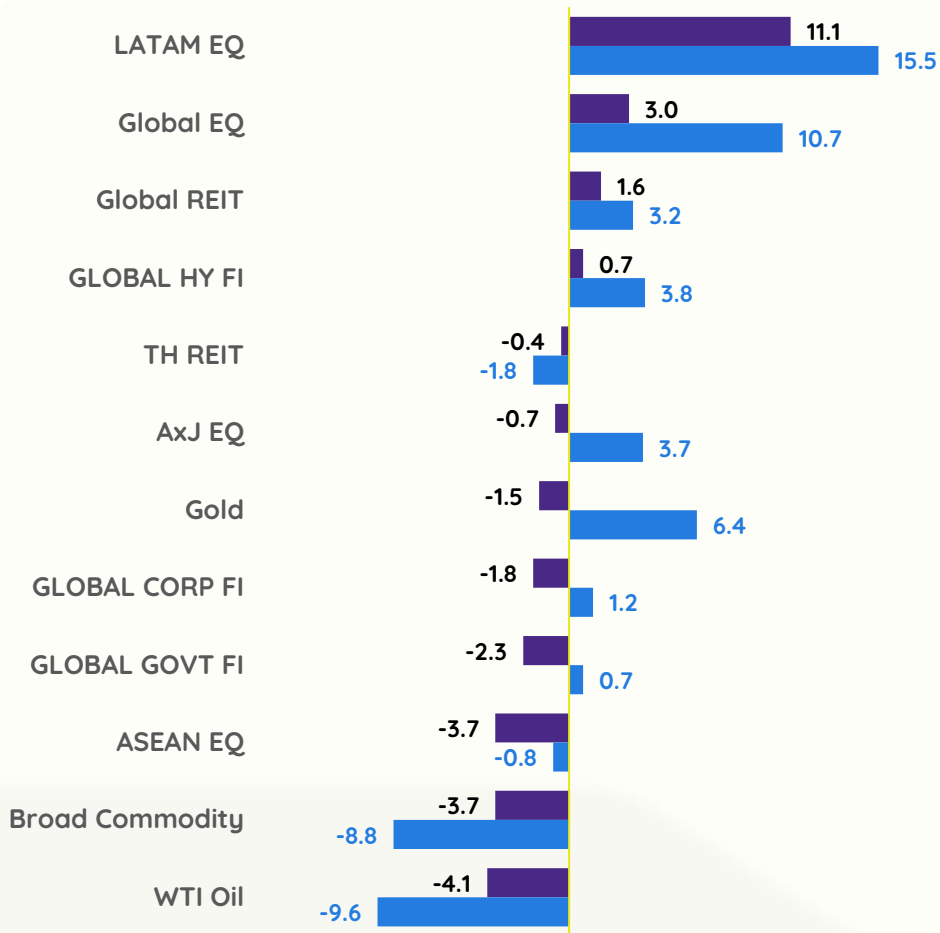
Source: InnovestX Research

# มุมมองการลงทุนรายสินทรัพย์ (ASSET ALLOCATION)



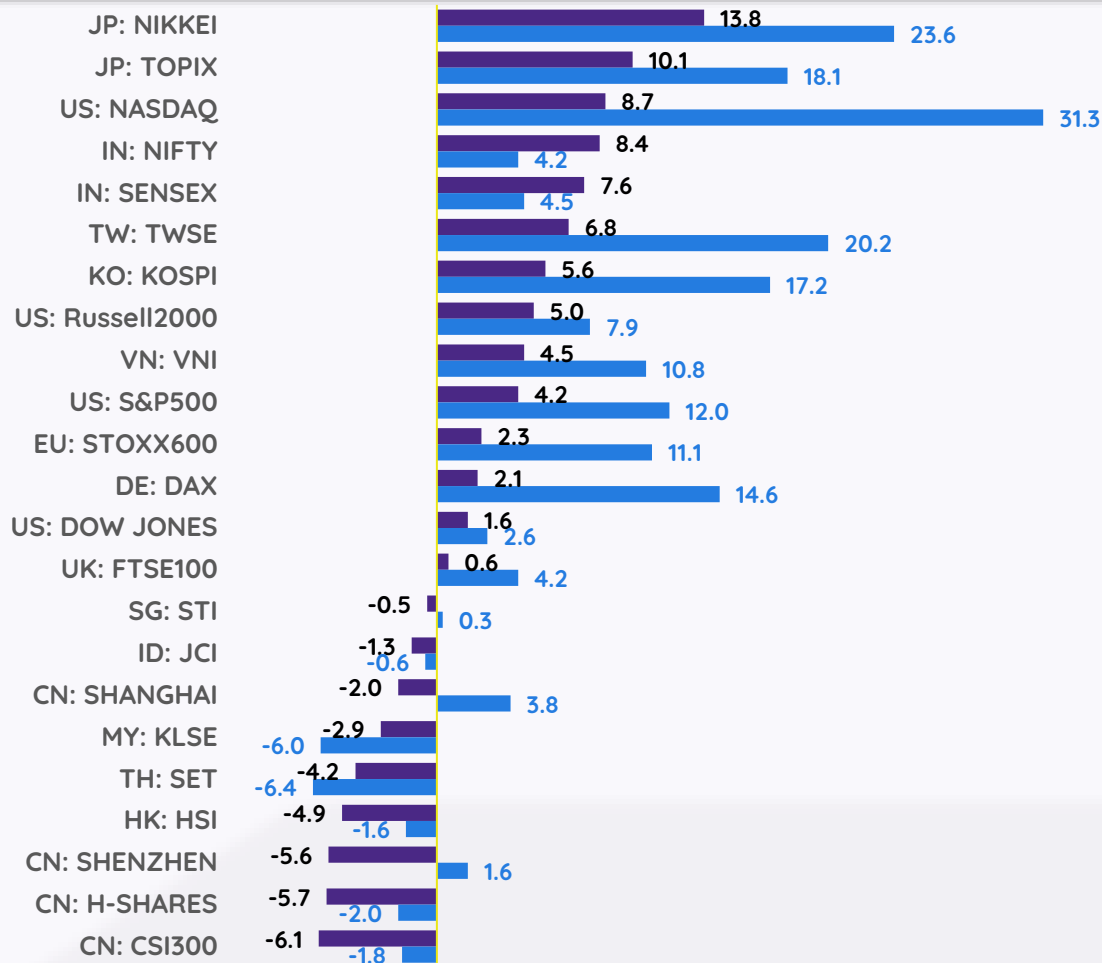
# ภาพรวมผลตอบแทนตลาดในช่วงที่ผ่านมา

อัตราผลตอบแทนรายสินทรัพย์ (%)



■ ผลตอบแทนตั้งแต่ไตรมาส 2 (QTD, %) ■ ผลตอบแทนตั้งแต่ต้นปี (YTD, %)

อัตราผลตอบแทนรายดัชนีตลาดหุ้น (%)



■ ผลตอบแทนตั้งแต่ไตรมาส 2 (QTD, %) ■ ผลตอบแทนตั้งแต่ต้นปี (YTD, %)

## มุมมองการลงทุนไตรมาส 3

ตลาดหุ้นทั่วโลกมีแนวโน้มผันผวนมากขึ้นต่อจากไตรมาสสองจากปัจจัยหลัก 2 ประการ ประการแรกคือเศรษฐกิจประเทศพัฒนาแล้วแสดงสัญญาณการชะลอตัวที่เร็วกว่าเดิม โดยเฉพาะยุโรปที่อาจเริ่มโตติดลบได้ในไตรมาสสามที่จะถึงนี้ ท่ามกลางเงินเฟ้อที่ยังอยู่ในระดับสูง บั่นทอนกำลังซื้อภาคครัวเรือนและกระทบต้นทุนของผู้ผลิต ประเด็นที่สองคือสภาพคล่องที่จะทยอยหายไปจากตลาดมากขึ้นตามมาตรการ tightening ของธนาคารกลางที่ยังดำเนินต่อไปจากการกู้เงินเพิ่มของกระทรวงการคลังสหรัฐฯ และจากปัญหาความตึงตัวด้านเครดิตระหว่างสถาบันการเงิน สัญญาณของสภาพคล่องที่หายไปจากสหรัฐฯ มากกว่าในภูมิภาคอื่นๆ จะหนุนให้ดอลลาร์สหรัฐฯ ทยอยแข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับสกุลหลัก

เรามองตลาดหุ้นประเทศพัฒนาแล้วมีโอกาสปรับฐานในไตรมาส 3 นี้ เมื่อเงินลงทุนที่ลดลงพร้อมกับความเสี่ยง recession จะกดดันให้นักลงทุนลดการลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยงผ่านการขายทำกำไรหุ้นที่ปรับขึ้นมาได้ตั้งแต่ต้นปี และหันไปหาสินทรัพย์ปลอดภัยที่ยังให้ผลตอบแทนสูงอยู่ เช่น พันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ด้านตลาดเกิดใหม่ในเอเชียก็มีทิศทางการชะลอตัวของภาคการผลิตและกำไรบริษัทจดทะเบียนเช่นเดียวกัน แต่ยังมีโอกาสทางการเติบโตที่สูงกว่าและจะหันมาพึ่งพาการเติบโตจากภายในภูมิภาคมากขึ้น ภาพตลาดหุ้นจึงจะผันตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป

สินทรัพย์ทางเลือกมีปัจจัยบวกเฉพาะตัวที่แตกต่างกัน เช่น โอกาสเกิดสภาวะ stagflation หรือปัญหาการเมืองระหว่างประเทศที่จะช่วยหนุนราคากองคำให้ปรับขึ้นได้ ในขณะที่การลดกำลังการผลิตของ OPEC+ ก็จะช่วยให้น้ำมันปรับตัวได้จากระดับปัจจุบัน แต่ทั้งสองสินทรัพย์จะถูกกดดันจากดอลลาร์ที่แข็งค่าขึ้น น้ำมันจึงเหมาะกับการซื้อขายทำกำไรระยะสั้น ขณะที่การถือทองคำจะช่วยลดความเสี่ยงจากเหตุการณ์ไม่คาดคิด มากกว่าลงทุนเพื่อเติบโตระยะยาว สำหรับตลาด REIT ความน่าสนใจของ REIT ไทยและเอเชียยังมีความน่าสนใจกว่าในประเทศพัฒนาแล้ว เนื่องจากมีทิศทางการฟื้นตัวของราคาและอัตราการปันผลที่ชัดเจน

## มุมมองการลงทุนรายสินทรัพย์ไตรมาสสาม

|                                         | Underweight | N | Overweight |
|-----------------------------------------|-------------|---|------------|
| <b>เงินสด/ สินทรัพย์เทียบเท่าเงินสด</b> |             |   |            |
| <b>ตราสารหนี้</b>                       |             |   |            |
| พันธบัตรรัฐบาล                          |             |   |            |
| ตราสารหนี้เอกชน Investment Grade        |             |   |            |
| ตราสารหนี้เอกชน High Yield (DM)         |             |   |            |
| <b>ตราสารทุน</b>                        |             |   |            |
| ตลาดพัฒนาแล้ว                           |             |   |            |
| สหรัฐอเมริกา                            |             |   |            |
| ยุโรป                                   |             |   |            |
| ญี่ปุ่น                                 |             |   |            |
| ตลาดกำลังพัฒนา / เอเชียไม่รวมญี่ปุ่น    |             |   |            |
| จีน                                     |             |   |            |
| ไทย                                     |             |   |            |
| <b>ตราสารทางเลือก</b>                   |             |   |            |
| ทองคำ                                   |             |   |            |
| สินค้าโภคภัณฑ์                          |             |   |            |
| Property/ REIT                          |             |   |            |





# สหรัฐฯ เห็นสัญญาณชะลอตัวแรงขึ้น พร้อมกับสภาพคล่องที่ลดลง เพิ่มความเสี่ยงตลาดผันผวน

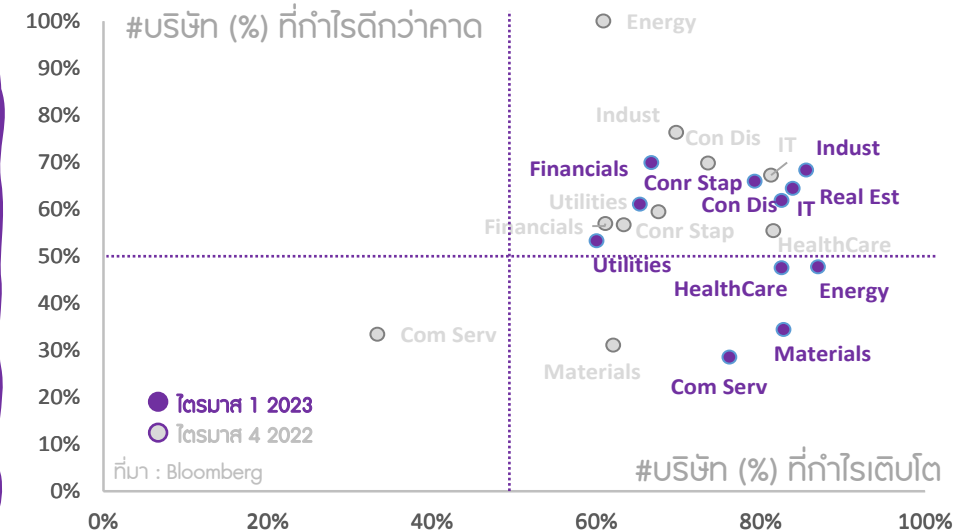
**UNDERWEIGHT:** สหรัฐฯ ยังเผชิญปัญหาเงินเฟ้อที่ชะลอลงช้ากว่าคาด ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยยังอยู่ในระดับสูง กดดันกำลังซื้อในเศรษฐกิจให้ชะลอลงเร็วกว่าเดิมในไตรมาสสาม และ GDP อาจขยายตัวติดลบได้ในไตรมาสสุดท้ายของปี ซึ่งจะเปิดโอกาสให้ FED ลดดอกเบี้ยในเวลาต่อมา นอกจากนี้ สภาพคล่องในเศรษฐกิจจะหายไปจากระบบมากขึ้น ทั้งจากมาตรการทางการเงินของ FED (tightening) ที่ต้องการลดขนาดงบดุล พร้อมๆ กับการออกพันธบัตรเพื่อกู้เงินของกระทรวงการคลังสหรัฐฯ หลังขยายเพดานเงินกู้สำเร็จ และจากภาวะตึงตัวทางเครดิต ที่เป็นผลพวงจากปัญหาความเชื่อมั่นของธนาคารพาณิชย์ก่อนหน้านี้ ล้วนแต่เป็นปัจจัยลบที่จะสร้างความผันผวนให้ตลาดปรับฐานได้ในไตรมาสสาม เนื่องจากข้อขายในมูลค่าที่แพงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต โดยเฉพาะดัชนี NASDAQ100 ของสหรัฐฯ ที่ปรับขึ้นมาด้วยหุ้นจำนวนน้อยของตลาด และเป็นเพียงกลุ่มเทคโนโลยีที่มีกระแสของ AI เท่านั้น

## POSITIVE FACTOR

- ตลาดหุ้นสหรัฐฯ ได้แรงหนุนจากหุ้นในกลุ่มเทคโนโลยี โดยเฉพาะกลุ่มผู้พัฒนา AI ที่ได้รับการปรับคาดการณ์การเติบโตขึ้น
- ความเชื่อมั่นด้านการจ้างงานและค่าจ้างในอนาคตยังอยู่ในระดับดี สนับสนุนกำลังซื้อที่ยังเติบโตได้ โดยเฉพาะในภาคบริการ

## RISK FACTOR

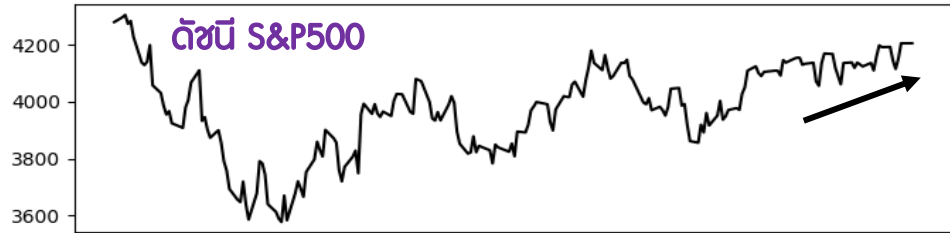
- สภาพคล่องที่กำลังจะหายไปออกจากเศรษฐกิจจำนวนมาก ในช่วงครึ่งปีหลัง
- แรงขายทำกำไรหุ้นกลุ่มเทคโนโลยีจำนวนมาก ที่ทิศทางการเคลื่อนไหวแตกต่างจากตลาดโดยรวม เมื่อมีปัจจัยเสี่ยงใหม่
- ประเด็นพิพาทระหว่างสหรัฐฯ กับจีน ด้านการแข่งขันทางเทคโนโลยีหนักขึ้น
- ตัวเลขเงินเฟ้ออาจเร่งตัวขึ้นได้ หากราคาลงงานปรับเพิ่มขึ้นในช่วงที่เริ่มเข้าใกล้หน้าหนาวอีกครั้ง



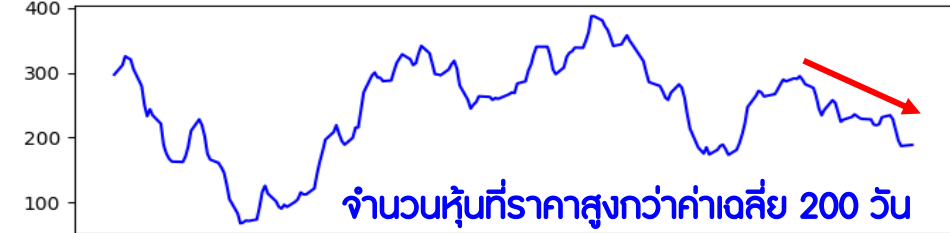


# กลุ่ม Big Tech กำลังฉายภาพใกล้เคียงวิกฤติ dot-com ขาดเพียงปัจจัยลบที่ก่อให้เกิด Sell Off

ตลาดหุ้นสหรัฐฯ ปรับตัวขึ้นได้ต่อเนื่องในไตรมาสสอง จากการแสวงหาการลงทุนในกลุ่มบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับ “AI” และกลุ่ม “Big Tech” เป็นผู้นำที่หนุนดัชนีขึ้น โดยหุ้นเพียงเจ็ดตัวมีผลต่อดัชนีถึง 88% ในขณะที่หุ้นที่เหลือส่วนใหญ่ในดัชนียังไม่ได้อยู่ในภาพขาขึ้นที่ชัดเจน ภาพดังกล่าวนี้อาจกำลังเข้าใกล้ภาวะฟองสบู่หุ้นเทคโนโลยีที่เคยเกิดขึ้นในปี 2000 (Dot-Com) และเคยกดดันตลาดต่อเนื่องไปถึง 2 ปี

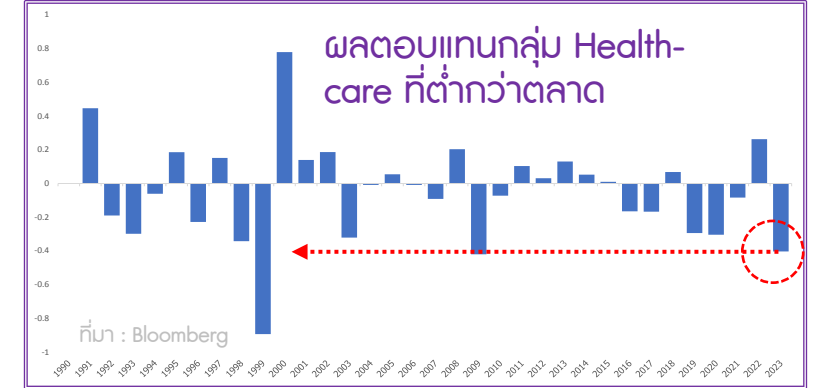


ที่มา : Yahoo Finance



ที่มา : Bloomberg ณ วันที่ 9 มิถุนายน 2566

| Name              | % Chg YTD |
|-------------------|-----------|
| APPLE             | 39.68 %   |
| MICROSOFT         | 36.90 %   |
| NVIDIA            | 165.37 %  |
| AMAZON            | 46.94 %   |
| TESLA             | 98.41 %   |
| META (FACEBOOK)   | 120.17 %  |
| ALPHABET (GOOGLE) | 38.54 %   |
| S&P 500 Index     | 11.96 %   |



## คล้ายที่ 1

- ก่อนวิกฤติ dot-com หุ้นกลุ่มเทคโนโลยีได้รับความนิยมนักลงทุนพัฒนาของ internet และปรับตัวขึ้นอย่างต่อเนื่อง ในช่วงที่นโยบายการเงินเป็นแบบผ่อนคลาย ดอกเบี้ยต่ำ ก่อนถูกขายอย่างรุนแรงเมื่อดอกเบี้ยกลับเป็นขาขึ้น
- การฟื้นตัวของตลาดครั้งรุนแรงหลังปรับลงแรง เกิดจากกลุ่มหุ้นกลุ่มเดิม ที่ยังได้รับความสนใจจากนักลงทุน เห็นว่าหุ้นถูกลงมามาก และกลับเข้าไปซื้อ ตลาดจึงปรับขึ้นได้ จากหุ้นเพียงไม่กี่ตัวเช่นเดิม

## คล้ายที่ 2

- นักลงทุนหุ้นสหรัฐฯ มักจะหมุนการลงทุนระหว่างหุ้นในอุตสาหกรรมต่างๆ เมื่อเห็นว่ากลุ่มใดกลุ่มหนึ่งมีราคาถูกลง หรือให้ผลตอบแทนต่ำกว่าตลาด (laggard) จนเกินไป แต่ในช่วงที่เกิดฟองสบู่หุ้นเทคโนโลยี Dot-com ตลาดได้ถึงความสนใจในหุ้นกลุ่ม Healthcare และหุ้นขนาดเล็ก (small-cap) จนผลตอบแทนแตกต่างจากตลาดโดยเฉลี่ยอย่างผิดปกติ
- หุ้น Healthcare และหุ้นเล็กปัจจุบันอยู่ในสถานะใกล้เคียงการปรับฐานในอดีต



# ยุโรปยังมีแนวโน้มชะลอตัวต่อเนื่อง จากผลกระทบของเงินเฟ้อสูงและดอกเบี้ยที่เป็นขาขึ้น

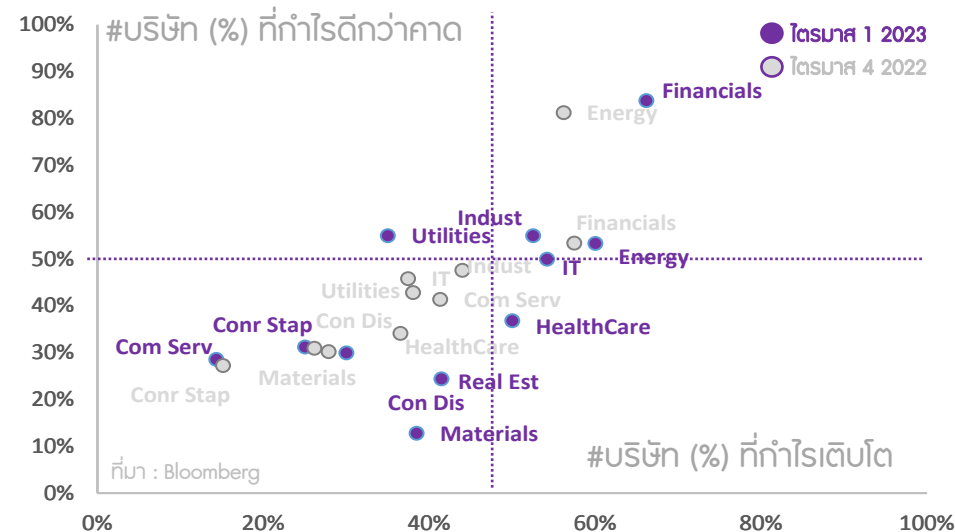
**UNDERWEIGHT:** ภาคการผลิตอุตสาหกรรมในยุโรปชะลอตัวลงอย่างชัดเจน ในขณะที่เศรษฐกิจขนาดใหญ่ยังมีความเสี่ยงจากสภาวะถดถอย (GDP หดตัว) ตามประมาณการของ IMF จากผลกระทบของอัตราเงินเฟ้อที่ยังอยู่ในระดับสูงและทิศทางดอกเบี้ยที่คาดว่าจะปรับขึ้นอีกราว 2 ครั้ง ซึ่งเป็นสองปัจจัยหลักกดดันภาวะการบริโภคและการลงทุนในภูมิภาคยุโรป มีเพียงภาคบริการและตลาดแรงงานที่ยังแข็งแกร่งในช่วยหนุนฝั่งอุปสงค์ไว้ แต่อาจชะลอลงได้ในช่วงปลายปีเช่นกัน ภาพรวมของตลาดจึงขาดปัจจัยบวกใหม่ ที่จะช่วยหนุนให้ทำไรบริษัทจดทะเบียนฟื้นตัวได้ในระยะใกล้ ด้านผลประกอบการของตลาดยังทำได้ไม่ดีมากนักในไตรมาสแรกและยังมีโอกาสถูกปรับลดคาดการณ์ลงอีกในครึ่งปีหลัง อย่างไรก็ดี ตลาดยุโรปยังมีจุดแข็งในด้าน valuation ที่ซื้อขายในราคาถูกลงกว่าตลาดโลกค่อนข้างมาก หากมองจากค่า P/E ล่วงหน้า 12 เดือน ที่อยู่ต่ำกว่าเฉลี่ยราว 1 SD

## POSITIVE FACTOR

- นักวิเคราะห์ประเมินทำไรในไตรมาสสาม ยังมีโอกาสขยายตัวเป็นบวกได้
- มูลค่าการซื้อขายยังอยู่ในระดับที่ถูกมากเมื่อเทียบกับประเทศพัฒนาด้วยกัน โดยเฉพาะอังกฤษและเยอรมนี
- กลุ่มเทคโนโลยี กลุ่มการท่องเที่ยว พักผ่อนและกลุ่มผู้ให้บริการด้านการเงิน ยังมีโอกาสเติบโตสูง และเป็นผู้นำตลาด

## RISK FACTOR

- อัตราเงินเฟ้ออยู่สูงกว่าเป้าหมาย 2% ค่อนข้างมาก กดดันให้ ECB ต้องขึ้นดอกเบี้ยต่อไปและจะมีความเสี่ยงเพิ่มขึ้นหากราคาลงงานกลับมาเป็นขาขึ้นอีกครั้งในช่วงครึ่งปีหลัง ก่อนฤดูหนาว
- ปัญหาภาคธนาคารยังคงอยู่ทั้งในสหรัฐฯ และยุโรป ซึ่งเป็นความเสี่ยงร่วมกันทั้งด้านความเชื่อมั่นและด้านสภาพคล่องที่จะลดลง ตามมาตรการด้านการปล่อยสินเชื่อที่เข้มงวดขึ้น





# ญี่ปุ่นมีภาพการฟื้นตัวภายในที่ชัดเจนมากขึ้น แต่ยังคงมีความเสี่ยงจากปัจจัยภายนอก

**NEUTRAL:** ดัชนี Nikkei ญี่ปุ่นทำจุดสูงสุดใหม่ในรอบกว่าสามสิบปี ท่ามกลางปัจจัยบวกทางเศรษฐกิจใหม่ที่แตกต่างจากช่วงทศวรรษที่ผ่านมา จึงมีโอกาสดัชนีจะขยับกรอบการซื้อขายไปสู่ระดับที่สูงขึ้นได้หากในช่วงครึ่งปีหลัง 2023 ยังคงได้แรงหนุนจากภาคบริการที่ฟื้นตัวดี นโยบายการเงินเชิงผ่อนคลายของ BOJ และ fund flow ที่ไหลเข้ามาหนุนตลาดต่อเนื่องจนจบปี 2023

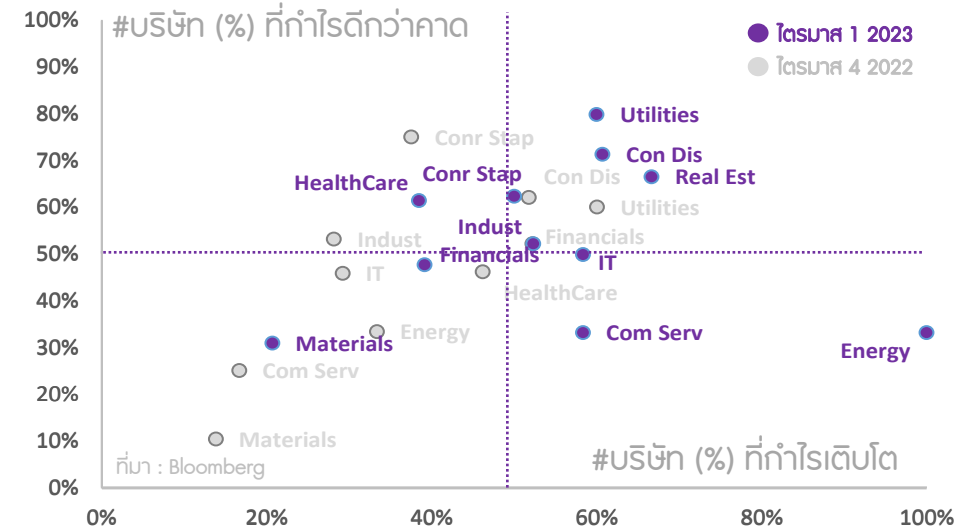
ถ้าไรบริษัทจดทะเบียนยังอยู่ในแนวโน้มที่ดี บริษัทส่วนใหญ่ยังทำได้ดีขึ้นจากปีที่แล้ว และถึงแม้ว่านักวิเคราะห์ยังมองอัตราดอกเบี้ยในอนาคตกว่าต่ำลง แต่ก็ยังเป็นภาพที่ดีกว่าช่วงต้นปี และมีโอกาสที่จะฟื้นตัวได้ตามข้อมูลเศรษฐกิจเชิงบวก หากมองเชิงมูลค่า ตลาดญี่ปุ่นซื้อขายในระดับที่แพงขึ้น แต่ยังคงอยู่ในระดับใกล้เคียงกับกลุ่มประเทศพัฒนาแล้วด้วยกัน

## POSITIVE FACTOR

- สัญญาณการฟื้นตัวมีความชัดเจนมากขึ้น ทั้ง PMI ภาคการผลิตที่กลับมาเป็นบวก มุมมองเชิงบวก และความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ดีขึ้นมา พร้อมกับการเติบโตค่าจ้างแรงงานที่ดีที่สุดในรอบสามสิบปี
- พัฒนาการด้านความโปร่งใสของตลาดทุนในญี่ปุ่นยังดีขึ้นต่อเนื่อง เพิ่มความน่าลงทุนและดึงดูดเม็ดเงินลงทุนต่างชาติเข้าสู่บริษัทที่เติบโตดี มีคุณภาพสูง

## RISK FACTOR

- BOJ อาจปรับนโยบายการเงินในส่วน of Yield Curve Control ลงเร็วกว่าที่คาด หากนโยบายเดิมส่งผลกระทบต่อตลาดพันธบัตรและค่าเงินมากเกินไป
- ผลประกอบการของบริษัทญี่ปุ่นมีความผูกพันกับอัตราการเติบโตของเศรษฐกิจโลกค่อนข้างมาก ซึ่งอาจจะล่อตัวตามกันได้ หากเศรษฐกิจโลกชะลอตัวเร็วกว่าคาด

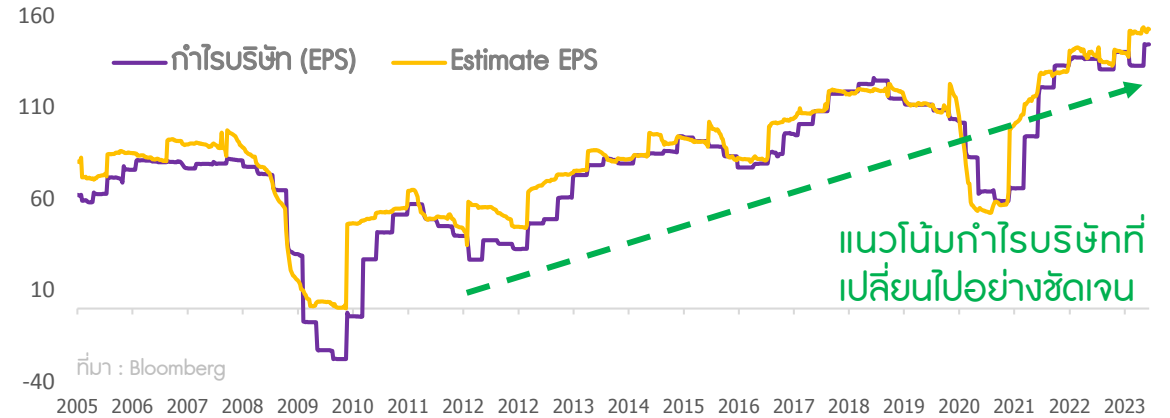
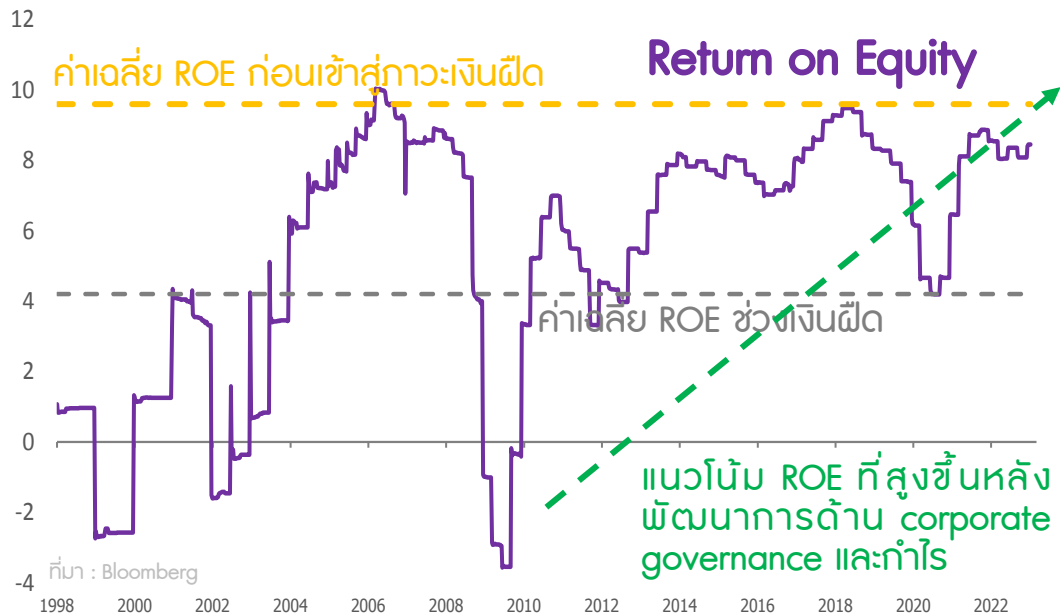




# ภาพการเปลี่ยนแปลงสำคัญที่เกิดขึ้นในญี่ปุ่น หลังเศรษฐกิจกลับมาเผชิญเงินเฟ้อสูงได้อีกครั้ง

การปรับมาตรการ Yield Curve Control ของธนาคารกลางญี่ปุ่นเปรียบเสมือนสัญญาณไปยังเศรษฐกิจให้เตรียมพร้อมอยู่กับเงินเฟ้อและการเติบโตที่สูงขึ้น

- คล้ายกับ “การลดการผ่อนคลายทางการเงิน” เพื่อต่อสู้กับเงินเฟ้อที่สูงขึ้นเช่นเดียวกับธนาคารกลางอื่นทั่วโลก
- แต่จุดเริ่มต้นของมาตรการ YCC นั้น เกิดมาเพื่อเป้าหมายการสร้างเงินเฟ้อ และเมื่อเงินเฟ้อมาถึง ความจำเป็นของ YCC ลดลง และจะยกเลิกเมื่อมั่นใจได้ว่าเงินเฟ้อจะไม่หายไปอีกเหมือนที่ผ่านมา



**Mindset ที่เปลี่ยนไปของภาคเอกชน จะเปลี่ยนเป็นการเติบโตในอนาคตและอันสงสัยต่อตลาดหุ้นที่น่าลงทุนมากขึ้น**

- ภาคครัวเรือนและภาคธุรกิจจะมองกลไกราคาที่แตกต่างกัน เป็นตัวนำให้ผลิตภาพแรงงานสูงขึ้น ครัวเรือนจะมีรายได้เพิ่มขึ้น ภาคธุรกิจมีความต้องการลงทุนมากขึ้น ควบคู่ไปกับอำนาจต่อรองของแรงงานเพื่อขึ้นค่าแรงให้สอดคล้องกัน
- ตลาดญี่ปุ่นมีพัฒนาการด้านธรรมาภิบาลและความโปร่งใสดีขึ้นมากในช่วง 10 การกลับมาเผชิญเงินเฟ้อและการเติบโตอีกครั้ง อาจช่วยให้ ROE กลับไปสู่ระดับเดิมก่อนเผชิญเงินฝืด และหนุนให้ซื้อขายในกรอบมูลค่า (PE multiple) ที่สูงขึ้นได้
- คนญี่ปุ่นจะหันเข้าหาการลงทุนในตลาดทุนมากขึ้น เพราะการถือเงินสดหรือฝากธนาคารไว้เฉยๆ จะไม่ตอบโจทย์เหมือนในช่วงเงินฝืดอีกต่อไป และจะถูกบีบให้หาตัวเลือกการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนชนะเงินเฟ้อได้





# เอเชียได้รับผลกระทบจากการชะลอตัวของ DM แต่อุปสงค์ภายในจะยังช่วยหนุนกลับมาได้

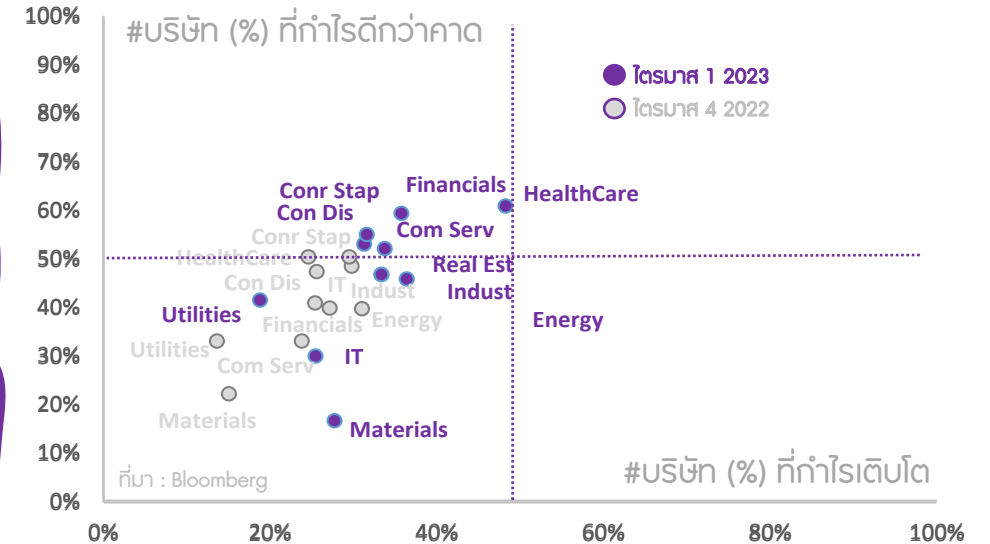
**NEUTRAL:** กลุ่มเอเชีย (ไม่รวมญี่ปุ่น) ยังฟื้นตัวได้อย่างค่อยเป็นค่อยไป นำโดย จีน อินเดีย และอินโดนีเซีย ที่มีกำลังซื้อภายในประเทศขนาดใหญ่สนับสนุนอยู่ และยังมีอัตราการเติบโตอยู่สูงกว่ากลุ่ม DM อย่างไรก็ดี เศรษฐกิจสหรัฐฯ และยุโรปที่คาดว่าจะอ่อนแอลงต่อเนื่องในไตรมาส 3 จะเป็นปัจจัยกดดันเชิง sentiment ไปยังตลาดทั่วโลก รวมถึงเอเชีย ความเสี่ยงดังกล่าวจะบีบให้นักลงทุนคงสินทรัพย์ไว้ในสกุลเงินหลักอย่างดอลลาร์สหรัฐฯ มากกว่าจะไหลออกมายังตลาดเกิดใหม่ในเอเชีย แต่จุดที่น่าสนใจสำหรับตลาดเอเชียคือ มูลค่าตลาดที่ถูกร่วงในอดีตค่อนข้างมาก โดยเฉพาะในกลุ่มอาเซียน ทำให้ความเสี่ยงขาลงต่ำกว่าตลาดอื่น ขาดเพียงปัจจัยบวกใหม่ที่จะทำให้ให้นักลงทุนกลับมาซื้อหุ้นอีกครั้ง ซึ่งคาดว่าจะการฟื้นตัวของจีนและการเปิดประเทศเต็มรูปแบบจะเป็นตัวหนุนหลักของภูมิภาคได้อีกครั้งในช่วงปลายปี

## POSITIVE FACTOR

- มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจจากจีน จะส่งต่อานิสงค์ไปยังประเทศกลุ่มเอเชียได้ทั้งด้านความเชื่อมั่น ค่าขายและลงทุน
- เงินเฟ้อในเอเชียคลี่คลายลงมากแล้ว ธนาคารกลางส่วนใหญ่จึงยุติการขึ้นดอกเบี้ย และอาจเริ่มผ่อนคลายเป็นช่วยพยุงเศรษฐกิจ
- ซื้อขายด้วยมูลค่า P/E ที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปี ขณะที่ GDP โตกว่า 5%

## RISK FACTOR

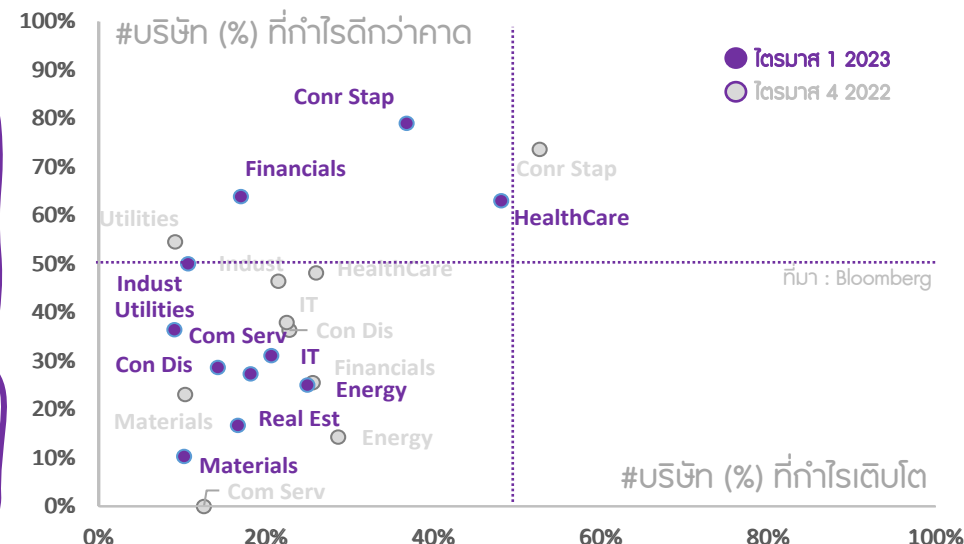
- ตลาดเกาหลีใต้และไต้หวันที่ถูกพันกับสินค้ากลุ่มเทคโนโลยี เป็นส่วนใหญ่ ซื้อขายด้วยมูลค่าค่อนข้างแพงและอ่อนไหวต่อปัญหาด้าน supply chain ได้ง่าย เช่น ชิปแพคเกจและการแบนสินค้าระหว่างจีนกับสหรัฐฯ หรือการขาดแคลนวัตถุดิบ
- หากเศรษฐกิจสหรัฐฯ และยุโรปชะลอลงเร็วกว่าที่คาด แรงเทขายสินทรัพย์เสี่ยงโดยรวมจะกดดันหุ้นในฝั่งเอเชียเช่นกัน
- หากราคาลงปรับตัวขึ้นได้อีกครั้ง เงินเฟ้อใน EM เอเชียจะกลับแรงตัวและกลายเป็นความเสี่ยงค่าเงินได้





# ตลาดจีนหันมาเน้นการฟื้นตัวจากพื้นฐานในประเทศมากขึ้น ลุ้นกำไรกลับมาเป็นขาขึ้นได้ปลายปี

**NEUTRAL:** การชะลอตัวของจีนส่วนใหญ่ยังแย่กว่าที่ตลาดคาดไว้ โดยเฉพาะในส่วนของการผลิตอุตสาหกรรมและการส่งออกที่อ่อนแอตามเศรษฐกิจภายนอก จำเป็นต้องพึ่งพาอุปสงค์ภาคบริการและการท่องเที่ยวจากการเปิดเมืองเป็นแกนหลักเพื่อพยุงความเชื่อมั่นด้านการบริโภคภายในประเทศต่อไปอีกไตรมาสหนึ่ง ก่อนที่จะฟื้นตัวแบบทั่วถึงไปยังอุตสาหกรรมส่วนใหญ่ได้ในช่วงปลายปี พร้อมๆ กับมาตรการกระตุ้นจากภาครัฐและการผ่อนคลายทางการเงิน ตลาดจีนจึงจะเริ่มน่าสนใจอีกครั้งตาม ROE ที่สูงขึ้นและมูลค่าที่ถูกว่าค่าเฉลี่ย ความสัมพันธ์จีนกับสหรัฐฯ ยังเป็นปัจจัยหลักที่สร้างความผันผวนระยะสั้นเมื่อมีมาตรการตอบโต้ระหว่างกัน เช่น การแบนสินค้าของอีกฝั่ง ดังนั้น การลงทุนจึงเน้นไปที่หุ้น A-Shares ที่ได้านิสงค์จากการฟื้นตัวในประเทศและมาตรการกระตุ้นจากภาครัฐมากกว่า



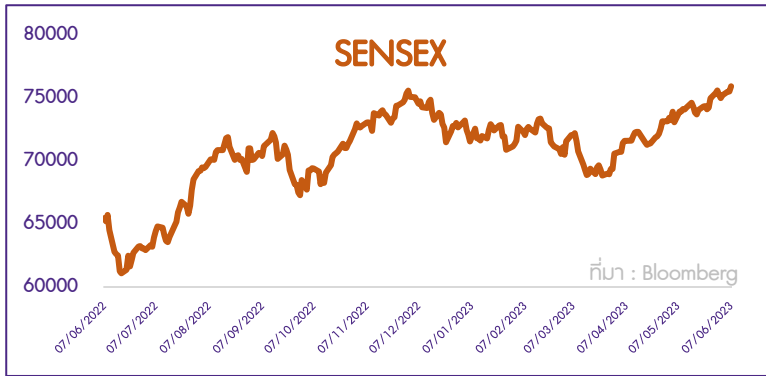
## POSITIVE FACTOR

- หุ้นจีนมักได้อานิสงค์จากการปรับฐานของหุ้นสหรัฐฯ และการปรับนโยบายการเงินของ FED จากความสัมพันธ์ที่ต่ำเป็นตลาดเติบโตสูง และมูลค่าต่ำกว่า
- มีเครื่องมือในการรับมือการชะลอตัวทางเศรษฐกิจค่อนข้างมาก ทั้งด้านการคลังในการเพิ่มโครงการโครงสร้างพื้นฐาน และการผ่อนคลายนโยบายการเงินผ่านสภาพคล่องและการลดดอกเบี้ย

## RISK FACTOR

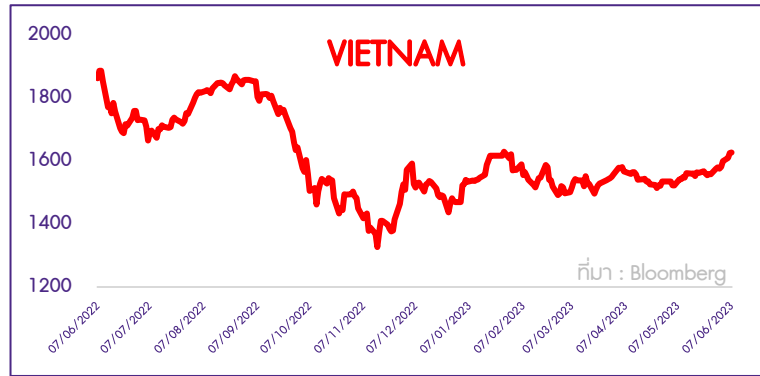
- ความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์และข้อพิพาทระหว่างมหาอำนาจทางเทคโนโลยีจีนกับสหรัฐฯ ซึ่งจะทำให้ Supply chain บางส่วนถูกรบกวนอย่างต่อเนื่องและสร้างความผันผวนระยะสั้นให้กับตลาด
- มาตรการจากภาครัฐอาจมาช้าและน้อยกว่าที่คาด เนื่องจากจีนดำเนินนโยบายแบบตั้งเป้าหมายการเติบโต และเลือกอุตสาหกรรมที่จะได้รับการสนับสนุนมากกว่าเป็นการกระตุ้นในภาพรวม

# มุมมองการลงทุนตลาดหุ้นเอเชียในไตรมาส 3

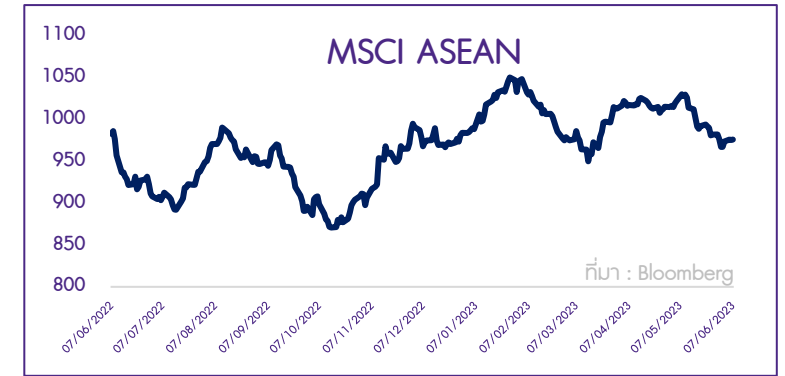


**INDIA (Neutral)** กำไรบริษัทจดทะเบียนไตรมาสที่ผ่านมาดีกว่าที่ตลาดคาดเล็กน้อย ขณะที่ความเชื่อมั่นของภาคธุรกิจยังอยู่ในระดับดี ถึงแม้จะเริ่มเห็นสัญญาณชะลอตัวลงเช่นเดียวกับในภูมิภาค แต่ปัจจัยบวกดังกล่าวอาจสะท้อนในราคาปัจจุบันไปแล้ว เนื่องจากตลาดอินเดียซื้อขายด้วยมูลค่าที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตและถือว่าแพงเมื่อเทียบกับประเทศในกลุ่ม Emerging ด้วยกัน สอดคล้องกับเบ็ดเงินไหลเข้าตลาดที่ชะลอลงอย่างชัดเจน จึงมีแนวโน้มที่จะเข้าสู่การปรับฐานเพื่อลดมูลค่าใกล้เคียงกับประเทศ Emerging อื่นที่มีการเติบโตใกล้เคียงกัน

ที่มา : Bloomberg ข้อมูล ณ วันที่ 7 มิ.ย. 2566



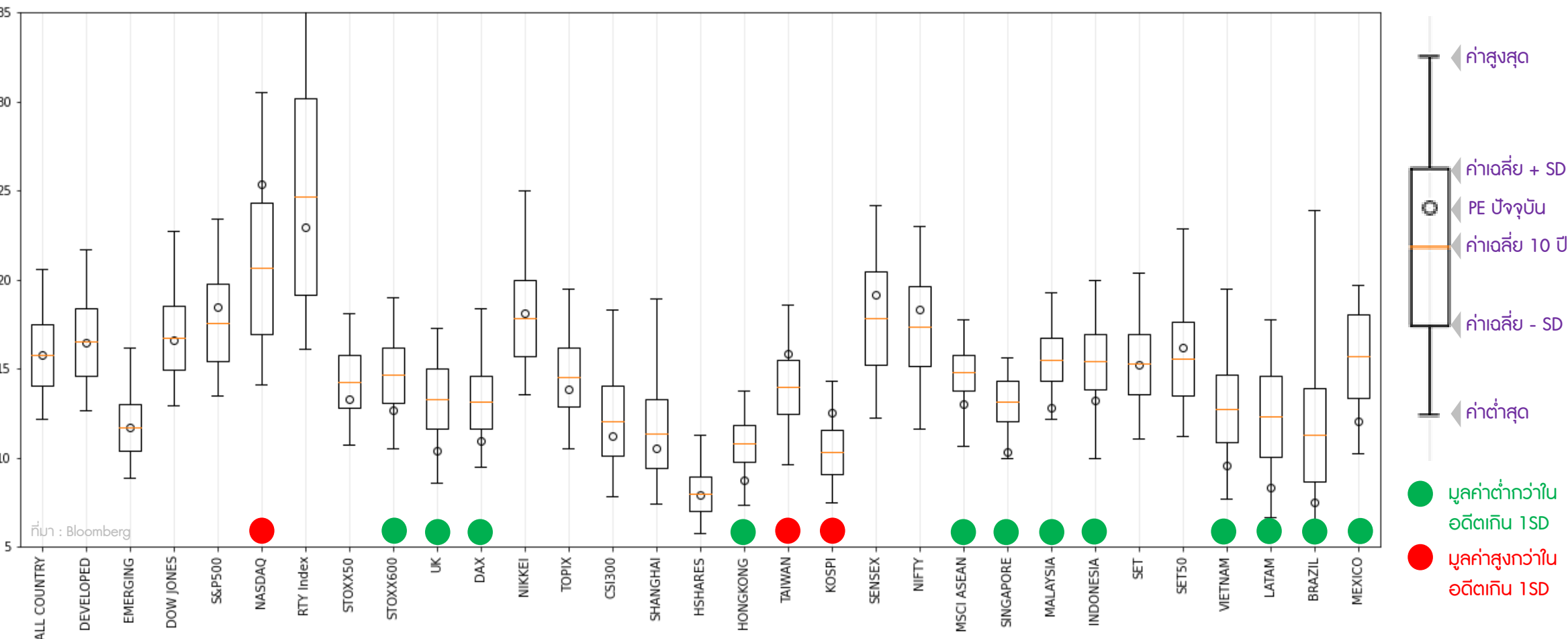
**VIETNAM (Overweight)** ดัชนีตลาดเวียดนามเริ่มเห็นสัญญาณการฟื้นตัวที่แข็งแกร่งและกลับมาอยู่ในโมเมนตัมที่ดีอีกครั้ง จุดแข็งหลักของเวียดนามยังเป็นโอกาสทางการเติบโตในอนาคตจากแรงหนุนของ FDI ที่ช่วยยกระดับกำลังซื้อคนในประเทศ สังเกตได้จากธุรกิจใหม่จากต่างชาติที่มุ่งเน้นกำไรจากการขายสินค้ามากกว่าการตั้งฐานการผลิต เช่น Apple Online Store หรือค่ายรถยนต์ BYD และหากมองที่ valuation ตลาดปัจจุบัน ยังต่ำกว่าค่าเฉลี่ยเดิมและไม่แพงเมื่อเทียบกับตลาดอื่นในภูมิภาคอาเซียน มีเพียงความเสี่ยงจากตลาดตราสารหนี้ ที่ยังมีผลกระทบโดยตรงต่อภาพรวมเศรษฐกิจอย่างจำกัด เราจึงมองเป็นจังหวะที่ดีในการเริ่มสะสมหุ้นเวียดนาม



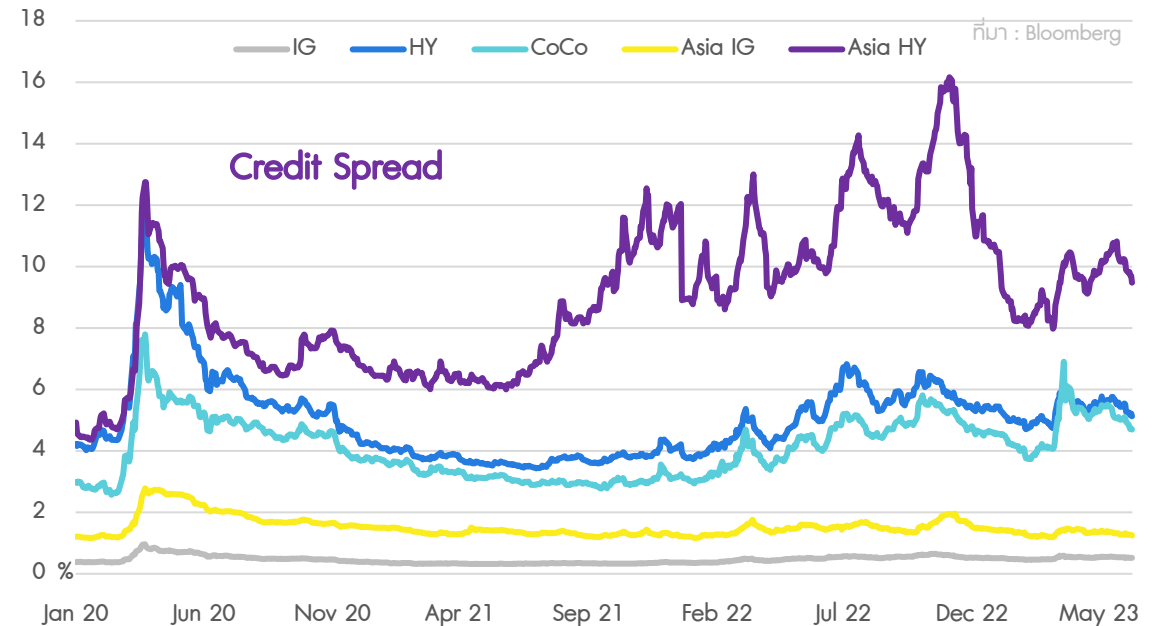
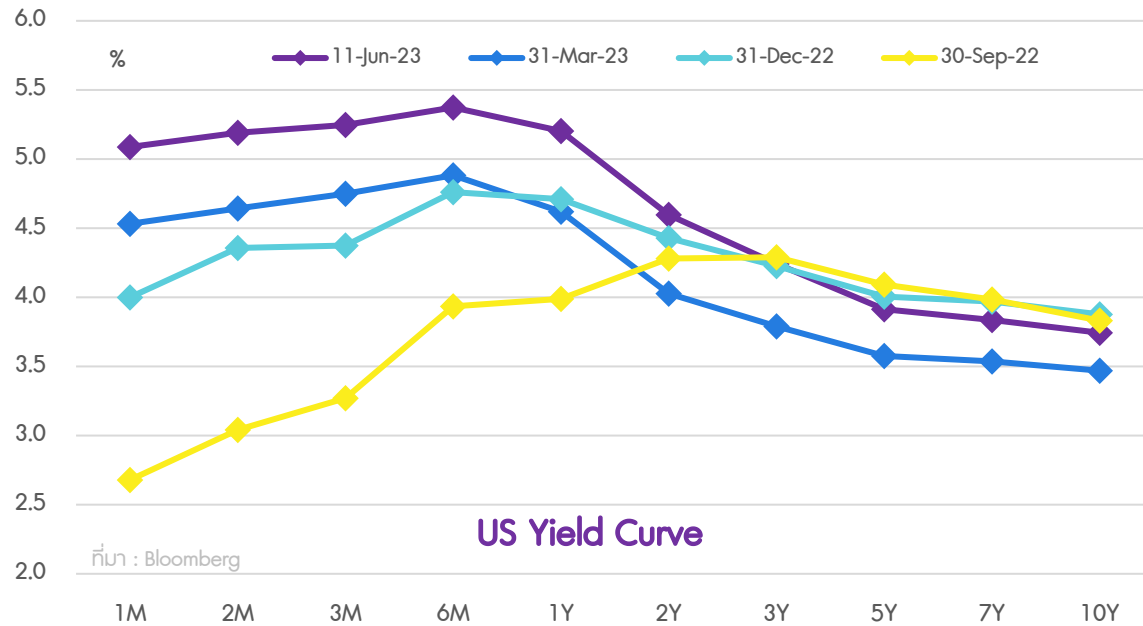
**ASEAN (Neutral)** ตลาดอาเซียนจัดอยู่ในหุ้นกลุ่ม laggard ที่มี valuation ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตอยู่มากและบางประเทศยังมีศักยภาพการเติบโตได้ดีกว่า 5% อย่างมาเลเซียและอินโดนีเซีย ด้านเงินเฟ้อชะลอเร็วอยู่ในระดับควบคุมได้ ช่วยลดความเข้มงวดของนโยบายการเงินในอนาคต ในขณะที่สามในสี่ของอาเซียน 4 เริ่มเห็นสัญญาณการปรับคาดการณ์กำไรในเชิงบวกมากขึ้น โดยยังหวังผลเชิง sentiment ที่ดีขึ้นจากการเปิดประเทศของจีนได้ในครึ่งหลังของปีนี้ อย่างไรก็ดี กลุ่มอาเซียนมีความเสี่ยงจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจภายนอกอยู่มากและยังขาด fund flow จากต่างชาติเข้ามาช่วยหนุนให้ตลาดขึ้นได้

# เปรียบเทียบมูลค่าตลาดด้วย FORWARD P/E RATIO ล่วงหน้า 12 เดือน คำนวณย้อนหลัง 10 ปี

ตลาดหุ้นทั่วโลกในปัจจุบัน (อ้างอิงดัชนี MSCI All Country World Index) ซ้ำขายในระดับ valuation เดียวกันกับค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปี ที่ P/E ราว 16 เท่า แต่หากมองแยกเป็นรายภูมิภาคจะมีภาพที่ต่างกันอย่างสิ้นเชิง กลุ่มที่ถือว่ามูลค่าแพงเมื่อเทียบกับ 10 ปีที่ผ่านมา คือตลาดที่มีสัดส่วนของหุ้นเทคโนโลยีสูง ประกอบด้วย NASDAQ100 เกาหลีใต้ และไต้หวัน ในขณะที่ตลาดยุโรป เอเชีย และละตินอเมริกาซื้อขายที่มูลค่าต่ำกว่าค่าเฉลี่ยอยู่ค่อนข้างมาก



# บอนด์ยังนำลงทุนจากยิลด์ปัจจุบันที่สูงกว่าแต่ก่อนมาก โดยเฉพาะบอนด์ภาครัฐที่เสี่ยงต่ำ



**Overweight:** ตลาดตราสารหนี้ยังให้ผลตอบแทนที่ดีและนำลงทุน เพื่อเตรียมรับกับวัฏจักรดอกเบี้ยขาขึ้นที่คาดว่าจะเริ่มเกิดขึ้นในปลายปีนี้ เรายังให้ความสำคัญกับพันธบัตรของภาครัฐมากที่สุด เนื่องจากรองรับความเสี่ยงเศรษฐกิจถดถอยได้ดี ด้านหุ้นภาคเอกชนคุณภาพดี (investment grade) ยังเป็นจุดที่ลงทุนได้ แต่จะมีความผันผวนมากขึ้น เมื่อข้อมูลเศรษฐกิจเริ่มออกมาแย่กว่าคาด ทั้งนี้ เรายังคงแนะนำให้หลีกเลี่ยงการลงทุนในกลุ่ม High Yield ของประเทศพัฒนาแล้ว จากความเสี่ยงเศรษฐกิจถดถอยที่เพิ่มมากขึ้น

## POSITIVE FACTOR

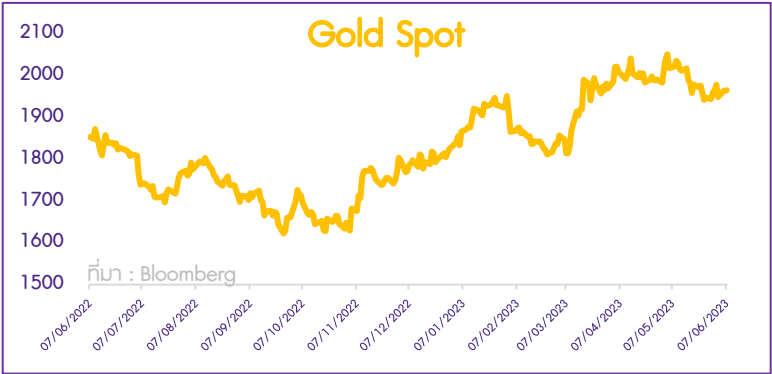
- เศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงเร็ว จะบีบให้ FED ต้องพิจารณาการปรับลดดอกเบี้ยนโยบาย หนุนรอบขาขึ้นของตลาดพันธบัตร โดยเฉพาะพันธบัตรภาครัฐที่มีความเสี่ยงต่ำ และได้รับผลกระทบจากเศรษฐกิจชะลอตัวน้อย
- ระดับอัตราผลตอบแทนในปัจจุบันสูงกว่าในอดีตค่อนข้างมาก ความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นในครึ่งปีหลัง หรือแรงเทขายสินทรัพย์เสี่ยงจะช่วยดึงเม็ดเงินมายังตลาดตราสารหนี้ได้มากขึ้น

## RISK FACTOR

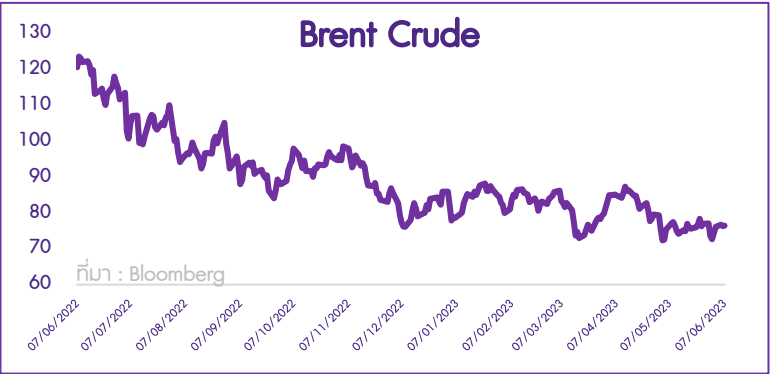
- เงินเฟ้อที่ชะลอตัวลงช้าและตลาดแรงงานที่แข็งแกร่งต่อเนื่อง อาจกดดันให้ FED ต้องขึ้นดอกเบี้ยมากกว่าตลาดคาดไว้ รวมถึงสภาวะตกใจจากการออกพันธบัตรปริมาณมากของกระทรวงการคลังสหรัฐฯ
- ในช่วงเวลาที่ Yield Curve ปรับกลับมาเป็นปกติ (หายจากการ invert) หลังเกิด recession ที่ผ่านมามักจะทำให้ยิลด์ตัวกลางถึงยาว (5-10 ปี) ปรับขึ้นจากระดับปัจจุบันได้



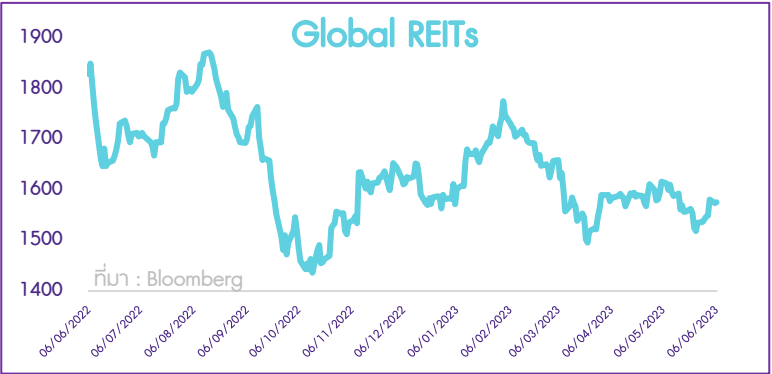
# มุมมองสินทรัพย์ทางเลือกในไตรมาส 3



**GOLD (Neutral)** สภาพคล่องในสหรัฐฯ ที่กำลังลดลงจากมาตรการ tightening ของ FED พร้อมกับการขยายพันธบัตรของกระทรวงการคลังจำนวนมากอาจหนุนให้เงินดอลลาร์สหรัฐมีทิศทางแข็งค่าขึ้นได้ กลายเป็นปัจจัยหลักกดดันราคาทองคำ อีกทั้งราคาที่ปรับตัวขึ้นมาอย่างโดดเด่นนับตั้งแต่ต้นปี จะทำให้มีแรงเทขายทำกำไรออกมาเมื่อราคาใกล้ระดับ \$2,000 เนื่องจากตลาดทองคำยังขาดปัจจัยบวกใหม่ จึงคงมุมมองกรอบการซื้อขายทองคำในไตรมาส 3 ที่ระดับ \$1,920 – \$2,000 ต่อออนซ์ โดยยังแนะนำให้ลงทุนทองคำบางส่วน เพื่อรองรับปัจจัยเสี่ยงที่คาดเดาได้ยาก เช่น ความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์



**COMMODITY (Neutral)**ราคาน้ำมันได้รับปัจจัยหนุนจากการลดกำลังการผลิตของ OPEC+ ตั้งแต่เดือนพ.ค. และมีการลดโดยสมัครใจเพิ่มอีกจากซาอุดีในเดือนก.ค. ซึ่งทำให้มีโอกาสดเกิดการขาดดุลน้ำมันมากขึ้นในช่วงครึ่งปีหลัง แต่ตลาดยังให้น้ำหนักกับปัจจัยลบด้านเศรษฐกิจชะลอตัวและการเข้าสู่ภาวะถดถอยของกลุ่มประเทศพัฒนาแล้วและจีนเช่นกัน รวมไปถึงแนวโน้มการแข็งค่าของดอลลาร์สหรัฐ ที่กดดันราคาสินค้าโภคภัณฑ์โดยรวม จึงมองทิศทางราคาน้ำมันปรับตัวได้อย่างช้าๆ และจะผันผวนตามตัวเลขเศรษฐกิจที่ออกมาแยกว่าคาด



**REITS (Neutral)** ภาพรวมตลาด REIT ทั่วโลกยังฟื้นตัวได้ช้า โดยเฉพาะในกลุ่มออฟฟิศที่ความต้องการเช่ายังอ่อนแอในสหรัฐฯ และหากเปรียบเทียบอัตราการปันผลของ REIT ปัจจุบันที่เฉลี่ยราว 3-4% อาจดูไม่น่าสนใจเมื่อเทียบกับอัตราผลตอบแทนพันธบัตรที่สูงถึง 4-5% ลดทอนความน่าลงทุนของ REIT ประเทศพัฒนาแล้วลง อย่างไรก็ตาม REIT ในไทยและเอเชียเริ่มเห็นการฟื้นตัวที่ดีขึ้นตั้งแต่ต้นปี และสามารถจ่ายปันผลในอัตราที่สูงกว่าได้ จึงมีความน่าสนใจและน่าลงทุนในส่วนของพอร์ตที่มีเป้าหมายเพื่อการสร้างกระแสเงินสด

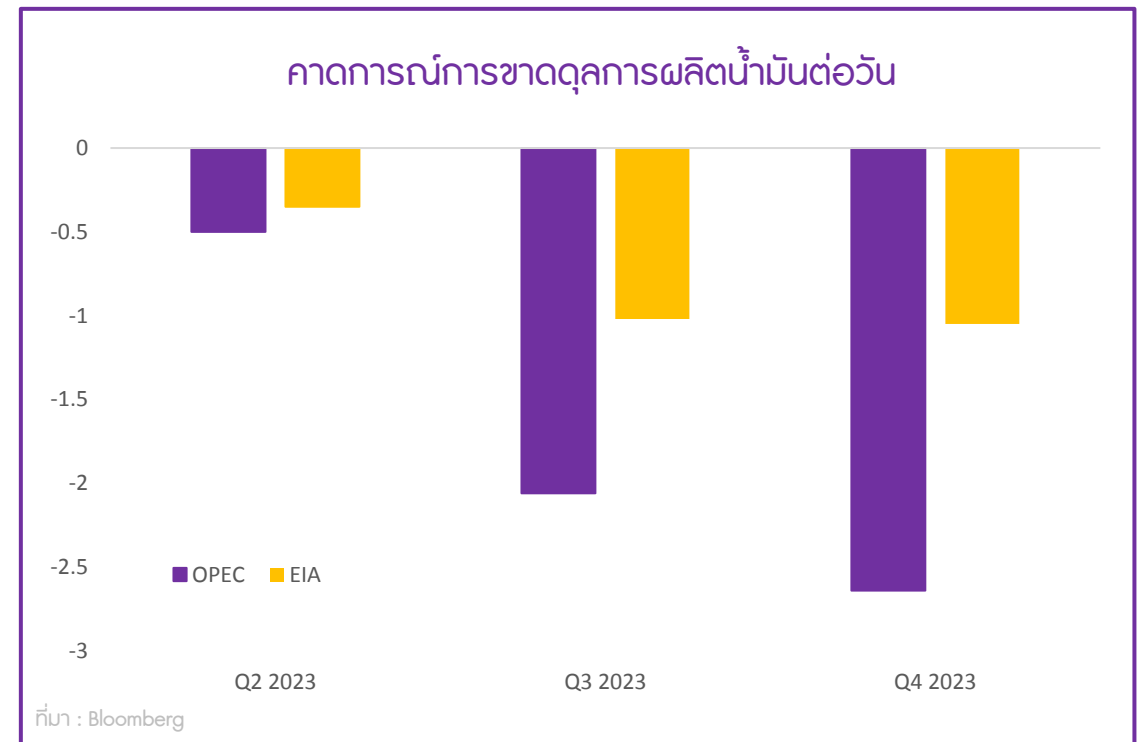
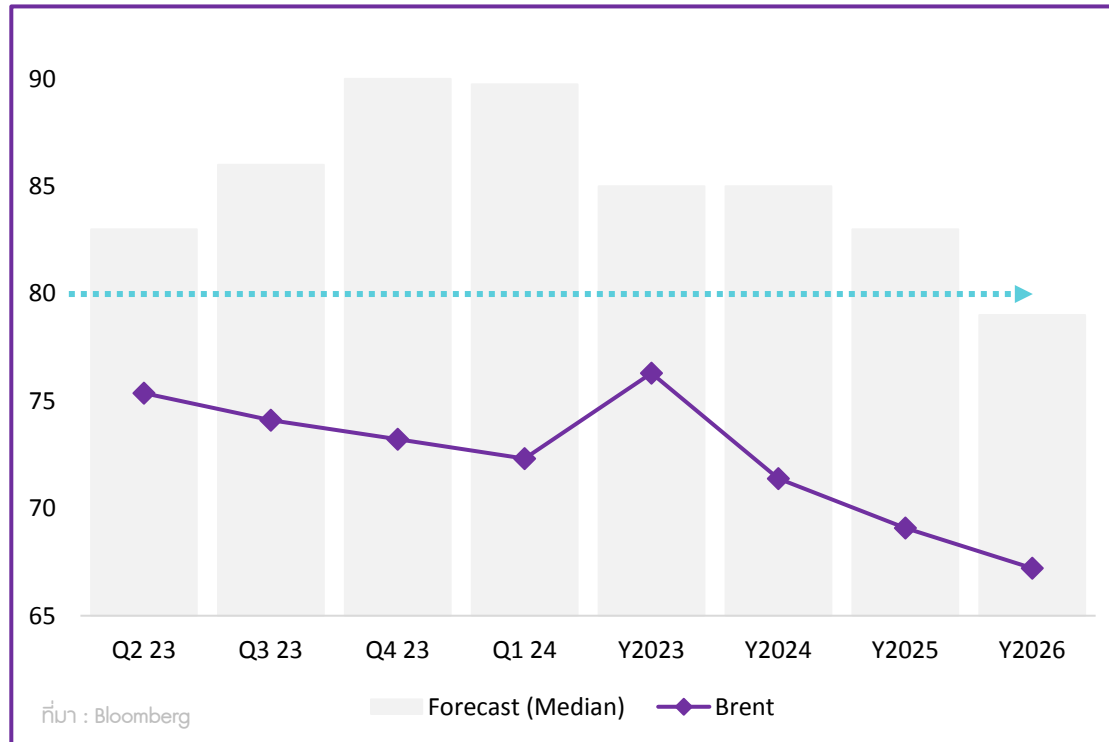
ที่มา : Bloomberg ข้อมูล ณ วันที่ 7 มิ.ย. 2566



# ราคาน้ำมันมีโอกาสปรับตัวขึ้นได้ ตามความต้องการที่มากกว่าการผลิตในครึ่งปีหลัง

ราคาน้ำมันดิบ Brent ชื้อขายในกรอบ \$70- \$80 ต่อบาร์เรล ลดลงจากต้นปีด้วยความกังวลว่าเศรษฐกิจตลาดพัฒนาแล้วจะเข้าสู่ภาวะ recession และการชะลอตัวของอุปสงค์จากจีน แต่นักวิเคราะห์ส่วนใหญ่ยังมองว่าราคาน้ำมันดิบยังมีโอกาสที่จะกลับขึ้นไปซื้อขายเหนือระดับ \$80 เนื่องจากความต้องการใช้น้ำมันยังขยายตัวดีและจะมากกว่ากำลังการผลิตต่อวันในช่วงครึ่งปีหลัง

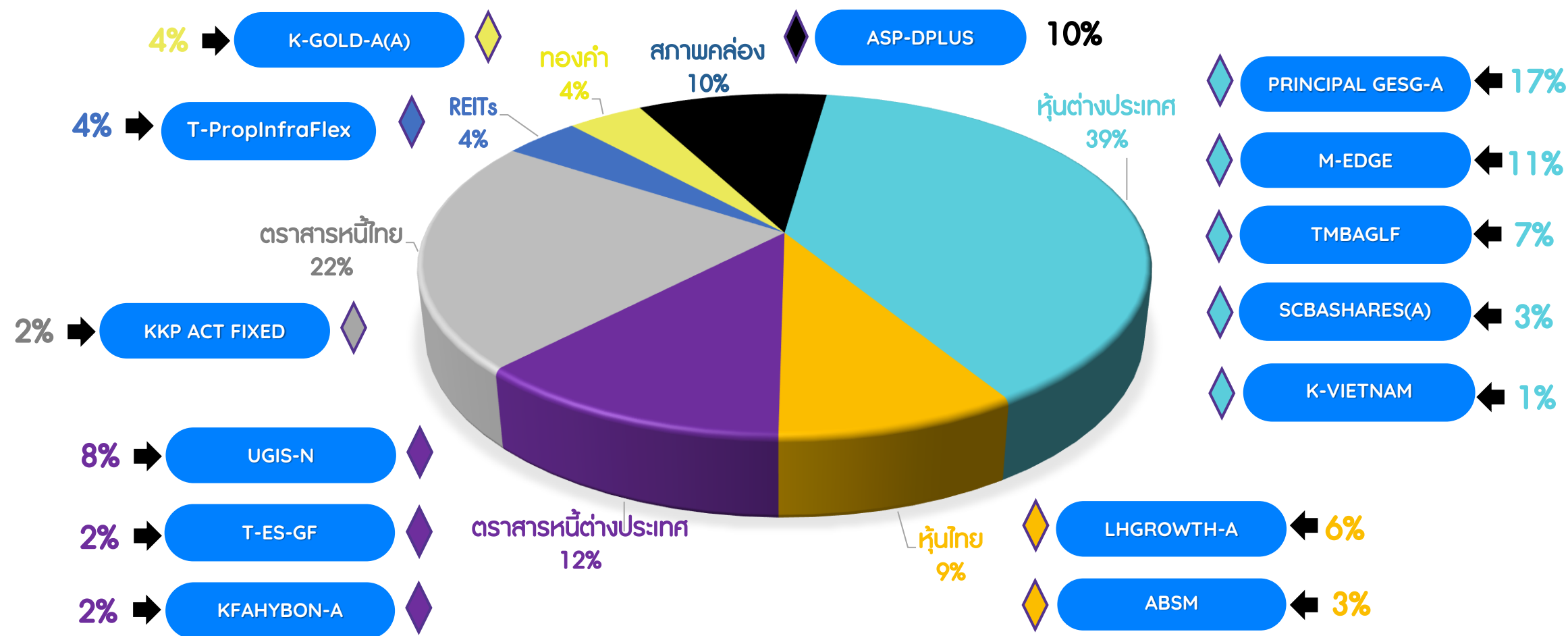
- ➕ OPEC+ ยังสามัคคีในการควบคุมการผลิต ขณะที่ซาอุดีฯ ลดการผลิตลงอีก
- ➕ อุปสงค์ในสหรัฐฯ ยังอยู่ในระดับเดียวกับ 2022 และต้องซื้อน้ำมันสำรองเพิ่ม
- ➕ ถึงแม้คาดการณ์ความต้องการน้ำมันในจีนจะถูกปรับลดลง (IEA) แต่ปรับขึ้นในประเทศ Emerging อื่นๆ
- ➕ คลังน้ำมันในกลุ่มประเทศพัฒนาถูกปรับลดลงจากการดึงมาใช้มากกว่าคาด



# ผลิตภัณฑ์การลงทุนแนะนำ



# ASSET ALLOCATION RECOMMENDATION



หมายเหตุ: พอร์ตการลงทุนสำหรับผู้ลงทุนที่รับความเสี่ยงได้ปานกลางถึงสูง

และที่ชื่อกองทุนเพื่อดูรายละเอียดเพิ่มเติม

# Quarterly Fund Idea

แผนที่ซื้อกองทุนเพื่อดูรายละเอียดเพิ่มเติม

| กรอบการลงทุน    |  | 3 - 6 เดือนขึ้นไป                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |  | หาโอกาสทำกำไรจากการเปลี่ยนแปลงด้านปัจจัยพื้นฐาน |  | Top Pick          |  |                     |  |
|-----------------|--|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--|-------------------------------------------------|--|-------------------|--|---------------------|--|
| ประเภทสินทรัพย์ |  | มุมมองการลงทุน                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |  | สไตล์การลงทุน                                   |  | กองทุนรวมในประเทศ |  | กองทุนรวมต่างประเทศ |  |
| Asia ex JP      |  | <ul style="list-style-type: none"><li>แนวโน้มเศรษฐกิจฟื้นตัวดีขึ้นโดยได้ปัจจัยหนุนเพิ่มเติมจากการเปิดเมืองของจีน</li><li>Valuation ยังอยู่ในระดับถูกเทียบค่าเฉลี่ยย้อนหลังในอดีต</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |  | Large Cap - Blend                               |  | TMBAGLF           |  | SCHEAAA             |  |
| China Equity    |  | <ul style="list-style-type: none"><li>เศรษฐกิจจีนมีแนวโน้มเติบโตตามที่ภาครัฐได้ตั้งเป้าหมายไว้เท่ากับ 5% ในปีนี้ โดยสามารถพึ่งพาการลงทุนและการบริโภคภายในประเทศในการช่วยสนับสนุนการเติบโตได้</li><li>อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงจากประเด็นเศรษฐกิจโลกถดถอย มีแนวโน้มที่อาจสร้างความผันผวนให้กับตลาดสูง เราจึงเน้นลงทุนในหุ้นจีน A-Shares เนื่องจากมีแนวโน้มหวัดต่อตลาดโลกค่อนข้างต่ำ</li></ul>                                                                                                                     |  | CN A-Shares                                     |  | SCBASHARES(A)     |  | ALCATUA             |  |
| Vietnam Equity  |  | <ul style="list-style-type: none"><li>ภาครัฐออกมาตรการช่วยเหลือผู้พัฒนาอสังหาฯ ทั้งขยายระยะเวลาชำระหนี้ สนับสนุนการปรับโครงสร้างหนี้เพื่อช่วยลดความเสี่ยงการผิดนัดชำระหนี้ที่จะครบกำหนด อีกทั้งยังปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้เพื่อสนับสนุนธุรกิจ</li><li>ตลาดรับรู้ปัจจัยลบจากประเด็นกลุ่มอสังหาฯ มามาก คาดมีโอกาสฟื้นตัวจากมาตรการที่ผ่อนคลายขึ้นดังกล่าว</li><li>เน้นเลือกลงทุนหุ้นบริษัทขนาดใหญ่ที่มีคุณภาพ มองกรอบบนดัชนี VN Index ที่ 1,200 จุด โดยพิจารณาตัดขาดทุนหากดัชนีลดลงต่ำกว่า 1,000 จุด</li></ul> |  | Large Cap                                       |  | K-VIETNAM         |  | -                   |  |

หมายเหตุ : กองทุน PIMCO GIS Global Bond Fund ซึ่งเป็นกองทุนหลักของ T-ES-GF เป็น Class ที่มีการป้องกันความเสี่ยงอัตราแลกเปลี่ยนเทียบกับสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐฯ แต่สำหรับกองทุน PGISGBE สำหรับการลงทุนตรงต่างประเทศมีการเปิดความเสี่ยงอัตราแลกเปลี่ยน ดังนั้นผลตอบแทนจากการลงทุนในกองทุนดังกล่าวอาจมีความแตกต่างกันได้อย่างมีนัยสำคัญ ผู้ลงทุนควรทำความเข้าใจผลิตภัณฑ์และความเสี่ยงก่อนตัดสินใจลงทุน



# Quarterly Fund Idea

แผนที่ชื่อกองทุนเพื่อดูรายละเอียดเพิ่มเติม

| กรอบการลงทุน    |  | 3 - 6 เดือนขึ้นไป                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |  | หาโอกาสทำกำไรจากการเปลี่ยนแปลงด้านปัจจัยพื้นฐาน |  | Top Pick                        |  |                     |  |
|-----------------|--|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--|-------------------------------------------------|--|---------------------------------|--|---------------------|--|
| ประเภทสินทรัพย์ |  | มุมมองการลงทุน                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |  | สไตล์การลงทุน                                   |  | กองทุนรวมในประเทศ               |  | กองทุนรวมต่างประเทศ |  |
|                 |  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |  |                                                 |  | ETF                             |  |                     |  |
| Global/US Bond  |  | <ul style="list-style-type: none"><li>อัตราเงินเฟ้อมีทิศทางผ่อนคลายลงในระยะข้างหน้า ในขณะที่เศรษฐกิจมีความเสี่ยงถดถอยสูงขึ้น หนุนให้แนวโน้มดอกเบี้ยพันธบัตรระยะยาวมีทิศทางเป็นขาลง</li><li>แนะนำลงทุนตราสารหนี้ภาครัฐเป็นหลักและตราสารหนี้เอกชนคุณภาพดี (Investment Grade)</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |  | Government Bond Focused                         |  | T-ES-GF                         |  | PGISGBE             |  |
| Asian Bond      |  | <ul style="list-style-type: none"><li>ทางการจีนผ่อนคลายนโยบาย Three Red Lines ช่วยผ่อนคลายความกังวลของนักลงทุนต่อการผลิตซ้ำหนี้ และช่วยเพิ่มความเชื่อมั่นต่อตลาดอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งเป็นหนึ่งในเครื่องยนต์ขับเคลื่อนหลักของเศรษฐกิจหนุน Credit Spread ของตราสารหนี้เอเชียในภาพรวมให้มีทิศทางปรับตัวแคบลง</li><li>ผู้ลงทุนที่รับความเสี่ยงได้ปานกลางค่อนข้างต่ำ แนะนำกองทุน TMBASIAB ซึ่งมีสัดส่วนการลงทุนในตราสารหนี้เอเชีย Investment Grade เป็นสัดส่วนใหญ่ สำหรับผู้ลงทุนที่รับความเสี่ยงได้สูง แนะนำกองทุน K-APB ซึ่งมีสัดส่วนการลงทุนในตราสารหนี้เอเชีย High Yield ประมาณ 1 ใน 3 ของพอร์ต สำหรับผู้ลงทุนที่รับความเสี่ยงได้สูงมาก แนะนำกองทุน KFAHYBON-A ซึ่งเน้นลงทุนในตราสารหนี้ High Yield เป็นหลัก</li></ul> |  | Asian Bond                                      |  | TMBASIAB<br>K-APB<br>KFAHYBON-A |  | FASBAU              |  |
| TH REIT         |  | <ul style="list-style-type: none"><li>เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มฟื้นตัวได้ดีโดยมีปัจจัยหนุนเพิ่มเติมจากการเปิดเมืองของจีน ที่ช่วยหนุนการท่องเที่ยว ส่งผลบวกต่ออัตราการเช่า รายได้ค่าเช่าและอัตราการจ่ายปันผลในภาพรวม</li><li>REIT ไทยยังคง laggard สินทรัพย์อื่น ในขณะที่อัตราการจ่ายปันผลอยู่ในระดับที่น่าสนใจและมีแนวโน้มปรับขึ้นได้</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |  | TH REIT                                         |  | T-PropInfraFlex                 |  | -                   |  |

# Country Fund IDEA

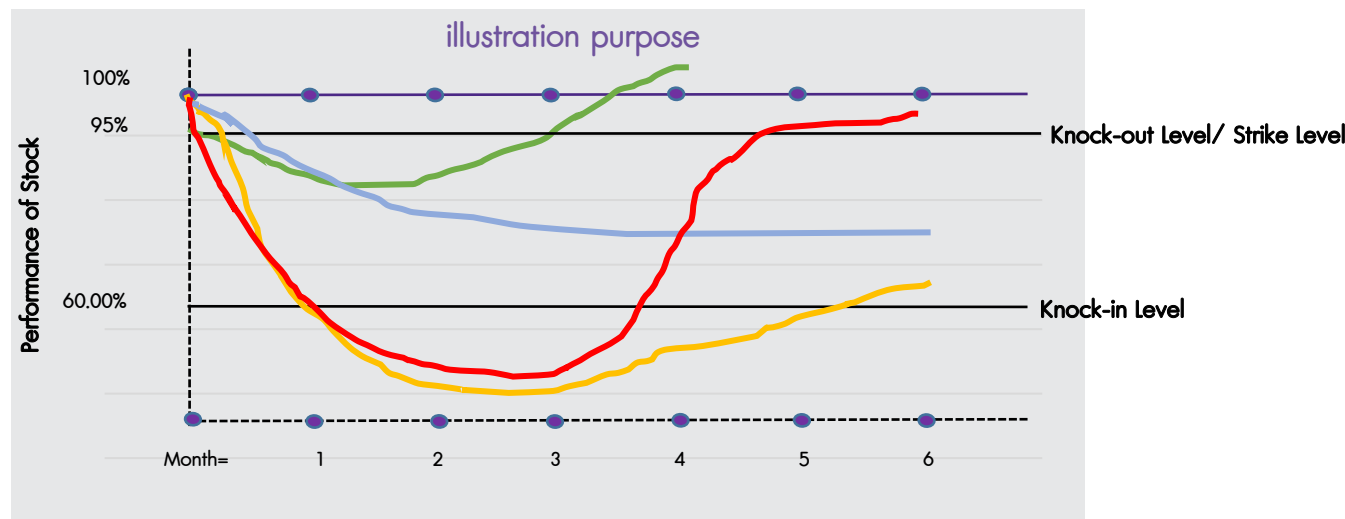


# PRODUCT RECOMMENDATION: OFFSHORE STRUCTURED NOTE (SN)

ในกรณีที่ผู้ลงทุนมีมุมมองว่าตลาดหุ้นกำลังจะย่อตัวหรือมีโอกาสดังกล่าวขึ้นในระยะสั้น กลยุทธ์ทั่วไปที่ใช้กับมุมมองดังกล่าวคือ การถือเงินสดไว้ก่อน เพื่อรอการซื้อหุ้นในราคาที่ถูกลงกว่าปัจจุบัน แต่หากผู้ลงทุนมองว่าเงินสดหรือเงินฝากนั้นให้ผลตอบแทนที่ค่อนข้างต่ำและมองหาโอกาสด้านผลตอบแทนที่สูงขึ้น หุ้นกู้ที่มีอนุพันธ์แฝงต่างประเทศ (Offshore Structured Note) เป็นอีกหนึ่งทางเลือกการลงทุนที่เหมาะสมกับสภาวะดังกล่าวนี้

## KNOCK- IN & KNOCK-OUT NOTE (KIKO)

- เหมาะกับมุมมองที่คิดว่าราคาหุ้นตัวใดตัวหนึ่งที่เลือกไว้ ในช่วงที่ถือตราสาร จะไม่ลดลงต่ำกว่าระดับ “Knock-in” ที่กำหนด ณ ราคาที่ตกลงกัน (เช่น ต่ำกว่า 60% ของราคา ณ วันที่เริ่มลงทุน)
- คาดหวังดอกเบี้ยรับระหว่างทางในอัตราที่สูงกว่าดอกเบี้ยเงินฝากประจำ
- ในกรณีที่ไม่เป็นไปตามคาดและราคาหุ้นต่ำกว่าระดับ Knock-in ตามเส้นสีส้ม ผู้ซื้อ Offshore Structured Note จะได้รับผลตอบแทนจากราคาหุ้นที่ลดลง (ไม่คุ้มครองเงินต้น) และได้รับหุ้นในราคาที่ตกลงกัน ณ วันที่เริ่มลงทุน

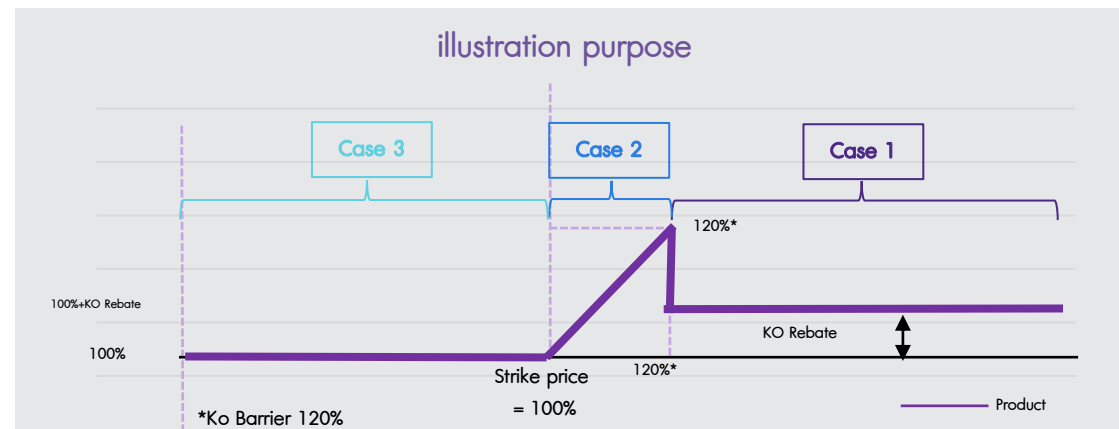


# PRODUCT RECOMMENDATION: OFFSHORE STRUCTURED NOTE (SN)

สถานการณ์ตลาดที่ยังผันผวน ทำให้นักลงทุนมองหาผลิตภัณฑ์ในการลงทุนที่จะช่วยคุ้มครองเงินต้นเพื่อรักษาเงินต้นก่อน ในขณะที่เดียวกันก็มีโอกาสที่จะได้รับผลตอบแทนทั้งตลาดหุ้นเป็นขาขึ้น หรือตลาดหุ้นเป็นขาลง หุ้นที่มีอนุพันธ์แฝงต่างประเทศ (Offshore Structured Note) ประเภทคุ้มครองเงินต้น เป็นอีกหนึ่งช่องทางในการลงทุนที่เหมาะสมกับสภาวะดังกล่าวนี้

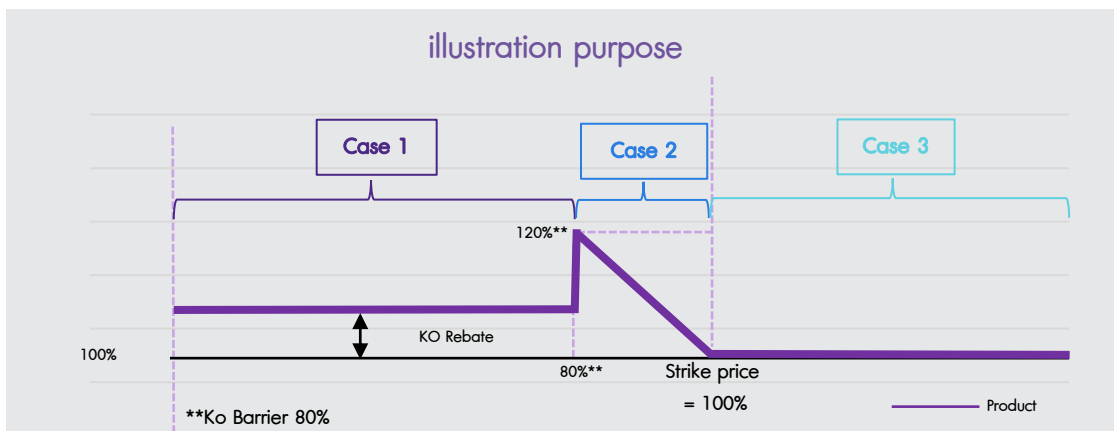
## BULLISH SHARKFIN EQUITY-LINKED NOTE

- เหมาะกับผู้ลงทุนที่มีมุมมองว่าราคาหุ้นหรือดัชนีตลาดหุ้น สามารถปรับตัวขึ้นได้ต่อ ในช่วงเวลาที่กำหนด แต่ก็ไม่อยากให้เกิดผลขาดทุนจากปัจจัยเสี่ยงที่อาจทำให้หุ้นติดลบรุนแรงได้
- คาดหวังดอกเบี้ยรับระหว่างทางในอัตราที่สูงกว่าดอกเบี้ยเงินฝากประจำ
- ผู้ลงทุนจะได้รับผลตอบแทนเชื่อมโยงกับราคาหุ้นหรือดัชนีตลาดหุ้นที่ปรับขึ้น แต่ต้องไม่ขึ้นสูงเกินระดับที่ตั้งไว้ (เช่น 120% ของราคา ณ วันที่เริ่มลงทุน)
- หากราคาหุ้นหรือดัชนีตลาดหุ้นปรับลดลง ผู้ลงทุนจะได้รับเงินต้นคืน 100%



## BEARISH SHARKFIN EQUITY-LINKED NOTE

- เหมาะกับผู้ลงทุนที่มีมุมมองว่าราคาหุ้นหรือดัชนีตลาดหุ้น สามารถปรับตัวลงได้ต่อ ในช่วงเวลาที่กำหนด แต่ก็ไม่อยากให้เกิดผลขาดทุนจากปัจจัยเสี่ยงที่ทำให้หุ้นติดลบรุนแรงได้
- คาดหวังดอกเบี้ยรับระหว่างทางในอัตราที่สูงกว่าดอกเบี้ยเงินฝากประจำ
- ผู้ลงทุนจะได้รับผลตอบแทนเชื่อมโยงกับราคาหุ้นหรือดัชนีตลาดหุ้นที่ปรับลง แต่ต้องไม่ลงต่ำเกินระดับที่ตั้งไว้ (เช่น 80% ของราคา ณ วันที่เริ่มลงทุน)
- หากราคาหุ้นหรือดัชนีตลาดหุ้นปรับขึ้น ผู้ลงทุนจะได้เงินต้นคืน 100%





- Follow us



InnovestX

 @InnovestX





# คณะผู้จัดทำ

เชมรัฐ ทรงอยู่  
รองผู้อำนวยการ

พยนต์ พงศาตรี  
ผู้ช่วยกรรมการผู้จัดการ

เติมพร ตันติวิวัฒน์  
นักวิเคราะห์อาวุโสกลุ่ม  
อสังหาริมทรัพย์ อาหารและเครื่องดื่ม  
และสินทรัพย์ดิจิทัล

ปิยศักดิ์ มานะสันต์  
นักเศรษฐศาสตร์อาวุโส

ณัฐฐาริณ ไตรภพสกุล  
นักวิเคราะห์อาวุโส  
กลุ่มหุ้นขนาดกลางและขนาดเล็ก

ระวิบุษ ปิยะเกรียงไกร  
นักวิเคราะห์อาวุโส  
กลุ่มยานยนต์ การแพทย์  
ท่องเที่ยว

กิตติสร พฤติภัทร, CFA, FRM  
นักวิเคราะห์อาวุโส  
กลุ่มไอซีที เทคโนโลยี และสินทรัพย์ดิจิทัล

ชัยวัฒน์ อาศิระวิชัย  
นักวิเคราะห์อาวุโสกลุ่มวัสดุก่อสร้าง  
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์  
และสินทรัพย์ดิจิทัล

ศันธิรัตน์ จักรพันธุ์ ณ อยุธยา  
รองผู้อำนวยการ

ชัยพัชร ธนวัฒน์  
นักวิเคราะห์อาวุโส  
กลุ่มพลังงานและปิโตรเคมี

สิทธิชัย ดวงรัตนฉายา  
นักกลยุทธ์อาวุโสตลาดหุ้นไทย  
และต่างประเทศ

สุกิจ อุดมศิริกุล  
กรรมการผู้จัดการ

สุทธิชัย คุ่มวรชัย  
นักวิจัยการลงทุนอาวุโส

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA  
นักวิเคราะห์อาวุโส  
กลุ่มธุรกิจการเงิน

ศิริมา ติศสร, CFA  
นักวิเคราะห์อาวุโส  
กลุ่มพาณิชย์ อาหาร

InnovestX  
Product Specialist

InnovestX Research

## Disclaimer

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“บริษัท”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่ นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทุกรณ ดังนั้น นักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆ กับบริษัทใดๆ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) เป็นบริษัทย่อยที่บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว และธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) เป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวข้องกัธนาคารฯ มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (INVX) ซึ่งมีบริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของบริษัท เอสซีบี เคมีคอลส์ จำกัด (มหาชน) ความเห็น ชั่ว บกวิจย บกวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ได้รับผิดต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการซื้อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (INVX) ซึ่งมี บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของ บริษัท บิซริส รีเทล คอร์ปอเรชั่น (มหาชน) (“BRC”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของบริษัท เบอร์ลี ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน) ความเห็น ชั่ว บกวิจย บกวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ได้รับผิดต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการซื้อถือต่อการใช้ข้อมูล 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 ในกรณีที่มีข้อสงสัยท่านควรขอคำแนะนำจากที่ปรึกษาทางการลงทุน

เอกสารฉบับนี้จัดทำส่งให้กับเฉพาะบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขาย จำหน่าย คัดลอก นำออกแสดง หรือนำไปแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ ไม่ว่าด้วยวิธีการใด ๆ โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก 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, AUCT, 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, ITTEL, 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, MCOT, METCO, MFEC, MINT, MONO, MOONG, MSC, MST, MTC, MVP, NCL, NEP, NER, NKI, 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, PSL, 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, SEAFSCO, 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, RUH, 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, WIJK, WIN, WINMED, WORK, WP, XO, YUASA, ZIGA

### Companies with Good CG Scoring

A, A5, AI, ALL, ALPHAX, 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.

\* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีส่วนดำเนินการทำบุญเลิการ เช่น การกระทำดีเกี่ยวกับหลักธรรมาภิบาล การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรระมัดระวังถึงข้อจำกัดข้อมูล

## Anti-corruption Progress Indicator

### Certified (ได้รับการรับรอง)

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, ECF, ECL, EGCO, EP, EPG, ERW, ESTAR, ETC, ETE, FNS, FPI, FPT, FSMART, FSS, FTE, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GJS, GPI, GPSC, GSTEEL, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HEALTH, HENG, HMPRO, HTC, ICC, ICHI, IFS, III, ILINK, ILM, INET, INOX, INSURE, INTUCH, IRC, IRPC, ITTEL, IVL, JKN, JR, K, KASET, KBANK, KBS, KCAR, KCE, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, KWI, L&E, LANNA, LHFG, LHK, LPN, LRH, M, MAJOR, MAKRO, MALEE, MATCH, MBAX, MBK, MC, MCOT, META, MFC, MFEC, MINT, MONO, MOONG, MSC, MST, MTC, MTI, NCAP, NEP, NKI, NOBLE, NOK, NRF, NWR, OCC, OGC, ORI, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDJ, PG, PHOL, MBAX, PK, PL, PLANB, PLANET, PLAT, PM, PPP, PPPM, PPS, PR9, PREB, PRG, PRINC, PRM, PROS, PSH, PSL, PSTC, PT, PTECH, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QLT, QTC, RABBIT, RATCH, RML, RS, RWI, S&J, SAAM, SABINA, SAK, 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, TMD, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TOP, TOPP, TPA, TPCS, TPP, TRT, TRU, TRUE, TSC, TSI, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TU, TURTLE, TVDH, TVI, TVO, TWPC, UBE, UBIS, UEC, UKEM, UOBKH, UPF, UV, VCOM, VGI, VIH, WACOAL, WHA, WHAUP, WICE, WIJK, XO, YUASA, ZEN, ZIGA

### Declared (ประกาศเจตนารมณ์)

AAI, AH, ASW, BBGI, CBG, CI, CPW, CV, DMT, DOHOME, EKH, EVER, FLOYD, GLOBAL, GREEN, ICN, ITC, J, JAS, JMART, JMT, JTS, LEO, LH, MEGA, MENA, MODERN, NER, OR, OSP, OTO, PRIME, PRTR, RBF, RT, SA, SANKO, SFLEX, SIS, SUPER, SVOA, SVT, TEGH, TGE, TIPH, TKN, TMI, TPLAS, VARO, W, WIN, WPH

### N/A

24CS, 3K-BAT, A, A5, AAV, ABM, ACAP, ACC, ACE, ACG, ADB, ADD, AEONTS, AFC, AGE, AHC, AIT, AJA, AKR, AKS, ALL, ALLA, ALPHAX, ALT, ALUCON, AMARC, AMARIN, AMC, AMR, ANAN, AOT, APCO, APEX, APP, APURE, AQUA, ARIN, ARIP, ARROW, ASAP, ASEFA, ASIA, ASIMAR, ASN, ATP30, AU, AUCT, AURA, B52, BA, BBIK, BC, BCT, BDMS, BEAUTY, BEM, BGT, BH, BIG, BIOTEC, BIS, BIZ, BJC, BJCHI, BKD, BLAND, BLESS, BLISS, BM, BOL, BR, BRI, BROCK, BSM, BTG, BTNC, BTW, BUI, BVG, BYD, CAZ, CCET, CCP, CEYE, CGD, CH, CHARAN, CHASE, CHAYO, CHG, CHIC, CHO, CITY, CIVIL, CK, CKP, CMAN, CMO, CMR, CNT, COLOR, COMAN, CPANEL, CPH, CPR, CPT, CRANE, CRD, CSP, CSR, CSS, CTW, CWT, D, DCON, DDD, DEXON, DHOUSE, DITTO, DOD, DPAINT, DTCENT, DTCL, DV8, EASON, EE, EFORL, EMC, ESSO, F&D, FANCY, FE, FMT, FN, FORTH, FTI, FVC, GABLE, GENCO, GIFT, GL, GLAND, GLOCON, GLORY, GRAMMY, GRAND, GSC, GTB, GTV, GYT, HFT, HL, HPT, HTECH, HUMAN, HYDRO, IFEC, IHL, IIG, IMH, IND, INGRS, INSET, IP, IRCP, IT, ITD, ITNS, ITTHI, JAK, JCK, JCKH, JCT, JDF, JSP, JUBILE, KAMART, KC, KCC, KCM, KDH, KEX, KGEN, KIAT, KISS, KJL, KK, KKC, KLINIQ, KOOL, KTIS, KTMS, KUMWEL, KUN, KWC, KWM, KYE, LALIN, LDC, LEE, LIT, LOXLEY, LPH, LST, MACO, MANRIN, MASTER, MATI, MAX, M-CHAI, MCS, MDX, MEB, METCO, MGC, MGT, MICRO, MIDA, MITSIB, MJD, MK, ML, MORE, MOSHI, MPIC, MTW, MUD, MVP, NATION, NC, NCH, NCL, NDR, NETBAY, NEW, NEWS, NEX, NFC, NNCL, NOVA, NPK, NSL, NTSC, NTV, NUSA, NV, NVD, NYT, OHTL, OISHI, ONEE, PACE, PACO, PAF, PCC, PEACE, PERM, PF, PICO, PIN, PJW, PLE, PLT, PLUS, PMTA, POLAR, POLY, POMPUI, PORT, POST, PPM, PQS, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRI, PRIN, PRO, PROEN, PROUD, PSG, PTC, PTL, RAM, RCL, READY, RICHY, RUH, ROCK, ROH, ROJNA, RP, RPC, RPH, RSP, S, S11, SABUY, SAF, SAFARI, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SAUCE, SAWAD, SAWANG, SBNEXT, SCAP, SCI, SCP, SDC, SE, SEAFSCO, SECURE, SENX, 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, SSS, STANLY, STARK, STC, STEC, STECH, STHAI, STI, STP, STPI, SUC, SUN, SUTHA, SVR, SWC, SYNEX, TACC, TAPAC, TC, TCC, TCCC, TCJ, TCOAT, TEAM, TEAMG, TEKA, TFM, TGPRO, TH, THAI, THANA, THE, THG, THL, THMUI, TIGER, TITLE, TK, TKC, TLI, TM, TMC, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPAC, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPOLY, TPS, TQM, TQR, TR, TRC, TRITN, TRUBB, TRV, TSE, TSF, TTI, TTT, TTW, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UBA, UMI, UMS, UNIQ, UP, UPOIC, UREKA, UTP, UVAN, VIBHA, VL, VNG, VPO, VRANDA, WARRIX, WAVE, WFX, WGE, WINMED, WINNER, WORK, WORLD, WP, 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 April 17, 2023) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.