

YEARBOOK 2024

# A YEAR OF VALUE INVESTING

 Innovest<sup>X</sup> Research

innovest<sup>X</sup>

INVESTMENT  
STRATEGY 2024



# How to read YEARBOOK 2024?

Executive  
summary  
**PAGE 3**

1 สรุปผลตอบแทน  
สินทรัพย์ปี 2023  
**PAGE 5**

2

## Economic Outlook 2024

- บุบbling ต่อเศรษฐกิจโลกและไทย  
(Geopolitics Risk, recession, stagflation, Climate change)
- ปี 2024 year of crisis

**PAGE 8**

3

Asset allocation  
บุบbling รายชั้น  
สินทรัพย์ในปี 2024  
**PAGE 16**

4

Fixed Income  
ทำไนต์ราสารหนี้  
ดึงนำสนใจในปี 2024?  
**PAGE 19**

5

## Global Equity Outlook

- บุบbling ต่อตลาดหุ้นต่างประเทศ
- สรุปหุ้น Offshore กี่บ่อกลงทุนแต่ละตลาดปี 2024
- Private Credit

**PAGE 21**

6

## Thai Equity Market Strategy

- ประเมินสำคัญปี 2024
- ภาพรวมและกลยุทธ์การลงทุนปี 2024
- กลยุทธ์ลงทุนในตลาดหุ้นไทย
- REITs ไทย
- อัพเดตสถานการณ์และการลงทุนในหุ้น ESG ของไทย

**PAGE 30**

7

Risk  
ความเสี่ยงที่ต้องติดตาม  
และกลยุทธ์บริหาร  
ความเสี่ยงปี 2024  
**PAGE 39**

8

## Future Trend

- Wellness
- Digital Assets
- AI
- EEC
- Sustainability

**PAGE 43**

9

Top Picks  
2024  
**PAGE 65**

10

# Executive Summary



คุณสุทธิวัน อุดมศิริกุล  
กรรมการสายงานวิจัย Innovest<sup>x</sup>

- ลักษณะครับ...Yearbook 2024 ฉบับนี้ ใช้ชื่อปกว่า “A Year of Value Investing” โดยต้องการจะสื่อว่าตลาดหุ้นไทยขณะนี้มีหุ้นที่ราคาต่ำกว่ามูลค่าอยู่มากเป็นโอกาสเดียวหรับนักลงทุนระยะยาว ซึ่งฟังดูอาจรู้สึกว่าไม่ใช่การมองโลกในแง่ดีเกินไปหรือไม่ ผมขอเรียนเบื้องต้นก่อนว่าสถานการณ์ปัจจุบันและที่กำลังจะเกิดขึ้นในปี 2024 จะเปลี่ยนไปจากปี 2023 โดยคาดว่าการเปลี่ยนแปลงจะเริ่มเห็นได้ชัดเจนตั้งแต่ 2H24 ต่อเนื่องถึงปี 2025 เนื่องจาก ความเสี่ยงด้านเศรษฐกิจจะค่อยๆ ลดลง อัตราดอกเบี้ยที่โลกมีโอกาสปรับลดลงครั้งแรกนับจากวันจัดทำขึ้นที่เริ่มต้นใน 1Q22
- อย่างไรก็ตาม การพิจารณาลงทุนใน 1H24 ยังคงมีความผันผวนสูง โดยคาดว่าเศรษฐกิจสหราชอาณาจักรและยุโรป เนื่องจาก เศรษฐกิจยังมีอัตราการเติบโตในระดับสูง อัตราเงินเฟ้อปรับตัวลดลง โดยมีโอกาสที่จะเห็นเงินทุนต่างชาติไหลเข้าตลาดหุ้นเอเชียมากขึ้นอีกด้วย หากค่าเงินดอลลาร์สหราชอาณาจักรลดลง ต่างชาติจะลดลง
- สำหรับปี 2023 นั้นถือว่าเป็นปีที่ดีของตลาดหุ้นชั้นนำ เช่น สหราชอาณาจักร ญี่ปุ่น และ ยุโรป รวมถึง ไต้หวัน และ เกาหลีใต้ แม้จะเป็นปีที่มีปัจจัยกดดันหลายเรื่อง โดยเฉพาะการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของธนาคารกลางสหราชอาณาจักร โดยส่วนใหญ่เป็นการปรับตัวขึ้นของหุ้นเทคโนโลยี ส่วนตลาดหุ้นฟิลิปปินส์ เนื่องจาก ได้รับผลกระทบจากอัตราดอกเบี้ยในสหราชอาณาจักรที่สูง และเศรษฐกิจจีนขยายตัวต่ำกว่าคาด ส่งผลให้มีเงินทุนต่างชาติไหลออก
- สำหรับตลาดหุ้นที่ทำการดำเนินห่วงสุดคงหนี้ไม่พัน “ตลาดหุ้นไทย” ที่ราคาหุ้นตกหนักกว่าเพื่อนบ้านในปี 2023 เห็นได้ชัดเจนว่ากำลังเผชิญวิกฤต ความเชื่อมั่นจากนักลงทุน ส่งผลให้หุ้นพื้นฐานดี มีราคาต่ำกว่ามูลค่า (*undervalued*) โดยบางหุ้นมีราคาต่ำกว่าช่วงวิกฤตโควิด 19 แต่ก็ถือว่าเป็นโอกาสเดือดครั้งสำคัญ “นักลงทุนระยะยาว” ที่สามารถเริ่มทยอยซื้อสะสมหุ้นไว้เพื่อรอวันที่ตลาดฟื้นตัว โดยอาจใช้กลยุทธ์ที่เป็นที่ยอมรับกัน คือ Dollar Cost Averaging (DCA) ก็ถือว่าเหมาะสมมากในเวลานี้
- เทรนด์การลงทุนที่คาดว่าจะมาแรงในปี 2024 ได้แก่ 1) หุ้น ESG เนื่องจากได้รับการส่งเสริมจากการ 2) หุ้นเทคโนโลยี AI เนื่องจากสามารถนำไปใช้ในธุรกิจได้จริง 3) กองทรัสต์ที่ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (REITs) ซึ่งจะได้ประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ยลดลง และ 4) Bitcoin เนื่องจากคาดว่า Spot Bitcoin ETF จะได้รับอนุมัติจาก กลต.สหราชอาณาจักร และ เป็นช่วงที่มี Bitcoin halving ในเดือน เม.ย. 2024
- สำหรับความเสี่ยงที่ต้องติดตาม ได้แก่ 1) ผลการเลือกตั้งประธานาธิบดีสหราชอาณาจักรต่อเนื่องนโยบายหลักๆ ด้าน 2) ความเสี่ยงการผิดนัดชำระหนี้ของหุ้นกู้ที่ครบกำหนดในปี 2024 และ 3) ผลกระทบต่อตลาดการเงินโลกจาก BOJ หยุดนโยบายผ่อนคลาย

# KEY HIGHLIGHTS

## การพยากรณ์เศรษฐกิจ

## การคาดการณ์

### คำจำกัดความที่น่าสนใจในปี 2024

การเศรษฐกิจในปี 2024 เป็นอย่างไร และความไม่แน่นอนเกิดจากปัจจัยอะไร

จะรับมืออย่างไรเมื่อความเสี่ยงเชิงภัยรุกด้วยในระดับสูง

เศรษฐกิจไทยเป็นอย่างไร?

อุดเบลี่ยนสำคัญของตลาดหุ้นคืออะไร?

สินทรัพย์ใดที่น่าลงทุน

ตลาดหุ้นใหม่ที่จะโดดเด่น

ตลาดหุ้นใหม่ที่มีแนวโน้มไม่ดี

อุตสาหกรรมใหม่ที่น่าสนใจ

ตลาดหุ้นไทยมีแนวโน้มดีขึ้นหรือไม่

### มุมมองของ InnovestX

เศรษฐกิจสหราชอาณาจักรและเศรษฐกิจจีนจะกลับตัวกลับหนึ่ง ชี้ว่าเศรษฐกิจสหราชอาณาจักรมีแนวโน้มแข็งแกร่งขึ้นหลังการขาดตัวใน 1H24 จากผลกระทบต่อเศรษฐกิจจีนที่เริ่มฟื้นตัวใน 2H24 จากการผ่อนคลายนโยบายการเงิน ในขณะที่เศรษฐกิจจีนฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง ส่วนเศรษฐกิจยุโรปมีความประาะหงมากกว่า

ความขัดแย้งรัสเซีย-ยูเครนและอิสราเอล-กาลิลีของเยเมนยังไม่คลี่คลาย ซึ่งหากขยายวงกว้างมองว่ากองค้าและน้ำมันจะเป็นการบังคับความเสี่ยงได้ดี ในขณะที่ผลการเลือกตั้ง ปธน. ได้หวน ประธานาธิบดี หลังผู้ที่ชนะเป็นพาร์คที่ต่อต้านจีน แนะนำให้ลดความเสี่ยงในกลุ่มเทคโนโลยีด้วย รวมถึงเพิ่มหุ้นที่มีสัดส่วนรายได้จากการดำเนินการเป็นหลัก

การเติบโตในปี 2024 ขึ้นอยู่กับมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจทั้ง Digital Wallet และนโยบายสนับสนุน Soft Power หากมีมาตรการกระตุ้น Digital Wallet เศรษฐกิจไทยจะเติบโต 4.1% หากไม่มีจะอยู่ที่ 3.2% ประเด็นนี้เป็น Upside ต่อการกลับเข้ามาลงทุนในประเทศไทยมากขึ้น

การลดดอกเบี้ยของธนาคารกลางใน 1H24 และเศรษฐกิจโลกเริ่มฟื้นตัวใน 2H24 ความรุนแรงของความขัดแย้งน้อยลง และอยู่ในวงที่จำกัด

1) พันธบัตร REIT และกองทุนที่มีแนวโน้มดี 2) เก็งกำไร Bitcoin ในช่วงก่อน Halving ในเดือน เม.ย. 2024 3) ตลาดหุ้นเมียนมาร์ที่มีผลตอบแทนดีใน 2H24 โดยเน้นไปที่กุ้งเชิงวัสดุจัดสรรและหุ้นในกุ้ง 3) ตลาดหุ้นไทยที่มีการฟื้นตัว

ไทย ยังคงเป็นประเทศที่มีแนวโน้มอ่อนค่า

หลักทรัพย์ที่น่าลงทุนใน 2H24

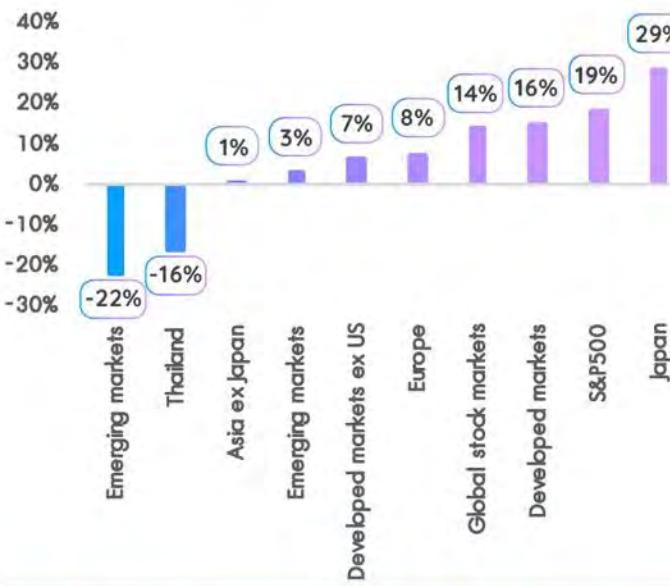
REIT พลังงานสะอาด ซอฟต์แวร์ เชนกอนดักเตอร์ Data center ที่เกี่ยวกับ AI และ Bitcoin Miner

คาดหวังต่อการลงทุนใหม่และมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ การเติบโตกำไรสูงเมื่อเทียบกับปี 2024 ผลตอบแทนต่ำสุดในปี 2023 จึงประเมินว่า SET Index แนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นในปี 2024

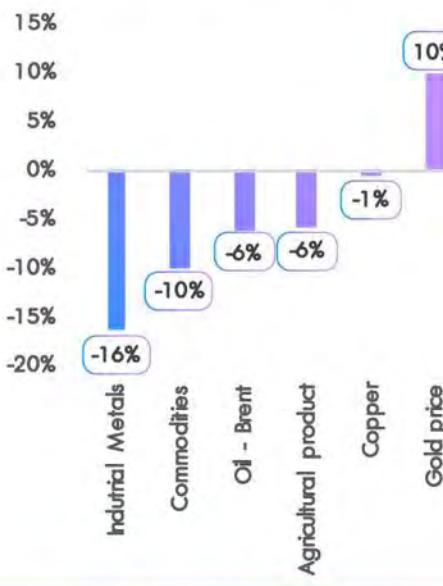
# สรุปผลตอบแทนสินทรัพย์ ปี 2023



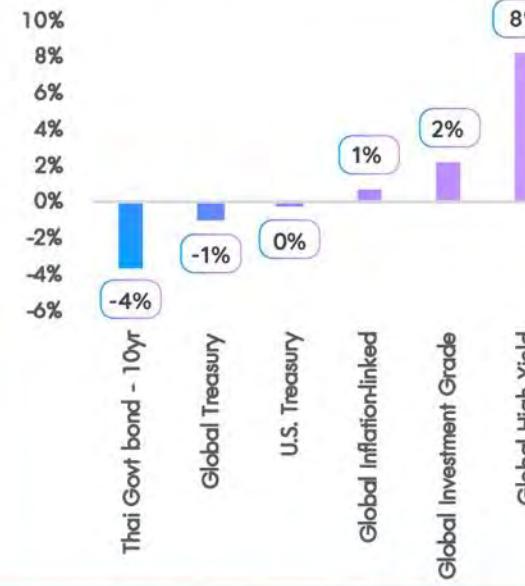
ผลตอบแทนตลาดหุ้น



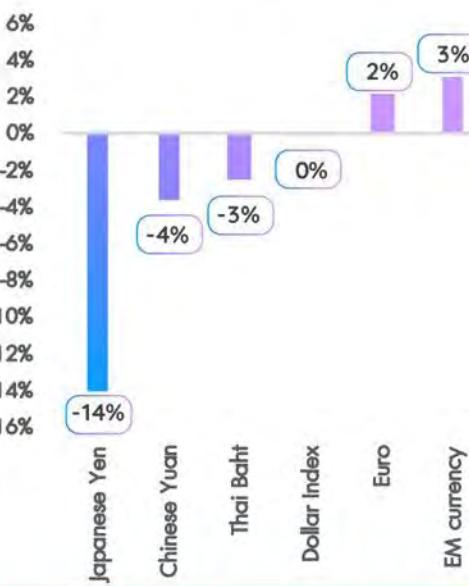
ผลตอบแทนสินค้าโภคภัณฑ์



ผลตอบแทนตราสารหนี้

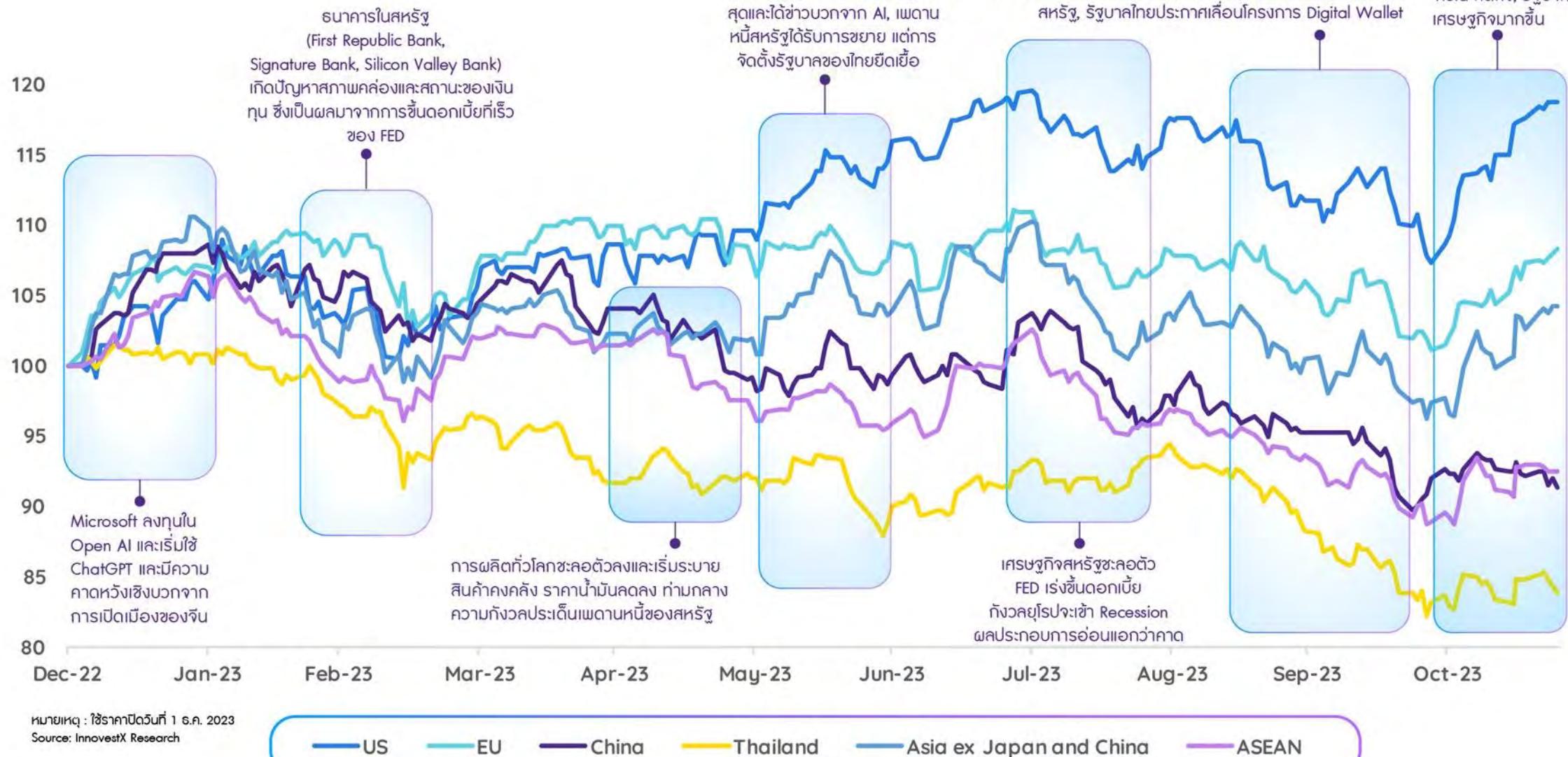


ผลตอบแทนค่าเงินต่างประเทศ

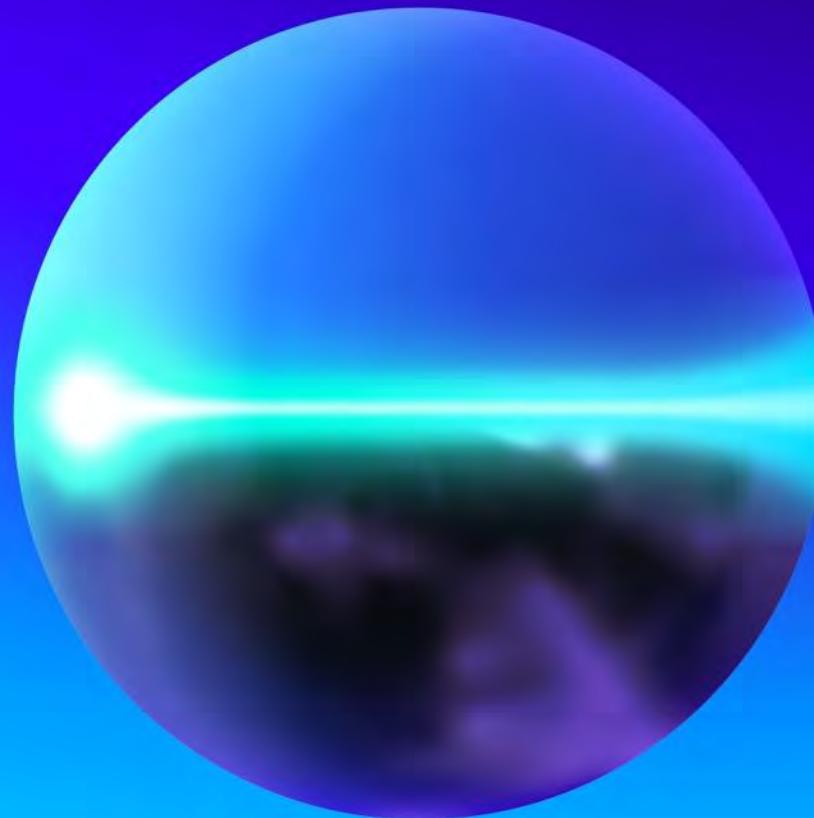


- ในปี 2023 เป็นปีที่ตลาดตราสารทุนฟื้นตัวได้ดีจากปี 2022 เป็นพอนมาจากการ 1) การฟื้นตัวของกลุ่มเทคโนโลยีที่มีแนวโน้มกำไรฟื้นตัวและภาพอุปสงค์จากปัญญาประดิษฐ์ (AI) และ 2) เศรษฐกิจไปเยี่ยงที่ติดกังวล ในขณะที่ติดต่อตราสารทุนแล้วว่างตัวในกรอบแคบจากท่าทีของธนาคารกลางที่จะยังคงดอกเบี้ยสูงต่อเนื่อง
- ในขณะที่สินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนดีในปี 2023 ได้แก่ 1) ตลาดหุ้นญี่ปุ่นที่ปรับเพิ่มขึ้น 29% จากค่าเงินเยนที่อ่อนค่า 14% 2) หุ้นสหราชอาณาจักรเพิ่มขึ้น 19% เป็นผลจากกลุ่มเทคโนโลยีที่ปรับเพิ่มขึ้น 50% ที่มีเรื่อง AI และการฟื้นตัวของกำไรเป็นตัวสนับสนุน 3) ราคากองคำปรับเพิ่มขึ้น 10% จากความขัดแย้งเชิงภูมิรัฐศาสตร์และ Yield ที่เริ่มลดลง 4) ตราสารหนี้ High Yield จากความเสี่ยงการผิดนัดชำระหนี้ที่ลดลงและรายบริษัทมีสถานะทางการเงินที่แข็งแรง ส่วนราคาสินค้าโภคภัณฑ์ปรับตัวลดลง 10% จากความรุนแรงของสงครามไม่ขยายวงกว้างและได้รับแรงกดดันจากเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัวลงส่งผลกระทบต่อภาพอุปสงค์
- ตลาดหุ้นไทยปรับตัวลดลง 16% ซึ่งมากกว่าภาพรวม สิบเนื่องจาก 1) ความไม่ชัดเจนในนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาล 2) เศรษฐกิจจับกีด้วยการส่งออก และ 3) การฟื้นตัวของการก่อการจลาจลน้อยและต่ำกว่าคาด ทำมูลค่าการเติบโตของเศรษฐกิจที่ต่ำกว่าประเทศในภูมิภาค

# การเคลื่อนไหวของดัชนีราคาน้ำดื่มในปี 2023



# ECONOMIC OUTLOOK



# 2024

# การคาดการณ์ในปี 2022 สิ่งที่เกิดขึ้นในปี 2023 และแนวโน้มในปี 2024

ในปลายปี 2022 เรายกตัวอย่าง 3 คำทำนายในปี 2023 ในขณะที่ภาพความเป็นจริง รวมถึงแนวโน้มในปี 2024 เป็นดังนี้

## การคาดการณ์ในปี 2022



สหรัฐ  
ปอยเบย์

การเงินตึงตัว



จีน  
ปอยเบย์  
Zero-covid

ความขัดแย้ง  
รัสเซีย-ยูเครน

การดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวดมากขึ้นก่อให้เกิดภาวะเศรษฐกิจดoldอยต่ำลง เราเชื่อว่าจะเกิดภาวะดoldอยปานกลางในสภาพภูมิภาค และภาวะดoldอยแบบอ่อนๆ ในสหรัฐฯ อันเป็นผลมาจากการอัตราดอกเบี้ยที่ปรับขึ้นอย่างรวดเร็ว

เรามองว่า การที่จีนเร่งกระบวนการยกเลิกมาตรการ Zero Covid จะทำให้เศรษฐกิจหยุดชะงักมากขึ้นตลอดไตรมาสแรกเนื่องจากผลกระทบต่อการติดเชื้อเพิ่มขึ้น ขณะที่เพิ่มความเป็นไปได้ที่การเติบโตจะฟื้นตัวเร็วขึ้นและแข็งแกร่งตั้งแต่ไตรมาส 2 เป็นต้นไป

เรามองว่าสังคมจะยังคงต้องมีความตึงตัวทางเศรษฐกิจอยู่ต่อเนื่อง ไม่ว่าจะเป็นการตัดสินใจของธนาคารศูนย์กลาง ที่ต้องการลดอัตราดอกเบี้ยลง หรือการตัดสินใจของรัฐบาลที่ต้องการสนับสนุนเศรษฐกิจโดยใช้มาตรการทางการเงิน

## สิ่งที่เกิดขึ้นในปี 2023

นโยบายการเงินเข้มงวดขึ้นจริงอย่างที่เรา預測 ขณะที่เงินเฟ้อลดลงอย่างที่เรา預測 ซึ่งนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นต่อเนื่องทำให้เกิดวิกฤตธนาคารชั้นนำในเดือน มี.ค. 2023 อันได้แก่ SVB, Signature, First Republic และ Credit Suisse แต่การเข้าถูกแล้วของการกู้ดังนี้แสดงถึงความไม่สงบในระบบการเงิน ทำให้เกิดความไม่สงบในเศรษฐกิจ รายได้ของประชาชนที่เพิ่มขึ้นตามค่าจ้าง และการดึงตัวบุคลากรงาน ทำให้เศรษฐกิจยังคงแข็งแกร่งแม้ดอกเบี้ยจะขึ้นสูง (ดอกเบี้ยสหรัฐฯ peak ที่ 5.4% สูงกว่าที่เราคาดที่ 5.1% เล็กน้อย)

เศรษฐกิจจีนขยายตัวต่ำกว่าคาด เพราะเกิด 3 วิกฤต คือ (1) วิกฤตภาคอสังหาริมทรัพย์ โดยภาคอสังหาริมทรัพย์ไม่ฟื้นตัวแม้จะเปิดประเทศ (2) วิกฤตเงินเฟ้อ โดยอัตราเงินเฟ้อ CPI, PPI รวมถึง GDP Deflator ยังคงตัวต่ำเนื่อง บ่งชี้รายได้ประชาชนที่อ่อนแอ ทำให้ผู้ผลิตไม่สามารถขึ้นราคาสินค้าได้ และยังกดดัน Margin ของผู้ผลิตต่อเนื่อง และ (3) วิกฤตตลาดแรงงาน จากแรงงานหุ่นสาวที่ตกลงงานกว่า 21% ในช่วงกลางปี 2023 ก่อนที่ทางการจะยกเลิกการเปิดเผยตัวบัญชีดังกล่าว ซึ่งวิกฤตทั้งสาม จะยังกดดันเศรษฐกิจต่อเนื่อง

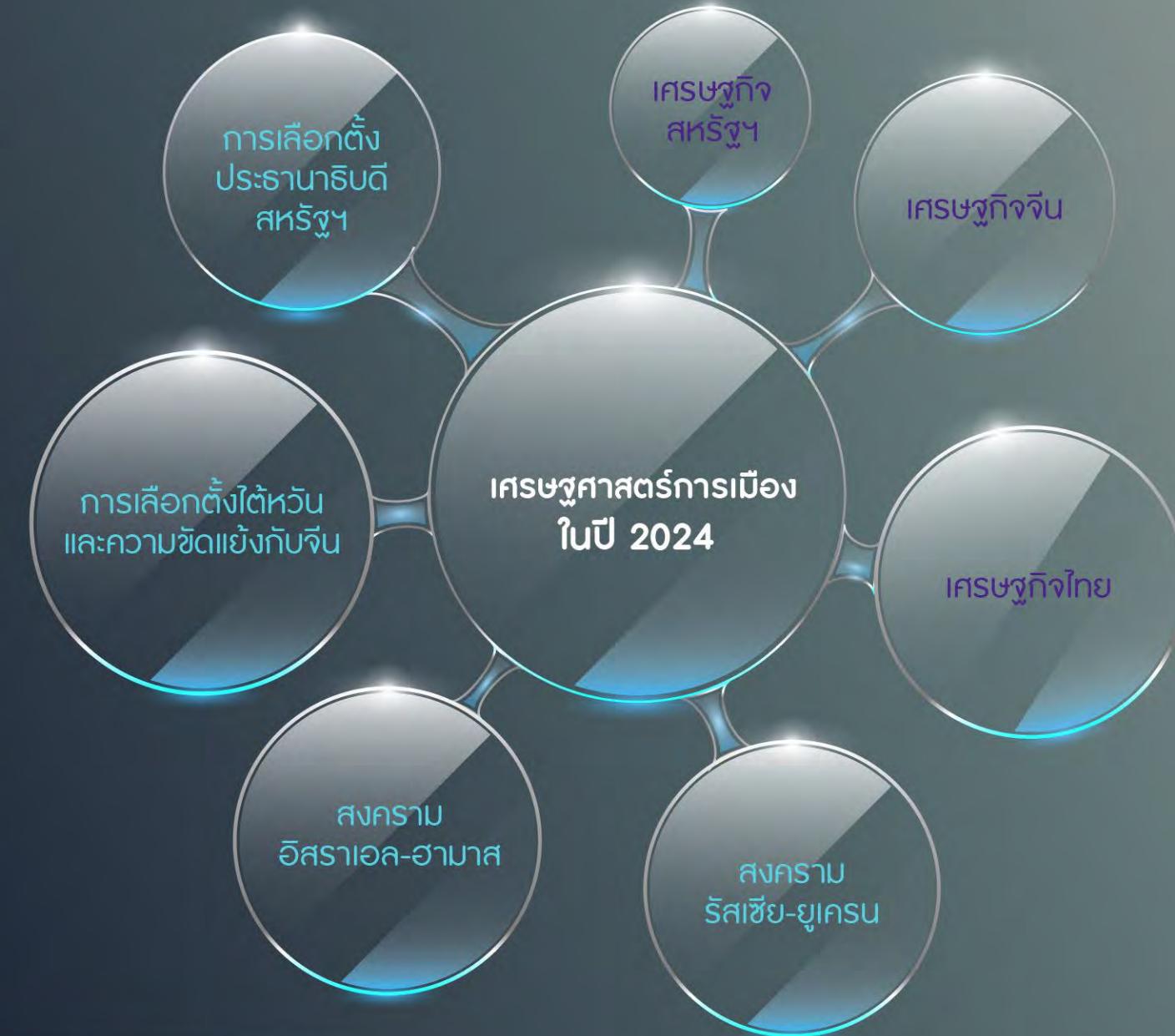
เป็นไปตามที่เราคาด

## แนวโน้มในปี 2024

เรามองว่า การดึงตัวของนโยบายการเงินอย่างต่อเนื่อง ทำให้เศรษฐกิจยังคงเติบโตอย่างต่อเนื่อง Trend: "Higher for Longer" ในปีต่อไป ทำให้เศรษฐกิจที่เริ่มชะลอตัว จะทำให้เศรษฐกิจประดิษฐ์ฟื้นตัวได้เร็วขึ้น แต่จะต้องใช้เวลาอีกนาน จึงทำให้เศรษฐกิจฟื้นตัวได้ในครึ่งปีแรก ทำให้เกิดการลดดอทอเมอร์ แต่จะทำให้เศรษฐกิจฟื้นตัวได้ในครึ่งปีหลัง

เรามองว่า การการจับตัวของเศรษฐกิจและการเงินฟื้นตัวตามที่เราคาดการณ์ไว้ โดยอัตราดอกเบี้ยที่เราคาดการณ์ไว้ ได้รับการสนับสนุนจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ ที่ได้รับการสนับสนุนจากรัฐบาล ทำให้เศรษฐกิจฟื้นตัวได้เร็วขึ้น แต่จะต้องใช้เวลาอีกนาน จึงทำให้เศรษฐกิจฟื้นตัวได้ในครึ่งปีแรก ทำให้เกิดการลดดอทอเมอร์ แต่จะทำให้เศรษฐกิจฟื้นตัวได้ในครึ่งปีหลัง

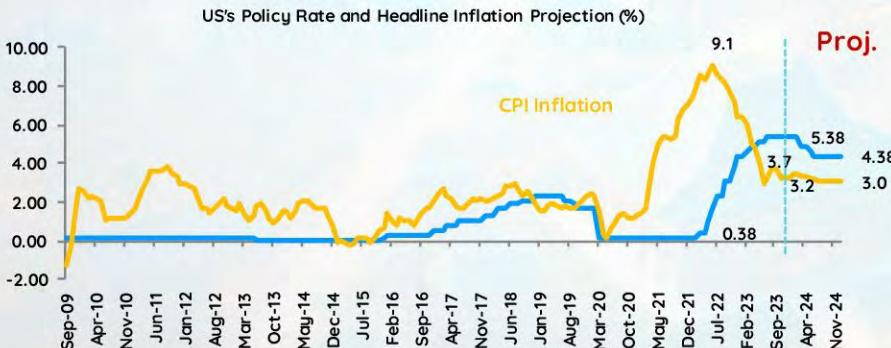
ประมาณการอัตราดอกเบี้ยที่เราคาดการณ์ไว้ ได้รับการสนับสนุนจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ ที่ได้รับการสนับสนุนจากรัฐบาล ทำให้เศรษฐกิจฟื้นตัวได้เร็วขึ้น แต่จะต้องใช้เวลาอีกนาน จึงทำให้เศรษฐกิจฟื้นตัวได้ในครึ่งปีแรก ทำให้เกิดการลดดอทอเมอร์ แต่จะทำให้เศรษฐกิจฟื้นตัวได้ในครึ่งปีหลัง



- ในปี 2024 เราคงว่าเป็นปีแห่งความไม่แน่นอน เนื่องจากมีประเด็นที่คาดการณ์ยากและมีผลสำคัญต่อเศรษฐกิจ สังคม และการเมือง เช่น จะเกิดภาวะเศรษฐกิจดoldอยในสหรัฐฯหรือไม่
- เศรษฐกิจจีบจะขยายตัวเร็วไปบนพื้นที่ Digital Wallet ของไทยจะเป็นเช่นไร สงกรานต์สเซีย-ยูเครน และอิสราเอล-ฮามาส จะเป็นเช่นไร การเลือกตั้งใต้หวัน และสหรัฐฯ จะเป็นเช่นไร
- มีโอกาสที่จะเกิดสงกรานต์-ใต้หวันหรือไม่ เราจึงตอบคำถามโดยแบ่งประเด็น เป็น 3 เศรษฐกิจ 2 สงกรานต์ และ 2 การเลือกตั้ง ดังนี้

## เศรษฐกิจสหรัฐฯ

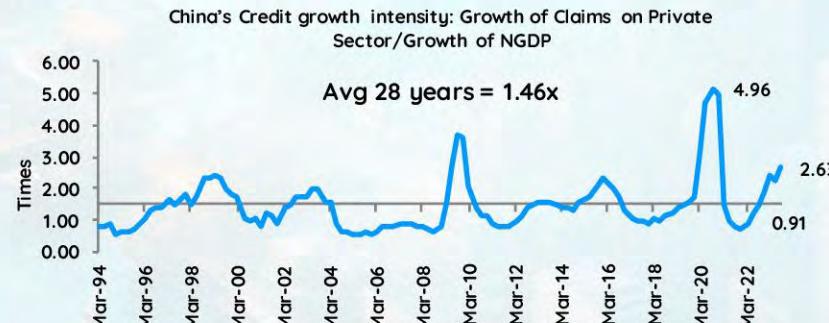
- หากเปรียบเทียบเศรษฐกิจสหรัฐฯและเศรษฐกิจจีน เราเรามองว่า เศรษฐกิจสหรัฐฯและเศรษฐกิจจีนจะกลับตัวกันในระดับหนึ่ง
- เศรษฐกิจสหรัฐฯที่ขยายตัวดีในปี 2023 จะชะลอลงอย่างมีนัยสำคัญในปี 2024 โดยจะขยายตัวชะลอลงจาก 1.9% ในปี 2023 เป็น 0.0% ในปี 2024
- เศรษฐกิจอาจหดตัวในครึ่งปีแรก จากการขึ้นดอกเบี้ยที่รุนแรงและผลกระทบต่อภาคประชาชน (ผ่านรายได้ และค่าใช้จ่ายครัวเรือน และผลกระทบต่อเศรษฐกิจผ่านการบริโภค) ภาคธุรกิจ (ต้นทุนทางการเงินที่เพิ่มขึ้น และปัญหาบุคลากรตามมาจากการที่เพิ่มขึ้นจากดอกเบี้ยรับและดอกเบี้ยจำนำสมุดลูกค้า) และภาคการคลัง (จากหนี้และการรายจ่ายดอกเบี้ยที่สูงขึ้น และปัญหาการเมืองในปีการเลือกตั้ง)
- ในขณะที่การลดดอกเบี้ยในช่วงกลางปีจะทำให้เศรษฐกิจฟื้นตัวในครึ่งปีหลัง
- เศรษฐกิจที่ชะลอตัว จะมีผลต่อการเลือกตั้งอย่างมีนัยสำคัญ



Source: CEIC, InnovestX Research

## เศรษฐกิจจีน

- เรามองว่า เศรษฐกิจจีนจะฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป จากมาตรการการเงินและการคลังที่อุดหนุนอย่างต่อเนื่อง
- ภาคการเงินจากมาตรการอัดฉีดของธนาคารพาณิชย์ ที่อัดฉีดทั้งสินเชื่อภาคประชาชน ภาครัฐบาลท้องถิ่น และภาคอสังหาริมทรัพย์
- ขณะที่ภาคการคลัง จะเริ่มได้รับผลจากมาตรการการคลัง 1 ล้านล้านหยวน กำให้การลงทุนของรัฐบาลคงที่และรัฐบาลท้องถิ่นเพิ่มขึ้นในปีหน้า
- นอกจากนั้น สถาบันการณ์ด้านสังคมฯเริ่มหวังประธานาธิบดีไบเดนและสิ้นปีที่ดูผ่อนคลายลงหลังการประชุม Sideline ระหว่างการประชุม APEC เป็นส่วนสำคัญที่ทำให้รัฐบาลหันมาให้ความสำคัญกับการพัฒนาเศรษฐกิจมากขึ้น
- อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงเงินฝืด ปัญหาการเงินของภาคอสังหาริมทรัพย์ ปรัชญาเชิงนโยบายเศรษฐกิจของประธานาธิบดีสิ้นปี รวมถึงปัญหาเชิงโครงสร้าง เช่น สังคมสูงวัยหนี้ประชาติที่ยังสูง ก็จะยังคงกดดันเศรษฐกิจจีนต่อไป



Source: CEIC, InnovestX Research

# เศรษฐกิจไทย

- **เศรษฐกิจไทยในปี 2023 อ่อนแอกว่าคาด โดยในปี 2022 เราคาดว่าเศรษฐกิจไทยปี 2023 จะขยายตัวประมาณ 3% แต่ปรากฏว่า เศรษฐกิจไทยอ่อนแอกว่าคาดจนทำให้เราต้องปรับการคาดการณ์ GDP ลดลงมาอยู่ที่ 2.5% จาก (1) การจัดตั้งรัฐบาลล่าช้า ที่กระบวนการจัดทำงบประมาณ รวมถึงการที่รัฐบาลเพื่อไทยมุ่งเน้นกับมาตรการ Digital Wallet ท่านกลางปัญหาในเชิงกฎหมาย ทำให้การบริหารราชการปกติรวมถึงการเบิกจ่ายงบประมาณได้รับผลกระทบ (2) เศรษฐกิจเจนที่ชะลอลงมาก ทำให้เศรษฐกิจไทยที่ซื่อสัมภิงค์กับเศรษฐกิจเจน (ทั้งการค้า และภาคการท่องเที่ยว) ถูกกระทบ (3) กระ世家การลงทุนจากต่างประเทศที่ลดลง ท่านกลางปัญหาเชิงโครงสร้างของไทย เช่น สัมคมสูงวัยและการขาดแคลนแรงงานที่หนาแน่นกับความต้องการภาคธุรกิจ**
- **ในปี 2024 เราเน้นมุ่งเน้นเศรษฐกิจไทยเป็น 2 กรณี ขึ้นอยู่กับมาตรการ digital wallet เป็นหลัก โดยหากมาตรการผ่านตามที่นายกฯ ประกาศในวันที่ 10 พ.ย. เศรษฐกิจไทยจะขยายตัวได้ 4.1% จาก (1) มาตรการ Digital Wallet ที่จะต้นการบริโภค (2) การบริหารจัดการภาครัฐที่มีประสิทธิภาพ (3) ความเชื่อมั่นที่เพิ่มขึ้น ทำให้การลงทุนเอกชนเพิ่มเติบโต (4) เงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้นและเงินบาทที่อ่อนจะทำให้ บปท. อาจต้องขึ้นดอกเบี้ย**
- **แต่หากมาตรการไม่ผ่าน เศรษฐกิจไทยจะขยายตัวได้ 3.2% จาก (1) การบริโภคที่ถูกกระทบจากหนี้ครัวเรือนที่อยู่ในระดับสูงและดอกเบี้ยที่ตึงตัว (2) การลงทุนภาคเอกชนที่มีความเสี่ยงทั้งจากเศรษฐกิจโลกที่กระทบส่งออก และเศรษฐกิจในประเทศไทยที่ชะลอตัว (3) การใช้จ่ายภาครัฐ ที่จะถูกกระทบงบประมาณที่ล่าช้าและการเบิกจ่ายที่ต่ากว่าเป้า และ (4) การส่งออกที่ได้รับผลกระทบจากเศรษฐกิจโลก แต่ บปท. จะคงดอกเบี้ย ซึ่งจะเป็นปัจจัยบวกต่อเศรษฐกิจไทยในระดับหนึ่ง**
- **อย่างไรก็ตาม เรามองว่า อาจมีความเป็นไปได้ที่เศรษฐกิจไทยจะมีความเสี่ยงด้านบวก (upside risk) จาก (1) มาตรการผลักดัน Soft power ซึ่งอาจนำไปสู่กิจกรรมทางเศรษฐกิจที่มากขึ้น เช่น งานเทคโนโลยี การอุดรั้น รวมถึงกิจกรรมเชิงสร้างสรรค์อื่น ๆ (ตามโน้มเดลอนของชนบทญี่ปุ่น) และ (2) ความพยายามของนายกรัฐมนตรีในการหักจูงนักลงทุนต่างชาติให้เข้าประเทศ โดยเฉพาะธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับเทคโนโลยีขั้นสูง รวมถึงความพยายามในการจัดตั้งโครงสร้าง Landbridge**



Macro growth projection	Actual	Actual	INVX (Nov'23)	INVX-Best (Nov'23)	INVX-Worst (Sep'23)
	2021	2022	2023f	2024f	2024f
GDP growth	1.5	2.6	2.5	4.1	3.2
Private investment	3.0	5.1	-0.5	2.9	1.0
Public investment	3.4	-4.9	-0.3	7.6	1.0
Private consumption	0.6	6.3	4.1	6.6	3.2
Public consumption	3.7	0.0	-2.9	2.1	1.9
Export value in US\$ terms (%)	19.2	5.5	-2.0	-0.1	-0.1
Import value in US\$ terms (%)	15.0	12.4	0.0	5.2	3.2
Current account to GDP (%)	-2.2	-3.4	0.0	-2.0	-0.5
Headline inflation (%)	1.2	6.1	1.3	3.6	3.0
USD/THB	32.0	35.1	35.0	36.0	35.5
Policy rate (%)	0.50	1.25	2.50	2.75	2.50
No. of inbound tourists (mn)	0.43	11.2	28.0	35.0	35.0

Source: CEIC, NESDC, InnovestX Research



Population density, 2020

Sources: Institute for the Study of War; AEI's Critical Threats Project; OCHA; European Commission; OpenStreetMap

## สงครามรัสเซีย-ยูเครน

- สถานการณ์สงครามรัสเซีย-ยูเครนในปัจจุบันมาถึงทางด้าน โดยทั้งสองฝ่ายไม่สามารถช่วยได้อย่างมีนัยสำคัญ
- กลยุทธ์ของฝ่ายยูเครนและชาติพันธมิตรล่าสุด (ณ เดือน พ.ย.) ในการผลักดันให้กองทัพรัสเซียให้ล่าถอยในแคว้น ZapORIZhia ประสบความล้มเหลว ขณะเดียวกัน กองทัพรัสเซียก็ไม่สามารถบุกยึดยูเครนเพิ่มขึ้นเกินกว่า 4 แควันที่มีอยู่ ทำมูลค่าปัญหาในการเก็บห้ามเพิ่มเติม
- เรามองว่าประดีนการเลือกตั้งประธานาริบดีสหราชอาณาจักรต่อส่งกรณ้อย่างมีนัยสำคัญ โดยหากประธานาริบดีกรันพ์ชนะการเลือกตั้ง อาจยกเลิกการสนับสนุนยูเครน รวมถึงอาจจะออกจากการเป็นสมาชิกนาโต้ ทำมูลค่าจะลดลงและต่อต้านการสนับสนุนยูเครนที่มีมากขึ้น (โดยเดพา: ในฝั่ง Republican)
- ทำให้เรามองว่า รัฐบาลไบเดนในปัจจุบัน อาจเปลี่ยนกลยุทธ์ในสงคราม โดยผลักดันให้ยูเครนเริ่มทำสัญญาสงบศึก โดยแลกเปลี่ยนกับคำสัญญาจะให้ความช่วยเหลือในการพัฒนาประเทศยูเครนหากสงครามสงบลง



## สงครามอิสราออล-ปาเลสไตน์

- ในปัจจุบัน พัฒนาการสงครามเป็นไปตามที่เรามองในระดับหนึ่ง กล่าวคือ เริ่มนัดหยุดยุदยัง แต่เมื่อการคืนตัวประกันบางส่วน ซึ่งเป็นภาคค้ายากับในช่วงก่อความขัดแย้งระหว่างทั้งสองฝ่ายในปี 2014 ดังนั้น เราจึงมีการคาดการณ์ว่าความขัดแย้งอาจเป็น 3 กรณี คือ

- สถานการณ์ค่อยๆ คลี่คลายภายในช่วงไตรมาส 1 โดยประดีนสำคัญ คือจะต้องมีการแลกเปลี่ยนตัวประกันของทั้งสองฝ่าย รวมถึงทางฮาเมสอาจจะต้องส่งผู้ตัวรับผิดชอบหลักในการโจมตีอิสราออล ณ วันที่ 7 ต.ค. ให้กับทางอิสราออล (ความน่าจะเป็น 70%)
- สงครามยืดเยื้อ และขยายเป็นวงกว้าง โดยเดพา: ในการต่อเนื่องกับอิชบollah (Hezbollah) และอาจคลุกคลานไปสู่เคลบานอนและ/or หรือซีเรีย รวมถึงเกิดความรุนแรงขึ้นในส่วนอื่น ๆ ของประเทศ เช่น West Bank เมือง耶路ชาเลม หรือเกลอวฟ (ความน่าจะเป็น 20%) และ
- สงครามนำไปสู่การที่ฮาเมสตอบการปักดงออกจากนวนกาชา ขณะที่นาชาติสนับสนุนงบประมาณให้ประชาชนในนวนกาชา มีการฟื้นฟูประเทศ รวมถึงสนับสนุนให้มีการเลือกตั้งใหม่ในกาชา รวมถึงหลังจากนั้น อิสราออลประกาศให้ดูแลนวนกาชาเป็นเขตปกครองตนเองอย่างอิสระ เช่นเดียวกับฝั่ง West Bank ที่มี Palestinian Authority หรือ องค์การบริหารแห่งชาติปาเลสไตน์ดูแล (ความน่าจะเป็น 10%)

# การเลือกตั้งไต้หวันและความขัดแย้งกับจีบ



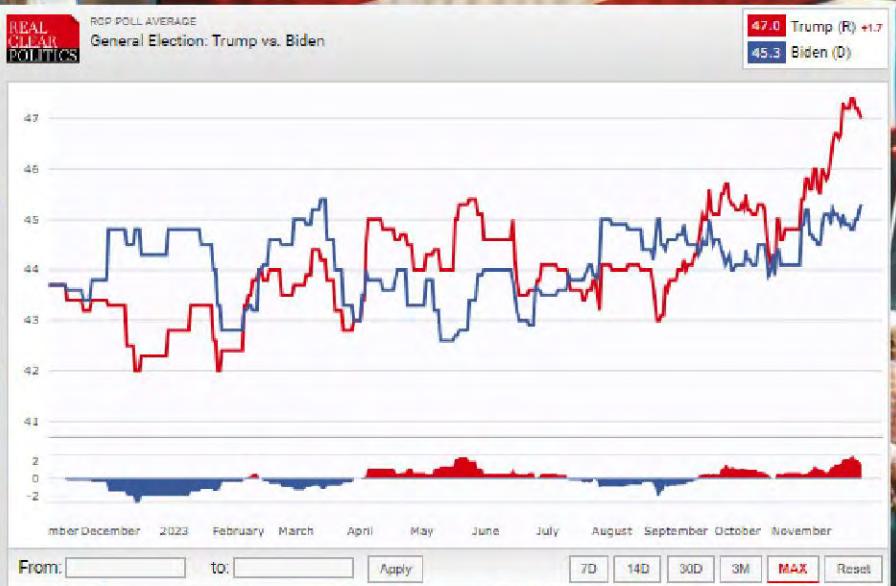
Source: Nikkei

- ในปัจจุบันและอนาคตอันใกล้ มีประเด็นที่ต้องจับตา 3 ประเด็น
- ประเด็นแรก คือความสัมพันธ์ระหว่างจีนและสหราชูปถัมภ์ขึ้นอย่างมีนัยสำคัญหลังการประชุม APEC โดยการพบกันของประธานาธิบดีสืจั่นผิง และประธานาธิบดีโจ ไบเดนประสบความสำเร็จอย่างสูง โดยได้บรรลุข้อตกลงเบื้องต้นที่ดีหลายประการ โดยเฉพาะการฟื้นฟูการติดต่อโดยตรงระหว่างกองทัพของทั้งสองประเทศ
- ประเด็นที่สอง พัฒนาการค่าสุดด้านการเลือกตั้งไต้หวันในวันที่ 13 ม.ค. 2024 โดยปัจจุบันมี 3 ผู้สมัครชั้นนำ คือ (1) รองประธานาธิบดี Lai Ching-te จากพรรคประชาธิปไตยชาวหน้า (Democratic Progressive Party: DPP) ของรัฐบาลซึ่งมีมุ่งหมายขัดแย้งกับรัฐบาลจีน (โพลค่าสูด 31.5%) (2) นายกเทศมนตรีเมืองไทเปคนปัจจุบัน นาย Hou Yu-ih จากพรรค KMT ที่เป็นฝ่ายค้านหลัก (30.1%) และ (3) อดีตนายกเทศมนตรีคนใหม่ Ko Wen-je จากพรรครัฐ TPP (26.7%) โดย 2 พรรครัฐบาลสนับสนุนนโยบายจีนเดียว (Terry Gou เจ้าของ Foxconn ยกเลิกการเข้าร่วม) ทั้งนี้ ก่อนหน้านี้ KMT และ TPP มีข้อตกลงในการส่งผู้สมัครร่วมกัน แต่ไม่สามารถตกลงกันได้ว่าใครจะเป็นผู้สมัคร ซึ่งทำให้คะแนนนิยมของผู้ที่มีความเห็นต่อต้านรัฐบาลจะถูกแบ่งไป
- ประเด็นที่สาม กองทัพจีนอาจไม่พร้อมสำหรับสงครามจีน-ไต้หวันในระยะใกล้ โดยแม้ว่ากองทัพปลดปล่อยประชาชน (PLA) ของจีน จะได้รับการปรับปรุงให้กันสมัย และน่าเกรงขาม แต่พิจารณาให้ละเอียดจะพบว่ายังมีจุดอ่อนหลายประการ ได้แก่ (1) การสรรหาบุคลากรที่มีคุณภาพ (2) ด้านเทคโนโลยี (3) ด้านคอร์ปชัน (4) เศรษฐกิจที่อ่อนแ้อย แต่ (5) นโยบายควบอำนาจเจ้าเดียวของจีน ทำให้การตัดสินใจเชิงนโยบายถูกจำกัดตามไปด้วย
- ประเด็นที่四是 กำไรมาก ทำให้เราไว้ใจว่า การหารือระหว่างผู้นำทั้งสองที่ประสบความสำเร็จในสัปดาห์ที่ผ่านมา บ่งชี้ถึงการเปลี่ยนแปลงเชิงกลยุทธ์ของรัฐบาลจีนจากความจริง 3 ประการหลัก คือ (1) เศรษฐกิจจีนอ่อนแ้อยกว่าที่ทางการจีนเคยคาดไว้ และกำให้ทางการจีนต้องหันไปใช้ความสำคัญกับปัญหาเศรษฐกิจมากขึ้น (2) กองทัพประชาชนปลดปล่อยของจีน (PLA) อ่อนแ้อยกว่าที่เคยไว้ เนื่องจากขาดแคลนบุคลากร (3) โอกาสที่ไต้หวันจะได้ผู้สมัครพรรครัฐบาลฝ่ายค้าน (KMT และ TPP) ที่สนับสนุนให้ได้หัวนัยน์ดับความสัมพันธ์กับจีน ได้จัดตั้งรัฐบาลทดลองหลังจากทั้งสองแยกกัน ส่งผู้สมัคร อย่างไรก็ตาม เราเรามองว่า แม้รองประธานาธิบดี Lai จะได้รับเลือกตั้งเป็นประธานาธิบดี แต่โอกาสที่จะเกิดสงครามระหว่างจีนและไต้หวันในปีหน้าไม่น่าจะมากนัก เนื่องจากเหตุผล 2 ประการแรก โดยเรามองว่า ความสัมพันธ์ระหว่างสหราชูปถัมภ์และจีนจะไม่เปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญ แต่ก็จะไม่ดีขึ้นในปี 2024 ซึ่งจะทำให้ประธานาธิบดีสืจั่นผิงมีเวลาที่จะไปสร้างความเข้มแข็งภายในกองทัพ

## การเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ

- มีโอกาสสูงที่การเลือกตั้งซึ่งดำเนินการอย่างเข้มข้นจะเป็นการแข่งขันระหว่างประธานาธิบดีเดิมและอดีตประธานาธิบดีทรัมป์ และมีโอกาสสูงถึง 40-50% ในมุมมองของเรา ที่อดีตประธานาธิบดีทรัมป์จะชนะการเลือกตั้ง โดยปัจจุบันผลโพลให้คะแนนนิยมทรัมป์ที่ 47.0% เหนือไบเดนที่ 45.3% โดยผลโพลล่าร์ที่ 47.0% แสดงว่า ผู้ลงคะแนนนิยมทรัมป์ 59% ไว้วางใจเขาในเรื่องเศรษฐกิจ เกียร์กับเพียง 37% สำหรับไบเดน
- เรามองว่า ในปี 2024 หากคะแนนนิยมในทรัมป์มากขึ้น รวมถึงได้รับชัยชนะในการเลือกตั้งเบื้องต้น (เดือน ก.ค.) อาจมีประเด็นที่ต้องจับตามองดังนี้
  - การที่ทรัมป์ไม่เชื่อในภาวะโลกร้อน อาจทำให้ขาดสัมภានว่าจะออกจากการต่อตกลง COP 26 และข้อตกลงปราศจากก๊าซ รวมถึงกลับมาส่งเสริมเชื้อเพลิงฟอสซิลเกียร์กับพลังงานหมุนเวียน ทำให้ธุรกิจน้ำมันได้ประโยชน์ แต่ธุรกิจพลังงานหมุนเวียนเสียประโยชน์
  - ข้อเสนอด้านการคลัง (ปัจจุบันยังไม่ประกาศ) ทรัมป์อาจจะนำมาตรการด้านการคลังของพาร์ตี้ Républican กลับมา โดยการลดภาษีและบุคลากร รวมถึงลดงบประมาณด้านการใช้จ่ายด้านสวัสดิการลง ซึ่งอาจกระทบต่อธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานตามมาตรการ Build Back Better ของไบเดน นอกจากนี้ ยังมีความเป็นไปได้ว่านักลงทุนจะไม่เชื่อว่าข้อเสนอด้านการคลังของทรัมป์จะทำได้จริง ทำให้ความกังวลด้านการคลังเพิ่มขึ้น และผลักดันให้ผลตอบแทนพันธบัตรสูงขึ้น
  - ประเด็นสังคมการค้า ทรัมป์มีแผนที่จะประกาศภาษีคุ้มครอง (10%) ต่อทุกประเทศทั่วโลก ซึ่งจะกระทบต่อการค้าการลงทุน รวมถึงธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการขนส่งสินค้า เช่น ธุรกิจเดินเรือ
  - ทรัมป์อาจเสนอให้ปรับลดหรือยกเลิกการสนับสนุนงบประมาณที่เกี่ยวข้องกับยูเครนอาจซึ่งจะเป็นโอกาสที่รัสเซียจะในเดนจะเริ่มผลักดันให้เกิดการเจรจาเพื่อสันติภาพ (ในกรณี) หรือผลักดันให้รัสเซียกลับมาลงมือในยูเครนหนักขึ้น ด้วยความหวังที่ว่าสหราชอาณาจักรจะเลิกการสนับสนุนยูเครน
  - ทรัมป์อาจมีการประกาศแผนการร่วมมือกับชาติอื่นๆ เช่น อิสราเอล และกล่าวหาหรือประกาศมาตรการคว่ำบาตอิหร่านรุนแรงขึ้นในประเด็นสังคมการอิสราเอล-ปาเลสไตน์ ซึ่งอาจทำให้ความเสี่ยงด้านภัยรุςคาสต์เพิ่มขึ้น และอาจทำให้ราคาน้ำมันมีความเสี่ยงขาขึ้น

ผลโพลการซึ่งดำเนินการอย่างเข้มข้น (30 พ.ย.)



Source: Realclearpolitics.com



# ASSET ALLOCATION

# เรากำลังอยู่ต่อไปในของวงจรการลงทุน?

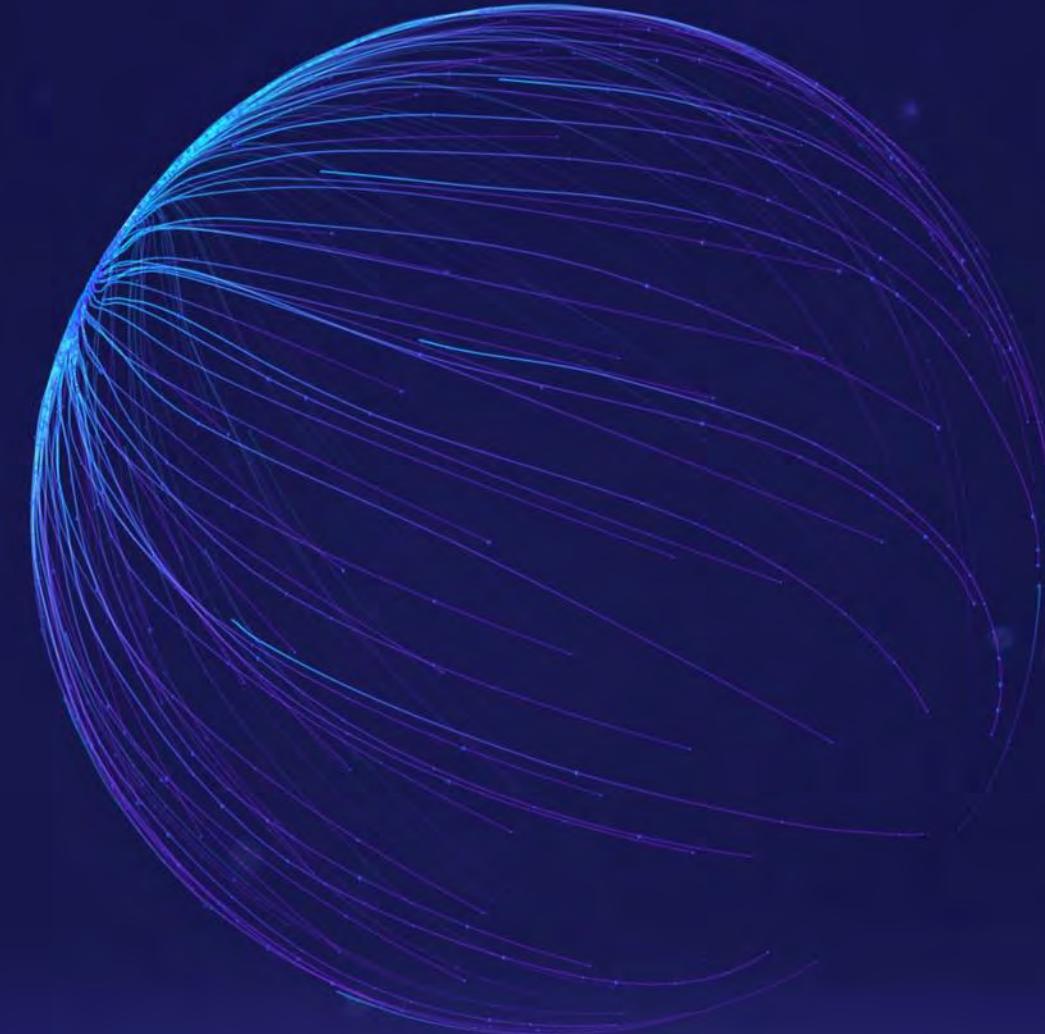


- ในปี 2024 InnovestX ประเมินว่าเรากำลังเข้าสู่วงจร เศรษฐกิจที่มีแนวโน้มเติบโต ตั้งกว่าคิกเกอร์ พ ฯ จนทำให้ธนาคารคงกลางก้าวโกรกต้องเริ่มผ่อนคลายการใช้นโยบาย การเงินแบบตึงตัว และจะเริ่มเห็นการลดดอกเบี้ยนโยบายมากขึ้น
- คำแนะนำในการจัดสรรสินทรัพย์ สำหรับปี 2024 โดยสรุปดังนี้
  - เน้นการลงทุนในตราสารหนี้คุณภาพสูง กั้งพันธบัตรรัฐบาล และหุ้นคุ้มกันที่มีอันดับ Investment Grade ขึ้นไป ซึ่งได้ประโยชน์จากการอัตราดอกเบี้ยสูง และแนวโน้มลดดอกเบี้ยที่คาดลงในอนาคต
  - การลงทุนในหุ้นยังคงแนะนำหุ้นกลุ่ม Quality และ Defensive โดยคงน้ำหนักการลงทุนที่ Underweight จนกว่าจะเห็นความชัดเจนในการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย และการฟื้นตัวของเศรษฐกิจหลังจากนั้น
  - กระจายการลงทุนในสินทรัพย์ทางเลือก เช่น กองทุน REITs เพื่อสร้างสมดุลให้กับพอร์ตโฟลิโอ และ
  - สำหรับนักลงทุนที่สามารถรับความเสี่ยงด้านเครดิต และความเสี่ยงด้านสภาพคล่องได้สูง การลงทุนใน Private Credit ในสัดส่วนที่เหมาะสมจะช่วยสร้างผลตอบแทนส่วนเพิ่ม และลดความผันผวนของพอร์ตโฟลิโอ

# มุมมองรายชั้นสินทรัพย์ในปี 2024

ชั้นสินทรัพย์	มุมมอง	เหตุผล
ตราสารทุน	ต้นร้าย ปลายดี	เศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัว Recession ในสหรัฐฯ ในช่วงครึ่งแรกของปี การลดอัตราดอกเบี้ยของ Fed อย่างรวดเร็วเพื่อประคองเศรษฐกิจ จะสร้างความผันผวนให้กับตลาดหุ้นทั่วโลก ต้องลงทุนอย่างระมัดระวัง เป็นลงทุนในหุ้นกลุ่ม Quality และ Defensive แต่หลังจากนั้น อาจเป็นโอกาสในการลงทุนอีกครั้ง เมื่อเศรษฐกิจเข้าสู่ Recovery Phase
ตราสารหนี้	ปีแห่งตราสารหนี้	ตราสารหนี้มีผลตอบแทนต่อความเสี่ยงที่น่าสนใจ ซึ่งเป็นผลมาจากการ 1) ธนาคารกลางสหรัฐฯ หยุดขึ้นดอกเบี้ย 2) เงินเฟ้อผ่านจุดสูงสุด 3) ความเสี่ยงเศรษฐกิจลดลงอย  และ 4) ผลตอบแทนที่แท้จริงกลับมาเป็นบวก ทำให้เรามองว่าตราสารหนี้น่าจะจากจะช่วยลดความเสี่ยงความผันผวนของสินทรัพย์เสี่ยง ยังจะช่วยให้มีผลตอบแทนที่ดีในปี 2024
สินทรัพย์ทางเลือก	กระจายความเสี่ยง พื้นที่โอกาส	กองกำ - ใช้ลดความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุน จาก Geopolitical Risk และแรงกดดันจากมาตรการที่คาดจะอ่อนค่าหลัง Fed ลดอัตราดอกเบี้ย REITs - เป็นกลุ่มสินทรัพย์ที่เป็น Rate Sensitive จะได้รับประโยชน์จากการดอกเบี้ยขาลง Private Credit - ช่วยสร้างผลตอบแทนส่วนเพิ่ม และลดความผันผวนของพอร์ตโดยรวม โดยนักลงทุนที่จะลงทุนใน Private Credit ควรมีความสามารถรับความเสี่ยงด้านเครดิต และความเสี่ยงด้านสภาพคล่องได้สูง

# FIXED INCOME



## 2024 ปีแห่งตราสารหนี้คุณภาพสูง

- InnovestX เชื่อว่าปี 2024 จะเป็นปีที่การลงทุนในตราสารหนี้คุณภาพสูงมีความน่าสนใจอย่างมาก โดยผลของการปรับขึ้นดอกเบี้ยส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยของดัชนี Bloomberg U.S. Aggregate Bond เดลี่ของ 4Q23 อยู่ที่ 5.38% ซึ่งถือเป็นระดับสูงที่สุดในรอบกว่า 15 ปี
- โดยหากพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนต่อปีจากการลงทุนในดัชนี Bloomberg U.S. Aggregate Bond (8 Years Rolling Annualized Return) กับอัตราดอกเบี้ย ณ วันที่เริ่มลงทุน สะท้อนผลตอบแทนจากการลงทุนตราสารหนี้คุณภาพสูงในอนาคตมีแนวโน้มสูงขึ้น
- นอกจากนี้ InnovestX มองว่าการปรับลดดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลางสหรัฐฯ ในปี 2024 หลังจากที่เงินเฟ้อปรับตัวลดลง แนะนำโน้มเศรษฐกิจที่จะกลับตัวขึ้นมากขึ้นจะเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้อัตราดอกเบี้ยปรับตัวลดลง และส่งผลให้ราคาของตราสารหนี้เพิ่มขึ้น
- สุดท้ายการลงทุนตราสารหนี้คุณภาพสูง ยังช่วยสร้างความสมดุลพอร์ตโฟลิโอเพิ่มขึ้น และช่วยกระจายความเสี่ยงหากเศรษฐกิจเติบโตน้อยกว่าคาด

ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนต่อปีจากการลงทุนในดัชนี

Bloomberg U.S. Aggregate Bond

(8 Years Rolling Annualized Return) กับอัตราดอกเบี้ย ณ วันที่เริ่มลงทุน



Source: Bloomberg, InnovestX calculated

20



# GLOBAL EQUITY OUTLOOK

24

# ตลาดหุ้นสหรัฐฯ

## “ต้นร้ายปลายดี(ขึ้น)”

- เศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มชะลอตัวลงในปี 2024 และคาดว่าจะเกิด Recession ในครึ่งแรกของปี จากการชะลอตัวลงของการการบริโภค การจ้างงานที่ชะลอลง อัตราการว่างงานที่เพิ่มขึ้น รวมไปถึงความเสี่ยงในภาคธนาคาร และภาคการคลังที่มีต่อเนื่อง ล้วนเป็นปัจจัยกดดันต่อตลาดหุ้นสหรัฐฯ ในช่วงครึ่งแรกของปี
- ในด้าน Valuation เมื่อพิจารณาจาก Earnings Yield Gap (EYG) หรือส่วนต่างระหว่าง Earnings Yield ของหุ้นกับอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาว ได้ปรับตัวลดลงสู่ระดับใกล้ 0% (ค่าเฉลี่ยที่ 3.5% 10 ปีย้อนหลัง) หรือกล่าวได้ว่าการลงทุนในหุ้นสหรัฐฯ ไม่มี Risk Premium หรือส่วนชดเชยความเสี่ยง เมื่อเทียบกับการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลซึ่งเป็นสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำ
- ด้วยแนวโน้มเศรษฐกิจที่ชะลอตัว ความเสี่ยง Recession และ Valuation ที่ค่อนข้างตึงตัว การลงทุนในหุ้นสหรัฐฯ ต้องเป็นไปอย่างระมัดระวัง โดยเฉพาะในช่วงครึ่งแรกของปี แต่อย่างไรก็ตาม แต่ด้วยอัตราดอกเบี้ยที่จะถูกปรับลดลง เพื่อเป็นการพยุงเศรษฐกิจของ Fed และเงินเฟ้อที่ค่อยๆ ลดลง จะส่งผลให้ตลาดในช่วงครึ่งปีหลังจะเริ่มนีปัจจัยหนุนได้มากขึ้น



# ตลาดหุ้นยุโรป “เศรษฐกิจยังบ้ากังวล”

- เศรษฐกิจของยุโรปที่เริ่มเข้าสู่ภาวะกดดอย แม้เงินเฟ้อจะลดตัว แต่ยังอยู่ในระดับสูง และคาดว่า ECB จะยังคงดอตเดียตตลอดทั้งปี 2024 ทำให้การฟื้นตัวของเศรษฐกิจเป็นไปได้ยาก ทั้งจากภายในยุโรปเอง จากเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัว และโดยเฉพาะจีนที่เป็นคู่ค้าสำคัญของยุโรป
- ตลาดหุ้นยุโรปแบ่งเป็น Valuation กับประสิทธิภาพ แต่จะยังถูกกดดันจากปัจจัยพื้นฐาน จนกว่า ECB จะเริ่มลดอัตราดอกเบี้ย เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจอีกครั้งหนึ่ง



# ตลาดหุ้นญี่ปุ่น “แสงตะวันรุ่นอรุณฉายอีกครั้ง”

- ปี 2023 ถือเป็นปีที่ดีของตลาดหุ้นญี่ปุ่น นักลงทุนต่างชาติให้ความเชื่อมั่นมากขึ้น สนับสนุนจากการพัฒนาเศรษฐกิจ การเติบโตของค่าจ้างแรงงานและเงินเฟ้อ รวมไปถึงมาตรการปรับปรุงธรรมาภิบาล (Corporate Governance) และพัฒนาการด้านความโปร่งใสของตลาดทุน
- ในปี 2024 เศรษฐกิจญี่ปุ่นจะมีปัจจัยบวกสำคัญ 3 ประการคือ 1) การปรับปรุงโครงสร้างบริษัทญี่ปุ่น จะยังคงดำเนินต่อไปต่อเนื่องจากปี 2023 ผ่านการซื้อหุ้นคืน และการลดการดึงหุ้นไว้วัสดุ 2) การมีบัญชีสำหรับการลงทุนที่ปรับปรุงใหม่ (NISA) ซึ่งจะเปิดโอกาสให้นักลงทุนรายย่อยในประเทศ สามารถลงทุนในตลาดหุ้นโดยได้รับการลดหย่อนภาษีเพิ่มเติบโตมากขึ้น และ 3) การลงทุนทางตรงจากต่างประเทศ เช่น โรงงานผลิตชิป ซึ่งจะกระตุ้นเศรษฐกิจ และทำให้ญี่ปุ่นกลายเป็นศูนย์กลางผลิตอุปกรณ์เทคโนโลยีที่สำคัญ
- ตลาดหุ้นญี่ปุ่นถือว่ามีพัฒนาการเชิงโครงสร้างที่น่าสนใจและน่าติดตาม โดยเฉพาะสำหรับการลงทุนในระยะยาว แต่อย่างไรก็ตาม การชะลอตัวของเศรษฐกิจโลกในปี 2024 ย่อมส่งผลกระทบต่อกลางหุ้นญี่ปุ่นด้วยเช่นกัน รวมถึงแนวโน้มค่าเงินเยนที่มีโอกาสแข็งค่า ซึ่งมักจะส่งผลให้ตลาดหุ้นปรับตัวลงก็เป็นปัจจัยสำคัญที่ต้องระวัง

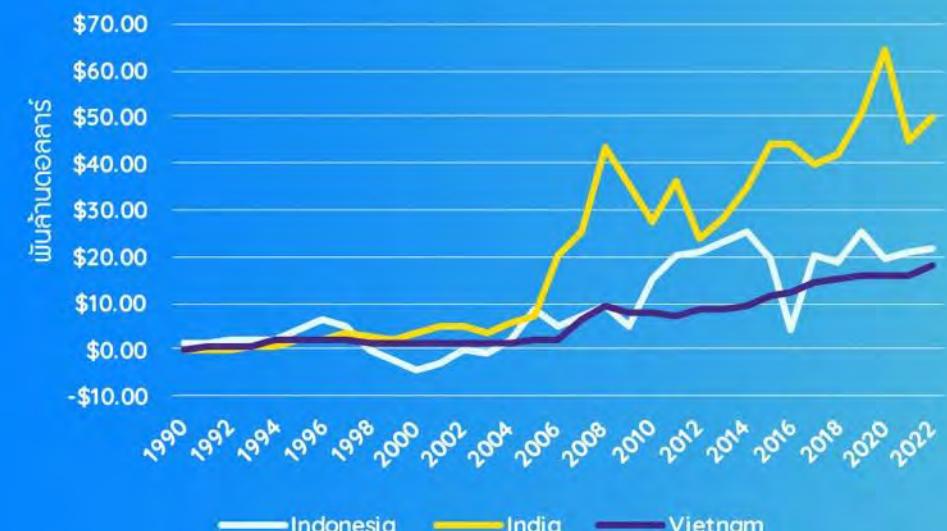
# ตลาดหุ้นจีนและเอเชีย “โอกาสสบนความขัดแย้ง”

- ในขณะที่ประเทศไทยพัฒนาแล้วอย่างสหัสฯ และยูโรเปต้องเผชิญกับภาวะถดถอยในปี 2024 กลุ่มประเทศกำลังพัฒนาอย่างสามาถเดินต่อไปได้ แม้จะเติบโตได้น้อยลง โดยจีนจะเติบโตได้จากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจที่มีมาอย่างต่อเนื่อง ที่จะเริ่มส่งผลต่อเศรษฐกิจที่แท้จริง และจะส่งผลถึงโอกาสการฟื้นตัวของตลาดหุ้นจีน
- ความขัดแย้งระหว่างสหัสฯ และจีน จะกลับมาเป็นประเด็นได้อีกครั้ง จากการวางแผนตัวของสหัสฯ ใน การเลือกตั้งประธานาธิบดีตีหัวบัน และจากการหาเสียงเลือกตั้งประธานาธิบดีสหัสฯ แต่ด้วยสภาวะเศรษฐกิจของกั้งจีนและสหัสฯ อาจไม่เอื้อให้กั้งคู่ยังคงความขัดแย้งได้มากนัก อย่างไรก็ตาม ในระยะยาวแล้วความขัดแย้งดังกล่าวเป็นหนึ่งในปัจจัยทางเชิงโครงสร้างที่จีนต้องเผชิญ(Demographic, Debt, Deflation, Decoupling)
- โดยประเทศอย่าง อินเดีย อินโดนีเซีย เวียดนาม เป็นกลุ่มประเทศที่จะได้รับประโยชน์จาก US/China Decoupling ด้วยเงินลงทุนจากต่างชาติที่ให้มาเข้าอย่างต่อเนื่อง การเข้าร่วมเขตการค้าเสรีที่กว้างขวาง โครงสร้างประชากรที่เหมาะสมต่อการเติบโต และการพัฒนาภายในประเทศ
- สำหรับล้วนของการลงทุนในหุ้นที่คาดหวังการเติบโตในระดับสูงอย่างตลาดเกิดใหม่ (EM) นั้น บวกกับเนื้อจากการลงทุนในหุ้นจีนที่อาจเห็นการฟื้นตัวได้ในปี 2024 การกระจายการลงทุนในกลุ่มประเทศดังกล่าว จะช่วยเป็นการกระจายความเสี่ยงในสภาวะที่โลกมีความขัดแย้งและความไม่แน่นอนสูง

Real GDP Growth (%)	Actual			IMF Projection		
	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
China	2.2	8.4	3.0	5.0	4.2	4.1
India	-5.8	9.1	7.2	6.3	6.3	6.3
Vietnam	2.9	2.6	8.0	4.7	5.8	6.9
Indonesia	-2.1	3.7	5.3	5.0	5.0	5.0

Source: Bloomberg

Foreign Direct Investment (Net Inflows, USD)



Source: World Bank

# สรุปหุ้น Offshore ที่น่าลงทุนแต่ละตลาดในปี 2024

innovest<sup>x</sup>

	ธีม	หุ้น	เหตุผล
สหรัฐฯ	กลุ่มซอฟต์แวร์	Microsoft, Palo Alto Network, Snowflake	เป็นกลุ่มบริษัทที่ได้ประโยชน์จากการใช้งาน AI ที่เพิ่มขึ้นและคาดว่ากำไรงดงามจากการทำ Monetization แต่เน้นกับการลงทุนในระบบ yaw เพราะในระยะสั้นจะได้รับแรงกดดันจากการใช้จ่ายด้านเทคโนโลยีที่ลดลงตามเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง
	กลุ่มเซมิคอนดัคเตอร์	AMD, Intel, Broadcom	แม้ว่าราคามีการปรับตัวเพิ่มขึ้นมาแล้วในปี 2023 แต่เมื่อว่ากุ่นนี้ยังอยู่ในวัยเจริญเติบโต แต่แนวโน้มการฟื้นตัวที่ชัดเจนและผลของการ ระบายน้ำค้าลดลง ทำให้หุ้นในครึ่งปีแรกของปี 2024 จะยังมีแนวโน้มดีตามวัยเจริญเติบโต แต่แนวโน้มการซื้อขายทำกำไรในครึ่งปีหลังหากเริ่มเห็นสัญญาณ การเติบโตจะลดลง
	กลุ่มเทคโนโลยี	Apple, Amazon	เน้นกับการลงทุนในระยะยาว บริษัทยังอยู่ในเกรนด์ของเทคโนโลยีที่สอดรับไปกับสินค้าและบริการ ระยะสั้นอยู่ในช่วงการปรับตัวที่ส่งผล ให้กำไรมีผันผวน แต่รายได้มีแนวโน้มฟื้นตัวในปี 2024 และการเติบโตจะมาจากการควบคุมค่าใช้จ่ายอีกส่วนหนึ่ง
ยุโรป	หุ้นคุณภาพดี ราคากลงแรง	Well Fargo, Home Depot, Pfizer, Disney	ในกลุ่มนี้เน้นกับนักลงทุนที่รับความเสี่ยงได้สูง เพราะเป็นหุ้นที่ได้รับผลกระทบจากเศรษฐกิจ  ธุรกิจยังรอจังหวะในการฟื้นตัวและผลของการ ปรับเปลี่ยนกลยุทธ์ แนะนำให้สะสมหุ้นของเศรษฐกิจมีปัญหาและคาดหวังต่อการฟื้นตัว
	หุ้นพลังงานสะอาด	Enel, Iberdrola	เป็นหุ้นในกลุ่มเชิงรับที่มีความผันผวนจากปัจจัยภายนอกต่างๆ และมีการเติบโตจากการขยายกำลังการผลิตไฟฟ้าในต่างประเทศ มองว่าใน ระยะยาวได้รับแรงหนุนจากกระแสของพลังงานสะอาดเพิ่มขึ้น ในระยะสั้นมองว่าแรงกดดันด้านดอกเบี้ยและอัตราผลตอบแทนพันธบัตรจะ ลดลง
	หุ้นที่มีแบรนด์แข็งแกร่ง	Hermes, Nestle, Inditex	เป็นหุ้นในธุรกิจที่สามารถตอบสนองความต้องการของคนทั่วโลกได้ดี แต่อาจจำเป็นต้องรับผลกระทบจากเศรษฐกิจจีนที่ชะลอตัวลงในระดับหนึ่ง แต่จะถูก ชดเชยด้วยผลจากการกระจายความเสี่ยงในภูมิภาคอื่น มองว่าการเติบโตดีและแบรนด์ที่แข็งแกร่งจะช่วยให้หุ้นสามารถฟื้นตัวได้ดีกว่า ตลาด
จีบ	กลุ่มเทคโนโลยี	ASML, SAP	มองว่ากลุ่มเทคโนโลยียุโรปในวัยเจริญเติบโต แต่เมื่อแนวโน้มการฟื้นตัวที่ชัดเจนและผลของการระบายน้ำค้าลดลง แต่ความเสี่ยงอยู่ที่สัดส่วน ของรายได้จากจีนสูง แต่เราคงว่าความต้องการจากการจีนอยู่ในระดับสูงขึ้นกัน
	กลุ่มได้ประโยชน์จาก AI	TSMC, Baidu, China Mobile	แม้ว่าเศรษฐกิจจีนยังมีปัญหา แต่เมื่อว่าการพัฒนา AI และเทคโนโลยีมีความจำเป็นกับเศรษฐกิจในระยะยาว บริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับ โครงสร้าง AI จึงน่าจะได้ประโยชน์และบริษัทที่มีงบดุลแข็งแรง มีสภาพคล่องเพียงพอในการลงทุนในเทคโนโลยีใหม่ได้ดีกว่ากลุ่มอื่น และมีช้อป จำกัดน้อยกว่า
	หุ้นมีคุณภาพดีและการเติบโตดี	BYD, Trip.com, Alibaba, SMIC	มองว่าการลงทุนในหุ้นอาจต้องพิจารณาถึงธุรกิจใหม่และพัฒนาการของเทคโนโลยีที่จะมีพัฒนาการ ได้แก่ การก่อตั้งที่เกี่ยว กับการซื้อขายหุ้น อาชญากรรมทางไซเบอร์ หรือการเติบโตอุปสงค์ที่ชัดเจนและรายได้กับบริษัทที่เป็นผู้นำตลาดที่มีแรงต้านทาน กับการแข่งขันที่สูงได้

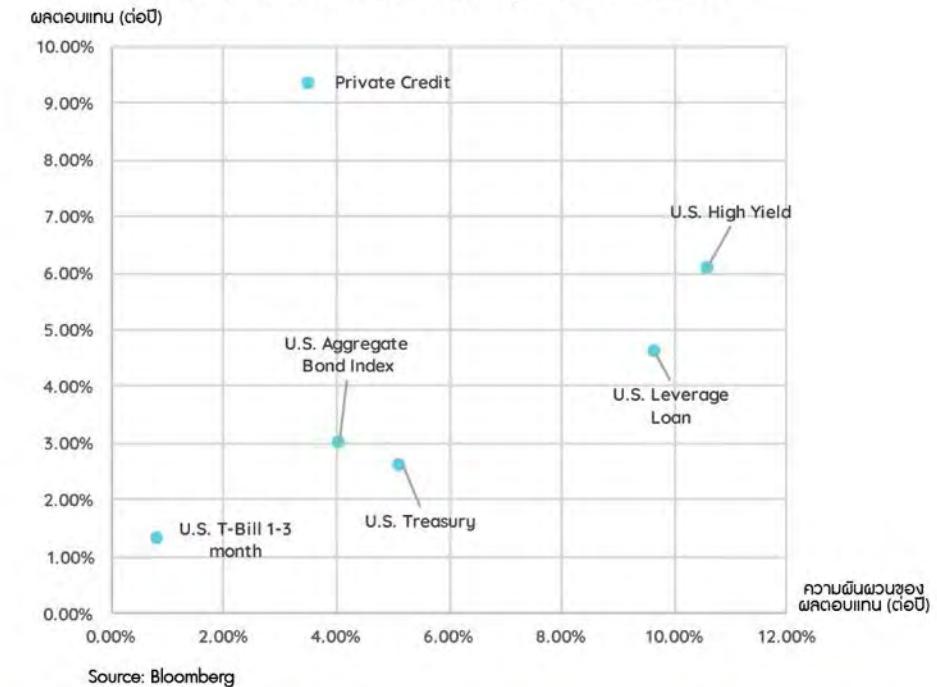
# PRIVATE CREDIT

# Private Credit: ตัวเลือกลงทุน ที่ควรพิจารณา

การลงทุนใน "Private Credit" นับเป็นตัวเลือกการลงทุนที่น่าสนใจและเติบโตอย่างรวดเร็วนbsp;ปี 2022 มีสินทรัพย์ภายใต้การบริหารกว่า 1.4 ล้านล้านเหรียญสหรัฐฯ โดย Preqin ซึ่งเป็นสถาบันวิเคราะห์ข้อมูลเกี่ยวกับการลงทุนทางเลือก ประเมินว่าสินทรัพย์ภายใต้การบริหารของ Private Credit มีโอกาสเติบโตเป็น 2.3 ล้านล้านเหรียญสหรัฐฯ ในปี 2027 InnovestX เคยอยากระบุเรื่องราวของ Private Credit ให้นักลงทุนได้รู้จักมากขึ้น ดังนี้

- Private Credit หรือ Direct Lending คือ รูปแบบหนึ่งของการกู้ยืมนอกระบบน้ำยาชั่งผู้ให้กู้ (ซึ่งคือบริษัทจัดการลงทุน) สามารถติดต่อโดยตรงกับผู้กู้ยืมเพื่อเจรจาและจัดทำสินเชื่อ การเติบโตของ Private Credit ส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากการเกณฑ์ที่เกี่ยวกับการบริหารเงินทุนของสถาบันการเงินที่เข้มงวดขึ้นอย่างมากภายหลังจากวิกฤตเศรษฐกิจปี 2008 ส่งผลให้การลดการปล่อยกู้ให้กับลูกค้ากลุ่มนี้ลง
- ผู้ปล่อยกู้มีหน้าที่พิจารณาความเสี่ยง และความคุ้มค่าในการปล่อยกู้นั้นๆ โดยสามารถเข้าถึงข้อมูลเชิงลึกของบริษัทผู้กู้เพื่อให้สามารถประเมินความเสี่ยงได้ดียิ่งขึ้น ซึ่งนำไปสู่การกำหนดเงื่อนไขการปล่อยกู้เพื่อควบคุมผู้กู้ อัตราดอกเบี้ยที่คุ้มค่าความเสี่ยง และการเรียกสินทรัพย์เพื่อเป็นหลักประกันการกู้ได้
- ผู้กู้ที่มองหาสินเชื่อผ่านช่องทางนี้ แม้อาจจะต้องจ่ายดอกเบี้ยที่สูงขึ้น แต่ก็ได้รับประโยชน์เพิ่มเติมหลายประการ เช่น ความรวดเร็วในการพิจารณาสินเชื่อ การจัดโครงสร้างการกู้ที่สามารถ customize และมีความซับซ้อนสูงได้ รวมถึงสามารถควบคุมข้อมูลที่ละเอียดอ่อนให้เป็นความลับได้มากกว่าช่องทางการกู้แบบอื่น

ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทน และความผันผวนของการลงทุน  
ในตราสารหนี้ประเภทต่างๆ (ช่วงปี 2005 – 1H23)



- สำหรับนักลงทุน การลงทุนใน Private Credit ได้รับความสนใจมากขึ้นเนื่องจากผลตอบแทนจากการลงทุนเมื่อปรับด้วยความเสี่ยง (Risk adjusted return) สูงกว่าการลงทุนในตราสารหนี้ประเภทอื่นๆ อย่างไรก็ตาม รูปแบบการลงทุนในอดีตอยู่ในลักษณะกองทุนปิดที่มีระยะเวลาลงทุน 5 ปีขึ้นไป ทำให้ส่วนใหญ่การลงทุนจึงจำกัดอยู่ในกลุ่มนักลงทุนสถาบัน เนื่องจากเป็นกลุ่มนักลงทุนที่รับความเสี่ยงด้านสภาพคล่องได้สูง ทั้งนี้ในปัจจุบันได้เริ่มนรูปแบบการลงทุนที่เรียกว่า Semi-Liquid fund ที่ลงทุนใน Private Credit โดยมีรอบการได้ถอนที่สั้นลงเป็นรายไตรมาส จึงทำให้นักลงทุนกลุ่ม High Net Worth Individual เข้าถึงการลงทุนใน Private Credit ได้สะดวกขึ้น

## ประโยชน์ของการลงทุนใน Private Credit

- ผลตอบแทนที่สูงกว่า: Private credit มักเสนอผลตอบแทนที่สูงกว่าการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แบบดั้งเดิม เช่น หุ้นหรือพันธบัตร สิ่งนี้เป็นจุดดึงดูดหลักสำหรับนักลงทุนที่มองหาผลตอบแทนที่มากขึ้น
- กระจายความเสี่ยง: การลงทุนใน Private credit ช่วยให้นักลงทุนสามารถ分散รายความเสี่ยงในพอร์ตการลงทุนของตนได้ โดยเพิ่มขั้นความเสี่ยงและผลตอบแทนที่แตกต่างจากการลงทุนแบบดั้งเดิม ใน Public market
- ประสิทธิภาพในตลาดที่มีความผันผวน: Private credit มักจะไม่ได้รับผลกระทบจากความผันผวนของตลาดหุ้นหรือตลาดพันธบัตรในระดับเดียวกัน ทำให้เป็นทางเลือกที่น่าสนใจในช่วงที่ตลาดมีความไม่แน่นอน

## ความเสี่ยงที่สำคัญสำหรับนักลงทุนควรพิจารณา

- ความเสี่ยงด้านเครดิต: เนื่องจาก Private Credit มักเกี่ยวข้องกับการให้กู้ยืมแก่บริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์หรือมีขนาดเล็ก จึงอาจมีความเสี่ยงสูงขึ้นในการไม่ชำระหนี้กลับมา
- ความไม่โปร่งใสและข้อมูลที่จำกัด: ข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทเหล่านี้อาจไม่มีการเปิดเผยอย่างสม่ำเสมอหรือขาดความโปร่งใส ทำให้การประเมินมูลค่าและความเสี่ยงเป็นไปได้ยากกว่าการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์
- ความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง: การลงทุนใน Private Credit มักมีสภาพคล่องต่ำ หมายความว่าอาจยากที่จะขายหรือแปลงเป็นเงินสดในระยะเวลางานสั้น

การทำความเข้าใจเกี่ยวกับความเสี่ยงเหล่านี้และการจัดการความเสี่ยงอย่างเหมาะสมเป็นสิ่งสำคัญสำหรับนักลงทุนที่สนใจในการลงทุน Private Credit

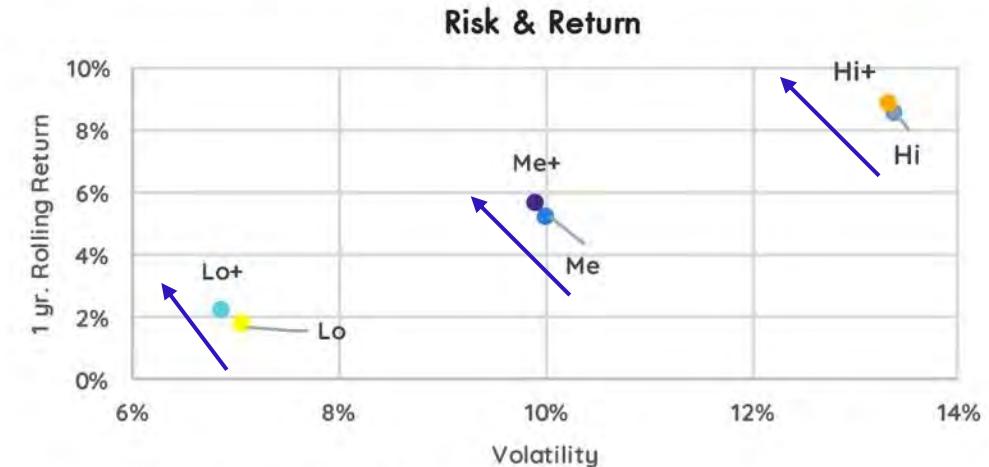
# Private Credit: ตัวเลือกลงทุน ที่ควรพิจารณา

## มุมมอง InnovestX

- สภาพแวดล้อมในปัจจุบันเอื้อต่อการลงทุน Private Credit อย่างมากเนื่องจาก
  - ระดับดอกเบี้ยที่อยู่ค่อนข้างสูงมากกว่า 10% นอกจากนี้เป็นส่วนสำคัญของผลตอบแทนแล้ว ยังช่วยลดความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้ที่อาจเพิ่มขึ้น
  - ปัจจุบันอำนาจต่อรองอยู่กับฝ่ายผู้ปล่อยกู้ ช่วยให้เงื่อนไขการกู้สามารถต่อรองเพื่อคุ้มครองผู้กู้ได้มากขึ้น
- การเพิ่ม Private Credit เป็นส่วนหนึ่งของพอร์ตโฟลิโอช่วยให้พอร์ตโฟลิโอมีความสมดุลมากขึ้น โดย 5% ที่กดแท่นสัดส่วนของหุ้นกู้จะช่วยเพิ่มผลตอบแทนและลดความผันผวนให้กับพอร์ตการลงทุนได้ในทุกระดับความเสี่ยงของพอร์ต (ดูรูป)
- ทั้งนี้นักลงทุนที่จะลงทุนใน Private Credit ควรศึกษาเพิ่มเติมและมีความสามารถรับความเสี่ยงด้านเครดิต และความเสี่ยงด้านสภาพคล่องได้สูงกว่านักลงทุนทั่วไป

## ตัวอย่างสัดส่วนการลงทุน

Portfolio Name	MSCI AC Equity Index	Global Aggregate Bond Index	Private Credit
Lo	20.0%	80.0%	
Lo+	20.0%	75.0%	5.0%
Me	50.0%	50.0%	
Me+	50.0%	45.0%	5.0%
Hi	80.0%	20.0%	
Hi+	80.0%	15.0%	5.0%



Source: Bloomberg, InnovestX Calculated  
(ข้อมูล Back testing ระหว่าง 1 Jan 2015 – 31 Aug 2023)

# EQUITY MARKET STRATEGY 2024



# ประเด็นสำคัญในปี 2024

## 1Q24

- + เศรษฐกิจเอเชียและไทยมีแนวโน้มผ่านจุดต่ำสุด
- การเลือกตั้ง ป.น. ใต้หวัง หากพรรค DPP ชนะจะทำให้ลดความผันผวน
- ธนาคารกลางญี่ปุ่นอาจจะเปลี่ยนท่าทีต่อนโยบายการเงินที่ตึงตัวมากขึ้น
- ยุโรปเข้าสู่สภาวะเศรษฐกิจดoldoy และสหราชอาณาจักรความเสี่ยงมากขึ้น
- ผลกระทบของ El Nino

## 2Q24

- + มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ Digital Wallet ของไทย
- + การประชุมของรัฐบาลจีนที่มีแนวโน้มว่า ธุรกิจสังหาริมทรัพย์เริ่มนีสมดุลมากขึ้น
- FED มีแนวโน้มลดดอกเบี้ยเนื่องจากความเสี่ยงเศรษฐกิจ
- เริ่มจับตาสัญญาณการผิดนัดชำระหนี้ในตลาดตราสารหนี้ออกชน

## 3Q24

- + เศรษฐกิจโลกเริ่มฟื้นตัวอย่างช้าๆ
- + เงินเฟ้อเริ่มลดลงสู่เป้าหมายของธนาคารกลาง
- ธนาคารกลางเอเชียเริ่มลดดอกเบี้ย
- การเติบโตของกลุ่มเทคโนโลยีเริ่มเข้าสู่ปกติ

## 4Q24

- ผลการเลือกตั้งสหราชอาณาจักรก่อนการเลือกตั้งจะให้ผลตอบแทนต่ำจากความเสี่ยงเชิงนโยบาย
- ความเสี่ยงเชิงภูมิรัฐศาสตร์มีแนวโน้มทรงตัวหรือเพิ่มสูงขึ้น
- จับตาความเสี่ยงภาคธนาคารของจีนจากมาตรช่วยเหลือภาคอสังหา

### มุมมอง

ตลาดหุ้นในภาพรวมมีแนวโน้มผันผวนสูงขึ้น มีโอกาสลงมากกว่าขึ้น ตราสารหนี้นำเสนอดีกว่าตราสารทุน ตลาดหุ้นเอเชียนำเสนอดีที่สุด เพราะเพิ่งเริ่มฟื้นตัว ทองคำเป็นอีกตัวเลือกในการลดความผันผวน

### มุมมอง

ตลาดหุ้นมีแนวโน้มเดือดขึ้นจากการลดดอกเบี้ยของธนาคารกลางเพื่อพยุงเศรษฐกิจ ค่าเงินดอลลาร์เริ่มอ่อน อาจจะเริ่มเห็นตลาด EM ให้ผลตอบแทนดีกว่า DM ตลาดไทยมีแรงหนุนจากการกระตุ้นเศรษฐกิจ

### มุมมอง

มองว่าตลาดอยู่ในช่วงจังหวะของการหาเป้าจ่ายบวกใหม่ แต่มองภาพการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลกเป็นสำคัญ นอกจากนั้นหุ้นกลุ่ม Value และเชิงวัฒนธรรมไม่รวมเทคโนโลยีแนวโน้มให้ผลตอบแทนดีกว่ากลุ่มเทคโนโลยี

### มุมมอง

ตลาดมีแนวโน้มผันผวน จากความขัดแย้งระหว่างสหราชอาณาจักร รวมถึงความเสี่ยงภาคธนาคารของจีน มองว่าตลาดหุ้นเริ่มแกว่งตัวไปตามปัจจัยพื้นฐานของธุรกิจในปี 2025 เป็นสำคัญ

# ภาพรวมและกลยุทธ์การลงทุนในปี 2024

**สหราชูป  
“ความเสี่ยงภาวะเศรษฐกิจ  
ชาล็อตตัวเพิ่มสูงขึ้น”**

**ญี่ปุ่น  
“ความก้าวไกยและ  
ความเสี่ยงสูง”**

**จีนและเอเชีย  
“ผลสืบเนื่องจาก  
มาตรการกระตุ้น  
เศรษฐกิจของจีนและ  
การฟื้นตัวของภูมิภาค”**

**ไทย  
“คาดหวังต่อมาตรการ  
กระตุ้นเศรษฐกิจและการลงทุน”**

## 1H24

ตลาดในครึ่งปีแรกยังคงผันผวน ความเสี่ยงเชิงนโยบายบ่อยครั้งแต่ความเสี่ยงด้านการเติบโตสูงขึ้น มีความเสี่ยงจากการลดดอกเบี้ยสูงเพิ่มขึ้น คำแนะนำ ตราสารหนี้แนวโน้มให้ผลตอบแทนต่อความเสี่ยงสูงกว่า ตราสารทุน เน้นหุ้นเชิงรับที่มีคุณภาพดีและบดคลาชชิฟิร์ หลากหลาย เทคโนโลยีที่อยู่ในการฟื้นตัว



## 2H24

แนวโน้มเศรษฐกิจจะดำเนินต่อเนื่องดีสุด และจะเริ่มฟื้นตัวจากลดดอกเบี้ยของธนาคารกลาง ทำให้ลดความเสี่ยงทางเศรษฐกิจ คำแนะนำ มองหาหุ้นกลับตัวของหุ้นกลุ่มการเงิน กลุ่มการแพทย์ และหุ้นที่เกี่ยวข้อง การบริโภค รวมถึงหุ้นขนาดกลางที่มีการเติบโตสูง



ความเสี่ยงด้านการเติบโตจากเศรษฐกิจโลก และโครงสร้างเศรษฐกิจในภูมิภาค คำแนะนำ เน้นไปที่ตราสารหนี้อย่างพันธบัตรรัฐบาลและตราสารหนี้คุณภาพดี รวมถึงหุ้นเชิงรับที่สอดคล้องรายได้จากการเปลี่ยนแปลงในประเทศไทย



มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของจีนสนับสนุนการฟื้นตัวและลดความเสี่ยงในกลุ่มหุ้นเทคโนโลยีและโครงสร้างพื้นฐาน ทำให้เกิดความเสี่ยงเชิงภัยคุกคาม คำแนะนำ เน้นหุ้นกลุ่มเทคโนโลยีและ AI ที่ยังมีการเติบโตสูง กลุ่มการบริโภคในจีน ตลาดอ่อนเดียว เวียดนามและมาเลเซียที่มีความเป็นส่วนตัว



เศรษฐกิจจะดำเนินตัวอย่างฟื้นตัว แต่จะมีความผันผวนสูง จากปัจจัยภายนอก ทำให้มีความคาดหวังต่อมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจและการลงทุนใหม่ คำแนะนำ เน้นหุ้นขนาดใหญ่มากกว่าขนาดเล็ก กลุ่มพานิชย์ กลุ่มนิคมอุตสาหกรรม กลุ่มโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนปีก และกลุ่มที่มีกำไรมีเดียร์อย่างกลุ่มอิเล็กทรอนิกส์

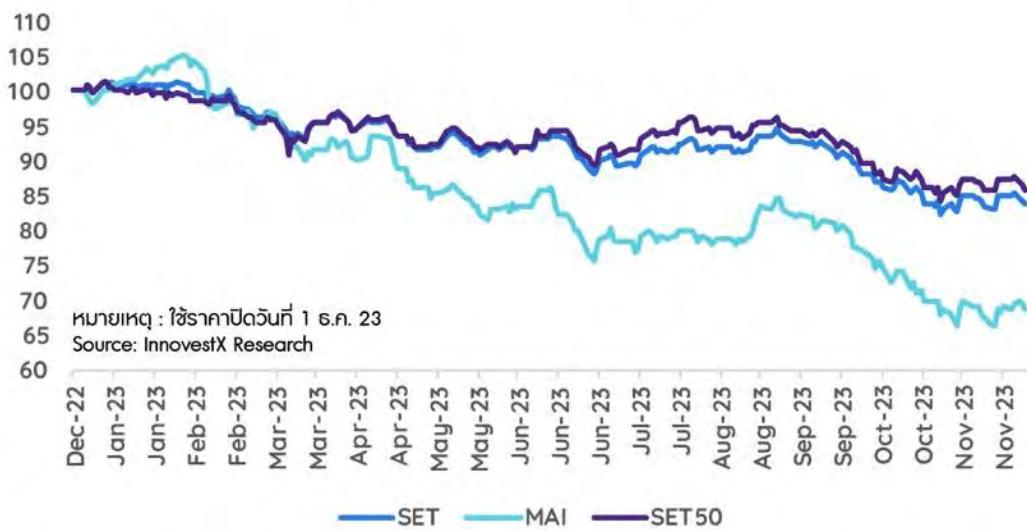


มองว่าความเสี่ยงผลการเลือกตั้งในสหราชูปที่จะทำให้มีความผันผวนในเชิงนโยบาย กับจีน และความเสี่ยงด้านการพัฒนาไปช่วงเหลือการคัดสังหารินทรัพย์ อาจจะเป็นการเพิ่มความเสี่ยงให้ลดลงแม้ว่าจะมีการฟื้นตัวก็ตาม คำแนะนำ ขายทำกำไรหุ้นเทคโนโลยีบางส่วน เน้นหุ้นกลุ่มเชิงรับ ตลาดอาเซียน เน้นภาคบริการและการบริโภคภายในประเทศ เพื่อลดความผันผวนจากปัจจัยภายนอก

เศรษฐกิจจะเริ่มได้รับผลบวกจากการลดดอกเบี้ยของ FED และมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของไทย คำแนะนำ ขายทำกำไรบางส่วนหุ้นกลุ่ม Growth และกลุ่มอิเล็กทรอนิกส์ และมองไปที่กลุ่ม Value และวัสดุจักรอุปกรณ์ที่มีการซื้อขายอย่างกثันวาณิช กลุ่มบีต้าเครมี กลุ่มการเงิน รวมถึงกลุ่ม REIT ที่จะได้ประโยชน์จากการเติบโตของเศรษฐกิจโลก



การเคลื่อนไหวราคาของตลาดหุ้นไทย



## ตลาดหุ้นไทย

### “มีสัญญาณของการฟื้นตัวกำกับความก้าวหน้า”

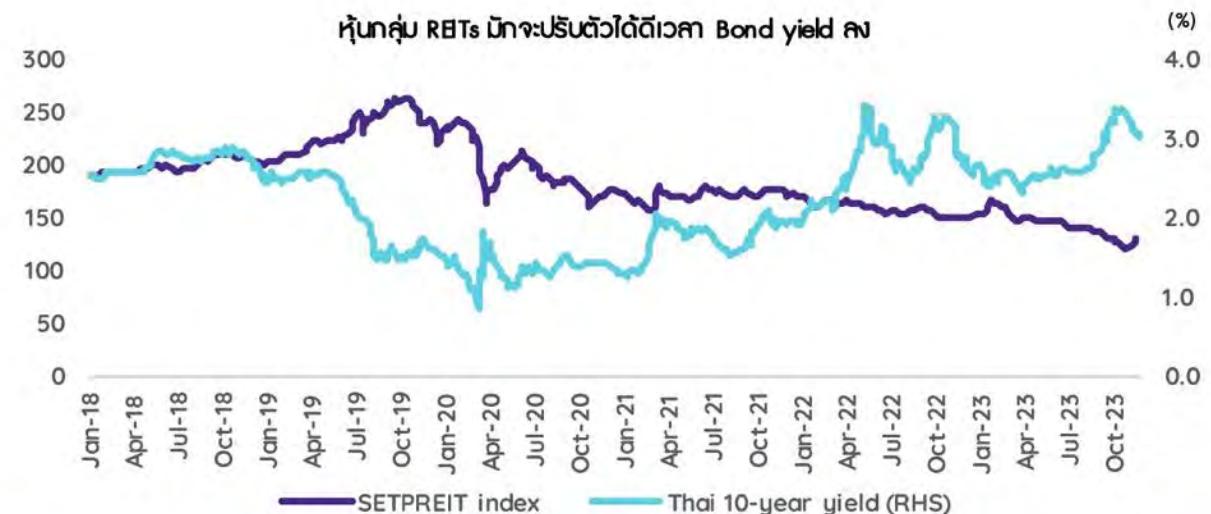
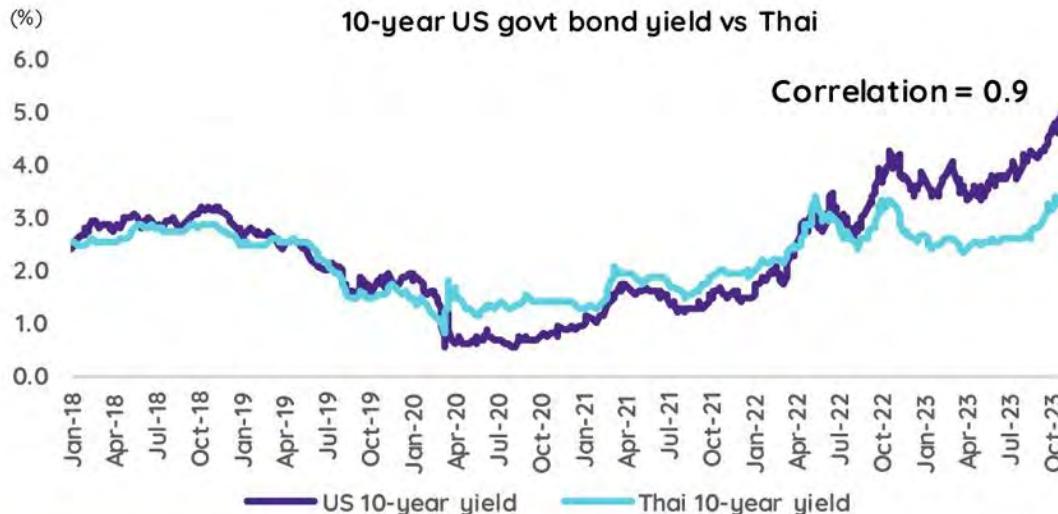
การเติบโตของเศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มฟื้นตัวได้อ่อน弱ต่อเนื่องในปี 2024 แม้ว่าปัจจัยภายนอกจะมีความเสี่ยง||และก้าวหน้า โดยปัจจัยสนับสนุนคือมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาลและการลงทุนใหม่ช่วยลดความเสี่ยงจากการส่งออกที่ฟื้นตัวช้า ผลกระทบจากโอลนีโอล์||และการท่องเที่ยวจากจีนที่มีการเติบโตที่ชะลอตัวลง

ด้วยฐานที่ตั้งตัวในปี 2023 ทำให้การเติบโตของบริษัทจดทะเบียนของไทยอยู่ที่ 17% ซึ่งสูงกว่าภูมิภาคเอเชียและตลาดเกิดใหม่ นอกจากนั้นด้วยผลตอบแทนที่แย่ที่สุดในภูมิภาคในปี 2023 ทำให้ตลาดหุ้นไทยมีความน่าสนใจเมื่อการ Rotation ในปี 2024

สิ่งที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในปี 2024 ได้แก่ 1) ธนาคารกลางแห่งประเทศไทยคงดอกเบี้ยที่ 2.5% 2) มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจในช่วงไตรมาสที่ 2-3 3) การท่องเที่ยวยังเติบโตแต่จะชะลอตัวลง 4) สัญญาณการลงทุนจากต่างประเทศ 5) มาตรการส่งเสริม Soft Power ของรัฐบาล

**กลยุทธ์** – มองตลาดหุ้นไทยมีแนวโน้มปรับตัวได้ดีในครึ่งปีหลัง โดยให้กรอบ SET Index อยู่ที่ 1,650-1,700 โดยเรามองลักษณะการลงทุนที่คาดว่าจะให้ผลตอบแทนดีได้แก่ 1) อัตราผลตอบแทนพันธบัตรลดลง 2) กลุ่มที่กำไรผ่านจุดต่ำสุด 3) กลุ่มเชิงรับที่สามารถต่อกรับความผันผวนภายนอกได้ดี 4) กลุ่มที่มีการเติบโตต่อเนื่อง 5) ได้ประโยชน์จากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาล และ 6) มี Valuation น่าสนใจ

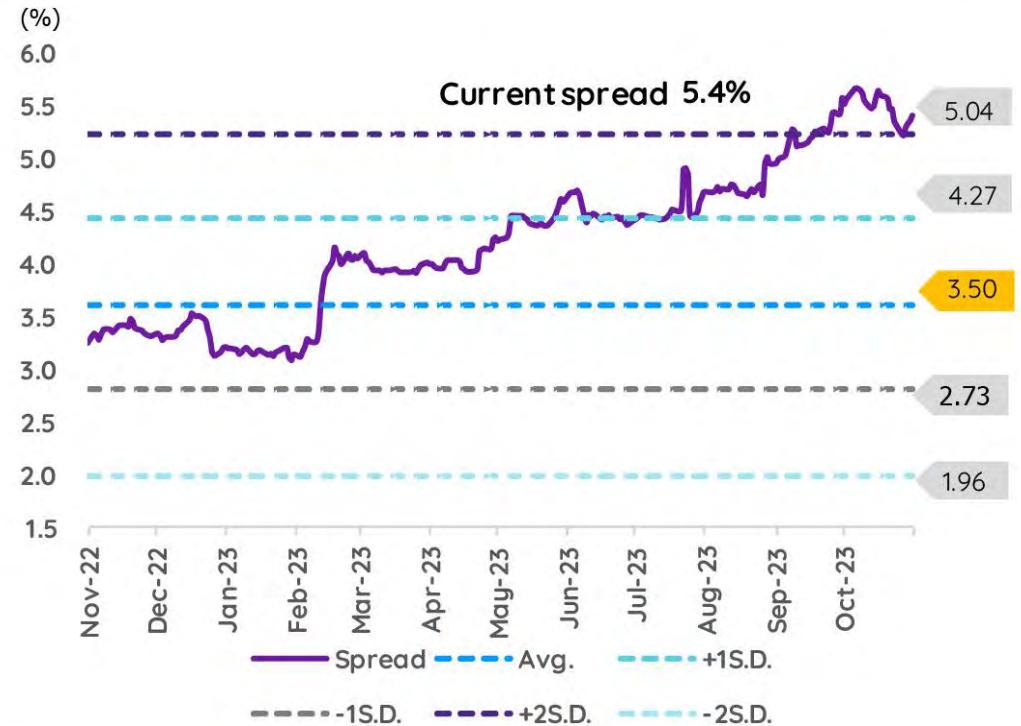
**หุ้นแนะนำ** – AMATA, BBL, BDMS, BEM, CPALL, CRC, GULF, OR, SCC, SCGP

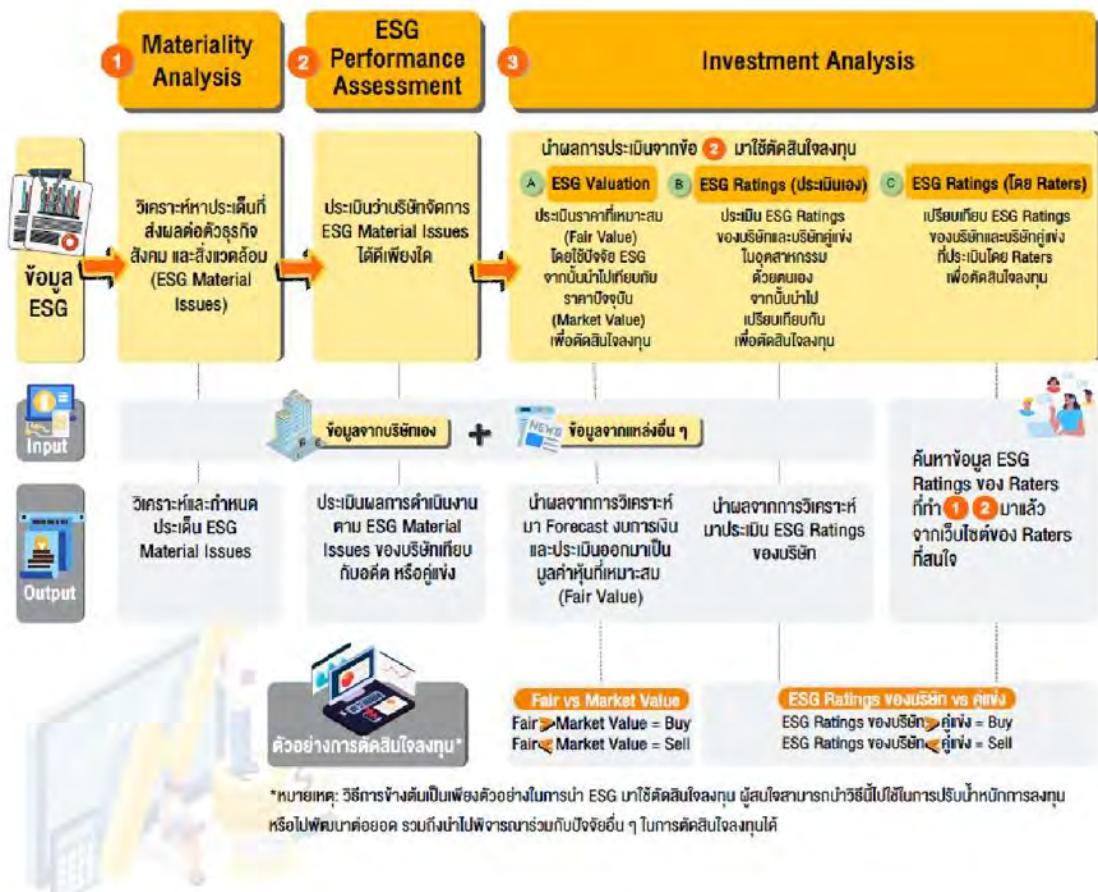


- การพัฒนาการลงทุนในหุ้นกู้คุ้ม REITs & IFFs ในปี 2023 ถือว่าปรับตัวลดลงค่อนข้างแรงกว่า 17% ตั้งแต่ต้นปี โดยปัจจัยกดดันหลักๆ มาจากการปรับตัวขึ้นของ 10-year government bond yield ของไทย ซึ่งสอดคล้องกับการปรับตัวขึ้นของ 10-year government bond yield ของประเทศไทย ซึ่งโดยปกตินั้นการปรับตัวขึ้นของ Bond yield มักจะส่งผลกระทบเชิงลบต่อหุ้นกู้คุ้มนี้ เนื่องจากจะทำให้ความน่าสนใจในแบงก์ของเงินปันผลก็ลดลง
- InnovestX มองว่าแนวโน้มดอกเบี้ยของสหราชอาณาจักรสูงสุดเป็นที่เรียบร้อยแล้ว และกำลังจะเข้าสู่ช่วงขาลง คาดคาดว่าจะเริ่มทยอยเห็นการปรับลดดอกเบี้ยบ่อยๆ ตั้งแต่เดือน มี.ค. 2024 เป็นต้นไป ถ้าดูจาก Correlation ระหว่าง Bond yield ของประเทศไทยกับไทยในช่วง 5 ปีที่ผ่านมาจะอยู่ที่ 0.9 เพราะฉะนั้นการปรับตัวลงของ Bond yield ของประเทศไทยจะทำให้สู่การปรับตัวลดลงของประเทศไทยเช่นกัน ซึ่งแนวโน้มดอกเบี้ยของประเทศไทยสูงที่จะลดลงตั้งแต่ต้นปี 2024 และจะต่อเนื่องถึงปี 2025 จะเป็นผลบวกต่อหุ้นกู้คุ้ม REITs & IFFs และถือว่าเป็นจุดที่น่าสนใจเช่นกัน
- โดยในกรณีครัวร้ายที่สุดที่ Fed ตัดสินใจไม่ลดดอกเบี้ยในปี 2024 เราถือว่าการที่ดอกเบี้ยผ่านจุดสูงสุดไปแล้วนั้นทำให้ Downside ของหุ้นในกลุ่มนี้จำกัด เช่นกัน ประกอบกับ Dividend yield ของกลุ่มโดยเฉลี่ยอยู่ที่ระดับ 8.5% ถือว่าอยู่ในจุดที่น่าสนใจเช่นกัน

# Valuation ในเชิง Yield spread ถือว่าอยู่ในจุดที่น่าสนใจเช่นกัน

ในเชิงของ Valuation ของหุ้นกลุ่มนี้ถือว่าอยู่ในจุดที่ไม่แพง โดยราคาลงเทียบในเชิงของ Yield spread หรือผลต่างระหว่าง Dividend yield ของหุ้นในกลุ่ม REITs เทียบกับ ผลตอบแทน 10-year Thai government bond yield อยู่ที่ระดับ 5.4% หรือสูงกว่า +2SD โดยการที่ Yield spread อยู่ในระดับสูงแสดงถึงการที่ Dividend yield ของหุ้นกลุ่มนี้อยู่ในระดับที่สูงมากหรือต่ำกว่า Valuation ณ จุดนี้ถือว่าอยู่ในระดับที่ไม่แพง โดยหุ้นกลุ่ม REITs & IFFs ที่เรามองว่าห้าสิบเจ็ดคือกลุ่มที่ได้รับประโยชน์จากการฟื้นตัวของการห่อห้องเกี่ยวและเศรษฐกิจภายในประเทศ โดยเฉพาะ LHHOTEL จากการฟื้นตัวของการห่อห้องเกี่ยวและผลประกอบการฟื้นตัวได้เร็ว โดยปัจจุบันกลับมาสูงกว่าระดับก่อน COVID-19, CPNREIT จากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจในประเทศและผลประกอบการกลับมาสูงกว่าระดับก่อน COVID-19 หลังจากนี้จะมีความกังวลเรื่องการเพิ่มทุนเพื่อมาต่อสัญญา Central Pinklao ใน 2H24 แต่เราเชื่อว่าความกังวลนี้จะก่อให้เป็นที่เรียบร้อยแล้ว และ BAREIT ถึงแม้ว่ากองทุนจะไม่ได้รับประโยชน์โดยตรงจากการฟื้นตัวของจำนวนผู้โดยสารในสนามบิน สมมุติแต่มีความน่าสนใจบนความมั่นคงของรายได้ที่ได้รับจากการ BA





Source : SET, InnovestX Research

## กระบวนการนำ ESG มาใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน

- การลงทุนอย่างยั่งยืน คือ แนวคิดการลงทุนที่คำนึงถึงการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (Environmental, Social and Governance หรือ ESG) พร้อมกับการพิจารณาข้อมูลทางการเงินของธุรกิจ เพื่อสร้างผลตอบแทนในระยะยาว และส่งผลดีต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม
- ประโยชน์จากการให้ความสำคัญต่อ ESG บริษัทมีโอกาสในการได้รับยอดขายที่เพิ่มขึ้น จากการได้รับความเชื่อถือจากผู้บริโภคคุณภาพที่สูง ความปลอดภัย สังคม และสิ่งแวดล้อม มีค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่ลดลง จากการใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ และเพิ่มความสามารถในการแข่งขัน นอกจากนี้ นักลงทุนมีโอกาสบริหารความเสี่ยงของพอร์ตลงทุน และได้รับผลตอบแทนในระยะยาวตามการเติบโตของบริษัท
- ขั้นตอนการนำ ESG มาใช้ประกอบการลงทุน 1) นำข้อมูล ESG จากข้อมูลของบริษัทและแหล่งอื่นๆ มาใช้ประกอบการวิเคราะห์หาประเด็นที่สำคัญต่อธุรกิจ ESG Material Issues ที่มีผลกระทบอย่างมีนัยยะต่อธุรกิจ และผู้มีส่วนได้เสียของบริษัท 2) ประเมินความสามารถในการจัดการประเด็นดังกล่าวของบริษัท ประเมินเกียรติจากผลการดำเนินงานในอดีต และประเมินเกียรติกับคู่แข่งในอุตสาหกรรม 3) นำตัวชี้วัดด้าน ESG มาเชื่อมโยงกับงบการเงินของบริษัท และการตั้งสมมติฐานทางการเงิน รวมถึงคำนวณ Valuation เพื่อหามูลค่าหุ้นที่เหมาะสม (Fair Value) นอกจากนี้ ทำการประเมินความเสี่ยงของบริษัทในด้าน ESG (ESG Risk Rating) โดยใช้ข้อมูลจาก Raters (มีการจัดทำ Rating มาแล้ว) หรือจัดทำเอง (กำหนด ESG Material Issues และตัวชี้วัด ประเมินผลการดำเนินงาน ให้เข้ากับความสำคัญในแต่ละประเด็น และประเมินเกียรติกับคู่แข่งเพื่อจัด Rating)

# หุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings

## หุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings คืออะไร

- หุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings คือ ผลการประเมินหุ้นยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) จัดทำขึ้น โดยประเมินจากข้อมูลผลกระทบการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทกิจบาล (Environmental, Social and Governance หรือ ESG) ของบริษัทจดทะเบียน 193 บริษัท (SET 177 บริษัท และ mai 16 บริษัท) โดยเริ่มเผยแพร่บนเว็บไซต์ SET ตั้งแต่วันที่ 6 พ.ย. 2023
- SET ESG Ratings แบ่งเป็น 4 ระดับ คือ AAA, AA, A, BBB

## ความแตกต่างระหว่าง SET ESG Ratings และ THSI

- SET ESG Ratings เป็นชื่อมาจาก THSI (Thailand Sustainability Investment) โดยยังคงใช้หลักเกณฑ์และกระบวนการคัดเลือกบริษัทจดทะเบียนเช่นเดิม
- SET ESG Ratings ประกาศผลในรูปแบบของรายชื่อบริษัทจดทะเบียน พร้อมกับระดับ SET ESG Ratings ซึ่งเพิ่มเติมจาก THSI ที่ประกาศเฉพาะรายชื่อบริษัทจดทะเบียนเท่านั้น

## ความแตกต่างระหว่าง SET ESG Ratings และ SETESG Index

- SET ESG Ratings เป็นผลการประเมินหุ้นยั่งยืนที่แสดงข้อมูลในรูปแบบรายชื่อบริษัท และ ระดับ Ratings
- SETESG Index เป็นดัชนีที่สะท้อนการเคลื่อนไหวราคาของกลุ่มหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีผลประเมินหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings โดยเป็นหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ ไม่น้อยกว่า 6 เดือน มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคานิติความไม่น้อยกว่า 5,000 ล้านบาท มีสัดส่วนผู้ถือหุ้นหลักทรัพย์รายย่อย (Free-float) ไม่น้อยกว่า 20% ของทุนชำระแล้ว และมีจำนวนหุ้นซื้อขายไม่น้อยกว่า 0.5% ของจำนวนหุ้นจดทะเบียนของบริษัท เป็นเวลาไม่ต่ำกว่า 9 ใน 12 เดือน

AAA	AA	A	BBB
34 บริษัท	70 บริษัท	64 บริษัท	25 บริษัท
ADVANC	ACE	MAJOR	ADB QTC AGE
AJ	AMATAV	MC	AH S ARROW
AMATA	AP	MFEC	AOT SAK BA
BANPU	BAFS	MINT	ASW SCG CSC
BAY	BAM	NOBLE	AWC SELIC GCAP
BCP	BBGI	NVD	CBG SHR GFPT
BGRIM	BBL	ORI	CENTEL SICT III
BKI	BCH	OSP	CFRESH SITHAI ILM
BPP	BCPG	PB	CK SNC JTS
CKP	BDMS	PLANB	COLOR SNP KEX
CPALL	BEM	PPS	COM7 SPI KKP
CPAXT	BGC	RATCH	DEMCO STEC KSL
CPF	BJC	RS	DMT SUTHA LHFG
CRC	BLA	S&J	ERW SYNEK LIT
KBANK	BRI	SAT	HENG SYNTAC PCSGH
KTB	BTS	SC	ICHI TCAP PSH
KTC	CPN	SCB	IRC TFO RBF
M-CHAI	DRT	SCCC	ITEL TGH SAPPE
OR	EA	SOP	KUMWEL THIP SAWAD
PR9	EASTW	SIRI	LH THREL SSSC
PTT	EGCO	SJWD	MEGA TKS THANA
PTTEP	EPG	SMPC	MOONG TOA TPCS
PTTGC	ETC	SPALI	MSC TOG TQM
SABINA	FPI	THANI	MTC TSC TVDH
SCC	FPT	TMT	NDR TSTH UPF
SCGP	GLOBAL	TPBI	NER TTCL
STA	GPSC	TPIPL	NRF TWPC
STGT	GULF	TPIPP	NYT UBE
TFMAMA	GUNKUL	TTA	OTO WACOAL
THCOM	HANA	TTB	PAP
TISCO	HMPRO	TTW	PHOL
TOP	HTC	TVO	PJW
WHA	INTUCH	VGI	PM
WHAUP	IRPC	WICE	PPP
AAA	IVL	ZEN	PSL

SET ESG Ratings  
เผยแพร่บนเว็บไซต์ SET  
ตั้งแต่วันที่ 6 พ.ย. 2023

Source : SET, InnovestX Research

# ESG products ในตลาดทุนไทย

## หุ้นและดัชนี ESG

หุ้นที่ให้ความสำคัญกับ ESG หรือดัชนีหลักทรัพย์สำหรับหุ้นที่มี ESG โดดเด่น

- หุ้นยึด SET ESG Ratings ซึ่งเป็นรายชื่อหุ้นยึดยืนที่ SET จัดทำขึ้น โดยคัดเลือกบริษัทจากทะเบียนที่มีคุณสมบัติ แหล่งการดำเนินงานด้าน ESG ที่โดดเด่นเพื่อเป็นทางเลือกสำหรับนักลงทุน โดยมีจำนวน 193 บริษัท ณ วันที่ 6 พ.ย. 2023
- ดัชนี SETESG Index เป็นดัชนีหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในรายชื่อหุ้นยึดยืนที่ผ่านเกณฑ์การคัดเลือกและเกณฑ์การคำนวณดัชนี โดยมีจำนวน 114 บริษัท ณ วันที่ 6 พ.ย. 2023
- หุ้นที่ให้ความสำคัญกับ ESG โดยมี ESG ratings ที่ได้รับการจัดอันดับโดยผู้ประเมินระดับโลก

ผู้อ้าง Raters	ESG Ratings
MSCI	AAA – CCC
esgbook	0 – 100
Moody's   ESG Solutions	0 – 100
REFINITIV	0 – 100
S&P Global Ratings	0 – 100

Source : SET, InnovestX Research

## กองทุนรวม ESG

กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ให้ความสำคัญกับ ESG โดย ณ วันที่ 14 พ.ย. 2023 กองทุน ESG ในประเทศไทย มีจำนวน 113 กองทุน (มูลค่าทรัพย์สินสุทธิ ที่ 4.5 หมื่นล้านบาท) กั้นนี้ มอร์นิ่งสตาร์ได้จัดแบ่งประเภทกองทุนแบบยังยืน ดังนี้

- ESG Fund เป็นกลุ่มที่กองทุนใช้ปัจจัยด้าน ESG ในการคัดเลือกตราสารลงทุน
- Impact Fund เป็นการลงทุนเพื่อสร้างผลกระทบแก่ประเทศต่างๆ เช่น พัฒนาการต่อสังคมและชุมชน ความหลากหลาย เป็นต้น
- Environment Sector Fund เป็นการลงทุนในอุตสาหกรรมที่เกี่ยวกับสิ่งแวดล้อม เช่น พลังงานทดแทน การจัดการน้ำ เป็นต้น

## ตราสารหนี้ด้าน ESG

ตราสารหนี้ระดมทุนเพื่อสนับสนุนโครงการด้านสังคม/สิ่งแวดล้อม โดย ณ วันที่ 27 พ.ย. 2023 ESG Bond ในประเทศไทย มีจำนวน 114 รุ่น (มูลค่าตราสารหนี้ 6.6 แสนล้านบาท) ซึ่งแบ่งเป็นตราสารหนี้ ESG ต่างๆ ดังนี้

- Green Bond ตราสารหนี้ที่ระดมทุนเพื่อโครงการที่เป็นประโยชน์ต่อสิ่งแวดล้อม
- Social Bond ตราสารหนี้ที่ระดมทุนเพื่อโครงการที่เป็นประโยชน์ต่อสังคม
- Sustainability Bond ตราสารหนี้ที่ระดมทุนเพื่อโครงการที่เป็นประโยชน์ต่อสิ่งแวดล้อมและสังคม
- Sustainability-linked Bond ตราสารหนี้ที่ระดมทุนโดยการจ่ายดอกเบี้ยขึ้นกับผลการดำเนินงานเกียบกับตัวชี้วัดด้านสิ่งแวดล้อม/สังคมตามที่ได้กำหนดไว้

กองทุน ESG ในไทย	จำนวน (กองทุน)	มูลค่าทรัพย์สินสุทธิ (หมื่นลบ.)
ลงทุนหุ้นไทย	22	4.3
ลงทุนในต่างประเทศ	91	0.2
รวม	113	4.5

ESG Bond ในไทย	จำนวน (รุ่น)	มูลค่าตราสารหนี้ (แสนลบ.)
Green Bond	63	1.36
Social Bond	11	0.26
Sustainability Bond	20	4.45
Sustainability-linked Bond	20	0.53
รวม	114	6.60

# RISK 2024

# ความเสี่ยงที่ต้องติดตามในปี 2024

## ความเสี่ยงเชิงกฎหมายและสังคม

- ยังคงไม่เห็นแนวโน้มคลี่คลายของความขัดแย้งระหว่างรัฐและบุคคล แล้วในอิสราเอล แต่เมืองนั้นที่ดีขึ้นจะทำให้เกิดการเจรจาสันติภาพมากขึ้น
- ความขัดแย้งระหว่างจีนและสหราชอาณาจักร แนวโน้มเดียวกันแต่นโยบายที่มีอยู่ยังไม่ได้ทำให้ผลกระทบลดลง
- การเลือกตั้งในใต้หวันในเดือน ม.ค. และการเลือกตั้งในสหราชอาณาจักรในเดือน พ.ย. จะเป็นตัวกำหนดทิศทางความสัมพันธ์จีนและสหราชอาณาจักร
- ความขัดแย้งในประเทศไทยมาเป็นความเสี่ยงต่อเศรษฐกิจไทยมากที่สุด ซึ่งอาจจะทำให้เกิดผลกระทบกับแนวโน้มที่กำลังดีในปี 2024 ได้

## ความเสี่ยงสภาวะเศรษฐกิจโดยรวม

- ความเสี่ยงสภาวะเศรษฐกิจโดยรวมในยุโรปมีความเสี่ยงมากที่สุด ก็ต้นปีเป็นผลจากดอกเบี้ยสูงและราคาพลังงานที่ผันผวน
- เศรษฐกิจโดยรวมสหราชอาณาจักรความเสี่ยงเพิ่มขึ้น จากกำลังซื้อกล่องและอาชญากรรม ประเด็นการผิดนัดชำระหนี้มากขึ้น ทำให้ธนาคารกลางมีช่องในการลดดอกเบี้ยเพื่อบรรเทาผลกระทบ
- ความเสี่ยงเศรษฐกิจโดยรวมในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้และจีน ซึ่งมีความเสี่ยงต่อเศรษฐกิจโลกจากการขาดดุลการค้าและการลงทุนต่ำลง
- การระบาดสินค้าที่ลดลงอาจทำให้ผลกระทบของเศรษฐกิจโดยรวมน้อยลง

## ความเสี่ยงจากภาวะดอกเบี้ยสูง

- ดอกเบี้ยสูงเริ่มนั่งลงต่ำลงกับกำลังซื้อในสหราชอาณาจักร เนื่องจากผู้คนลดลงต่อเนื่อง ทำให้ต้องจดโปรดโน้ตและผลกระทบกับมาตรการจี้บูรณะ และส่งเสริมการแข่งขันในการอ่อนตัว
- เราเริ่มเห็นหลายบริษัทผิดนัดชำระหนี้มากขึ้น เพราะเศรษฐกิจชะลอตัวลงและไม่สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้
- และแม้ว่าจะเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ก็จะกระทบกับต้นทุนทางการเงินที่เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งอาจจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจที่กำลังฟื้นตัว
- การทำธุรกรรมการเงินที่ซ่อนอยู่กับตลาดหุ้น อาจทำให้ความเสี่ยงของภาคธนาคารในจีนเพิ่มสูงขึ้นกับการตั้งสำรองหนี้เสียและอาจก่อให้เกิดความเสี่ยงในระบบการเงิน

## ความเสี่ยงการค้าระหว่างประเทศ

- ในช่วงครึ่งปีหลังของปี 2023 รัฐบาลจีนเห็นถึงความจำเป็นในการกระตุ้นเศรษฐกิจด้วยการลดดอกเบี้ยและเพิ่มการปล่อยกู้เพิ่มขึ้น
- นอกจากนั้นมาตรการช่วยเหลือผู้ประกอบการสังหาริมทรัพย์ใน 4Q23 บุกค่ามากกว่า 1 ล้านล้านหยวนนั้น อาจจะเป็นการลดความเสี่ยงของกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ให้เข้าถึงแหล่งเงินทุนจากภาครัฐได้
- แต่หากว่าเศรษฐกิจไม่ฟื้นตัวตามที่คาดคาดและตลาดอสังหาริมทรัพย์ยังไม่ฟื้นตัว อาจจะทำให้ความเสี่ยงของภาคธนาคารในจีนเพิ่มสูงขึ้นกับการตั้งสำรองหนี้เสียและอาจก่อให้เกิดความเสี่ยงในระบบการเงิน

# กลยุทธ์บริหาร ความเสี่ยงในปี 2024

ถือเงินสดและพันธบัตรรัฐบาล รวมถึงกองทุนจากประเด็นดอกเบี้ยที่จะลดลงเร็วกว่าที่คาดและผลกระทบจากเศรษฐกิจ

หุ้นที่อิงกับเศรษฐกิจโลกอย่างสิบค่าอุตสาหกรรม เครื่องจักร รถยนต์ และกลุ่มเทคโนโลยีจะได้รับผลกระทบมากกว่ากลุ่มซึ่งรับที่อิงกับเศรษฐกิจภายในประเทศเป็นหลัก ราคาน้ำมันจะได้รับแรงกดดันจากภาคเศรษฐกิจจากกว่าแรงบุนจัดความเสี่ยง เช่นภัยรัฐศาสตร์

ห้าจังหวะเก็บกำไรคุณภาพลัพธ์งานหากมีความเสี่ยงภัยรัฐศาสตร์เพิ่มขึ้น หากว่าความขัดแย้งระหว่างจีนและไต้หวันเพิ่มขึ้นจากผู้การเลือกตั้ง ประธานาธิบดี (ม.ค.) และสหราชอาณาจักร (พ.ย.) มองห้าจังหวะขายทำกำไรคุณภาพลัพธ์งานหากมีความเสี่ยงเพิ่มขึ้น อาจจะพิจารณาบริษัทที่มีอำนาจในการกำหนดราคาสูงเมื่อต้นทุนผลิตงาน และค่าขนส่งเพิ่มสูงขึ้น

- ถือเงินสดรองรับหุ้นกุ้งการเงินและเชิงวัสดุจัดเมื่อราคาก่อตัวลงแรง
- แนะนำตราสารหนี้มากกว่าตราสารทุน
- เน้นหุ้นกุ้งเชิงรับอย่าง Healthcare, Utilities และ Infrastructure รวมถึงหุ้นที่มีอำนาจในการกำหนดราคาสูง
- หลีกเลี่ยงกลุ่มที่อิงกำลังซื้อ รวมถึงบริษัทไม่มีกำไรและงบดุลอ่อนแอ



มองว่าหลีกเลี่ยงกลุ่มเทคโนโลยีขนาดกลางและเลือกที่มีงบดุลไม่แข็งแรง รอช้อบบริษัทขนาดใหญ่ที่ไม่กุ้งเทคโนโลยีเมื่อราคากลางๆ ก่อตัวความเสี่ยงเชิงภัยรัฐศาสตร์มากขึ้น นอกจากนี้ อาจจะเก็บกำไรตราสารหนี้ High Yield ในกลุ่มผลิตภัณฑ์ที่มีแนวโน้มให้ผลตอบแทนสูงตามราคากลั้งงาน

แนะนำช้อตตราสารหนี้ระยะสั้น เพราะคาดหวังต่อการลดดอกเบี้ยของธนาคารกลางสหราชอาณาจักรในตราสารหนี้ที่เป็นพันธบัตรรัฐบาลและกองค์เป็นทางเลือกในการป้องกันความเสี่ยง แต่เมื่อว่าจ่ายต้องหลีกเลี่ยงตราสารหนี้ High Yield และบริษัทขนาดเล็กที่มีความสามารถแข็งแกร่งสูง และต้องระมัดระวังในกลุ่มธนาคารและการเงินที่อาจมีแนวโน้ม NPL เพิ่มสูงขึ้น ห้าจังหวะในการซื้อหุ้นขนาดใหญ่เมื่อธนาคารกลางสหราชอาณาจักรปรับลดดอกเบี้ยลงมาในระดับหนึ่งแล้ว

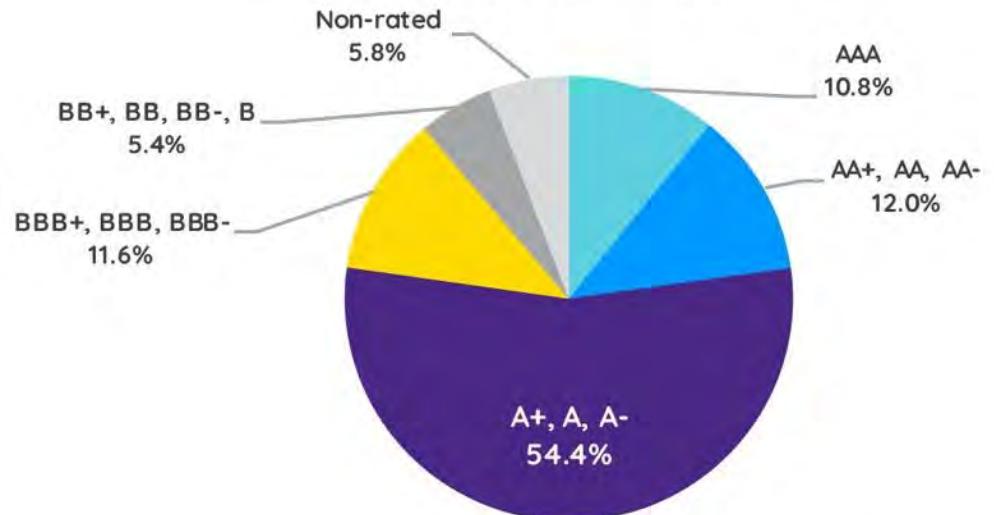
ถือเงินสดหรือเงินดอลลาร์ แนะนำตราสารหนี้และกองค์มากกว่าตราสารทุน มองห้าจังหวะในการซื้อในช่วงเวลาที่ ราคาหุ้นปรับตัวลดลงแรงกว่า 20%-30% (หากเป็นกรณีแล้วร้ายมีการใช้กำลังทางการทหาร แนะนำถือเงินสดและกองค์ และหลีกเลี่ยงการลงทุนในหุ้นสินทรัพย์อื่น)

ตราสารหนี้จะมีความผันผวน เน้นไปที่พันธบัตรรัฐบาลและตราสารหนี้คุณภาพดีที่มีงบดุลแข็งแรง หลีกเลี่ยงตราสารหนี้ High Yield ที่มี Credit Rating ต่ำ เพราะจะมีปัญหาการ Refinance ประจำปีนี้ผลกระทบอาจอยู่ในบางกลุ่ม ในบริษัทขนาดกลางและเล็กเป็นสำคัญ ส่วนตราสารทุนยังคงทุนได้เน้นที่บริษัทขนาดใหญ่ที่มีแนวโน้มการเติบโตดีและงบดุลแข็งแรง

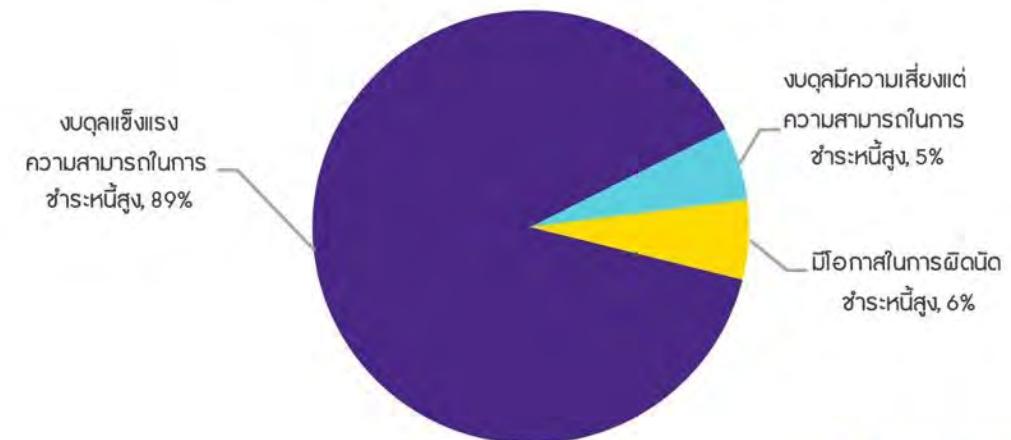
# ความเสี่ยงของการผิดนัดชำระหนี้ของบริษัทไทย

- ข้อมูลจากสมาคมตราสารหนี้ไทยพบว่าในปี 2024 มีหุ้นกู้ระดับสูงและระดับกลางที่จะครบกำหนดทั้งสิ้น 8.9 แสนล้านบาท โดยแบ่งเป็นตามกลุ่มอันดับเครดิตคุณภาพดี (อันดับความน่าเชื่อถือสูงกว่า A) มูลค่า 6.9 แสนล้านบาท หรือคิดเป็น 77% ของยอดที่ต้องชำระกันหมด ส่วนกลุ่มด้อยเบี้ยสูง (อันดับความน่าเชื่อถือต่ำกว่า A) อยู่ที่ 1.4 แสนล้านบาท หรือ 17% ในขณะที่หุ้นกู้ที่ไม่มีอันดับความน่าเชื่อถืออยู่ที่ 3.5 หมื่นล้านบาท หรือ 5.8% ของทั้งหมด
- โดยประเด็นของหุ้นกู้ที่ครบกำหนดชำระและโอลด์บอร์ดจำนวนมากในปี 2024 ทำให้เกิดความกังวลว่าจะมีการผิดนัดชำระหนี้ในระดับสูง ท่ามกลาง 1) ความเสี่ยงด้อยเบี้ยที่อยู่ในระดับสูง ทำให้ต้นทุนทางการเงินเพิ่มขึ้น 2) เศรษฐกิจโลกชะลอตัวลง และ 3) นักลงทุนขาดความมั่นใจในการโอลด์บอร์ดมากขึ้น
- เรามองว่าความเสี่ยงของการผิดนัดชำระหนี้และโอลด์บอร์ดในปี 2024 จะเพิ่มขึ้น แต่เรามองว่าไม่ได้แย่อย่างที่คาดกันไว้ เราเชื่อว่าหุ้นกู้คุณภาพดีที่มีอันดับความน่าเชื่อถือมากกว่า A นั้นมีสถานะทางการเงินแข็งแรงและมีความสามารถในการชำระหนี้สูง
- ในขณะที่ตราสารหนี้ด้อยเบี้ยสูงและไม่มีอันดับความน่าเชื่อถือ โดยใช้ตัวกรองอย่าง Altman's Z-score น้อยกว่า 1.8 และความสามารถในการชำระหนี้ต่ำกว่า 2x พบที่บริษัทที่มีมูลค่าที่ต้องชำระในปี 2024 รวม 5.2 หมื่นล้าน หรือ 5.6% ของทั้งหมด มีความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ ซึ่งอยู่ในระดับที่ไม่สูงมาก

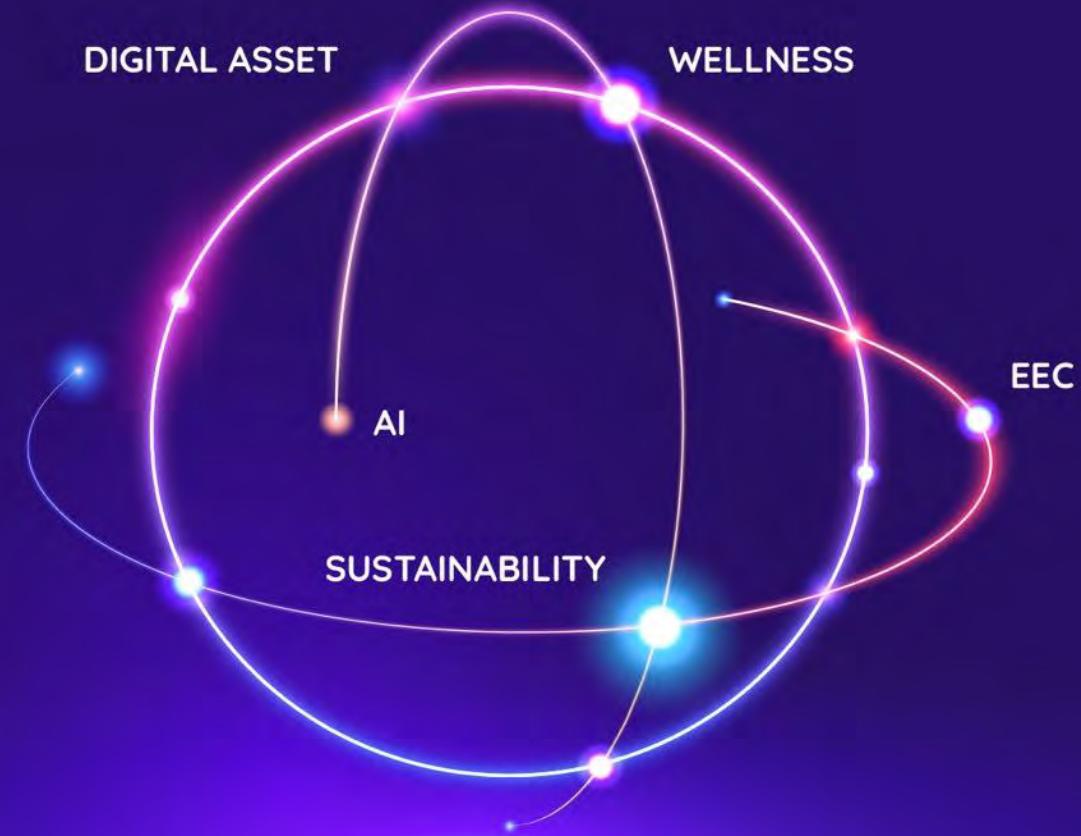
สัดส่วนของยอดครบที่กำหนดชำระหุ้นกู้ตามคุณภาพเดือนพฤษภาคม 2024  
มากกว่า 77% ของยอดชำระกันหมดอยู่ในกลุ่มอันดับความน่าเชื่อถือ<sup>x</sup>  
ที่มากกว่า A ซึ่งมีสถานะทางการเงินดี



การประเมินความเสี่ยงสำหรับบริษัทที่ครบกำหนดชำระหนี้  
และโอลด์บอร์ดในปี 2024 (สัดส่วนเกียบกับยอดชำระหนี้หุ้นกู้กันหมด)



# 5 FUTURE TREND



# WELLNESS

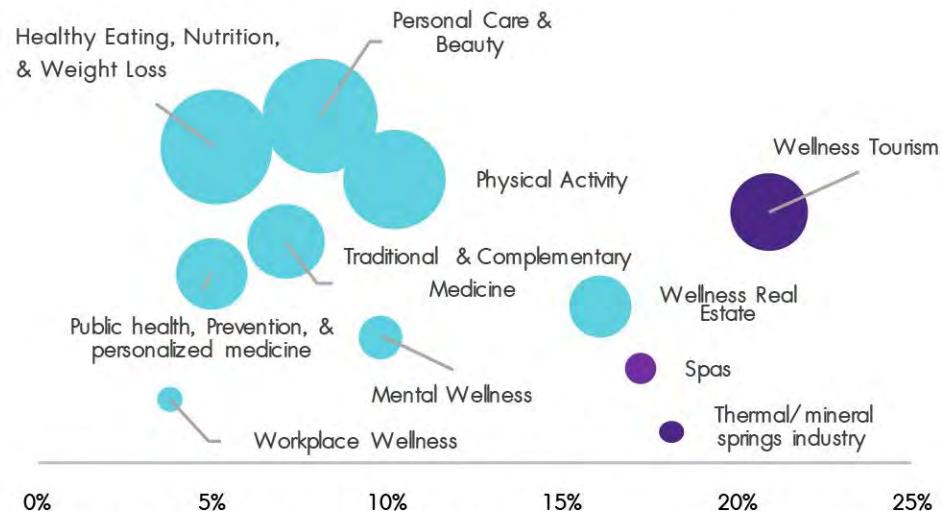
เทรนด์การท่องเที่ยวเชิงสุขภาพ  
โอกาสใหม่ทางธุรกิจ



- ธุรกิจที่มีขนาดใหญ่อยู่แล้วอย่าง Personal Care & Beauty (การดูแลสุขภาพส่วนบุคคลความงาม) คาดว่าจะมีการเติบโตเฉลี่ยในช่วงปี 2020-25 ที่ 8% ต่อปี ตามมาด้วย Healthy Eating, Nutrition, & Weight Loss (การรับประทานอาหารเพื่อสุขภาพโภชนาการและการลดน้ำหนัก) ที่ 5% ต่อปี และ Physical Activity (กิจกรรมทางกายภาพเพื่อสุขภาพต่างๆ) ที่ 10% ต่อปี

ข้อสังเกต คือ กลุ่มธุรกิจเชิงสุขภาพที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยวจะมีการเติบโตสูงกว่าธุรกิจอื่นๆ โดยธุรกิจที่มีแนวโน้มการเติบโตมากที่สุดคือ Wellness Tourism (การท่องเที่ยวเชิงสุขภาพ) ที่คาดว่าจะมีการเติบโตเฉลี่ยในช่วงปี 2020-25 ที่ 21% ต่อปี ตามมาด้วย Thermal/mineral springs industry (ธุรกิจน้ำพุร้อน) ที่ 18% ต่อปี และ Spas (ธุรกิจสปา) ที่ 17% ต่อปี

## คาดการณ์การเติบโตเฉลี่ยต่อปีรายธุรกิจในช่วงปี 2020-25



- จากการระบาดใหญ่ของโรค COVID-19 ทำให้ผู้คนหันมาตระหนักในความสำคัญของการดูแลสุขภาพเพิ่มมากขึ้น GWI คาดมูลค่าเศรษฐกิจทั่วโลกด้าน Wellness (Global Wellness Economy) จะเพิ่มขึ้นจาก 4.3 ล้านล้านเหรียญสหรัฐฯ ในปี 2020 เป็นราว 7.0 ล้านล้านเหรียญสหรัฐฯ ในปี 2025 หรือจะเติบโตเฉลี่ยที่ 10% ต่อปีในช่วงปี 2020-25

### ประเด็นสนับสนุนการเติบโตของ Wellness

- พฤติกรรมผู้บริโภคที่เปลี่ยนแปลงไป เทรนด์รักสุขภาพมีความชัดเจนเพิ่มมากขึ้นหลังจากการแพร่ระบาดของโรค COVID-19
- สาเหตุการตายหลักอย่างโรคไม่ติดต่อเรื้อรังสามารถป้องกันได้ WHO เมย์ว่าราว 74% ของสาเหตุการตายของประชากรโลกต่อปีเกิดจากโรคไม่ติดต่อเรื้อรัง (Non-Communicable Disease: NCD) เช่น โรคหัวใจ โรคเบาหวาน การวิจัยพบว่าการดูแลสุขภาพเชิงป้องกันจะสามารถลดโอกาสการเกิดโรคไม่ติดต่อเรื้อรังได้กว่า 80%

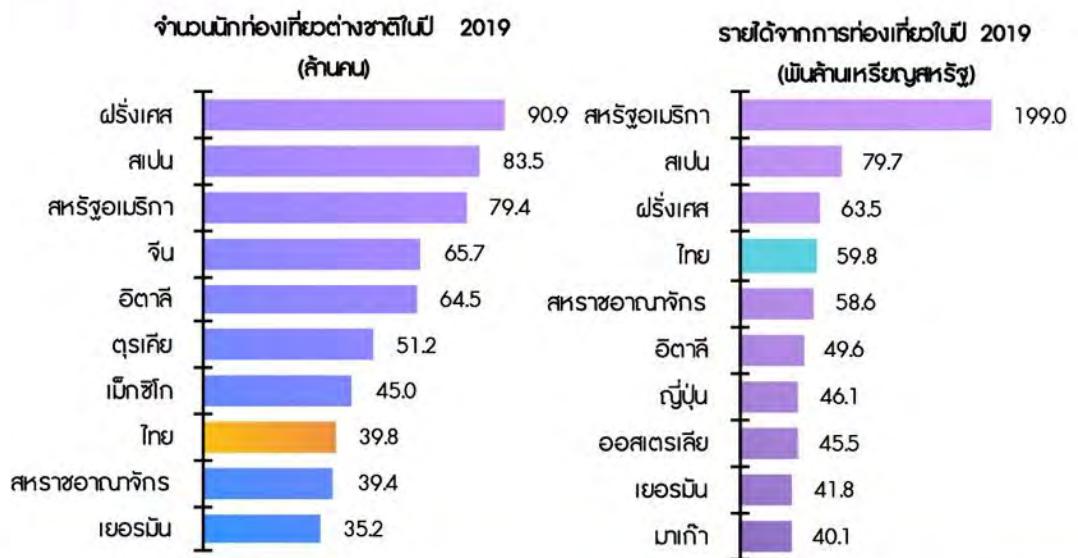


InnovestX มองว่าประเทศไทยมีโอกาสได้ประโยชน์จากแนวโน้มของธุรกิจ Wellness Tourism ของโลกที่มีแนวโน้มเติบโตโดดเด่น จากศักยภาพในอุตสาหกรรมท่องเที่ยว และบริการทางการแพทย์ วัดกันยังเป็น 1 ใน 12 กลุ่มอุตสาหกรรมเป้าหมายที่รัฐบาลให้การสนับสนุนเพื่อเป็นกลไกการขับเคลื่อนเศรษฐกิจในอนาคต

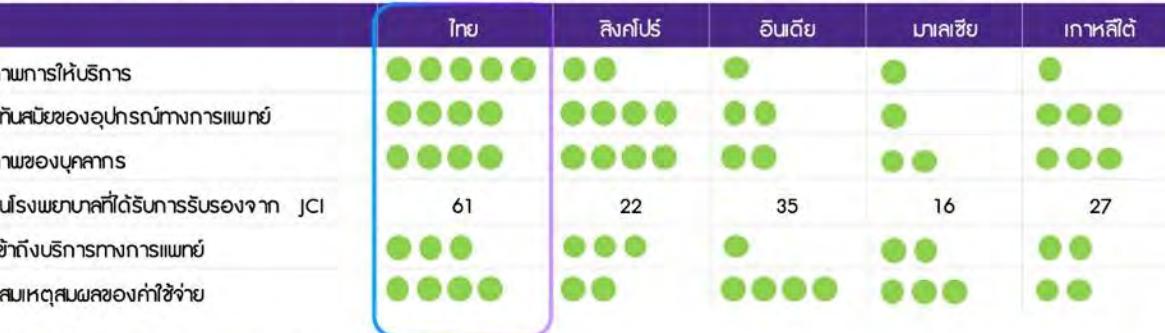
## ความท้าทายของ Wellness Tourism

- การพัฒนาของผู้ประกอบการเพื่อเพิ่มขีดความสามารถในการให้บริการและเพื่อให้กันต่อพฤติกรรมผู้บริโภคที่เปลี่ยนไป
- ในปัจจุบันยังไม่ได้มีความชัดเจนของความร่วมมือระหว่างผู้ประกอบการในห่วงโซ่อุปทาน Wellness Tourism มากรัก
- การใช้จ่ายเพื่อการส่งเสริมสุขภาพลดลงดึง Wellness Tourism นั้นเป็นทางเลือกที่เกิดจากพฤติกรรมและความต้องการผู้บริโภคเป็นหลัก ทำให้แนวโน้มเกรนด์ส่งเสริมสุขภาพและ Wellness Tourism จะเติบโตแบบค่อยเป็นค่อยไป และประโยชน์ที่ผู้ประกอบการจะได้รับนั้นอาจจะไม่ได้เห็นมากในระยะสั้น

ปี 2019 ประเทศไทยเป็นอันดับที่ 8 ของโลกที่สามารถดึงดูดนักท่องเที่ยวต่างชาติได้เกือบ 40 ล้านคน และเป็นอันดับ 4 ของโลกในด้านรายได้จากการท่องเที่ยว สะท้อนถึงความแข็งแกร่งของการท่องเที่ยวของประเทศไทย



ประเทศไทยมีความได้เปรียบในการแข่งขันด้านบริการสุขภาพ (Competitive Advantage) เมื่อเทียบกับต่างประเทศ



### แสดงถึงการมี Competitive Advantage

ที่มา: ยุทธศาสตร์การพัฒนาประเทศไทยให้เป็นศูนย์กลางสุขภาพนานาชาติ (พ.ศ. 2560 – 2569), [www.jointcommissioninternational.org](http://www.jointcommissioninternational.org), InnovestX Research

# หุ้นกี่ม่องว่าจะได้ประโยชน์จากเทรนด์ Wellness Tourism ในประเทศไทย

InnovestX มองว่าเทรนด์ Wellness Tourism เป็นการลงทุนระยะยาว โดยหุ้นไทยมีความชัดเจนมากกว่าหุ้นต่างประเทศ ความชัดเจนของผู้ประกอบการในเทรนด์นี้เริ่มนีมากขึ้นแต่จะยังไม่เห็นประโยชน์ในระยะสั้น ทำให้การลงทุนในหุ้นนั้นต้องให้น้ำหนักกับความแข็งแรงของธุรกิจหลักในปัจจุบันที่จะสามารถต่อยอดไปกับเทรนด์ Wellness Tourism ซึ่งจะเป็นการเสริมการเติบโตในอนาคต หุ้นกี่ม่องว่าจะได้ประโยชน์การเทรนด์ Wellness Tourism ในประเทศไทย คือ BDMS BH SPA และ MINT

## BDMS

BDMS เป็นผู้นำในการให้บริการทางการแพทย์แก่ผู้ป่วยชาวต่างชาติกว่า 1.5 ล้านคนในปี 2022 (24% ของรายได้) BDMS มีการลงทุนอย่างชัดเจนต่อเนื่องเพื่อก้าวเข้าสู่ธุรกิจที่เกี่ยวกับ Wellness คือโครงการ BDMS Wellness Clinic (เงินลงทุนรวม 1.08 หมื่นล้านบาท) เปิดให้บริการแล้วใน 4Q18 และการพัฒนาโครงการ BDMS Silver Wellness & Residence (เงินลงทุนรวม 2.35 หมื่นล้านบาท) ซึ่งถือเป็นโครงการ mixed-use แห่งแรกในประเทศไทยที่ประกอบด้วยคลินิก โรงแรม และห้องพักราคาถูก ซึ่งตั้งเป้าไปยังกลุ่มผู้บริโภคกลุ่ม Silver Age (อายุ 55 ปีขึ้นไป) และชาวต่างชาติที่พำนักในประเทศไทยระยะยาวที่มีความตระหนักในกระแสรักษาระดับสูงจากการกิจกรรมที่บำบัดสุขภาพคือการใช้ชีวิตที่ดีขึ้น ซึ่งคาดว่าจะเริ่มดำเนินงานในปี 2029 BDMS ตั้งเป้าหมายระยะยาวที่จะเพิ่มสัดส่วนรายได้ของธุรกิจที่เกี่ยวกับ Wellness, Digital Healthcare Service และยาและเวชภัณฑ์เป็น 15-20% ของรายได้รวมจากปัจจุบันที่ 5% ของรายได้ของ BDMS

## BH

BH เป็นเกียร์ยอมรับในระดับสากลด้วยจากการให้บริการผู้ป่วยต่างชาติกว่า 6.2 แสนคน ซึ่งคิดเป็น 65% ของรายได้กึ่งหมวดในปี 2022 และมีการให้บริการที่เกี่ยวกับ Wellness (4% ของรายได้) มากอย่างยาวนานกว่า 20 ปีโดยมีศูนย์ล่างเสริมสุขภาพไว้กัลลิฟี (Vitallife Clinic) ซึ่งเป็นศูนย์ดูแลสุขภาพและเวชศาสตร์ชั้นนำที่แห่งแรกในภูมิภาคเอเชีย นอกจากนี้ BH ได้พัฒนาโครงการรักษา (RAKx) ซึ่งเป็นศูนย์บูรณาการสุขภาพและการแพทย์แบบองค์รวมภายใต้คอนเซปต์ Fully Integrative Wellness & Medical Retreat ในพื้นที่คุ้งบางกะเจ้า ศรีอรุณ เวคเอนส์ ซึ่งเปิดดำเนินงานในปี 2020

## SPA

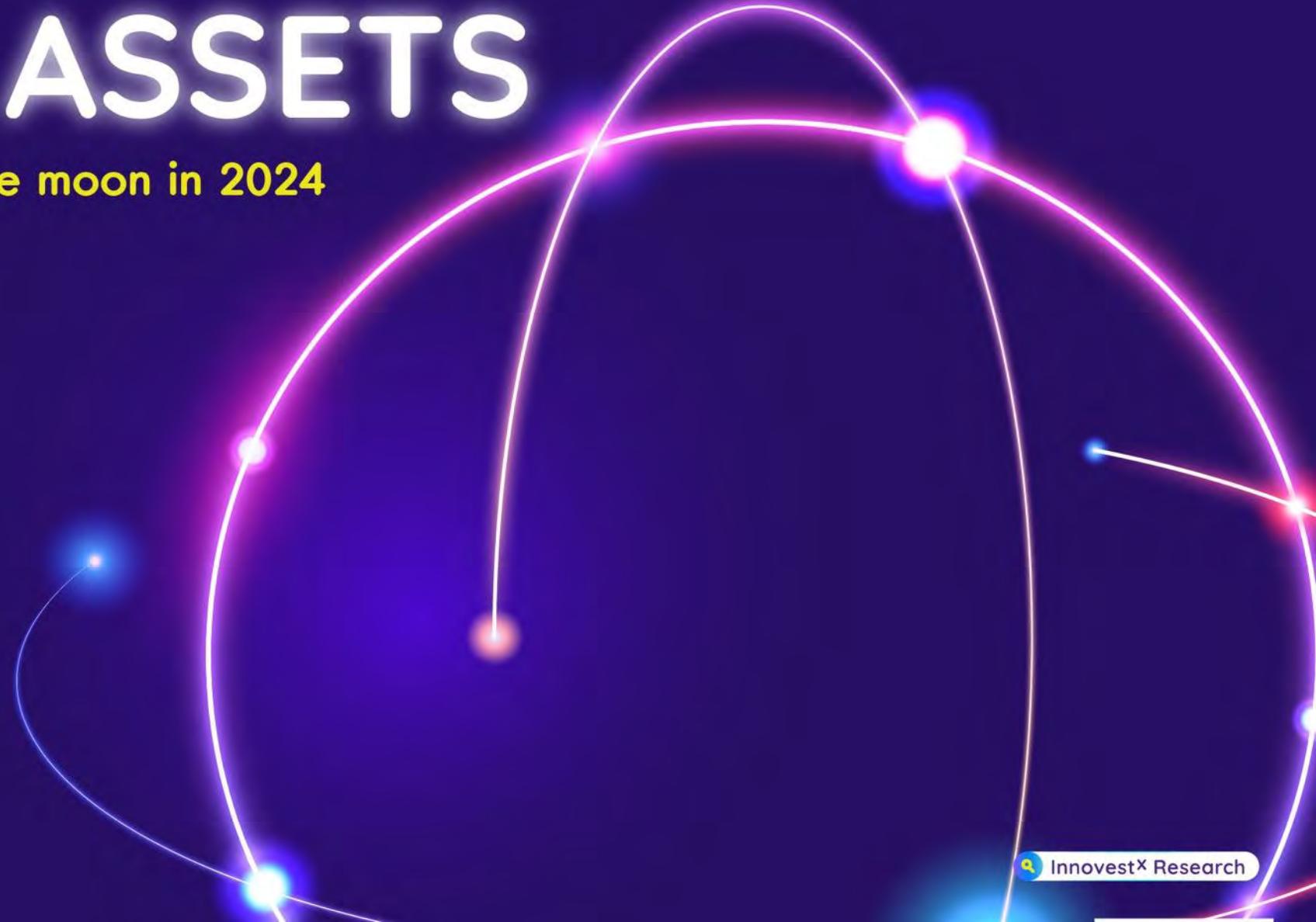
SPA เป็นผู้นำในธุรกิจสปาเพื่อสุขภาพในไทย ซึ่งปี 2022 มีจำนวนสาขาในไทยกว่า 67 สาขา และมีรายได้จากลูกค้าต่างชาติคิดเป็น 30% ของรายได้กึ่งหมวดอย่างไรก็ได้ หลังเปิดประตูรูปแบบใหม่ให้ลูกค้าต่างชาติซึ่งเป็นลูกค้าหลักกลับมาใช้บริการเดือน สิงหาคม 2023 มีรายได้จากลูกค้าต่างประเทศเพิ่มเป็น 60% และคาดจะกลับสู่ระดับปกติอ่อน gerekt COVID-19 ที่ระดับ 80% ได้ในปี 2024 ซึ่งเป็นไปตามการฟื้นตัวของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทย บริษัทมีแผนแตกไลน์ธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับ Wellness เพื่อต่อยอดการให้บริการลูกค้ากลุ่มที่ต้องการผ่อนคลายและสนับสนุนสุขภาพมากขึ้น อาทิ คลินิกกายภาพบำบัด Stretch me และธุรกิจบำบัดรักษาโรคนอนไม่หลับ SLL Clinic

## MINT

MINT ประกอบธุรกิจพัฒนาการที่ใหญ่ที่สุดรายหนึ่งในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก ประกอบด้วยโรงแรมและรีสอร์ฟกว่า 530 แห่งตัวยังจำนวนห้องพักร่วมกว่า 78,000 ห้อง และร้านอาหารกว่า 2,540 สาขาในประเทศไทยและอีก 63 ประเทศที่ว่าด้วยอาหารเอเชียแปซิฟิก ตัววันออกกลาง ไอฟ์รีสอร์ท มหาสมุทร อันเดย ยูโรป และอเมริกา MINT มีการให้บริการด้าน Wellness คือธุรกิจสปา และล่าสุดได้ร่วมมือกับ BDMS ในการให้บริการ BDMS Wellness Clinic Retreat เช่น การบริการด้านเวชศาสตร์ป้องกันในพื้นที่ร่องแม่น้ำ Anantara Riverside Bangkok Resort by Chao Phraya River

# DIGITAL ASSETS

To the moon in 2024

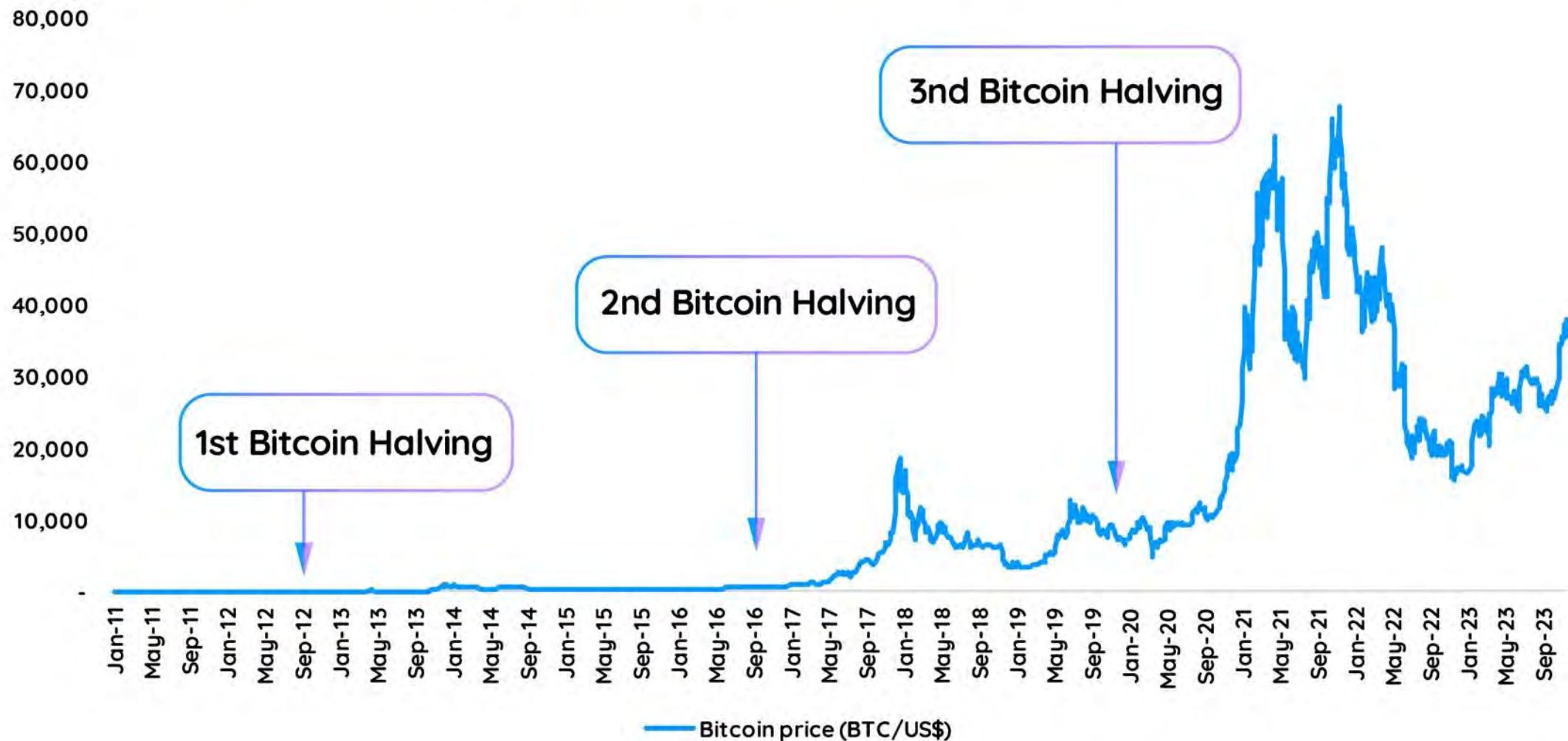




## ประเด็นบวกมากมายรออยู่ในปี 2024

- ในส่วนของการพัฒนาการลงทุนในปี 2024 เชื่อว่าจะเป็นปีที่จะมีเหตุการณ์สำคัญต่างๆ มากมายไม่ว่าจะเป็นเรื่องความชัดเจนในส่วนของ Spot Bitcoin ETF ที่ปัจจุบันนั้นมีบริษัทยักษ์ใหญ่ๆ มากมายรวมถึง BlackRock ได้มีการยื่นขอ ก.ล.ต. ของประเทศไทยในการที่จะเสนอขายผลิตภัณฑ์นี้ InnovestX คาดว่าการอนุมัติ Spot Bitcoin ETF ของประเทศไทยน่าจะเห็นความชัดเจนในช่วงต้นปี 2024
- เหตุการณ์ที่น่าสนใจอันที่สองคือ Bitcoin Halving ซึ่งเป็นเหตุการณ์ที่ผลตอบแทนของบันกชุด Bitcoin หรือผู้ตรวจสอบธุรกรรมจะลดลงครึ่งหนึ่ง โดยเหตุการณ์นี้จะเกิดขึ้นทุกๆ 4 ปีโดยประมาณ ซึ่งเคยเกิดขึ้นมาแล้วก็งวด 3 ครั้งในปี 2012, 2016 และ 2020 โดยครั้งถัดไปนั้นคาดว่าจะเกิดขึ้นในช่วงเดือน เม.ย. ปี 2024
- อุตสาหกรรมการทำ Tokenization นั้นถือว่าเป็นจังหวะที่ดี โดยคาดว่าปี 2024 จะเห็นการระดมทุนเพื่อเปิดโอกาสให้นักลงทุนที่สนใจได้เป็นเจ้าของ Carbon credit ถือว่าเป็นทางเลือกของการลงทุนประเภทใหม่ที่ยังไม่เคยเห็นในอดีตมาก่อน นอกจากนี้ยังคาดว่าจะยังมีการนำสินทรัพย์อื่นๆ เพิ่มเติมเข้ามาอีก

# ราคา Bitcoin มักจะสร้างจุดสูงสุดใหม่ทุกครั้งที่มีการ Halving



## ความเคลื่อนไหวของ Binance ล่าสุด คาดว่าจะส่งผลบวกต่ออุตสาหกรรมในระยะยาว

- Binance ได้ตัดสินใจจ่ายเงินค่าปรับกว่า US\$4.3bn เพื่อยุติคดีความต่างๆที่มีกับกระทรวงยุติธรรมของสหรัฐฯ และ CFTC ซึ่งเป็นหน่วยงานที่กำกับดูแลตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าของสหรัฐฯ โดยคดีหลักๆ จะเกี่ยวข้องกับการฟอกเงิน, Sanction law และการนำ Derivative products มาเสนอขายให้กับนักลงทุนประจำสหราชอาณาจักร รวมถึงคุณ Changpeng Zhao (ผู้ก่อตั้ง Binance) ยอมลาออกจากตำแหน่ง CEO และไม่ขออยู่กับบริหารไปอีกอย่างน้อย 3 ปี
- InnovestX มองว่าสิ่งนี้จะเป็นประเด็นบวกต่ออุตสาหกรรมในระยะยาวเนื่องจากกระแสข่าวเชิงลบที่เกี่ยวข้องกับ Regulation เป็นหนึ่งในประเด็นหลักที่มักจะเข้ามากดดันภาระการลงทุนเป็นระยะๆ โดยหลังจากนี้เราเชื่อว่าประเด็นเหล่านี้จะลดลง นอกเหนือจากนี้ตลาดคาดหวังว่าสิ่งนี้จะเป็นการปูทางนำไปสู่การอนุมัติ Spot Bitcoin ETF ในช่วงต้นปี 2024 ด้วยเช่นกัน
- อย่างไรก็ตาม Binance ยังคงเหลือคดีความกับทาง ก.ล.ต. ของประจำสหราชอาณาจักรเกี่ยวกับการนำเหรียญที่ถูกกระบุว่าเป็นหลักทรัพย์เข้ามาซื้อขาย (สำหรับ Binance.US) โดยประเด็นนี้อาจก่อให้เกิดความไม่สงบในตลาด Kraken ในการซื้อขาย Kraken บนแพลตฟอร์มนี้ คาดว่าจะมีการดำเนินคดีต่อไปในอนาคต



**Binance pleads guilty to US sanctions violation, will pay \$4.3 bn fine**



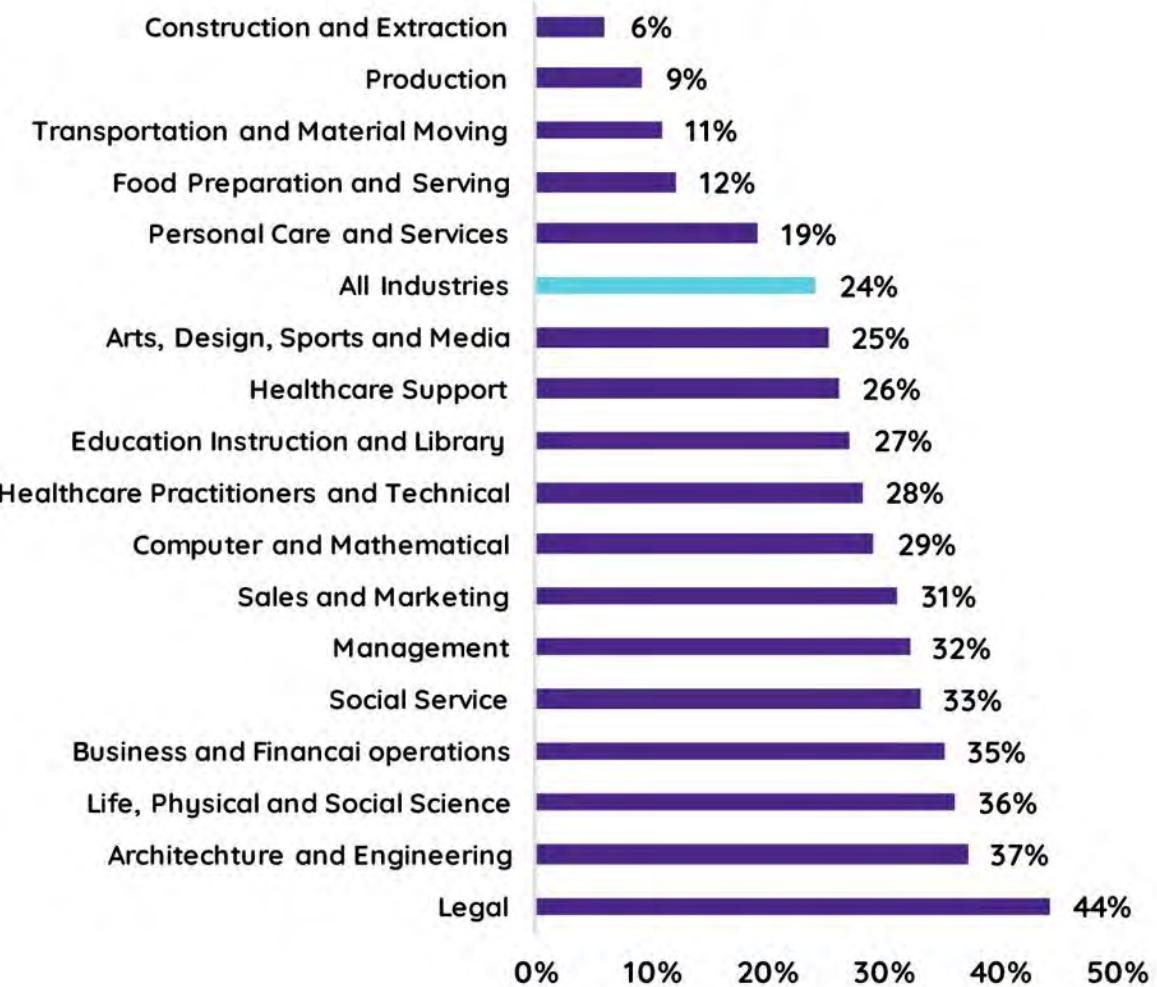
AI

ปฏิวัติการสร้างผลิตภัณฑ์  
และประสบการณ์

## ประสิทธิภาพ + ประสิทธิผล = ต้นทุนกีลดลง

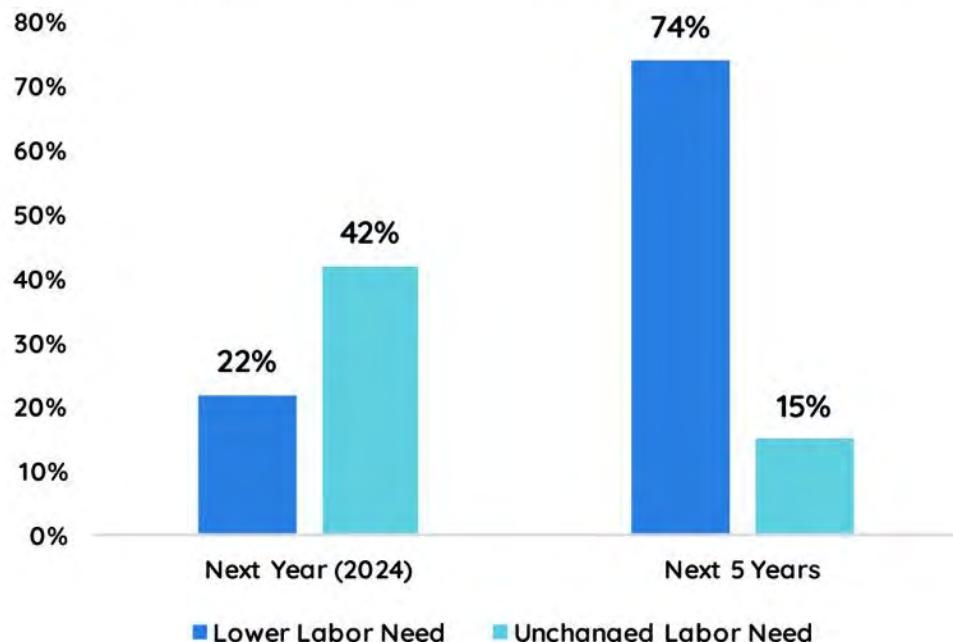
- การเกิดขึ้นค่าสุดของปัญญาประดิษฐ์ชั้นสร้างสรรค์ (AI) ทำให้เกิดคำานวณว่า 1) เรากำลังจะเร่งทำงานอัตโนมัติอย่างรวดเร็ว ซึ่งจะช่วยลดต้นทุนแรงงาน และ 2) เพิ่มผลผลิตหรือไม่ ความสามารถของ AI ในการสร้างเนื้อหาที่ไม่แตกต่างจากสิ่งที่มนุษย์สร้างขึ้น และการลดอุปสรรคในการสื่อสารระหว่างมนุษย์กับคอมพิวเตอร์ สะท้อนให้เห็นถึงความก้าวหน้าครั้งสำคัญที่มีผลกระทบต่อเศรษฐกิจมหาศาลอย่างมาก
- หาก Generative AI มีความสามารถอย่างที่หลายบริษัทคาดหวัง ตลาดแรงงานอาจเผชิญกับการหยุดชะงักครั้งใหญ่ จากการใช้ข้อมูลเกี่ยวกับงานด้านอาชีพทั้งในสหรัฐอเมริกาและยุโรป ประมาณสองในสามของงานในปัจจุบันต้องเผชิญกับระบบอัตโนมัติของ AI ในระดับหนึ่ง และ AI นั้นสามารถทดแทนงานปัจจุบันได้มากถึงหนึ่งในสี่ แสดงให้เห็นว่า AI กำเนิดอาจทำให้งานเต็มเวลาเทียบเท่ากับ 300 ล้านงานจะถูกเปลี่ยนเป็นระบบอัตโนมัติ การเพิ่มผลิตภัยแรงงานทั่วโลกอาจมีนัยสำคัญทางเศรษฐกิจโดยคาดการณ์ว่าในที่สุด AI จะสามารถเพิ่ม GDP โลกต่อปีได้ 7%
- ในปี 2024 ประมาณ 40% ของบริษัททั่วโลกจะมีการใช้ Application ที่มีส่วนประกอบของ AI รวมถึง Chatbot ในการพัฒนาองค์กรหรือเพิ่มประสิทธิภาพและเพิ่มความประสมการณ์ของลูกค้า และจะมีการขยายไปยังอุตสาหกรรมใหม่ๆ มากขึ้น เช่นการศึกษา การแพทย์ ยานยนต์มากขึ้น

สัดส่วนของการจ้างงานในแต่ละอุตสาหกรรมที่มีส่วนได้เสียกับการมาของปัญญาประดิษฐ์ (AI) จากการพิจารณา 1 ใน 4 ของการจ้างงาน ก็งหมดจะสามารถถูกแทนที่ได้ด้วย AI





จากบทสำรวจ CEO ของนิตยสาร Fortune 500 พบว่าผู้คนตระหนักรู้ว่า AI ในระยะสั้นยังมีจำกัด แต่จะมีผลมากขึ้นในวงกว้างอย่างมีนัยสำคัญในอีก 5 ปีข้างหน้า โดยมีมากกว่า 70% มองว่ามีความจำเป็นในการใช้แรงงานน้อยลง และมองว่า อัตราการเติบโตของกำไรมากจากการขยายตัวของอัตราการทำกำไร



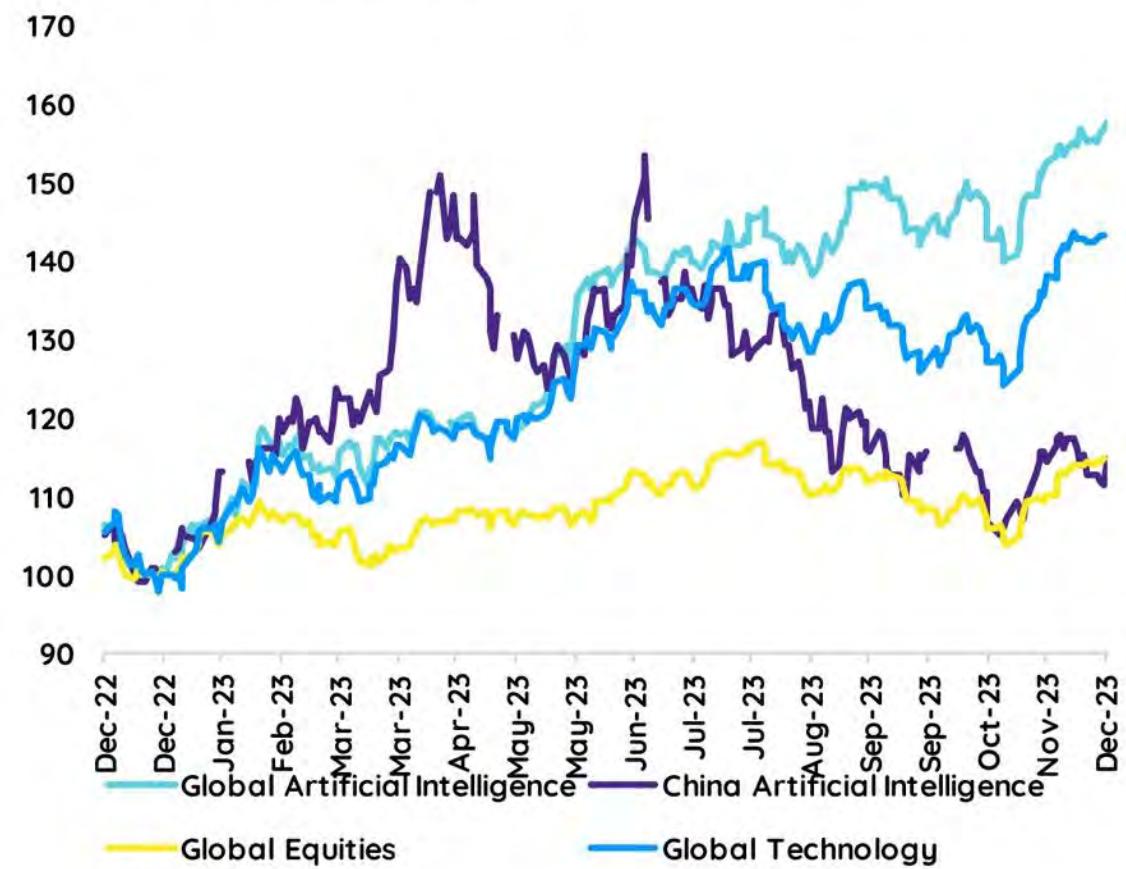
## AI มีการพัฒนาต่ออยู่ดีในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม

- กิมฟู้ร์บริหารจากทุกกลุ่มอุตสาหกรรมได้พูดถึงการใช้ AI ที่มีอยู่ในปัจจุบัน โดยมากกว่า 32% ของบริษัทใน S&P 500 มีการพัฒนา AI ในผลประกอบการใน 2Q23 นอกจากนี้ แผนการที่ลงทุนเพิ่มเติมใน AI และความต้องการเทคโนโลยี AI ในปัจจุบันจะส่งผลดีต่อการอ่อนต่อธุรกิจ โดยอยู่ในบริบทของปรับปรุงประสิทธิภาพการทำงานและลดต้นทุน ในปี 2021 การลงทุนด้าน AI ของสหราชอาณาจักรเพิ่มขึ้นมากกว่า 53 พันล้านดอลลาร์ และ 94 พันล้านดอลลาร์ตามลำดับ ซึ่งเพิ่มขึ้นมากกว่า 2 เท่าจากปีก่อน และหากการลงทุนยังคงเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง การลงทุนด้านซอฟต์แวร์ที่เติบโตขึ้น ในช่วงทศวรรษ 1990 การลงทุนด้าน AI ของสหราชอาณาจักรเพิ่งอย่างเดียวอาจสูงถึง 1% ของ GDP ของสหราชอาณาจักร ภายในปี 2030
- ด้วยความต้องการในการใช้ AI ในองค์กรเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพและลดค่าใช้จ่ายทำให้มีการใช้ AI อย่างแพร่หลายในหลาย Platform และหลาย Applications นอกจากนี้ ประสิทธิภาพและความสามารถของชิปและหน่วยประมวลผลมีความเร็ว และแม่นยำมากขึ้น ทำให้ความสามารถของ AI ในอนาคตอีก 3-5 ปีข้างหน้าจะเก่งกว่าระดับปัจจุบันอย่างมีนัยสำคัญ โดยเราจะเริ่มเห็นความสามารถของ AI จะเก่งด้านการประยุกต์ใช้ของของสองสิ่ง และความสามารถในการคำนวณจะเพิ่มขึ้นจากปัจจุบันที่เก่งในด้านภาษาเป็นหลัก ซึ่งมีบริษัทเทคโนโลยีระดับโลกที่เข้ามาทำในธุรกิจ AI อย่างแพร่หลายทั้ง Microsoft, Amazon, Google, Tesla, Adobe, Meta Platform

# รีมการลงทุนใน AI จะยังเป็นรีมหลัก ในการลงทุนในระยะสั้นและยาว

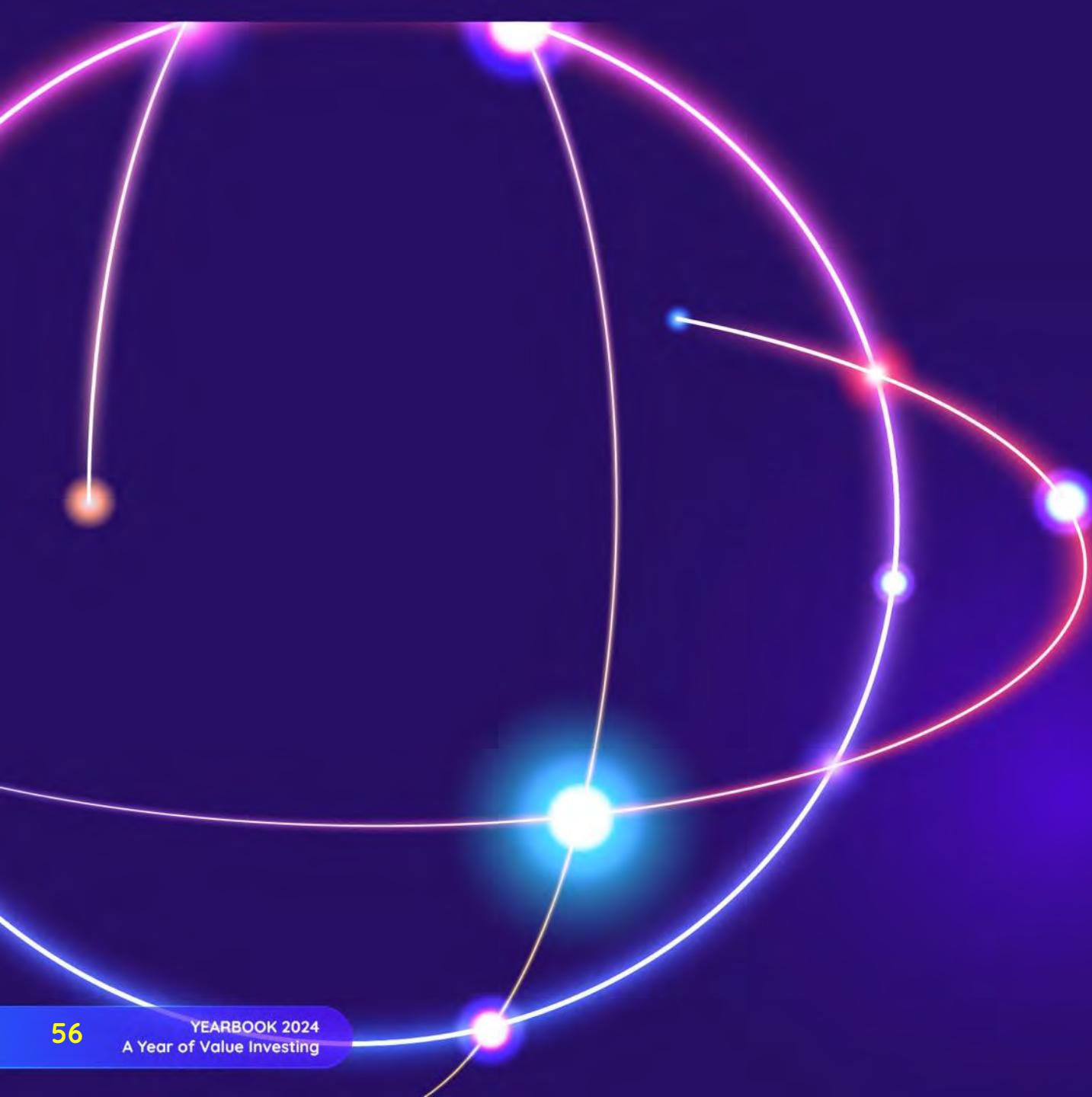
- ในปี 2023 เป็นปีที่หุ้นที่เกี่ยวข้องกับ AI มีการปรับตัวเพิ่มขึ้น 48% ทั้งนี้เป็นผลสืบเนื่องจาก การมาของ ChatGPT ในช่วงต้นปี และมีการพัฒนาในการใช้งานในวงกว้างในหลากหลาย ธุรกิจ ทำให้เราเห็นถึงความสามารถและประสิทธิภาพของเทคโนโลยี AI ที่มีต่อเศรษฐกิจและ การเติบโตของบริษัทในระยะยาวผ่านผลผลิตที่เพิ่มขึ้นและต้นทุนที่ลดลง
- หากมองในเชิงวัสดุจกรการใช้งานของ AI เราพบว่าการเติบโตยังอยู่ในช่วงต้น และมีแนวโน้ม ที่จะเติบโตสูงได้ต่อเนื่อง หลายประเทศและหลายธุรกิจเพิ่มนิยามประยุกต์ AI ในกระบวนการ ทำงานมากขึ้น สอดคล้องกับการอวสานค้าใหม่ของผู้ผลิตชิปที่มีประสิทธิภาพในการประมวล ผลมากขึ้น ซึ่งจะเห็นการเติบโตอย่างชัดเจนในปี 2024-2025
- เราคงว่าโอกาสในการลงทุนในรีม AI นั้นอยู่ที่ธุรกิจต้นน้ำอย่าง 1) ผู้ผลิตชิปอย่าง Nvidia, TSMC, AMD, Intel 2) บริษัททำ Applications อย่าง Microsoft, Adobe, Google 3) ผู้ทำ Data Center และระบบ Cloud อย่าง Amazon, Snowflake
- ในขณะที่ในฝั่งจันการพัฒนาเป็นไปอย่างค่อยเป็นค่อยไป เนื่องจากยังแข็งแกร่ง ผลกระทบ จำกสงกรรมเทคโนโลยีระหว่างสหรัฐฯและจีน โดยเราเน้นไปที่บริษัทใหญ่ที่ทำ Application และโครงสร้างพื้นฐานของ AI อย่าง Baidu, China Mobile, Alibaba, Tencent

เปรียบเทียบการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นในรีม AI ให้ผลตอบแทนดีกว่าตลาด และ กลุ่มเทคโนโลยีในภาพรวม แต่รีม AI ของจีนให้ผลตอบแทนที่ต่ำกว่าทั้งนี้เป็นผล จากการจำกัดการเข้าถึงชีปในการพัฒนา AI ทำให้การพัฒนาช้ากว่าและมีช้า จำกัด แต่ย่างไรก็ได้ผลตอบแทนยังมากกว่าตลาดจีนในภาพรวม



# EEC

ความหวังเศรษฐกิจไทย



# บทสรุปผู้บริหาร

## โจทย์

ในปัจจุบัน ประดีนด้านการลงทุน โดยตรงจากต่างชาติ (FDI) มี โจทย์หลักสำหรับประเทศไทย 4 ประการ อันได้แก่ (1) โลกจะเปลี่ยนแปลงไปด้านใด (2) เอเชียจะได้รับประโยชน์ในฐานะแหล่งลงทุน การต่างประเทศ (FDI) จากการเปลี่ยนแปลงของโลกได้อย่างไร (3) EEC ในฐานะเครื่องยนต์หลักในการดึงดูด FDI จะยังเป็นเครื่องยนต์หลักในการดักดันเศรษฐกิจได้หรือไม่ และ (4) มีนัยยะต่อการลงทุนอย่างไร

## คำตอบ

โลกกำลังเปลี่ยนไป 4 ประการ ได้แก่ กระแสแรก ได้แก่ กระแส Permacrisis กระแสที่สอง ได้แก่ กระแส China Derisking กระแสที่สาม คือ กระแสการค้าและการลงทุนในภูมิภาคเอเชียโดยเฉพาะ อาเซียนเพิ่มมากขึ้นตาม Factory Asia Model และกระแสที่สี่ ได้แก่ กระแสการปฏิรูปอุตสาหกรรม ผ่านการบูรณาการของเทคโนโลยีดิจิทัล ซึ่งทั้ง 4 กระแสนี้ ทำให้การลงทุนโดยตรง (FDI) ในเอเชียรวมถึงไทยจะได้รับประโยชน์ในฐานะแหล่งลงทุนทางตรง

## ความเชื่อมโยง

การเปลี่ยนแปลงของโลก สอดคล้องกับนโยบาย EEC ของรัฐบาลไทย ในฐานะเครื่องยนต์หลักในการดึงดูด FDI โดยใน Phase กี 1 (2018-22) EEC ประสบความสำเร็จในการผลักดันการลงทุน โดยตัวเลขการลงทุนโดยตรงอยู่ที่ 1.5 ล้านล้านบาท (หรือ 4.2 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ) โดยมุ่งเน้นใน 5 cluster หลัก ซึ่งรวมอยู่ทั้ง 5 Cluster ตอบโจทย์ของการเติบโตของเศรษฐกิจไทยในอนาคต โดยเฉพาะใน 3 Cluster หลักที่ราชกิจจาในรายละเอียด ได้แก่ EV, BCG และ Medical Tourism ซึ่งเป็นอุตสาหกรรมที่เรามีความสามารถในการแข่งขัน และได้รับแรงสนับสนุนจากภาครัฐ

## เป้าหมาย

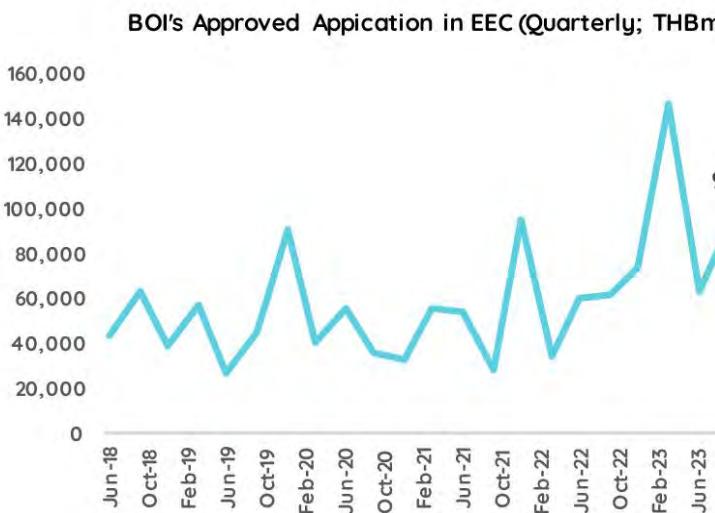
ขณะนี้ใน Phase กี 2 EEC ตั้งเป้าหมายมุ่ลค่าการลงทุน (2023-26) ประมาณ 2.2 ล้านล้านบาท (หรือประมาณ 6.5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ) โดยมุ่งเน้นใน 5 cluster หลัก ซึ่งรวมอยู่ทั้ง 5 Cluster ตอบโจทย์ของการเติบโตของเศรษฐกิจไทยในอนาคต โดยเฉพาะใน 3 Cluster หลักที่ราชกิจจาในรายละเอียด ได้แก่ EV, BCG และ Medical Tourism ซึ่งเป็นอุตสาหกรรมที่เรามีความสามารถในการแข่งขัน และได้รับแรงสนับสนุนจากภาครัฐ

## คำแนะนำคงทุน

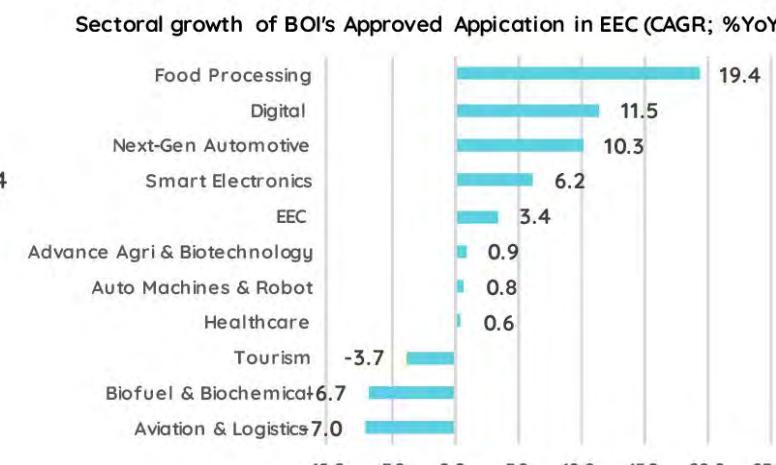
เราจึงแนะนำการลงทุนใน 3 ธุรกิจหลัก ได้แก่ (1) AMATA ที่เป็นผู้ประกอบการพัฒนาอีซูคิม อุตสาหกรรมที่ในประเทศไทยและต่างประเทศ ด้วยความพร้อมในด้านต่างๆ (2) BGRIM ได้ประโยชน์จากการขายไฟฟ้าให้ลูกค้าอุตสาหกรรมมากขึ้น และ (3) BDMS มีเครือข่ายโรงพยาบาลที่แข็งแกร่งที่สุด (13 แห่ง) ในภาคตะวันออก และมีแผนที่จะเพิ่มจำนวนเตียงใน EEC มากขึ้น (จาก 1,074 เตียง สู่ 1,700 เตียง)

# แหล่งที่มาของการลงทุนในไทย และอุตสาหกรรมเป้าหมาย

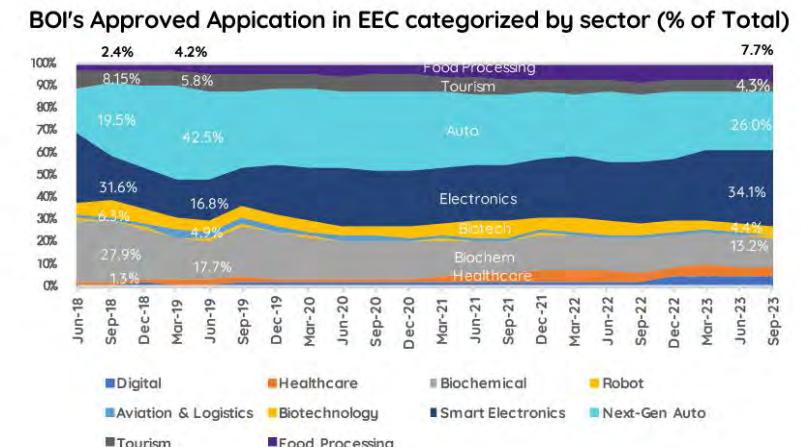
- หากพิจารณาในแหล่งที่มาของการลงทุน FDI ในไทย ข้อมูลการออกบัตรส่งเสริมการลงทุนในเขต EEC ของไทย จะพบว่าญี่ปุ่นมีการลงทุนในไทยมากที่สุด (14%) ตามมาด้วย จีน (11%) สิงคโปร์ (4%) ศรีลังกา (4%) อ่องกง (4%) และอื่น ๆ
- ภาคอุตสาหกรรมที่มีการลงทุนมากที่สุดได้แก่ อิเล็กทรอนิกส์ (34%) เช่น บริษัท Gold Circuit Electronics, ITEQ Corporation, Taiwan Union Technology, QMB และ Inventec จากไต้หวันที่ยื่นลงทุนในอุตสาหกรรมอิเล็กทรอนิกส์ และ Sony เตรียมลงทุน 1 หมื่นล้านเยน หรือราว 71 ล้านดอลลาร์ เพื่อผลิตเซ็นเซอร์รับภาพ (Image sensor) สำหรับยานยนต์อัตโนมัติเป็นหลัก และคาดว่าเมื่อแล้วเสร็จจะยกระดับกำลังการผลิตของโซนีในไทยเพิ่มขึ้น 70% และเกิดการจ้างงานใหม่รวม 2,000 ตำแหน่ง; ยานยนต์ (26%) เช่น MG, BYD, GWM, ของจีน Honda, Mazda, Mitsubishi, Nissan ของญี่ปุ่น และ BMW และ Benz ของเยอรมนี ที่มีแผนตั้งโรงงานผลิต EV และเทคโนโลยีชีวภาพ (13%) เช่น Total Corbion ตั้งโรงงานผลิต biodegradable polymer ผลิตจากอ้อยในไทย ขณะที่ภาคอุตสาหกรรมที่มีการเติบโตสูงที่สุดคือ ประมงอาหาร (19.4% ต่อปี) เช่น บริษัท Tropical canning (Thailand); Four foods และ Food innopolis ดิจิทัล (11.5%) เช่น บริษัท Blockchainlab.ai และยานยนต์ (10.3%)



Source: BOI, EECO, CEIC



Source: BOI, EECO, CEIC



Source: BOI, EECO, CEIC

# นัยยะต่อการลงทุนโดยตรง

กลุ่มนิคมอุตสาหกรรม คาดจะเป็นกลุ่มนี้ที่ได้ประโยชน์ทางตรง เราคาดว่ายอดขายที่ดินของทั้ง AMATA และ WHA ในปี 2023 จะทำจุดสูงสุดในรอบหลายปี และมีโอกาสเติบโตต่อในปี 2024

AMATA มีความพร้อมของที่ดิน ระบบสาธารณูปโภค และ Strategic Location เรามองว่าการลงทุนที่มาจากการจัดเป็นธุรกิจที่มีการเติบโตสูง เช่น ยานยนต์ และ EV related ขณะที่กลุ่ม Semiconductor จากไต้หวันมีอุปสงค์เติบโตเด่นและได้แรงหนุนจากการขยายฐานการผลิต ดังนั้นคาดว่ายอดขายที่ดินในปี 2023 จะเป็นปีที่สูงที่สุดในรอบ 4 ปี

## ประโยชน์ทางตรง

### Transportation



BA, BTS และ STEC ได้ประโยชน์เนื่องจากเป็นเจ้าของโครงการสนามบินนานาชาติอู่ตะเภา โดย BA มีสัดส่วนอยู่ที่ 45% BTS ที่ 35% และ STEC ที่ 20%



### ระยะยาว

BGRIM ได้ประโยชน์จากการขายไฟฟ้าให้กับกลุ่มนิคมอุตสาหกรรมมากขึ้น GULF ได้ประโยชน์จากการขนส่งสินค้าผ่านท่าเรือน้ำลึกแหลมฉบังเพิ่มขึ้นในอนาคต (ดีอัตรา 40%)



### Infrastructure

### Logistic

BEM และ CK บนการถือหุ้นในโครงการรถไฟฟ้าความเร็วสูงชื่อ 3 สนามบิน โดยทั้งสองบริษัทถือหุ้นอยู่ 15% ในโครงการนี้



# อุตสาหกรรมอีบ ๔ ที่น่าจะได้ประโยชน์ในระยะยาว

อุตสาหกรรม	ประโยชน์กี่คาดว่าจะได้รับ	นัยยะต่อการลงทุนในรีม EEC
โรงเรน	คาดว่าจะเป็นปริมาณนักท่องเที่ยวเพิ่มมากขึ้น และการประชุมหรืองานสัมมนาจะมีมากขึ้น	กลุ่มโรงเรนส่วนมากการลงทุนจะอยู่ในโซนพัทยา
อสังหาฯ	คาดว่ากลุ่มอสังหาริมทรัพย์จะเติบโตได้จากอุปสงค์ในที่อยู่อาศัยเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตามเรามองการเติบโตของตลาดแบบเช่าว่าจะได้ประโยชน์และเติบโตได้ในระยะยาว รวมไปถึงกลุ่มคอนโดมิเนียม ที่สามารถรองรับอุปสงค์จาก Expat ได้ ขณะที่กลุ่มที่อยู่อาศัยแบบแนวราบจะเติบโตในระดับที่ต่ำกว่า	กลุ่มผู้ประกอบการที่อยู่อาศัยมีการพัฒนาโครงการเพื่อขายในพื้นที่ EEC อยู่บ้าง เช่น SPALI PSH ขณะที่ผู้ที่เน้นตลาดเช่าคือ ORI
โรงพยาบาล	ปัจจุบันพื้นที่ EEC มีปัญหาด้านสาธารณสุขเนื่องจากปัญหาเชิงโครงสร้าง ทั้งจากประชากรแหง งบประมาณจำกัด และความแออัดของโรงพยาบาลที่มากขึ้น	BDMS มีเครือข่ายโรงพยาบาลที่แข็งแกร่ง (13 แห่ง) ในภาคตะวันออก และมีแผนที่จะเพิ่มจำนวนเตียงใน EEC มากขึ้น จาก 1,074 สู่ 1,700 เตียง
โรงเรียน	จำนวนแรงงานต่างด้าวที่อาศัยและทำงานอยู่ในโซน EEC จะสูงขึ้น และจะทำให้ความต้องการโรงเรียนนานาชาติสูงขึ้น	SISB เป็นบริษัทเดียวในตลาดหลักทรัพย์ที่ทำธุรกิจเกี่ยวกับโรงเรียนนานาชาติ และมีโรงเรียนอยู่ที่จังหวัดระยองที่เพิ่งเปิดตัวในปี 2023
ค้าปลีก	การจับจ่ายใช้สอยจะเติบโตขึ้นตามกิจกรรมเศรษฐกิจใน EEC ที่จะเติบโตขึ้น	หุ้นกลุ่มค้าปลีกขนาดใหญ่ทุกตัวมีสาขาที่อยู่ในพื้นที่ EEC อยู่แล้ว

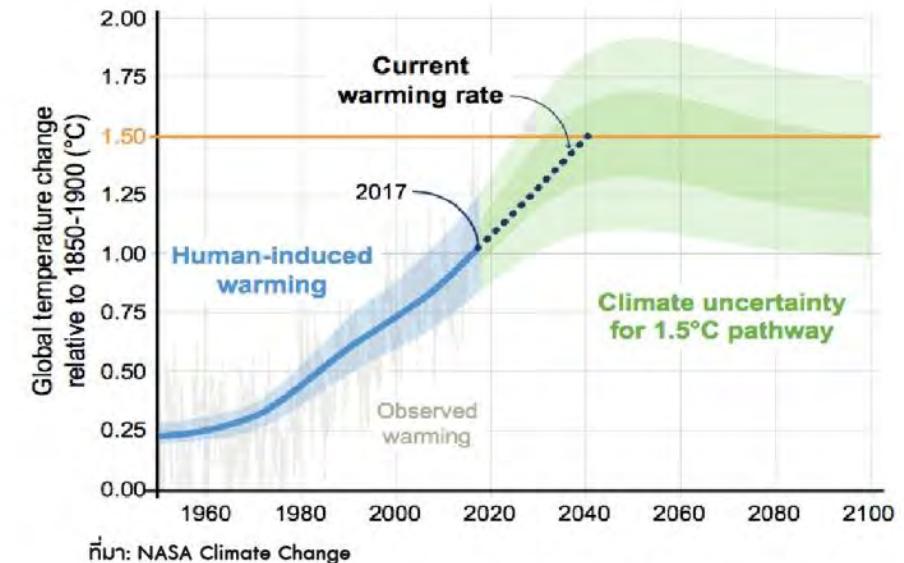
# SUSTAINABILITY

เติบโตอย่างยั่งยืน ด้วย Clean/  
Green energy technology และ Carbon credit

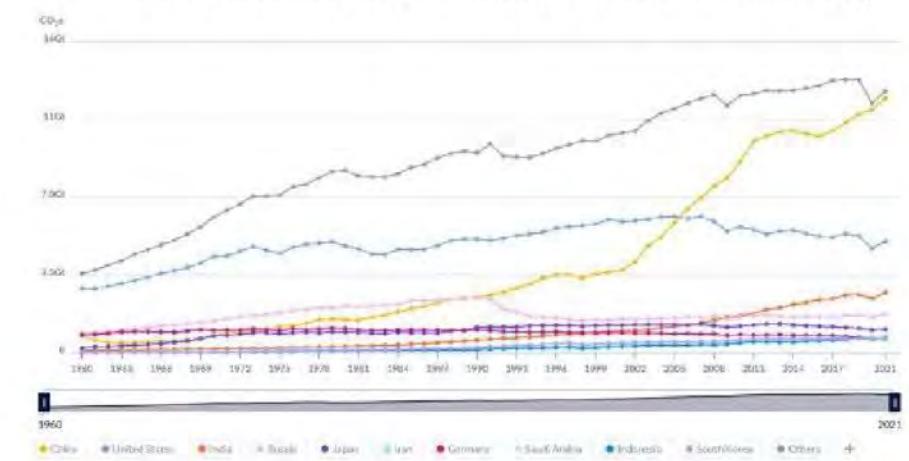
# Sustainability Trend: การเติบโตอย่างยั่งยืน

- หากจะพูดถึง Future trend กี่ม่าแรงมากๆ ในปัจจุบัน คงหนีไม่พ้น คำว่า Sustainability กับบริษัทต่างๆ ก้าวโลก หันมาให้ความสนใจ สืบเนื่องมาจากการรายงานของสหประชาชาติเกี่ยวกับความเสี่ยงสภาพอากาศของโลกที่เริ่มนีความแปรปรวนมากขึ้น จึงเป็นกี่ม่าในการทำข้อตกลงร่วมกันในการประชุม Conference of the Parties ครั้งที่ 26 (COP26) กี่มีเป้าหมายสำคัญ คือการควบคุมอุณหภูมิเฉลี่ยของโลกไม่ให้สูงเกินกว่า 2 องศาเซลเซียส และมุ่งเป้าไม่ให้เกิน 1.5 องศาเซลเซียส เมื่อเทียบกับก่อนยุคปฏิวัติอุตสาหกรรม ซึ่งมีจำนวน 197 ประเทศภาคีสมาชิกร่วมลงนาม ซึ่งประเทศไทยก็เข้าร่วมการลงนามครั้งนี้ด้วยเช่นกัน
- หากพิจารณาการปล่อยคาร์บอนไดออกไซด์สู่ชั้นบรรยากาศโลก 10 อันดับแรกของโลก จะเห็นว่าประเทศไทยมีอัตราการเพิ่มของการปล่อยมลภาวะที่สูงขึ้นต่อเนื่อง เนื่องจากมีการเติบโตทางเศรษฐกิจที่รวดเร็ว โดยเฉพาะอย่างยิ่งอุตสาหกรรมหนักอย่าง เหล็ก ชั้เมนต์ และพลาสติกเคมีกันที่ ซึ่งจันต้องพึ่งพาโรงไฟฟ้ากำลังหินที่เป็นแหล่งพลังงานที่ปล่อยคาร์บอนไดออกไซด์มาก รองลงมาคือสหราชอาณาจักร แต่เห็นแนวโน้มปรับตัวลดลงต่อเนื่องในรอบ 5 ปีที่ผ่านมา
- โดยรวมกระทำการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกยังมีค่อนข้างมากในอนาคต ดังนั้น อุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องกับการลดก๊าซเรือนกระจก จะมีการพัฒนาค่อนข้างมาก อาทิ การพัฒนาพลังงานสะอาดมากด้วย พลังงานที่มาจากฟอสซิล รวมถึงการขาดเชื่อมาร์คิต ก็จะเป็นตัวเร่งให้ทุกฝ่ายเร่งการลดก๊าซเรือนกระจกให้เร็วขึ้น จึงคาดว่ากระแส Sustainability จะเป็น Future Trend ได้อย่างไม่แปลกใจ

แนวโน้มการเปลี่ยนแปลงของอุณหภูมิของโลก

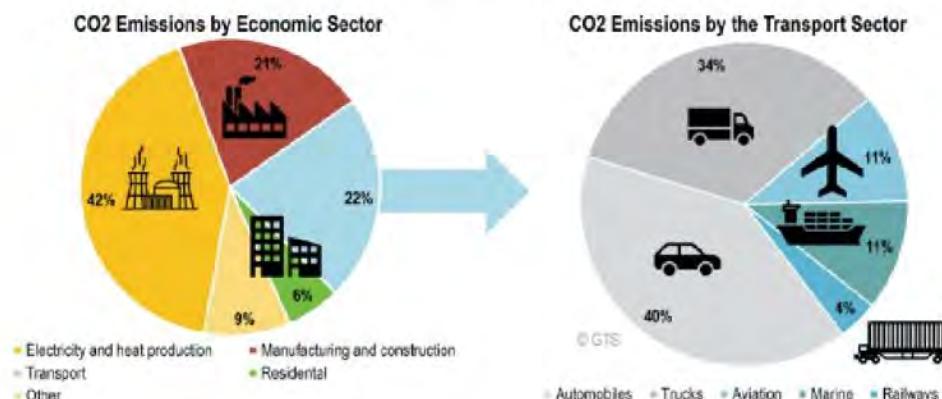


กราฟแสดงการปล่อยก๊าซcarbonไดออกไซด์ของประเทศไทย



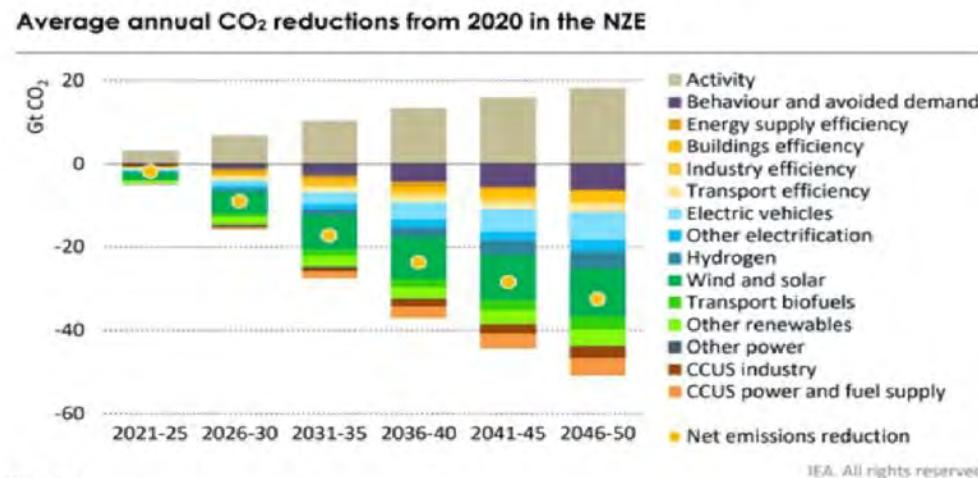
ที่มา: <https://www.worldometers.info/co2-emissions/co2-emissions-by-country/>

## สัดส่วนการปล่อยก๊าซcarbonไดออกไซด์สูงขึ้น บรรยายกาคโลก แบ่งตามอุตสาหกรรม



ที่มา: International Energy Association, IEA and IPCC (2014) Summary for Policymakers

เป้าหมายการลดก๊าชเรือนกระจกจากก๊อกส่วนใหญ่  
จะเน้นเพิ่มสัดส่วนพลังงานสะอาด



ที่มา: IEA

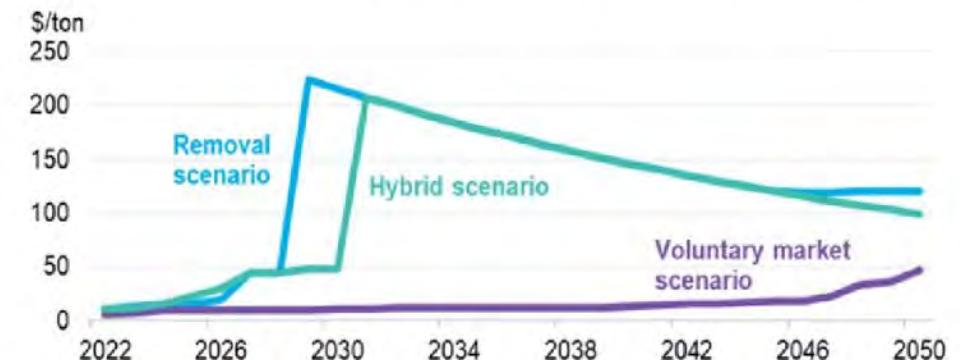
## Sustainability Trend: เน้นพลังงานสะอาด

- กั้นี้หากพิจารณาการปล่อยก๊าชเรือนกระจกสูงขึ้นบรรยายกาค จะเห็นว่าภาคการผลิตไฟฟ้าจะมีสัดส่วนการปล่อยก๊าชcarbonไดออกไซด์สูงขึ้นบรรยายกาคโลกมากที่สุดอยู่ที่สัดส่วน 42% และอันดับที่ 2 คือภาคอุตสาหกรรมสัดส่วน 21% โดยคาดว่าจะนำพลังงานสะอาดมา Implement ใช้ เพื่อทดแทนพลังงานจาก Fossil Fuel เดิม และโรงไฟฟ้าใหม่ๆ ก็คาดว่าจะเลือกสร้างโรงไฟฟ้าสะอาด มากกว่าโรงไฟฟ้าจาก Fossil fuel
- พลังงานสะอาด คือ พลังงานที่เป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อม ไม่ก่อให้เกิดมลพิษที่เป็นอันตราย เมื่อนำกับพลังงานประเภทอื่นๆ หรือก่อให้เกิดมลภาวะอย่างน้อยที่สุดในทุกขั้นตอนนับตั้งแต่การผลิต การแปรรูป การใช้งาน ไปจนถึงการจัดการของเสีย รวมถึงไม่ปล่อยก๊าชคาร์บอนไดออกไซด์สูงขึ้นบรรยายกาค ซึ่งเป็นต้นเหตุของภาวะโลกร้อน พลังงานสะอาด จึงเป็นพลังงานทางเลือกที่นำมาใช้ทดแทนแหล่งพลังงานเดิมที่มีอยู่อย่างจำกัด
- การให้ความสำคัญและการใช้พลังงานสะอาดถือเป็นเรื่องที่สำคัญมากขึ้นเรื่อยๆ โดยในระดับสากลเริ่มนีการให้ความสำคัญในเรื่องน้อยย่างจริงจัง เช่นเดียวกับประเทศไทยที่มีการออกนโยบายแผนพลังงานชาติที่เน้นการส่งเสริมพลังงานสะอาดอย่างต่อเนื่อง โดยการเน้นการเพิ่มสัดส่วนพลังงานทดแทนและพลังงานสะอาดจากโรงไฟฟ้าใหม่ โดยมีสัดส่วน RE ไม่น้อยกว่า 50% ส่งเสริมการใช้ยานยนต์ไฟฟ้า (EV) พัฒนาและยกระดับเทคโนโลยีระบบไฟฟ้า (Grid Modernization) เพื่อร่วมรับการผลิตไฟฟ้าแบบกระจายศูนย์ระบบไมโครกริดต่อจุดในการผลิตและใช้ (Prosumer) ที่มากขึ้น รวมถึงมุ่งปลดล็อกกฎระเบียบการซื้อขายไฟฟ้า เพื่อร่วมรับการผลิตและใช้เองดังกล่าว การปรับตัวเพื่อร่วงรับและส่งเสริมการผลิตและการใช้ยานยนต์ไฟฟ้า (EV) และสถานีอัดประจุไฟฟ้า

# Sustainability Trend: โอกาสลงทุน และความท้าทาย

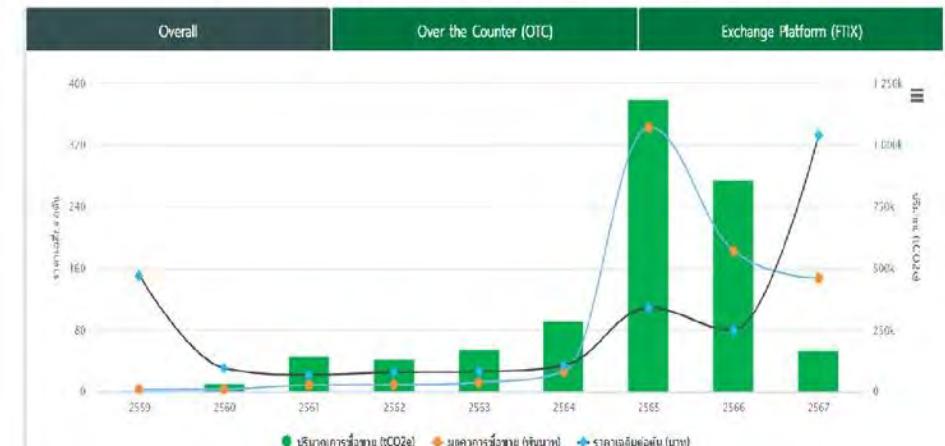
- การลงทุนในอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องกับ Sustainability พลังงานสะอาดหรือการบอน เครดิต เป็นการลงทุนในระยะยาว โดยในช่วงต้นจะส่วนใหญ่ต้องได้รับการสนับสนุนจากภาครัฐ ผ่านการสนับสนุนผลประโยชน์ทางภาษี หรือกำหนดบทลงโทษ เช่นภาษีการบอน เพื่อให้เกิดการลงทุนเพื่อลดต้นทุนดังกล่าว ในส่วนของการลงทุน trend พลังงานสะอาด เช่น การลงทุนในโรงไฟฟ้าที่เน้นพลังงานหมุนเวียน ซึ่งมีโอกาสได้รับการสนับสนุน ผ่านกำลังการผลิตใหม่เพิ่มเติมในอนาคต เพื่อสอดรับกับแผนที่จะเข้าสู่ความเป็นกลาง ทางการบอนของประเทศไทย ในส่วนของการลงทุนการบอนเครดิต จะมีทิ้งจากผู้ที่อยู่ในอุตสาหกรรมที่ใช้พลังงานมาก เช่น กคุม SCC กลุ่ม PTT รวมถึงโรงไฟฟ้าที่ใช้ Fossil fuel ที่ต้องลงทุนเพื่อหาทางชดเชยต้นทุนด้าน Sustainability ที่อาจเกิดขึ้นในอนาคต เช่น การลงทุนปรับปรุงประสิทธิภาพโรงงานเพื่อลดการปล่อยมลภาวะ รวมถึงการลงทุนด้านสิ่งแวดล้อมต่างๆ ในขณะที่หลายบริษัทเริ่มนองท์มีโอกาสในการสร้างรายได้ผ่านการขายการบอนเครดิต ได้แก่ EA ที่มีการดำเนินการรถบัสไฟฟ้า รวมถึงโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนต่างๆ ที่เริ่มนีการดำเนินการขออนุญาตเบียนรับรองการcarบอนเครดิตเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ
- ความท้าทาย คือ ต้นทุนส่วนเพิ่มของแต่ละบริษัท เนื่องจากพลังงานสะอาดจะต้องใช้เม็ดเงินลงทุนมากกว่าพลังงานที่มาจาก fossil อาจจะส่งผลกระทบต่อความมั่นคงพลังงานในระยะสั้น และหากภาวะเศรษฐกิจยังคงอ่อนแอก รวมถึงต้นทุนอัตราดอกเบี้ยที่สูง จะทำให้การเข้าสู่ความเป็นกลางทางการบอนช่วงแรกเกิดข้ากกว่าแผนได้

คาดการณ์ราคาcarbon credit จะปรับตัวสูงขึ้นมากในอนาคต



ที่มา: BloombergNEF

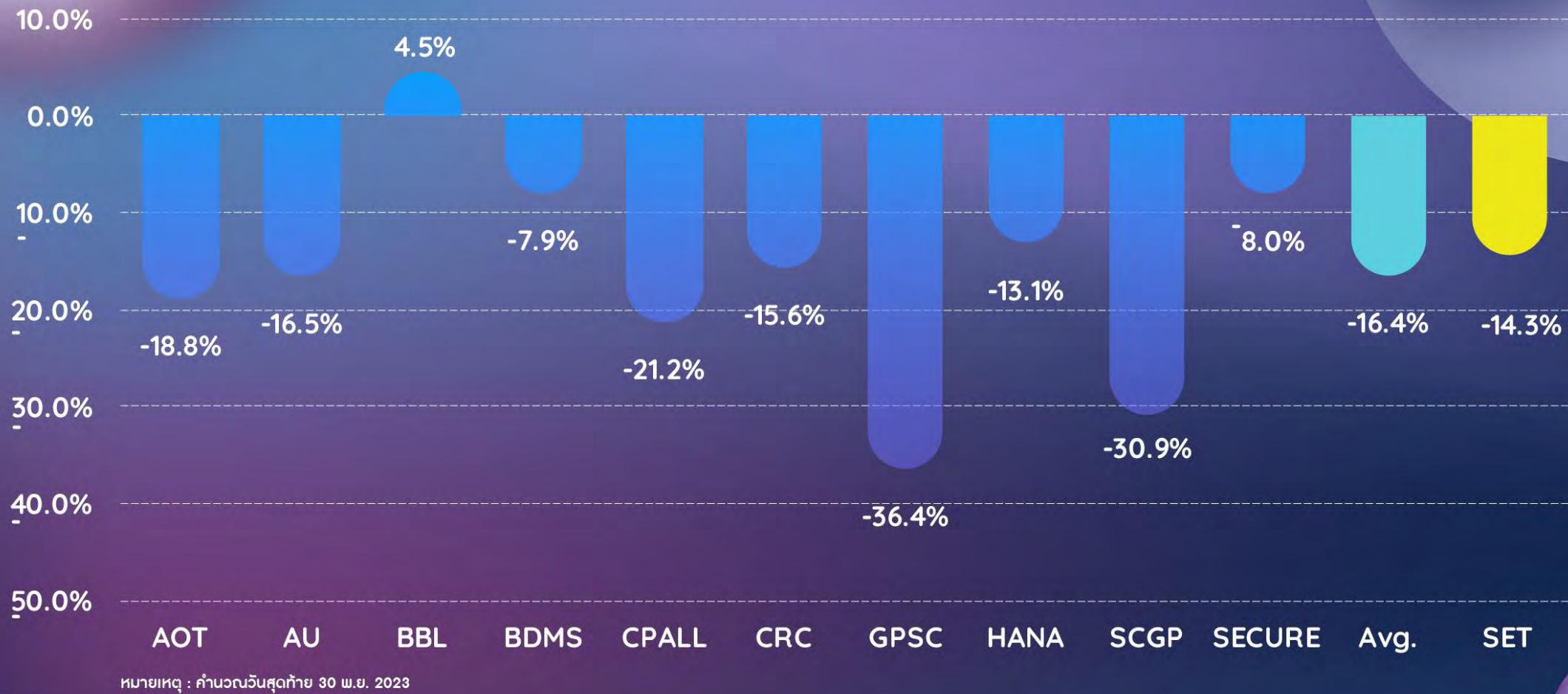
ปริมาณการซื้อขายการบอนเครดิตในประเทศไทย



ที่มา: TSO

# TOP PICKS 2024

## สรุป Performance 10 หุ้นเด่นปี 2023



# 10 Top Picks 2024

Stock	เหตุผลการลงทุน	Rating ESG	ราคาตลาด ณ 30 พ.ย. 23	Target Price (บาท)	Upside Gain	ราคาต่ำสุดในรอบ 1 ปี (บาท)	% Downside เกียบกับ ราคาหุ้นต่ำสุดในรอบ 1 ปี
AMATA	ได้ประโยชน์จากการย้ายฐานการผลิตและ EEC	“AAA”	25.00	29.10	16%	19.00	-24%
BBL	ตั้งสำรองคลัง ได้ประโยชน์จากการย้ายฐานผลิต	“AA”	151.00	210.00	39%	142.00	-6%
BEM	คุ้นเคยดี กองทุนติดตามหุ้น BEM	“AA”	7.80	9.00	15%	7.70	-1%
BDMS	คาดผู้เข้าร่วมเติบโต รับผลดี Wellness Tourism	“AA”	26.25	35.00	33%	25.00	-5%
CPALL	ได้ประโยชน์ Digital Wallet และห้องเก็บเงินตัว	“AAA”	52.00	74.00	42%	51.75	0%
CRC	รับผลบวก E-refund และห้องเก็บเงินตัว	“AAA”	37.75	48.00	27%	36.25	-4%
GULF	กำไรดี กำลังการผลิตเติบโตต่อเนื่อง	“AA”	46.00	63.00	37%	41.50	-10%
OR	Digital Wallet กระตุ้นยอดขายธุรกิจ lifestyle	“AAA”	19.90	27.00	36%	17.60	-12%
SCC	Downside จำกัด รอ Chemical Cycle ฟื้นตัว	“AAA”	287.00	357.00	24%	282.00	-2%
SCGP	เข้าสู่ปีแห่งการฟื้นตัว	“AAA”	38.50	51.00	32%	33.25	-14%
Avg.					30%		-8%

- Innovest<sup>x</sup> ประเมินว่า หากมีการลงทุนใน 10 Top Picks 2024 ซึ่งให้น้ำหนักเท่ากันที่หุ้นละ 10% ของเงินลงทุน ในกรณีปกติ (สถานการณ์เป็นไปตามคาด) ผลตอบแทนที่คาดหวังเฉลี่ยจะอยู่ที่ ราว 30% อย่างไรก็ได้ มีโอกาสผลตอบแทนที่คาดหวังจะสูงกว่า 30% หากสถานการณ์ดีกว่าคาด อาทิ เศรษฐกิจเจนฟื้นตัวเร็วกว่าคาด, ดอกเบี้ยปรับลงเร็วกว่าคาด, ความเสี่ยงเชิงภูมิรัฐศาสตร์ คลี่คลาย ซึ่งจะเป็น Upside Risk ต่อกำไรและราคาเป้าหมายของหุ้นแต่ละตัวในปี 2024 ส่วนกรณีเลวร้ายที่สุด (สถานการณ์แย่กว่าคาด) ผลตอบแทนที่คาดหวังสามารถติดลบได้ 8% โดยอิงจาก ความผันผวนของราคาหุ้นที่ต่ำสุดแต่ละตัวในรอบ 1 ปีที่ผ่านมา

AMATA

# ได้ประโยชน์จากย้ายฐานการผลิตแล้ว EEC

## เหตุผลการลงทุน

- AMATA หนึ่งในผู้นำกลุ่มนิคมอุตสาหกรรมของไทย ที่มีความพร้อมทั้งด้าน Strategic Location และระบบสาธารณูปโภคที่รองรับได้หลายอุตสาหกรรม
- ปี 2023 คาดยอดขายที่ดินจะเติบโตโดดเด่น 145% เท่ากับ 1,700 ไร่ สูงกว่าเป้าที่ตั้งไว้ที่ 1,500 ไร่ และเป็นระดับที่สูงที่สุดในรอบ 4 ปี ส่วนใหญ่เกิดจากการย้ายฐานการผลิตจากไทยที่ได้อุปสงค์ในพื้นที่ EEC การย้ายและการขยายฐานการผลิตจากต่างประเทศก็จัน ญี่ปุ่น และได้หวนอุตสาหกรรมหลัก คือ ชิ้นส่วนยานยนต์ในกลุ่ม EV และ Supply Chain รวมถึงชิ้นส่วน Electronic และ Semiconductor เรามองการฟื้นตัวของนิคมฯ ในเวียดนามตั้งแต่ 2H24 และการเริ่มขายที่ดินจากนิคมฯ ใหม่ในลาวคาดจะเริ่มในปี 2024
- Backlog ณ สิ้น 3Q23 แข็งแกร่งถึง 10,650 ลบ. หนุนรายได้ใน 2-3 ปีข้างหน้า คาดกำไรจากการดำเนินงานปกติปี 2023 ที่ 1,897 ลบ. เติบโต 110% YoY และเติบโตต่ออีก 18%YoY ในปี 2024

## ปัจจัยติดตาม

- ทิศทางเศรษฐกิจโลกที่คาดว่ายังผันผวนในปี 2024
- ติดตามโอกาสและความเสี่ยงของการย้ายฐานการผลิตของบางอุตสาหกรรม
- การเพิ่มขึ้นของค่าแรงขั้นต่ำ

**TARGET PRICE  
29.10 บาท**

Year to 31 Dec	2022	2023F	2024F
Net profit (Btmn)	2,341	1,897	2,239
Core EPS (Bt)	1.97	1.65	1.95
Core EPS Growth (%YoY)	86.94	-16.27	18.08
Core PER (x)	12.69	15.16	12.84
Div. Yield (%)	2.40	1.94	2.30

## Price Performance : การเคลื่อนไหวของราคาหุ้น



Source : InnovestX Research, SETSMART

BBL



ธนาคารกรุงเทพ

# ตั้งสำรองลด ได้ประโยชน์จากการ ย้ายฐานผลิต

## เหตุผลการลงทุน

- คาดอัตราการตั้งสำรอง (Credit cost) มีแนวโน้มลดลงมากที่สุดในกลุ่มธนาคารในปี 2024 เนื่องจาก BBL มีความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์ต่ำกว่าธนาคารอื่นๆ เพราะเบัน สินเชื่อลูกค้าธุรกิจขนาดใหญ่ และ LLR coverage สูงที่สุดในกลุ่มธนาคารที่ 283%
- ปี 2024 คาดกำไรเติบโต 14%YoY โดยคาดว่าการเติบโตของสินเชื่อจะค่อยๆ ฟื้นตัว อยู่ที่ 5% ซึ่งมี upside จากการย้ายฐานการผลิตมาอยู่ภูมิภาคอาเซียน ในขณะที่ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยคาดว่ายังเพิ่มขึ้นได้อีก 17 bps คละ credit cost ก็ลดลง 10 bps
- ราคาหุ้นต่ำกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐานมาก โดยอยู่ PBV เพียง 0.5 เท่า เทียบกับ ROE ที่ 9%

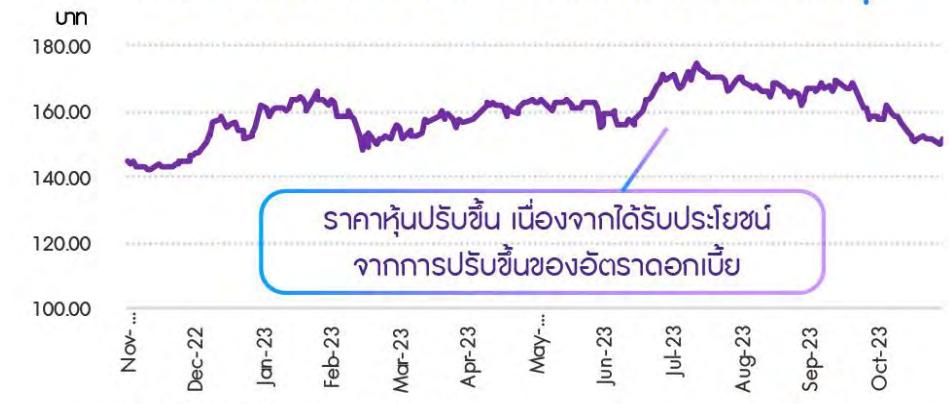
## ปัจจัยติดตาม

- การเติบโตของเศรษฐกิจ
- แนวโน้มอัตราดอกเบี้ย

**TARGET PRICE  
210 บาท**

Year to 31 Dec	2022	2023F	2024F
Net profit (Btmn)	29,306	45,248	51,666
Core EPS (Bt)	15.35	23.70	27.07
Core EPS Growth (%YoY)	10.56	54.40	14.19
Core PER (x)	9.84	6.37	5.58
Div. Yield (%)	2.98	4.64	5.30

## Price Performance : การเคลื่อนไหวของราคาหุ้น



Source : InnovestX Research, SETSMART

BEM

# คุ้นสรุป 3 โครงการใหญ่ในปี 2024

## เหตุผลการลงทุน

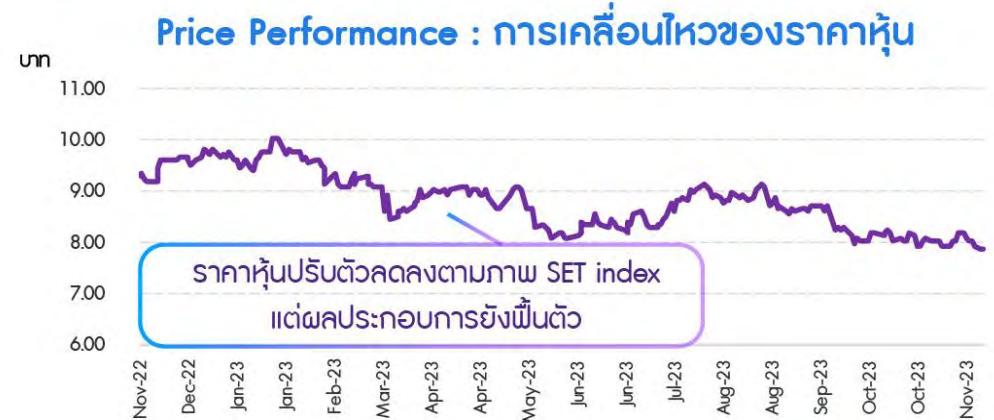
- BEM เป็นผู้ได้รับสัมปทานทางด่วนเส้นหลักๆ ในกรุงเทพฯ และรถไฟฟ้าสายสีเขียวเงิน และเป็นบริษัทที่มีความผันผวนของรายได้ต่ำ เนื่องจากปริมาณผู้ใช้ทางด่วนและรถไฟฟ้า มีความผันผวนที่ต่ำ
- ปี 2024 คาดผลประกอบการเติบโตที่ 27%YoY อยู่ที่ 4.5 พันลบ. โดยได้รับแรงหนุน จาก 1) การเติบโตของปริมาณผู้ใช้ทางด่วนที่ 5.3% และ 2) การฟื้นตัวของจำนวนผู้โดยสาร MRT ที่ 25% โดย ณ ต.ค. 2023 ผู้ใช้งานทางด่วนและ MRT ยังต่ำกว่าระดับก่อน COVID-19 โดยทางด่วนอยู่ที่ 90% และ MRT ที่ 83%
- ราคาหุ้น BEM ซื้อขายอยู่ที่ 24.4x PER ปี 2024 หรือ คิดเป็น -0.5S.D. เทียบกับค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 7 ปี

## ปัจจัยติดตาม

- ข้อสรุปของโครงการรถไฟฟ้าสายสีส้มตะวันตก
- โครงการ Double deck ในส่วนของทางด่วน
- การประเมินงานเดินรถไฟฟ้าสายสีม่วงต่อ

**TARGET PRICE  
9 บาท**

Year to 31 Dec	2022	2023F	2024F
Net profit (Btmn)	2,436	3,531	4,485
Core EPS (Bt)	0.16	0.23	0.29
Core EPS Growth (%YoY)	141.2	45.0	27.0
Core PER (x)	48.9	30.5	24.4
Div. Yield (%)	1.5	2.0	2.5



BDMS

# ตลาดผู้ป่วยเติบโต รับผลดี

## Wellness Tourism

### เหตุผลการลงทุน

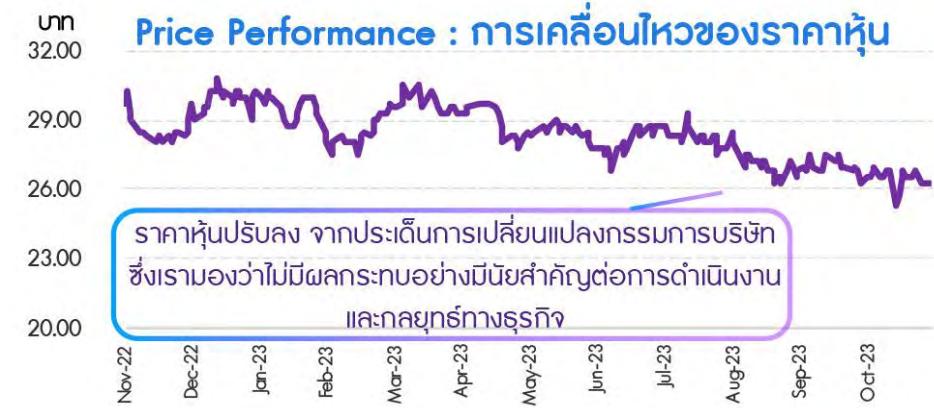
- การดำเนินงานแข็งแกร่ง สะท้อนผ่านกำไรปกติที่กลับมาสูงกว่าระดับก่อนเกิด COVID-19 ได้ในปี 2022 เราคาดกำไรปกติของ BDMS จะเติบโตได้ต่อเนื่องที่ 1.4 หมื่นล้านบาทในปี 2023 (+12% YoY) และ 1.5 หมื่นล้านบาทในปี 2024 (+8% YoY) จากบริการผู้ป่วยชาวต่างชาติที่เติบโตมากขึ้น รายได้จากศูนย์ความเป็นเลิศ (Centers of Excellence) ที่เพิ่มขึ้น และการใช้ประโยชน์สินทรัพย์ได้ดีขึ้น
- ได้ประโยชน์จากการเดินทาง Wellness Tourism ในประเทศไทย BDMS เป็นผู้นำในการให้บริการผู้ป่วยชาวต่างชาติ และมีการลงทุนอย่างชัดเจนต่อเนื่องในธุรกิจที่เกี่ยวกับ Wellness โดย BDMS ตั้งเป้าหมายสัดส่วนรายได้ของธุรกิจที่ไม่ใช่การรักษาพยาบาล (Non-hospital business) ซึ่งรวมธุรกิจที่เกี่ยวกับ Wellness, Digital Healthcare Service และยา และเวชภัณฑ์เพิ่มเป็น 15-20% ของรายได้รวมในระยะเวลา (จากปัจจุบันที่ 5%)

### ปัจจัยติดตาม

- เหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดที่จะส่งผลกระทบทำให้ผู้ป่วยชะลอการเข้าใช้บริการ
- การแข่งขันรุนแรง
- การขาดแคลนบุคลากร

**TARGET PRICE  
35 บาท**

Year to 31 Dec	2022	2023F	2024F
Net profit (Btmn)	12,606	14,172	15,292
Core EPS (Bt)	0.79	0.89	0.96
Core EPS Growth (%YoY)	63.0	12.4	7.9
Core PER (x)	33.1	29.4	27.3
Div. Yield (%)	2.3	2.3	2.3



CPALL

# ได้ประโยชน์ Digital Wallet และท่องเที่ยวฟื้นตัว

## เหตุผลการลงทุน

- CPALL คาดเป็นบริษัทที่ได้รับประโยชน์หลักจากการ Digital wallet (วงเงิน 5 แสนลบ.) ซึ่งหากอนุมัติ คาดจะเริ่มใช้งานในโครงการได้ตั้งแต่ พ.ค. 2024 เป็นต้นไปจาก CPALL เป็นบริษัทในกลุ่มค้าปลีกที่มีจำนวนสาขามากที่สุด และมีสาขาครอบคลุมทุกอำเภอของประเทศไทย
- ปี 2024 คาดผลประกอบการจะเติบโต 22% YoY (สูงกว่าค่าเฉลี่ยการเติบโตในกลุ่มค้าปลีกที่ 16% YoY) แรงหนุนจาก 1) การเติบโตของยอดขายและอัตรากำไรในธุรกิจร้านสะดวกซื้อตามการกลับมาของการบริโภคในประเทศ และการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยว และ 2) ดอกเบี้ยฯ ลดลงในช่วง 1H24 จากการเสร็จสิ้นการรีไฟแนนซ์หนี้ของ CPAXT โดยการออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐเป็น Upside ต่อประมาณการของ InnovestX ในปี 2024
- ราคาหุ้น CPALL ซื้อขายที่ PER 2024F ที่ระดับ 23 เท่า คิดเป็น PER -1.5S.D. เทียบกับค่าเฉลี่ย PER 10 ปี ที่ 38 เท่า

## ปัจจัยติดตาม

- การเปลี่ยนแปลงในกำลังซื้อและจำนวนนักท่องเที่ยว
- อัตราดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้น
- การเปลี่ยนแปลงนโยบายธุรกิจใหม่



**TARGET PRICE  
74 บาท**

Year to 31 Dec	2022	2023F	2024F
Net profit (Btmn)	13,272	16,915	20,520
Core EPS (Bt)	1.41	1.83	2.23
Core EPS Growth (%YoY)	63.8	29.9	21.9
Core PER (x)	37.0	28.4	23.3
Div. Yield (%)	1.4	1.8	2.2

## Price Performance : การเคลื่อนไหวของราคาหุ้น



Source : InnovestX Research, SETSMART

CRC

# รับผลบวก E-refund และก่องเกี่ยวฟื้นตัว

## เหตุผลการลงทุน

- CRC คาดเป็นบริษัทที่ได้รับประโยชน์หลักจากการ E-refund ซึ่งหากอนุมัติ คาดว่าสามารถใช้สิก็อลดหย่อนภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาจากการซื้อสินค้าและบริการมูลค่าไม่เกิน 50,000 บาท ตั้งแต่ ม.ค. - ก.พ. 2024 ซึ่งจากมาตรการลดหย่อนภาษีซอปปิ้งครั้งล่าสุด (1 ม.ค.-15 ก.พ. 2023) ช่วยกระตุ้น SSS growth ของ CRC เพิ่มขึ้น 2 -3% YoY มากที่สุดในกลุ่มค้าปลีก
- ปี 2024 คาดผลประกอบการจะเติบโต 14% YoY จาก 1) การฟื้นตัวของยอดขายตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจและนักท่องเที่ยว และ 2) อัตรากำไรที่ขยายตัว จากการมีสัดส่วนยอดขายสินค้าที่ให้น้ำรั้งสูงเพิ่มขึ้นและการปรับส่วนลดให้เหมาะสมโดยเริ่มจากกลุ่มแฟชั่น ทั้งนี้ การออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐเป็น Prolive ต่อประมาณการของ Innovest<sup>x</sup> ในปี 2024
- ราคาหุ้น CRC ซื้อขาย PER 2024F ที่ระดับ 25 เท่า คิดเป็น PER -2S.D. เทียบกับค่าเฉลี่ย PER 4 ปี (IPO ในปี 2020) ที่ 36 เท่า

## ปัจจัยติดตาม

- การเปลี่ยนแปลงในกำลังซื้อและจำนวนนักท่องเที่ยว
- อัตราดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้น
- การเปลี่ยนแปลงนโยบายรัฐบาลใหม่

**TARGET PRICE  
48 บาท**

Year to 31 Dec	2022	2023F	2024F
Net profit (Btmn)	7,175	7,906	9,248
Core EPS (Bt)	1.18	1.34	1.53
Core EPS Growth (%YoY)	3,637.8	14.2	14.1
Core PER (x)	32.1	28.1	24.6
Div. Yield (%)	1.3	1.4	1.6

## Price Performance : การเคลื่อนไหวของราคาหุ้น



Source : InnovestX Research, SETSMART

GULF

# กำไรดี กำลังการผลิตเติบโตต่อเนื่อง

## เหตุผลการลงทุน

- กำลังการผลิตยังขยายตัวต่อเนื่องในช่วง 10 ปีข้างหน้า ยังคงเติบโตปีละ 6% หรือเพิ่มขึ้นมากกว่า 8.8 GW โดยเพิ่มสัดส่วนพลังงานหมุนเวียนเป็น 30% ภายในปี 2033 และกำไรกำไรเติบโตต่อเนื่อง โดยเฉพาะในช่วงปี 2023-25
- ธุรกิจ digital asset exchange เริ่มดำเนินงานใน 1Q24 ผ่าน Gulf Binance ตั้งเป้าส่วนแบ่งตลาดไม่น้อยกว่า 50% ภายใน 2-3 ปีข้างหน้า ส่วนธุรกิจ data center และ infrastructure ยังคงเดินหน้าตามแผนการพัฒนาและก่อสร้าง โดยจะเริ่มสร้างรายได้ในปี 2025
- InnovestX ยังคงบูรณาการว่า GULF จะได้รับผลกระทบจากการปรับค่า Ft น้อยกว่าคู่แข่งเนื่องจากสัดส่วนการขายไฟฟ้าให้ลูกค้าอุตสาหกรรมคิดเป็นเพียง 9% เมื่อเทียบกับคู่แข่งที่ >20% และคาดต้นทุนพลังงานน้ำจะปรับลดลงตามราคาก๊าซธรรมชาติ

## ปัจจัยติดตาม

- การปรับค่า Ft ในช่วงปี 2024 และค่าเชื้อเพลิงที่ยังเป็นความเสี่ยง
- การเปิดประมูลโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนรอบที่ 2
- ความสำเร็จในการพัฒนาธุรกิจโครงสร้างพื้นฐานและ data center

**TARGET PRICE  
63 บาท**

Year to 31 Dec	2022	2023F	2024F
Net profit (Btmn)	11,418	15,932	20,421
Core EPS (Bt)	1.03	1.36	1.74
Core EPS Growth (%YoY)	37.7	32.3	28.2
Core PER (x)	44.8	33.9	26.4
Div. Yield (%)	1.3	1.3	1.5

## Price Performance : การเคลื่อนไหวของราคาหุ้น



Source : InnovestX Research, SETSMART

OR

# Digital Wallet กรณีต้นยอดขายธุรกิจ lifestyle

## เหตุผลการลงทุน

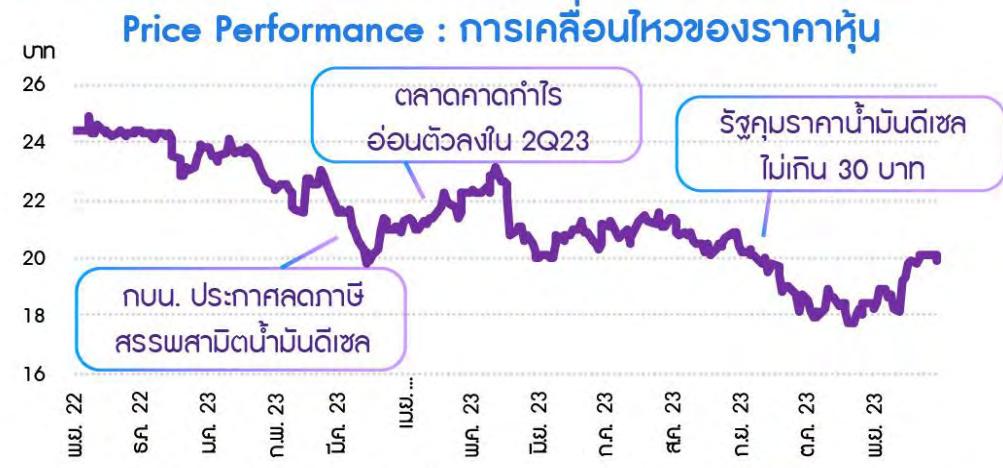
- ปี 2024 แนวโน้มกำไรยังเติบโตต่อเนื่อง แรงบุนดาลใจอุปสงค์ผิดปกติที่น้ำมันสำเร็จรูปที่เพิ่มขึ้นและส่วนแบ่งตลาดสูงสุดในอุตสาหกรรม (>40%) และรายได้ที่ดีขึ้นจากธุรกิจ lifestyle
- ปริมาณขายน้ำมันเครื่องบินยังคงเพิ่มขึ้นในอัตราที่สูงกว่าอุตสาหกรรม ซึ่งบ่งชี้ถึงส่วนแบ่งการตลาดที่สูงขึ้นในกลุ่มนี้
- การบริหารสินค้าคงคลังและการเพิ่มประสิทธิภาพด้านต้นทุนยังคงเป็นจุดเด่นหลักเพื่อลดความเสี่ยงจากการเปลี่ยนผันผวนและเพิ่มอัตรากำไร OR มีแผนที่จะยังคงบริหารสินค้าคงคลังต่อไปเพื่อป้องกันไม่ให้เกิดขาดทุนจากสต็อกน้ำมัน ในช่วงราคาบ้านผันผวน และหาโอกาสสร้างกำไรหากราคาบ้านปรับขึ้น
- OR คาดว่าจะได้รับประโยชน์จากการขยายตัวของอุตสาหกรรม Lifestyle โดยเฉพาะในส่วนของธุรกิจอาหารและเครื่องดื่ม (Café Amazon)

## ปัจจัยติดตาม

- การปรับตัวของราคาน้ำมัน ผลกระทบโดยรัฐบาลในการแทรกแซงราคายังคงมีผล
- แผนการเพิ่มอัตรากำไร EBITDA ของธุรกิจ lifestyle
- การลงทุนใหม่ๆ ในกลุ่มธุรกิจ Lifestyle เช่น ธุรกิจเพื่อสุขภาพและโรงเรือน

**TARGET PRICE  
27 บาท**

Year to 31 Dec	2022	2023F	2024F
Net profit (Btmn)	10,370	13,588	15,238
Core EPS (Bt)	0.89	1.14	1.27
Core EPS Growth (%YoY)	-6.2	28.2	11.7
Core PER (x)	22.4	17.5	15.7
Div. Yield (%)	2.5	2.5	2.9



Source : InnovestX Research, SETSMART

SCC



## Downside จำกัด รอ Chemical Cycle พื้น

### เหตุผลการลงทุน

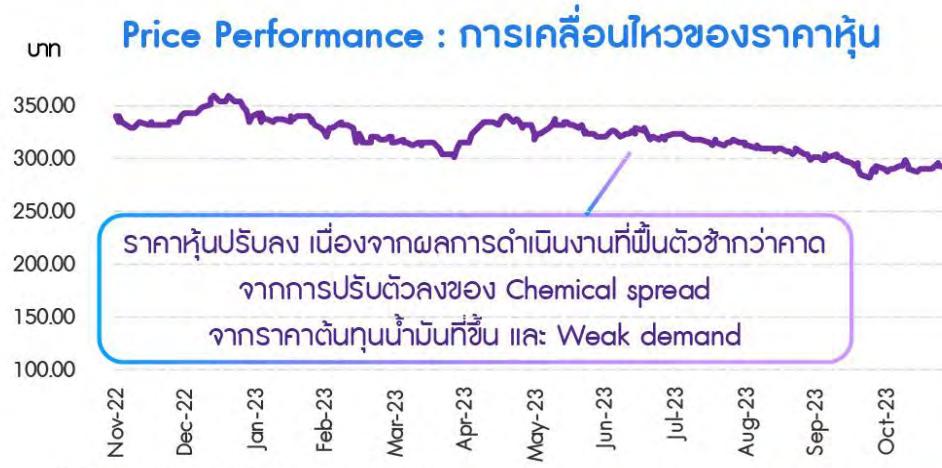
- SCC เป็นผู้นำในธุรกิจชีเม้นต์ วัสดุก่อสร้าง เคมีภัณฑ์ และบรรจุภัณฑ์ในภูมิภาค ASEAN โดยกำลังอยู่ในช่วงเริ่มทดสอบการผลิตโรงงานพลาสติกใหม่ในประเทศไทย คาดว่าจะได้ประโยชน์จากฐานที่ตั้งอยู่ในบริเวณ Demand center
- ปี 2024 คาดกำไรปกติจะฟื้นตัว 57%YoY ปัจจัยหนุนจาก 1) การฟื้นตัวของธุรกิจชีเม้นต์และวัสดุก่อสร้าง จากความต้องการเพิ่มขึ้น และต้นทุนพลังงานถ่านหินลดลง 2) คาด Chemical spread จะฟื้นตัวขึ้นในช่วง 2H24 ซึ่งเป็นช่วงที่ปริมาณเริ่มกลับมา ขณะที่ Supply ใหม่เริ่มออกมาน้อยแล้ว และ 3) ธุรกิจ Packaging คาดจะฟื้นตัวตามปริมาณความต้องการที่เพิ่มขึ้น และต้นทุนลดลง
- ราคาหุ้น SCC ซื้อขาย PER 2024 ที่ 11.4 เท่า ใกล้ระดับ -1S.D. เทียบกับค่าเฉลี่ย PER 5 ปี ที่ 12.9 เท่า นอกจากนี้ราคาหุ้น SCC ยังปรับลงมาซื้อขายที่ระดับต่ำกว่า Book value เป็นครั้งแรก ในรอบอย่างน้อย 10 ปี มาอยู่ที่ 0.75 เท่า ณ ปัจจุบัน จึงทำให้มอง Downside risk จำกัด

### ปัจจัยติดตาม

- การกลับมาของปริมาณความต้องการเคมีภัณฑ์ และบรรจุภัณฑ์จากจีน ที่เป็นผู้นำเข้ารายใหญ่
- ต้นทุนพลังงานถ่านหิน และค่าไฟฟ้าที่อยู่ในทิศทางลดลง
- การ M&A ใหม่ๆ ในกลุ่ม SCG ที่จะสร้าง Synergy ให้กับกลุ่ม SCG

**TARGET PRICE  
357 บาท**

Year to 31 Dec	2022	2023F	2024F
Net profit (Btmn)	569,609	576,081	650,056
Core EPS (Bt)	18.4	16.4	25.9
Core EPS Growth (%YoY)	-55.0	-10.5	57.5
Core PER (x)	16.0	17.9	11.4
Div. Yield (%)	2.7	2.4	4.1



Source : InnovestX Research, SETSMART

SCGP

# เข้าสู่ปีแห่งการฟื้นตัว

## เหตุผลการลงทุน

- SCGP เป็นผู้นำในธุรกิจบรรจุภัณฑ์กระดาษ และพลาสติกในภูมิภาค ASEAN โดยมีฐานการผลิตอยู่ที่ประเทศไทย เวียดนาม อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์ ขณะที่ขยายธุรกิจไปยังในทวีปยุโรป และอเมริกา เน้นผลิตภัณฑ์ที่มี Margin สูง อาทิ สินค้าทางการแพทย์ และธุรกิจ Recycle ก่อตัวโดย Sustainability ในระยะยาว
- ผลการดำเนินงานอยู่ในเกณฑ์ที่ฟื้นตัวต่อเนื่อง ปัจจัยบุน ได้แก่ แนวโน้มราคาระรุ ภัณฑ์กระดาษที่เริ่มเห็นสัญญาณฟื้นตัวตั้งแต่ 4Q23 จากการกลับมาของปริมาณความต้องการบรรจุภัณฑ์กระดาษจากประเทศจีน ซึ่งเป็นผู้นำเข้ารายใหญ่ของภูมิภาค นอกจากนี้ยังได้ประโยชน์จากการต้นทุนพลังงานถ่านหิน และค่าไฟฟ้าที่มีแนวโน้มปรับตัวลดลง
- ราคาหุ้นปรับตัวลดลงสะท้อนประเด็นคลบไปค่อนข้างมากแล้ว ขณะที่แนวโน้มผลการดำเนินงานคาดจะอยู่ในเกณฑ์ที่ฟื้นตัวต่อเนื่อง ราคาหุ้นซื้อขายที่ PER 2024 ระดับ 21.4 เท่า คิดเป็น PER -2 S.D. และต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 3 ปีที่ 31.7 เท่า

## ปัจจัยติดตาม

- คาดว่าจะได้รับอาณิสงค์จากการออกกองทุน Thai ESG (TESG) เนื่องจากได้รับ ESG rating AAA ซึ่งเป็น 1 ใน 42 บริษัทของตลาดหุ้นไทยที่ได้รับ rating AAA จากตลาดหลักทรัพย์
- แนวโน้มการฟื้นตัวของปริมาณความต้องการบรรจุภัณฑ์กระดาษจากจีน
- ต้นทุนพลังงานถ่านหิน และค่าไฟฟ้ามีแนวโน้มลดลง

**TARGET PRICE  
51 บาท**

Year to 31 Dec	2022	2023F	2024F
Net profit (Btmn)	5,801	5,608	7,668
Core EPS (Bt)	1.34	1.31	1.79
Core EPS Growth (%YoY)	-22.5	-2.8	36.7
Core PER (x)	28.5	29.3	21.4
Div. Yield (%)	1.6	1.6	1.6

## Price Performance : การเคลื่อนไหวของราคาหุ้น



Source : InnovestX Research, SETSMART

# កីមជ្វាញុយតាកំ YEARBOOK 2024

 Innovest<sup>x</sup> Research



ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป แต่ก็มีบังคับให้รับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในบุบบองของบริษัท แต่เป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณะ หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำเสนอข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทุกกรณี ดังนั้นนักลงทุนควรพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัทฯ / หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆ กับบริษัทด้วยก็ได้

บริษัทหลักทรัพย์ อันโนเวลส์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) เป็นบริษัทป้องกันเบี้ยน เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ต่อไปยังผู้เดียว และธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) เป็นบริษัทป้องกันเบี้ยน เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ข้อบูล ดี ๆ ที่เกี่ยวข้องกับธนาคารฯ เมื่อตกลงประ拯救ค้ำประกันการเปลี่ยนผ่านนั้น

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อันโนเวลส์ เอกซ์ จำกัด (INVX) ซึ่งมีบริษัท เอสซีจี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) ("เอสซีจี เอกซ์") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคารฯ") ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่ถือส่วนของ เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมนี้ ของบริษัท เอสซีจี เกมีคอลล์ส จำกัด (มหาชน) ความเห็น ข่าว บทวิจัย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลก้วงไปเก่า�ั้น และไม่อาจตัวความได้ด้วย เป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอข้อ หรือเสนอขาย หรือซื้อขายให้กับคนอื่นหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ แผนงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อนไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง แต่เป็นผลมาจากการใช้อีกต่อต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร บังคับทุนเพิ่มใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงวิจารณญาณของตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่า่น่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อันโนเวลส์ เอกซ์ จำกัด (INVX) ซึ่งมี บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) ("เอสซีบี เอกซ์") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคารฯ") ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ ปรึกษาในการเงินสำหรับธุรกรรมดิจิทัล ของ บริษัท บีกซี รีเทล คอร์ปอเรชัน (มหาชน) ("BRC") ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของบริษัท เบอร์คิ้ว ยูคิเกอร์ จำกัด (มหาชน) ความเห็น ข่าว บกจ. บกเcon ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อให้เป็นข้อมูลที่ไว้ก่อนนั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอขอซื้อ หรือเสนอขาย หรือซักซ้อมให้เสนอขอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดกฎหมาย หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการซื้อถือต่อการใช้ข้อมูล กั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูล ในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงวิจารณญาณของตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าปานาเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ ออนโนเวลส์ เอกซ์ จำกัด ("INVX") ซึ่งเป็น บริษัท เอสซีจี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) ("เอสซีจี เอกซ์") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคารฯ") ซึ่งเป็นบริษัทที่อยู่ก่อตัวมาตั้งแต่ปี พ.ศ. ๒๕๔๘ ภายใต้ชื่อ "ธนาคารไทยพาณิชย์" จำกัด (มหาชน) ตามที่ได้รับอนุญาตจากคณะกรรมการกำกับและส่งเสริมการประกอบธุรกิจการเงินของประเทศไทย ให้เป็นสถาบันการเงิน ตามกฎหมายว่าด้วยการประกอบธุรกิจการเงิน จึงได้จัดทำเอกสารฉบับนี้ขึ้น สำหรับผู้ลงทุนที่สนใจลงทุนในตราสารหนี้ของบริษัทฯ ดังนี้

การซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชัน (Futures and Options) มีความเสี่ยงสูงที่อาจก่อให้เกิดผลขาดทุนอย่างมีนัยสำคัญ จึงไม่เหมาะสมกับบุคคลทุกคน ทั้งนี้ ก่อนการตัดสินใจซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชัน ท่านควรพิจารณาดังนี้  
1. ทางการเงิน วัตถุประสงค์ในการลงทุน ประสบการณ์ในการลงทุน  
2. ความเสี่ยงที่ต้องรับ ต่อความสามารถในการรับได้อย่างรอบคอบ เนื่องจากมีความเป็นไปได้ที่ก่อให้เกิดความสูญเสียเงินลงทุนมากกว่าเงินลงทุนเริ่มแรก  
3. ความเสี่ยงที่ต้องรับ ท่านควรพิจารณาดังความเสี่ยงที่ก่อให้เกิดขึ้นจากการซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชัน และท่านควรตัดสินใจลงทุนด้วยต้นเงิน หลัก/หรือ ในกรณีที่มีข้อสงสัย ท่านควรขอคำแนะนำที่ปรึกษาทางการลงทุน

เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้กับเดพาบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เก่า�น แล้วห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขาย จำนำ คัดลอก นำออกเผยแพร่ หรือนำไปแสวงหาประโยชน์ใดๆ ไม่ว่าด้วยวิธีการใด ๆ โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX เป็นการคุ้งหน้า

©สงวนลิขสิทธิ์ 2565 บริษัทหลักทรัพย์ อิอนโนเวสท์ เอกซ์ จำกัด

**CG Rating 2023 Companies with CG Rating**
**Companies with Excellent CG Scoring**

7UP, AAV, ABM, ACE, ACG, ADB, ADD, ADVANC, AEONTS, AF, AGE, AH, AHC, AIRA, AIT, AJ, AKP, AKR, ALLA, ALT, AMA, AMARIN, AMATA, AMATAV, ANAN, AOT, AP, APCO, APCS, ARIP, ARROW, ASEFA, ASK, ASP, ASW, ATP30, AUCT, AWC, AYUD, B, BA, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBIK, BBL, BC, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEC, BEM, BEYOND, BGC, BGRIM, BH, BIZ, BJCHI, BKI, BLA, BOL, BPP, BRI, BROOK, BRR, BTS, BTW, BWG, BYD, CBG, CENTEL, CFRESH, CHASE, CHEWA, CHG, CHOW, CIMBT, CIVIL, CK, CKP, CM, CNT, COLOR, COM7, COTTO, CPALL, CPAXT, CPF, CPI, CPL, CPN, CPW, CRC, CRD, CSC, CSS, CV, DCC, DDD, DELTA, DEMCO, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EA, EASTW, ECF, ECL, EE, EGCO, EPG, ERW, ETC, ETE, FE, FLOYD, FN, FPI, FPT, FSX, FVC, GBX, GC, GCAP, GENCO, GFPT, GGC, GLAND, GLOBAL, GPSC, GRAMMY, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HENG, HMPRO, HPT, HTC, ICC, ICHI, ICN, III, ILINK, ILM, IMH, IND, INET, INTUCH, IP, IRC, IRPC, ITC, ITEL, IVL, JAS, JTS, KBANK, KCC, KCE, KEX, KKP, KSL, KTB, KTC, KTM5, KUMWEL, KUN, LALIN, LANA, LH, LHFG, LIT, LOXLEY, LPN, LRH, LST, M, MAJOR, MALEE, MATCH, MBK, MC, M-CHAI, MCOT, MEGA, MFC, MFE, MILL, MINT, MONO, MOONG, MSC, MST, MTC, MTI, NC, NCH, NCL, NDR, NER, NKI, NOBLE, NRF, NTV, NVD, NWR, NYT, OCC, OISHI, ONEE, OR, ORI, OSP, OTO, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDJ, PG, PHOL, PIMO, PLAB, PLAT, PLUS, PM, POLY, PORT, PPP, PPS, PR9, PRG, PRINC, PRM, PRTR, PSH, PSL, PT, PTC, PTT, PTTEP, PTTGC, Q-CON, QH, QTC, RATCH, RBF, RPH, RS, RT, S, S&J, SA, SABINA, SAK, SAMART, SAMTEL, SAPPE, SAT, SBNEXT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGP, SCM, SDC, SEAFCO, SEOAILOL, SECURE, SELIC, SENA, SENX, SF<sup>2</sup>, SFT, SGC, SGF, SGP, SHR, SICT, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKR, SM, SMPC, SMT, SNC, SNNP, SNP, SO, SPALI, SPC, SPRC, SR, SSC, SSF, SSSC, STA, STC, STEC, STGT, STI, SUC, SUN, SUSCO, SUTHA, SVI, SVT, SYMC, SYNE, SYNEC, TACC, TAE, TCAP, TCMC, TEAMG, TEGH, TFG, TFMAMA, TGE, TGH, THANA, THANII, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIDLOR, TIPCO, TISCO, TK, TKS, TKT, TL, TM, TMC, TMD, TMT, TNNDT, TNL, TNR, TOA, TOG, TOP, TPBI, TPCS, TPIPL, TPIPP, TPS, TQM, TQR, TRT, TRUE, TRV, TSC, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TTW, TURTLE, TVDH, TVH, TWO, TWT, TWPC, UAC, UBE, UBIS, UKEM, UP, UPF, UPOIC, UV, VCOM, VGI, VIBHA, VIH, VL, WACOAL, WGE, WHAUP, WICE, WINMED, WINNER, XPG, YUASA, ZEN

**Companies with Very Good CG Scoring**

2S, A5, AAI, AIE, ALUCON, AMR, APURE, ARIN, AS, ASIA, ASIAN, ASIMAR, ASN, AURA, BR, BSBM, BTG, CEN, CGH, CH, CHIC, CI, CIG, CMC, COMAN, CSP, DOD, DPAIN, DV8, EFORL, EKH, ESSO, ESTAR, EVER, FORTH, FSMART, FTI, GEL, GPI, HEALTH, HUMAN, IFS, INSET, IT, J, JKHH, JDF, JKN, JMART, JUBILE, K, KCAR, KGI, KIAT, KISS, KK, KTIS, KWC, KWM, LDC, LEO, LHK, MACO, METCO, MICRO, MK, MVP, NCAP, NOVA, NTSC, PACO, PIN, PQS, PREB, PRI, PRIME, PROEN, PROS, PROUD, PSTC, PTECH, PYLON, RCL, SALEE, SANKO, SCI, SCN, SE, SE-ED, SFLEX, SINGER, SKN, SONIC, SORKON, SPVI, SSP, SST, STANLY, STP, SUPER, SVOA, SWC, TCC, TEKA, TFM, TMILL, TNP, TPLAS, TPOLY, TRC, TRU, TRUBB, TSE, VRANDA, WAVE, WFX, WIILK, WIN, WP, XO

**Companies with Good CG Scoring**

24S, AMANAH, AMARC, AMC, APP, ASAP, BCT, BE8, BIG, BIOTEC, BLESS, BSM, BVG, CAZ, CCET, CHARAN, CHAYO, CHOTI, CITY, CMAN, CMR, CRANE, CWT, DHOUSE, DTCENT, EASON, FNS, FTE, GIFT, GJS, GTB, GTV, GYT, HL, HTECH, HYDRO, IIG, INGRS, INSURE, IRCP, ITD, ITNS, JCK, JMT, JR, JSP, KBS, KGEN, KJL, L&E, LEE, MASTER, MBAX, MEB, MENA, META, MGT, MITSIB, MJD, MOSHI, MUD, NATION, NNCL, NPK, NSL, NV, OGC, PAF, PCC, PEACE, PICO, PK, PL, PLANET, PLE, PMTA, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRIN, PSG, RABBIT, READY, RJH, RSP, RWI, S11, SAAM, SAF, SAMCO, SAWAD, SCAP, SCP, SIAM, SKE, SKY, SMART, SMD, SMIT, SOLAR, SPA, STECH, STPI, SVR, TC, TCCC<sup>3</sup>, TEAM, TFI, TIGER, TITLE, TKC, TMI, TNH, TPA, TRAC, TRITN, UBA, UMI, UMS, UTP, VARO, VPO, W, WARRIX, WORK, WPH, YONG, ZIGA

**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 2022 to 31 October 2023) is publicized.

<sup>1</sup>OISHI was voluntarily delisted from the Stock Exchange of Thailand, effectively on September 6, 2023

<sup>2</sup>SFP was voluntarily delisted from the Stock Exchange of Thailand, effectively on July 19, 2023

<sup>3</sup>TCCC was voluntarily delisted from the Stock Exchange of Thailand effectively on August 25, 2023

**Anti-corruption Progress Indicator**

Certified (ได้รับการรับรอง)

2S, 7UP, AAI, ADVANC, AF, AH, AI, AIE, AIRA, AJ, AKP, AMA, AMANAH, AMATA, AMATAV, AP, APCS, AS, ASIAN, ASK, ASP, AWC, AYUD, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, 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, CPAXT, CPF, CPI, CPL, CPN, CPW, CRC, CSC, DCC, DELTA, DEMCO, DIMET, DOHOME, DRT, DUSIT, EA, EASTW, ECF, EGCO, EP, EPG, ERW, ESTAR, ETC, ETE, FNS, FPI, FPT, FSMART, FTI, GBX, GC, GCAP, GENCO, GFPT, GGC, GJS, GPI, GPSC, GSTEEL, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HENG, HMPRO, HPT, HTC, ICC, ICHI, IFS, III, ILINK, ILM, INET, INXUR, INTUCH, IRCP, ITEL, IVL, JAS, JKNN, JK, KASET, KBANK, KBS, KCAR, KCE, KGEN, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, L&E, LANA, LHFG, LHK, LPN, LRH, M, MAJOR, MALEE, MATCH, MBAX, MBK, MC, MCOT, META, MFC, MFE, MILL, MINT, MONO, MOONG, MSC, MST, MTC, MTI, NCI, NCAP, NEP, NKI, NOBLE, NRF, NWR, OCC, OGC, OR, ORI, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDJ, PG, PHOL, PIMO, 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, S11, SAAM, SABINA, SAK, SAPPE, SAT, SC, SCC, SCG, SCGP, SCM, SCN, SE, SELIC, SENA, SGC, SGP, SIRI, SITHAI, SJWD, SKR, SMIT, SMK, SMPC, SNC, SNP, SORKON, SPACK, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSP, SSSC, SST, STA, STGT, STOWER, SUSCO, SVI, SYMC, SYNE, TACC, TAE, TAKUNI, TASCO, TCAP, TCMC, TFG, TFI, TFMAMA, TGE, TGH, THANII, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIDLOR, TIPCO, TISCO, TKS, TKT, TMD, TNNDT, TNL, TNR, TOA, TOG, TOP, TPBI, TPCS, TRT, TRU, TSC, TSI, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TTW, TURTLE, TVDH, TVH, TWO, TWT, TWPC, UAC, UBE, UBIS, UKEM, UOBKH, UV, VCOM, VGI, VIH, WIILK, XO, YUASA, ZEN, ZIGA

**Declared (ได้ประกาศต่อสาธารณะ)**

ACE, ADB, ALT, AMC, ASW, BLAND, BTG, BYD, CAZ, CBG, CV, DEXON, DMT, EKH, FSX, GLOBAL, GREEN, ICN, IHL, ITC, J, JMART, JMT, LEO, LH, MENA, MITSIB, MODERN, NER, NEX, OSP, OTO, PLUS, POLY, PQS, PRIME, PROEN, PRTR, RBF, RT, SA, SANKO, SCB, SENX, SIS, SKE, SM, SVOA, TBN, TEGH, TIPH, TKN, TPAC, TPLAS, TQM, TRUE, W, WPH, XPG

N/A

24CS, 3K-BAT, A, A5, AAV, ABM, ACAP, ACC, ACG, ADD, AEONTS, AFC, AGE, AHC, AIT, AJA, AKR, AKS, ALL, ALLA, ALPHAX, ALUCON, AMARC, AMARIN, AMR, ANAN, ANI, 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, BJCHI, BKD, BLC, BLESS, BM, BOL, BR, BRI, BROCK, BSM, BSRC, BTNC, BTW, BUI, BVG, CCET, CCP, CEYE, CGD, CH, CHARAN, CHAYO, CHG, CHOW, CI, CITY, CIVIL, CK, CKP, CMAN, CMO, CMR, CNT, COCOCO, COLOR, COMAN, CPANEL, CPH, CPR, CPT, CRANE, CRD, CSC, CTW, CWT, D, DCON, DDD, DHOUSE, DITTO, DOD, DPAIN, DTCE, DV8, EASON, ECL, EE, EFORL, EMC, ETL, EVER, F&D, FANCY, FE, FLOYD, FMT, FN, FORTH, FTI, FVC, GABLE, GENCO, GFC, GIFT, GL, GLAND, GLOCN, GLORY, GRAND, GSC, GTB, GTV, GYT, HEALTH, HFT, HL, HTECH, HUMAN, HYDRO, I2, IFEC, IIG, IMH, IND, INGRS, INSET, IP, IRC, IRCP, IT, ITD, ITNS, ITTHI, JAK, JCK, JKHH, JCT, JDF, JPARK, JSP, JUBILE, K, KAMART, KC, KCG, KCM, KDH, KEX, KIAT, KISS, KJL, KK, KKC, KLINIQ, KOOL, KTIS, KTM5, KUMWEL, KUN, KWC, KWI, KWM, KYE, LALIN, LDC, LEE, LIT, LOXLEY, LPH, LST, MACO, MANRIN, MASTER, MATI, MAX, MCA, M-CHAI, MCS, MDX, MEB, MEGA, METCO, MGC, MGI, MGT, MICRO, MIDA, MJD, MK, ML, MORE, MOSHI, MUD, MVP, NAM, NC, NCH, NCL, NDR, NETBAY, NEW, NEWS, NFC, NNCL, NOK, NOVA, NPK, NSL, NTSC, NTV, NUSA, NV, NVD, NYT, OHTL, ONEE, ORN, PACE, PACO, PAF, PCC, PEACE, PERM, PF, PHG, PICO, PIN, PJW, PLE, PLT, PMTA, POLAR, PORT, POST, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRI, PRIN, PRO, PROUD, PSG, PSP, PTC, PTL, RAM, RCL, READY, RICHY, RJH, ROCK, ROJNA, RP, RPH, RSP, S, S11, SABUY, SAFARI, SAFE, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SAUCE, SAV, SAWAD, SBNEXT, SCAP, SCI, SCL, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SECURE, SFT, SGF, SHANG, SHR, SIAM, SICT, SIMAT, SINGER, SINO, SISB, SJWD, SK, SKN, SKY, SLM, SMART, SMD, SMT, SNNP, SO, SOLAR, SONIC, SPA, SPCG, SPG, SPVI, SQ, SR, SRS, SSC, SSS, STANLY, STARK, STC, STEC, STECH, STHAI, STI, STP, STPI, SUC, SUN, SUPER, SUTHA, SVR, SVT, SWC, SYNE, TACC, TAN, TAPAC, TC, TCC, TCOAT, TEAM, TEAMG, TEKA, TFM, TGP, TH, THAI, THANII, THE, THG, THMUI, TIGER, TITLE, TK, TKS, TKT, TM, TMC, TMD, TNNDT, TNL, TNR, TOA, TOG, TOP, TPBI, TPCS, TRT, TRU, TSC, TSI, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TTW, TURTLE, TVDH, TVH, TWO, TWT, TWPC, UAC, UBE, UBIS, UKEM, UOBKH, UV, VCOM, VGI, VIH, WIILK, XO, YUASA, ZAA

**Explanations**

Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of November 1, 2023) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.