

YEARBOOK 2024

# A YEAR OF VALUE INVESTING

 InnovestX Research



Executive  
summary  
**PAGE 3**

1

สรุปผลตอบแทน  
สินทรัพย์ปี 2023  
**PAGE 5**

2

## Economic Outlook 2024

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

**PAGE 8**

3

Asset allocation  
มุมมองรายชั้น  
สินทรัพย์ในปี 2024  
**PAGE 16**

4

Fixed Income  
ทำโบตราสารหนี้  
ถึงน่าสนใจในปี 2024?  
**PAGE 19**

5

## Global Equity Outlook

- มุมมองแต่ละตลาดหุ้นต่างประเทศ
- สรุปหุ้น Offshore ที่น่าลงทุนแต่ละตลาดในปี 2024
- Private Credit

**PAGE 21**

6

## Thai Equity Market Strategy

- ประเด็นสำคัญในปี 2024
- ภาพรวมและกลยุทธ์การลงทุนในปี 2024
- กลยุทธ์ลงทุนในตลาดหุ้นไทย
- Reits ไทย
- อัปเดตสถานการณ์และการลงทุนในหุ้น 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



คุณสุกิจ อุดมศิริกุล  
กรรมการสายงานวิจัย InnovestX

- สวัสดิคคิริน...Yearbook 2024 ฉบับนี้ ใช้ชื่อปกว่า “A Year of Value Investing” โดยต้องการจะสื่อว่าตลาดหุ้นไทยขณะนี้มีความน่าสนใจมากกว่ามูลค่าอยู่มากเป็นโอกาสดีสำหรับนักลงทุนระยะยาว ซึ่งฟังดูอาจรู้สึกว่าเป็นการมองโลกในแง่ดีเกินไปหรือไม่ ผมขอเรียนเบื้องต้นก่อนว่าสถานการณ์ปัจจุบันและที่กำลังจะเกิดขึ้นในปี 2024 จะเปลี่ยนไปจากปี 2023 โดยคาดว่า การเปลี่ยนแปลงจะเริ่มเห็นได้ชัดเจนตั้งแต่ 2H24 ต่อเนื่องถึงปี 2025 เนื่องจาก ความเสี่ยงด้านเศรษฐกิจจะค่อยๆ ลดลง อัตราดอกเบี้ยทั่วโลกมีโอกาสรอบลดลงครั้งแรกนับจากวัฏจักรขาขึ้นที่เริ่มต้นใน 1Q22
- อย่างไรก็ตาม ภาพรวมการลงทุนใน 1H24 ยังคงมีความผันผวนสูง โดยเราคาดว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ มีโอกาสเกิดภาวะถดถอย ทำให้ตราสารหนี้ยังคงเป็นสินทรัพย์ที่น่าสนใจลงทุน ในขณะที่ตลาดหุ้นจะเริ่มนำลงทุนในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยเริ่มปรับตัวลดลงแล้ว โดยปี 2024 นั้น ตลาดหุ้นในฝั่งเอเชียมีความน่าสนใจมากกว่าตลาดหุ้นชั้นนำอย่าง สหรัฐฯ และ ยุโรป เนื่องจาก เศรษฐกิจยังมีอัตราการเติบโตในระดับสูง อัตราเงินเฟ้อปรับตัวลดลง โดยมีโอกาสที่จะเห็นเงินทุนต่างชาติไหลเข้าตลาดหุ้นเอเชียมากขึ้นอีกด้วย หากค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ อ่อนค่าลง
- สำหรับปี 2023 นั้นถือว่าเป็นปีที่ดีของตลาดหุ้นชั้นนำ เช่น สหรัฐฯ ญี่ปุ่น และ ยุโรป รวมถึง ไต้หวัน และ เกาหลีใต้ แม้จะเป็นปีที่มีปัจจัยกดดันหลายเรื่อง โดยเฉพาะการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของธนาคารสหรัฐฯ โดยส่วนใหญ่เป็นการปรับตัวขึ้นของหุ้นเทคโนโลยี ส่วนตลาดหุ้นฝั่งเอเชียให้ผลตอบแทนที่ต่ำกว่ามาก เนื่องจาก ได้รับผลกระทบจากอัตราดอกเบี้ยในสหรัฐฯ ที่สูง และเศรษฐกิจจีนขยายตัวต่ำกว่าคาด ส่งผลให้มีเงินทุนต่างชาติไหลออก
- สำหรับตลาดหุ้นที่อาการน่าเป็นห่วงสุดคงหนีไม่พ้น “ตลาดหุ้นไทย” ที่ราคาหุ้นตกหนักกว่าเพื่อนบ้านในปี 2023 เห็นได้ชัดเจนว่ากำลังเผชิญวิกฤตความเชื่อมั่นจากนักลงทุน ส่งผลให้หุ้นพื้นฐานดี มีราคาตกต่ำกว่ามูลค่า (undervalue) โดยบางหุ้นมีราคาต่ำกว่าช่วงวิกฤตโควิด 19 แต่ก็ถือว่าเป็นโอกาสดีอีกครั้งสำหรับ “นักลงทุนระยะยาว” ที่สามารถเริ่มทยอยซื้อสะสมหุ้นไว้เพื่อรอวันที่ตลาดฟื้นตัว โดยอาจใช้กลยุทธ์ที่เป็นที่ยอมรับกัน คือ Dollar Cost Averaging (DCA) ก็ถือว่าเป็นเหมาะสมมากในเวลานี้
- เทรนด์การลงทุนที่คาดว่าจะมาแรงในปี 2024 ได้แก่ 1) หุ้น ESG เนื่องจากได้รับการส่งเสริมจากทางการ 2) หุ้นเทคโนโลยี AI เนื่องจากสามารถนำไปใช้ในธุรกิจได้จริง 3) กองทรัสต์ที่ลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (REITs) ซึ่งจะได้ประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ยลดลง และ 4) Bitcoin เนื่องจากคาดว่า Spot Bitcoin ETF จะได้รับอนุมัติจาก ก.ล.ต.สหรัฐฯ และ เป็นช่วงที่มี Bitcoin halving ในเดือน เม.ย. 2024
- สำหรับความเสี่ยงที่ต้องติดตาม ได้แก่ 1) ผลการเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ หากมีการเปลี่ยนชื่ออาจกระทบต่อนโยบายหลายๆ ด้าน 2) ความเสี่ยงการปิดนิตชำระหนี้ของหุ้นกู้ที่ครบกำหนดในปี 2024 และ 3) ผลกระทบต่อตลาดการเงินโลกจาก BOJ หยุดนโยบายผ่อนคลาย



# KEY HIGHLIGHTS

## ภาพเศรษฐกิจ

### คำถามที่น่าสนใจในปี 2024

ภาพเศรษฐกิจในปี 2024 เป็นอย่างไรและความไม่แน่นอนเกิดจากปัจจัยอะไร

จะรับมืออย่างไรเมื่อความเสี่ยงเชิงภูมิรัฐศาสตร์อยู่ในระดับสูง

เศรษฐกิจไทยเป็นอย่างไร?

จุดเปลี่ยนสำคัญของตลาดหุ้นคืออะไร?

สินทรัพย์ใดที่น่าลงทุน

ตลาดหุ้นไหนที่จะโดดเด่น

ตลาดหุ้นไหนที่มีแนวโน้มไม่ดี

อุตสาหกรรมไหนที่น่าสนใจ

ตลาดหุ้นไทยมีแนวโน้มดีขึ้นหรือไม่

### มุมมองของ InnovestX

เศรษฐกิจสหรัฐฯ และเศรษฐกิจจีนจะกลับทิศทางในระดับหนึ่ง ซึ่งเศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มเผชิญกับการหดตัวใน 1H24 จากดอกเบี้ยที่สูงและจะเริ่มฟื้นตัวใน 2H24 จากการผ่อนคลายนโยบายการเงิน ในขณะที่เศรษฐกิจจีนจะฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป จากมาตรการการเงินและการคลังที่อุดหนุนอย่างต่อเนื่อง ส่วนเศรษฐกิจยุโรปมีความเปราะบางมากกว่า

ความขัดแย้งรัสเซีย-ยูเครนและอิสราเอล-กลุ่มฮามาสยังไม่คลี่คลาย ซึ่งหากขยายวงกว้างมองว่าทองคำและน้ำมันจะเป็นการป้องกันความเสี่ยงได้ดี ในขณะที่ผลการเลือกตั้ง ปธน.ไต้หวัน และปธน.สหรัฐฯ หากผู้ที่ชนะเป็นพรรคที่ต่อต้านจีน และนำไปให้ลดความเสี่ยงในกลุ่มเทคโนโลยี และเพิ่มหุ้นที่มีสัดส่วนรายได้จากภายในประเทศเป็นหลัก

การเติบโตในปี 2024 ขึ้นอยู่กับมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจทั้ง Digital Wallet และนโยบายสนับสนุน Soft Power หากมีมาตรการกระตุ้น Digital Wallet เศรษฐกิจไทยจะเติบโต 4.1% หากไม่มีจะอยู่ที่ 3.2% ประเด็นบวกที่เป็น Upside คือการกลับมาลงทุนในประเทศมากขึ้น

การลดดอกเบี้ยของธนาคารกลางใน 1H24 และเศรษฐกิจโลกเริ่มฟื้นตัวใน 2H24 ความรุนแรงของความขัดแย้งน้อยลงและอยู่ในวงจำกัด

1) พันธบัตร REIT และทองคำในช่วง 1H24 2) เก็งกำไร Bitcoin ในช่วงก่อน Halving ในเดือน เม.ย. 2024 3) ตลาดหุ้นมีแนวโน้มให้ผลตอบแทนดีใน 2H24 โดยเน้นไปที่กลุ่มเชิงวัฏจักรและหุ้นในกลุ่ม Value ในช่วงที่มีการฟื้นตัว

ไทย อินเดียและเกาหลีใต้ รวมถึงตลาด EM จากการฟื้นตัวและค่าเงินดอลลาร์ที่มีแนวโน้มอ่อนค่า

หลีกเลี่ยงตลาดหุ้นยุโรป รวมถึงจับตาความเสี่ยงภาคธนาคารในจีนใน 2H24

REIT พลังงานสะอาด ซอฟต์แวร์ เซมิคอนดักเตอร์ Data center ที่เกี่ยวกับ AI และ Bitcoin Miner

คาดหวังต่อการลงทุนใหม่และมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ การเติบโตทำกำไรสูงเมื่อเทียบกับภูมิภาคในปี 2024 ผลตอบแทนต่ำสุดในปี 2023 จึงประเมินว่า SET Index แนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นในปี 2024

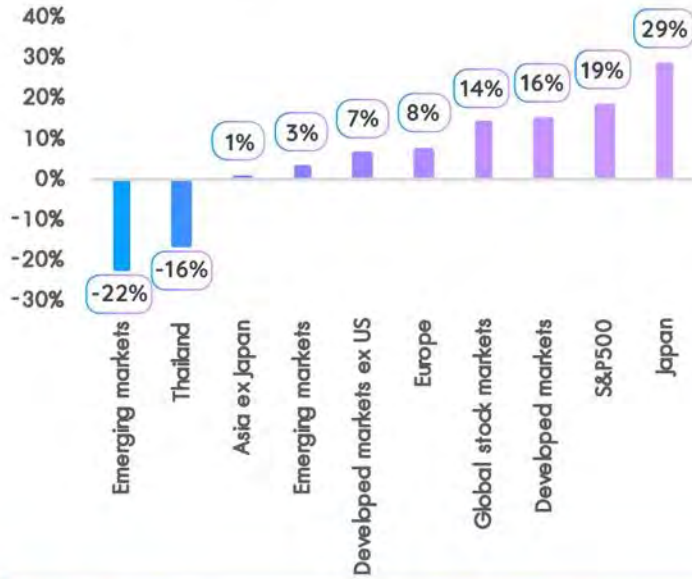


# สรุปผลตอบแทนสินทรัพย์ ปี 2023

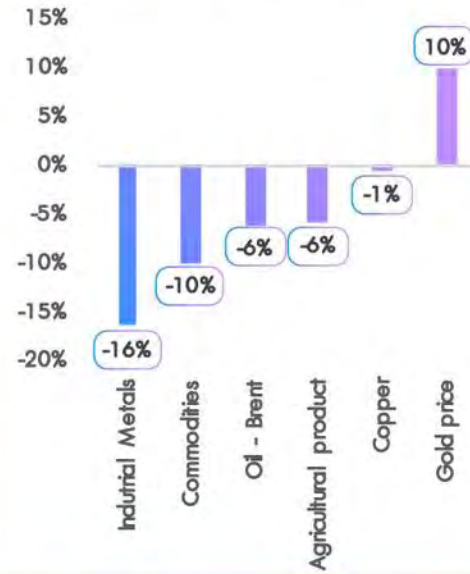




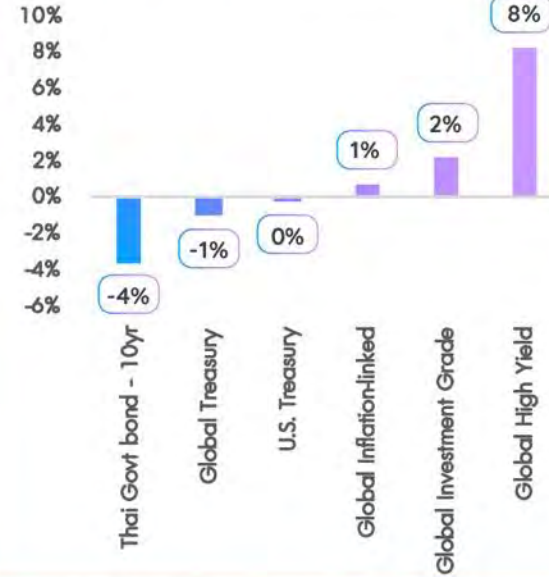
### ผลตอบแทนตลาดหุ้น



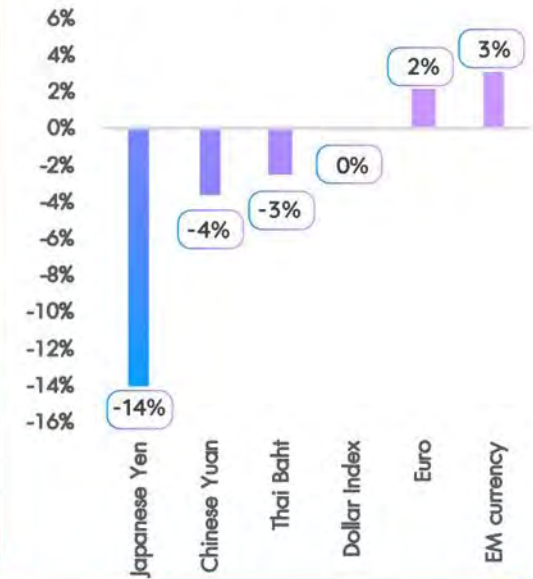
### ผลตอบแทนสินค้าโภคภัณฑ์



### ผลตอบแทนตลาดตราสารหนี้



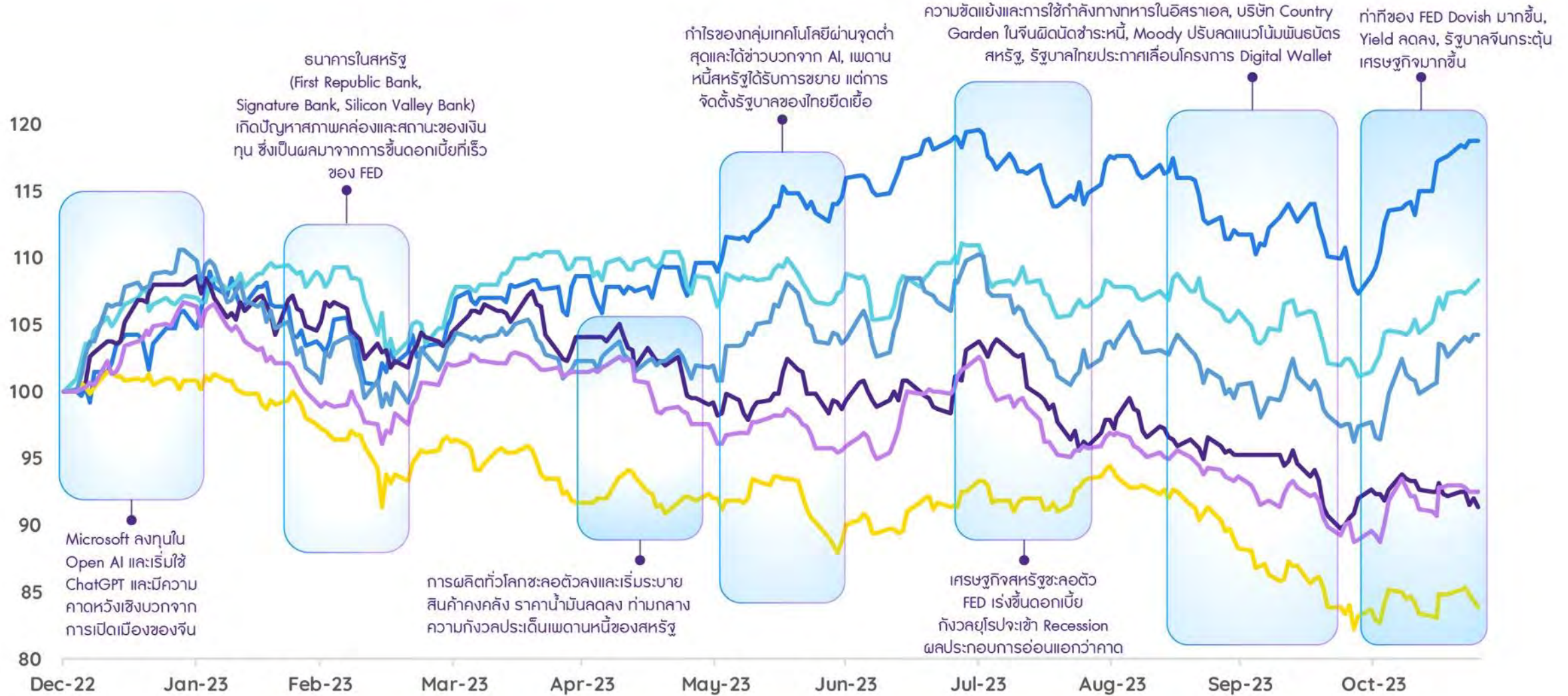
### ผลตอบแทนค่าเงินต่างประเทศ



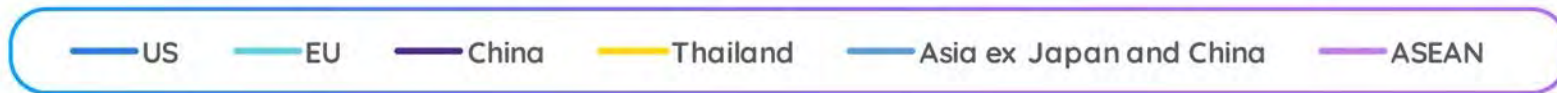
- ในปี 2023 เป็นปีที่ตลาดตราสารทุนฟื้นตัวได้ดีจากปี 2022 เป็นผลมาจาก 1) การฟื้นตัวของกลุ่มเทคโนโลยีที่มีแนวโน้มกำไรฟื้นตัวและภาพอุปสงค์จากปัญญาประดิษฐ์ (AI) และ 2) เศรษฐกิจไม่แย่อย่างที่ตลาดกังวล ในขณะที่ตลาดตราสารทุนแคว้งตัวในรอบแคว้งจากท่าทีของธนาคารกลางที่ยังคงดอกเบี้ยสูงต่อเนื่อง
- ในขณะที่สินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนดีในปี 2023 ได้แก่ 1) ตลาดหุ้นญี่ปุ่นที่ปรับเพิ่มขึ้น 29% จากค่าเงินเยนที่อ่อนค่า 14% 2) หุ้นสหรัฐเพิ่มขึ้น 19% เป็นผลจากกลุ่มเทคโนโลยีที่ปรับเพิ่มขึ้น 50% ที่มีเรื่อง AI และการฟื้นตัวของกำไรเป็นตัวสนับสนุน 3) ราคาทองคำปรับเพิ่มขึ้น 10% จากความขัดแย้งเชิงภูมิรัฐศาสตร์และ Yield ที่เริ่มลดลง 4) ตราสารหนี้ High Yield จากความเสี่ยงการผิดนัดชำระหนี้ที่ลดลงเพราะหลายบริษัทมีสถานะทางการเงินที่แข็งแกร่ง ส่วนราคาสินค้าโภคภัณฑ์ปรับตัวลดลง 10% จากความรุนแรงของสงครามไม่ขยายวงกว้างและได้รับแรงกดดันจากเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัวลงส่งผลกับภาพอุปสงค์
- ตลาดหุ้นไทยปรับตัวลดลง 16% ซึ่งมากกว่าภาพรวม สืบเนื่องจาก 1) ความไม่ชัดเจนในนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาล 2) เศรษฐกิจจีนที่ส่งผลกับการส่งออก และ 3) การฟื้นตัวของการท่องเที่ยวจากจีนน้อยและต่ำกว่าที่คาด ท่ามกลางการเติบโตของเศรษฐกิจที่ต่ำกว่าประเทศในภูมิภาค



# การเคลื่อนไหวของดัชนีราคาตลาดหุ้นในปี 2023



หมายเหตุ : ใช้อาชีพวันที่ 1 ธ.ค. 2023  
Source: InnovestX Research





# ECONOMIC OUTLOOK



# 2024



# การคาดการณ์ในปี 2022 สิ่งที่เกิดขึ้นในปี 2023 และแนวโน้มในปี 2024

ในปลายปี 2022 เราคาดการณ์ 3 คำทำนายใน ปี 2023 ในขณะที่ภาพความเป็นจริง รวมถึงแนวโน้มในปี 2024 เป็นดังนี้

## การคาดการณ์ในปี 2022

การดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวดมากขึ้นก่อให้เกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยทั่วโลก เราเชื่อว่าภาวะถดถอยปานกลางในสหภาพยุโรป และภาวะถดถอยแบบอ่อนๆ ในสหรัฐฯ อันเป็นผลมาจากอัตราดอกเบี้ยที่ปรับขึ้นอย่างรวดเร็ว

เราคาดว่า การที่จีนเร่งกระบวนการยกเลิกมาตรการ Zero Covid จะทำให้เศรษฐกิจหยุดชะงักมากขึ้นตลอดไตรมาสแรกเนื่องจากการติดเชื้อเพิ่มขึ้น ขณะที่เพิ่มความเป็นไปได้ที่การเติบโตจะฟื้นตัวเร็วขึ้นและแข็งแกร่งตั้งแต่ไตรมาส 2 เป็นต้นไป

เราคาดว่าสงครามจะยืดเยื้อ โดยแม้รัฐบาลรัสเซียได้เกณฑ์ทหารหลายแสนคน แต่ไม่สามารถทำให้พวกเขา กลายเป็นนักสู้ที่มีประสิทธิภาพได้ ขณะที่กองทัพยูเครนก็สามารถต่อต้านได้อย่างแข็งแกร่ง แต่ก็ไม่สามารถบุกยึดดินแดนกลับคืนจากรัสเซียได้เช่นกัน

## สิ่งที่เกิดขึ้นในปี 2023

นโยบายการเงินเข้มงวดขึ้นจริงอย่างที่เรามอง ขณะที่เงินเฟ้อลดลงอย่างที่เรามอง ซึ่งนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นต่อเนื่องทำให้เกิดวิกฤตธนาคารขึ้นในเดือน มี.ค. 2023 อันได้แก่ SVB, Signature, First Republic และ Credit Suisse แต่การเข้าดูแลของทางการที่ฉับไวและมีประสิทธิภาพ สามารถหยุดยั้งการเกิดวิกฤตได้ ขณะที่ในด้านเศรษฐกิจ รายได้ของประชาชนที่เพิ่มขึ้นตามค่าจ้าง และการดึงตัวตลาดแรงงาน ทำให้เศรษฐกิจยังคงแข็งแกร่งแม้ดอกเบี้ยจะขึ้นสูง (ดอกเบี้ยสหรัฐ peak ที่ 5.4% สูงกว่าที่เราคาดที่ 5.1% เล็กน้อย)

เศรษฐกิจจีนขยายตัวต่ำกว่าคาด เพราะเกิด 3 วิกฤต คือ (1) วิกฤตภาคอสังหาริมทรัพย์ โดยภาคอสังหาริมทรัพย์ยังไม่ฟื้นตัวแม้จะเปิดประเทศ (2) วิกฤตเงินฝืด โดยอัตราเงินเฟ้อ CPI, PPI รวมถึง GDP Deflator ยังหดตัวต่อเนื่อง ป่งชีรายได้ประชาชนที่อ่อนแอ ทำให้ผู้ผลิตไม่สามารถขึ้นราคาสินค้าได้ และยังคงดัน Margin ของผู้ผลิตต่อเนื่อง และ (3) วิกฤตตลาดแรงงาน จากแรงงานหนุ่มสาวที่ตกงานกว่า 21% ในช่วงกลางปี 2023 ก่อนที่ทางการจะยกเลิกการปิดเผยดัชนีดังกล่าว ซึ่งวิกฤตทั้งสาม จะยังคงดันเศรษฐกิจจีนต่อเนื่อง

เป็นไปตามที่เราคาด

## แนวโน้มในปี 2024

เราคาดว่า การดึงตัวของนโยบายการเงินอย่างต่อเนื่องตาม Trend: 'Higher for Longer' ในปัจจุบัน ท่ามกลางเศรษฐกิจที่เริ่มชะลอตัว จะทำให้เศรษฐกิจประเทศพัฒนาแล้วเข้าสู่ภาวะถดถอยอย่างอ่อน ๆ ในครึ่งปีแรก ทำให้ทางการลดดอกเบี้ย และทำให้เศรษฐกิจฟื้นตัวดีในครึ่งปีหลัง

เราคาดว่า ทางการจีนหันมาใช้มาตรการการเงินผ่อนคลายนแบบหนักหน่วง โดยอัดฉีดเงินผ่านธนาคารของรัฐ โดยสั่งการให้เข้าสู่หนี้ของรัฐบาลท้องถิ่น ปลดปล่อยสินเชื่อประชาชน (โดยเฉพาะที่อยู่อาศัย) และล่าสุด กำลังจะมีมาตรการอัดฉีดให้ผู้ประกอบการสินค้ากว่า 50 แห่ง รวมถึง Country Garden ซึ่งมาตรการดังกล่าว ทำให้ Credit growth intensity พุ่งขึ้นในระดับเดียวกับช่วงปี 2016 (China hard-landing) และใกล้เคียงกับช่วงวิกฤต Covid และวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ ซึ่งเป็นการช่วยเศรษฐกิจได้ระดับหนึ่ง แต่ก็จะทำให้คุณภาพของสินทรัพย์ธนาคารพาณิชย์ของจีนลดลง

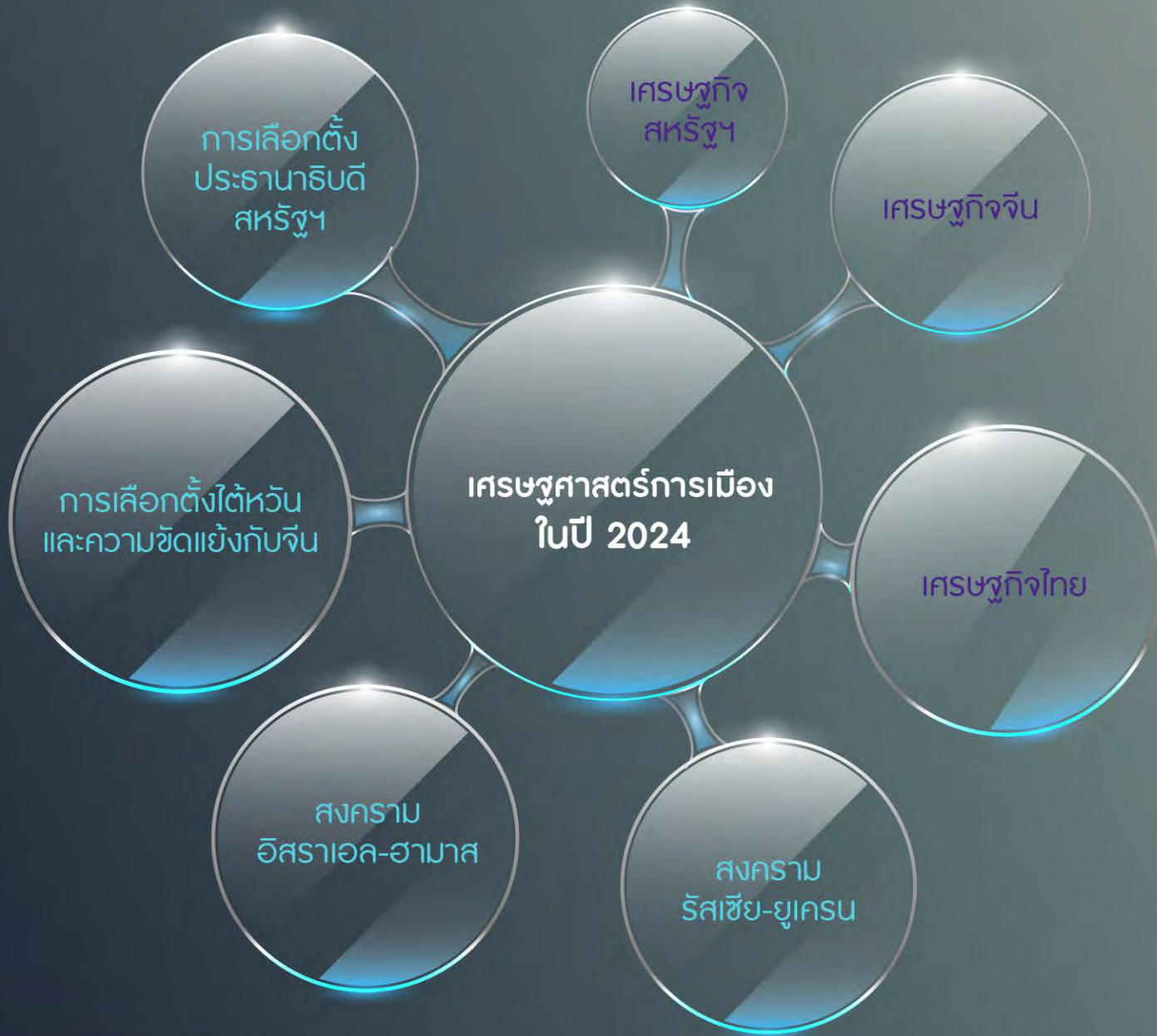
ประธานาธิบดีปูตินจะพยายามยึดเชื้อสงครามไปจนถึงปลายปี 2024 โดยหวังว่าโอดินด์ ทรัมป์ จะสามารถกลับมาเป็นประธานาธิบดีได้อีกครั้ง และยุติการสนับสนุนยูเครน ซึ่งเริ่มมีความเป็นไปได้ เนื่องจากชาวสหรัฐฯ รวมถึง ส.ส. ฝ่าย Republican เริ่มตั้งคำถามในประเด็นงบประมาณที่ส่งให้กับยูเครน (และตะวันออกกลาง) ในประเด็นดังกล่าว ทำให้เราคาดว่า มีความเป็นไปได้ที่จะเห็นพัฒนาการในแง่ของสงคราม โดยทั้งสองฝ่ายเริ่มเข้าสู่ภาวะเจรจามากขึ้น

  
สหรัฐฯ  
นโยบาย  
การเงินตึงตัว

  
จีน  
นโยบาย  
Zero-covid

  
ความขัดแย้ง  
รัสเซีย-ยูเครน



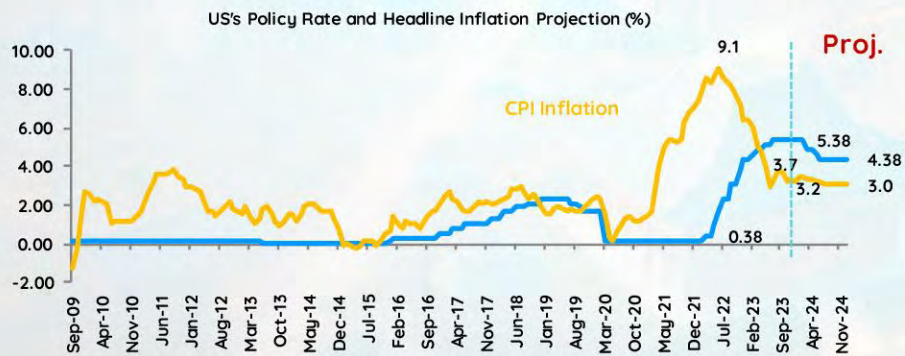


- ในปี 2024 เราองว่าเป็นปีแห่งความไม่แน่นอน เนื่องจากมีประเด็นที่คาดการณ์ยากและมีผลสำคัญต่อเศรษฐกิจ สังคม และการเมือง เช่น จะเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยในสหรัฐหรือไม่
- เศรษฐกิจจีนจะแย่หรือไม่นโยบาย Digital Wallet ของไทยจะเป็นเช่นไร สงครามรัสเซีย-ยูเครน และอิสราเอล-ฮามาส จะเป็นเช่นไร การเลือกตั้งไต้หวัน และสหรัฐ จะเป็นเช่นไร
- มีโอกาสที่จะเกิดสงครามจีน-ไต้หวันหรือไม่ เราจึงตอบคำถามโดยแบ่งประเด็นเป็น 3 เศรษฐกิจ 2 สงคราม และ 2 การเลือกตั้ง ดังนี้



## เศรษฐกิจสหรัฐฯ

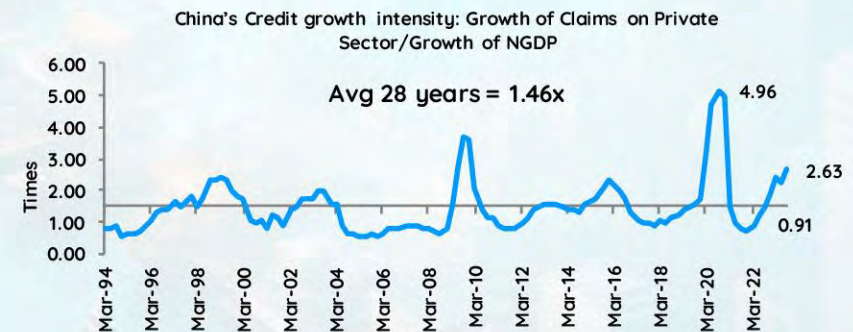
- หากเปรียบเทียบเศรษฐกิจสหรัฐฯและเศรษฐกิจจีน เรามองว่า เศรษฐกิจสหรัฐฯและเศรษฐกิจจีนจะกลับทิศทางในระดับหนึ่ง
- เศรษฐกิจสหรัฐฯที่ขยายตัวดีในปี 2023 จะชะลอลงอย่างมีนัยสำคัญในปี 2024 โดยจะขยายตัวชะลอลงจาก 1.9% ในปี 2023 เป็น 0.0% ในปี 2024
- เศรษฐกิจอาจหดตัวในครึ่งปีแรก จากการขึ้นดอกเบี้ยที่รุนแรงและกระทบต่อภาคประชาชน (ผ่านรายได้ และค่าใช้จ่ายครัวเรือน และกระทบต่อเศรษฐกิจผ่านการบริโภค) ภาคธุรกิจ (ต้นทุนทางการเงินที่เพิ่มขึ้น และปัญหาขาดดุลงบประมาณที่เพิ่มขึ้นจากดอกเบี้ยรับและดอกเบี้ยจ่ายไม่สมดุลกัน) และภาคการคลัง (จากหนี้และการระดมเงินกู้ที่เพิ่มขึ้น และปัญหาการเมืองในปีการเลือกตั้ง)
- ในขณะที่การลดดอกเบี้ยในช่วงกลางปีจะทำให้เศรษฐกิจฟื้นตัวในครึ่งปีหลัง
- เศรษฐกิจที่ชะลอตัว จะมีผลต่อการเลือกตั้งอย่างมีนัยสำคัญ



Source: CEIC, InnovestX Research

## เศรษฐกิจจีน

- เรามองว่า เศรษฐกิจจีนจะฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป จากมาตรการการเงินและการคลังที่อุดหนุนอย่างต่อเนื่อง
- ภาคการเงินจากมาตรการอัดฉีดของธนาคารพาณิชย์ ที่อัดฉีดทั้งสินเชื่อภาคประชาชน ภาครัฐบาลท้องถิ่น และภาคอสังหาฯ
- ขณะที่ภาคการคลัง จะเริ่มได้รับผลจากมาตรการการคลัง 1 ล้านล้านหยวน ทำให้การลงทุนของรัฐบาลกลางและรัฐบาลท้องถิ่นเพิ่มขึ้นในปีหน้า
- นอกจากนี้ สถานการณ์ด้านสงครามเย็นระหว่างประธานาธิบดีไบเดนและสีจิ้นผิงที่ดูผ่อนคลายลงหลังการประชุม Sideline ระหว่างการประชุม APEC เป็นส่วนสำคัญที่ทำให้รัฐบาลหันมาให้ความสำคัญกับการพลิกฟื้นเศรษฐกิจมากขึ้น
- อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงเงินฝืด ปัญหาการเงินของภาคอสังหาฯ ปรัชญาเชิงนโยบายเศรษฐกิจของประธานาธิบดีสีจิ้นผิง รวมถึงปัญหาเชิงโครงสร้าง เช่น สังคมสูงวัย ประชากรที่วัยสูง ก็ยังคงกดดันเศรษฐกิจจีนต่อเนื่อง



Source: CEIC, InnovestX Research



# เศรษฐกิจไทย

- **เศรษฐกิจไทยในปี 2023** อ่อนแอกว่าคาด โดยในปี 2022 เราคาดว่าเศรษฐกิจไทยปี 2023 จะขยายตัวประมาณ 3% แต่ปรากฏว่า เศรษฐกิจไทยอ่อนแอกว่าคาดจนทำให้เราต้องปรับการคาดการณ์ GDP ลดลงมาอยู่ที่ 2.5% จาก (1) การจัดตั้งรัฐบาลล่าช้า ที่กระทบกับการจัดทำงบประมาณ รวมถึงการที่รัฐบาลเพื่อไทยมุ่งเน้นกับมาตรการ Digital Wallet ท่ามกลางปัญหาในเชิงกฎหมาย ทำให้การบริหารราชการปกติรวมถึงการเบิกจ่ายงบประมาณได้รับผลกระทบ (2) เศรษฐกิจจีนที่ชะลอลงมาก ทำให้เศรษฐกิจไทยที่เชื่อมโยงกับเศรษฐกิจจีน (ทั้งการค้า และภาคการท่องเที่ยว) ถูกกระทบ (3) กระแสการลงทุนจากต่างประเทศที่ลดลง ท่ามกลางปัญหาเชิงโครงสร้างของไทย เช่น สังคมสูงวัยและการขาดแคลนแรงงานที่เหมาะสมกับความต้องการภาคธุรกิจ
- ในปี **2024** เรามีมุมมองเศรษฐกิจไทยเป็น **2 กรณี** ขึ้นอยู่กับมาตรการ **digital wallet** เป็นหลัก โดยหากมาตรการผ่านตามที่นายฯ ประกาศในวันที่ 10 พ.ย. เศรษฐกิจไทยจะขยายตัวได้ 4.1% จาก (1) มาตรการ Digital Wallet ที่จะกระตุ้นการบริโภค (2) การบริหารจัดการภาครัฐที่มีประสิทธิภาพ (3) ความเชื่อมั่นที่เพิ่มขึ้น ทำให้การลงทุนเอกชนเพิ่มเติม แต่ (4) เงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้นและเงินบาทที่อ่อนจะทำให้ รมท. อาจต้องขึ้นดอกเบี้ย
- แต่หากมาตรการไม่ผ่าน เศรษฐกิจไทยจะขยายตัวได้ 3.2% จาก (1) การบริโภคที่ถูกกระทบจากหนี้ครัวเรือนที่อยู่ในระดับสูงและดอกเบี้ยที่ตึงตัว (2) การลงทุนภาคเอกชนที่จะมีความเสี่ยงทั้งจากเศรษฐกิจโลกที่กระทบส่งออก และเศรษฐกิจในประเทศที่ชะลอตัว (3) การใช้ช่วยภาครัฐ ที่จะถูกกระทบจากงบประมาณที่ล่าช้าและการเบิกจ่ายที่ต่ำกว่าเป้า และ (4) การส่งออกที่ได้รับผลกระทบจากเศรษฐกิจโลก แต่ รมท. จะคงดอกเบี้ย ซึ่งจะเป็ปัจจัยบวกต่อเศรษฐกิจไทยในระดับหนึ่ง
- **อย่างไรก็ตาม** เรามองว่า อาจมีความเป็นไปได้ที่เศรษฐกิจไทยจะมีความเสี่ยงด้านบวก (**upside risk**) จาก (1) มาตรการผลักดัน **Soft power** ซึ่งอาจนำไปสู่กิจกรรมทางเศรษฐกิจที่มากขึ้น เช่น งานเทศกาล การออกร้าน รวมถึงกิจกรรมเชิงสร้างสรรค์อื่น ๆ (ตามโมเดลของชนบทญี่ปุ่น) และ (2) ความพยายามของนายกรัฐมนตรีในการชักจูงนักลงทุนต่างชาติให้เข้าประเทศ โดยเฉพาะธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับเทคโนโลยีขั้นสูง รวมถึงความพยายามในการจัดตั้งโครงการ 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



## สงครามรัสเซีย-ยูเครน

- สถานการณ์สงครามรัสเซีย-ยูเครนในปัจจุบันมาถึงทางตัน โดยทั้งสองฝ่ายไม่สามารถชนะได้อย่างมีนัยสำคัญ
- กลยุทธ์ของฝ่ายยูเครนและชาติพันธมิตรล่าสุด (ณ เดือน มิ.ย.) ในการผลักดันให้กองทัพรัสเซียให้ล่าถอยในแคว้น Zaporizhia ประสบความสำเร็จ ขณะเดียวกันกองทัพรัสเซียก็ไม่สามารถบุกยึดยูเครนเพิ่มขึ้นเกินกว่า 4 แคว้นที่มีอยู่ ท่ามกลางปัญหาในการเกณฑ์ทหารเพิ่มเติม
- เรามองว่า **ประเด็นการเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯจะมีผลต่อสงครามอย่างมีนัยสำคัญ** โดยหากประธานาธิบดีทรัมป์ชนะการเลือกตั้ง อาจยกเลิกการสนับสนุนยูเครน รวมถึงอาจจะออกจากการเป็นสมาชิกนาโต้ ท่ามกลางกระแสต่อต้านการสนับสนุนยูเครนที่มีมากขึ้น (โดยเฉพาะในฝั่ง Republican)
- ทำให้เรามองว่า รัฐบาลไบเดนในปัจจุบัน อาจเปลี่ยนกลยุทธ์ในสงคราม โดยผลักดันให้ยูเครนเริ่มทำสัญญาสงบศึก โดยแลกเปลี่ยนกับคำสัญญาจะให้ความช่วยเหลือในการพัฒนาประเทศยูเครนหากสงครามสงบลง



## สงครามอิสราเอล-ฮามาส

- ในปัจจุบัน พัฒนาการสงครามเป็นไปตามที่เรามองในระดับหนึ่ง กล่าวคือ เริ่มมีข้อตกลงหยุดยิง และมีการคืนตัวประกันบางส่วน ซึ่งเป็นภาพคล้ายกับในช่วงเกิดความขัดแย้งระหว่างทั้งสองฝ่ายในปี 2014 ดังนั้น เราจึงมีการคาดการณ์ทิศทางของความขัดแย้งออกเป็น 3 กรณี คือ
  1. สถานการณ์จะค่อย ๆ คลี่คลายในช่วงไตรมาส 1 โดยประเด็นสำคัญ คือจะต้องมีการแลกเปลี่ยนตัวประกันของทั้งสองฝ่าย รวมถึงทางฮามาสอาจจะต้องส่งผู้รับผิดชอบหลักในการโจมตีอิสราเอล ณ วันที่ 7 ต.ค. ให้กับทางอิสราเอล (ความน่าจะเป็น 70%)
  2. สงครามยืดเยื้อและขยายเป็นวงกว้าง โดยเฉพาะในทางตอนเหนือกับอิซมอลละห์ (Hezbollah) และอาจลุกลามไปสู่ลบานอนและ/หรือซีเรีย รวมถึงเกิดความรุนแรงขึ้นในส่วนอื่น ๆ ของประเทศ เช่น West Bank เมืองเยรูซาเล็ม หรือเทลอาวีฟ (ความน่าจะเป็น 20%) และ
  3. สงครามนำไปสู่การที่ฮามาสถอนการปกครองออกจากฉนวนกาซา ขณะที่นานาชาติสนับสนุนงบประมาณให้ประชาชนในฉนวนกาซามีการฟื้นฟูประเทศ รวมถึงสนับสนุนให้มีการเลือกตั้งใหม่ในกาซา รวมถึงหลังจากนั้น อิสราเอลประกาศให้ฉนวนกาซาเป็นเขตปกครองตนเองอย่างอิสระเช่นเดียวกับฝั่ง West Bank ที่มี Palestinian Authority หรือ องค์การบริหารแห่งชาติปาเลสไตน์ดูแล (ความน่าจะเป็น 10%)



Population density, 2020 Low High

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



# การเลือกตั้งไต้หวันและความขัดแย้งกับจีน



Ko (27%)  
จาก TPP

Hou (30%)  
จาก KMT,

Lai (31.5%)  
จาก DPP

Source: Nikkei

- ในปัจจุบันและอนาคตอันใกล้ มีประเด็นที่ต้องจับตา 3 ประเด็น
- ประเด็นแรก คือความสัมพันธ์ระหว่างจีนและสหรัฐที่ขี้นอย่างมีนัยสำคัญหลังการประชุม APEC โดยการพบกันของประธานาธิบดีสีจิ้นผิงและประธานาธิบดีโจ ไบเดนประสบความสำเร็จอย่างสูง โดยได้บรรลุข้อตกลงเบื้องต้นที่ดีหลายประการ โดยเฉพาะการฟื้นฟูการติดต่อโดยตรงระหว่างกองทัพของทั้งสองประเทศ
- ประเด็นที่สอง พัฒนาการล่าสุดด้านการเลือกตั้งไต้หวันในวันที่ 13 ม.ค. 2024 โดยปัจจุบันมี 3 ผู้สมัครชั้นนำ คือ (1) รองประธานาธิบดี Lai Ching-te จากพรรคประชาธิปไตยก้าวหน้า (Democratic Progressive Party: DPP) ของรัฐบาลซึ่งมีมุมมองขัดแย้งกับรัฐบาลจีน (โพลล่าสุด 31.5%) (2) นายกรัฐมนตรีเมืองไทเปคนปัจจุบัน นาย Hou Yu-ih จากพรรค KMT ที่เป็นฝ่ายค้านหลัก (30.1%) และ (3) อดีตนายกรัฐมนตรีนครไทเป Ko Wen-je จากพรรค TPP (26.7%) โดย 2 พรรคหลังสนับสนุนนโยบายจีนเดียว (Terry Gou เจ้าของ Foxconn ยกเลิกการเข้าชิง) ทั้งนี้ก่อนหน้านี้ KMT และ TPP มีข้อตกลงในการส่งผู้สมัครท่านเดียว แต่ไม่สามารถตกลงกันได้ว่าใครจะเป็นผู้สมัคร ซึ่งทำให้คะแนนนิยมของผู้ที่มีความเห็นต่อต้านรัฐบาลจะถูกแบ่งไป
- ประเด็นที่สาม กองทัพจีนอาจไม่พร้อมสำหรับสงครามจีน-ไต้หวันในระยะใกล้ โดยแม้ว่ากองทัพปลดปล่อยประชาชน (PLA) ของจีน จะได้รับการปรับปรุงให้ทันสมัย และนำเกรงขาม แต่พิจารณาให้ละเอียดจะพบว่ายังมีจุดอ่อนหลายประการ ได้แก่ (1) การสรรหาบุคลากรที่มีคุณภาพ (2) ด้านเทคโนโลยี (3) ด้านคอร์ปชั่น (4) เศรษฐกิจที่อ่อนแอ และ (5) นโยบายรวมอำนาจเบ็ดเสร็จของประธานาธิบดีสีจิ้นผิง ซึ่งไม่อนุญาตให้มีการถกเถียงเรื่องนโยบายได้อย่างจริงจังอีกต่อไป ทำให้การตัดสินใจซึ่งนโยบายก็แย่งตามไปด้วย
- ประเด็นทั้งสาม ทำให้เราวิเคราะห์ว่า การหารือระหว่างผู้นำทั้งสองที่ประสบความสำเร็จในสัปดาห์ที่ผ่านมา บ่งชี้ถึงการเปลี่ยนแปลงเชิงกลยุทธ์ของรัฐบาลจีนจากความจริง 3 ประการหลัก คือ (1) เศรษฐกิจจีนอ่อนแอกว่าที่ทางการจีนเคยคาดไว้ และทำให้ทางการจีนต้องหันไปให้ความสำคัญกับปัญหาเศรษฐกิจมากขึ้น (2) กองทัพประชาชนปลดแอกของจีน (PLA) อ่อนแอกว่าที่หลายฝ่ายเคยวิเคราะห์ แต่ (3) โอกาสที่ไต้หวันจะได้ผู้สมัครพรรคฝ่ายค้าน (KMT และ TPP) ที่สนับสนุนให้ไต้หวันยกระดับความสัมพันธ์กับจีน ได้จัดตั้งรัฐบาลลดลงหลังจากทั้งสองแยกกันส่งผู้สมัคร อย่างไรก็ตาม เรามองว่า แม้รองประธานาธิบดี Lai จะได้รับเลือกตั้งเป็นประธานาธิบดี แต่โอกาสที่จะเกิดสงครามระหว่างจีนและไต้หวันในปีหน้าไม่น่าจะมากนัก เนื่องจากเหตุผล 2 ประการแรก โดยเรามองว่า ความสัมพันธ์ระหว่างสหรัฐและจีนจะไม่แย่งลงอย่างมีนัยสำคัญ แต่ก็จะไม่ดีขึ้นในปี 2024 ซึ่งจะทำให้ประธานาธิบดีสีจิ้นผิงมีเวลาที่จะไปสร้างความเข้มแข็งภายในกองทัพ



## การเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐ

- มีโอกาสสูงที่การเลือกตั้งซึ่งตำแหน่งประธานาธิบดีสหรัฐจะเป็นการแข่งขันระหว่างประธานาธิบดีไบเดนและอดีตประธานาธิบดีทรัมป์ และมีโอกาสสูงถึง 40-50% ในมุมมองของเรา ที่อดีตประธานาธิบดีทรัมป์จะชนะการเลือกตั้ง (โดยปัจจุบันผลโพลให้คะแนนนิยมทรัมป์ที่ 47.0% เหนือไบเดนที่ 45.3% โดยผลโพลเบื้องต้นจากหนังสือพิมพ์นิวยอร์กไทมส์ ประกาศว่า ผู้ลงคะแนนเสียง 59% ไว้วางใจเขาในเรื่องเศรษฐกิจ เทียบกับเพียง 37% สำหรับไบเดน
- เรามองว่า ในปี 2024 หากคะแนนนิยมในทรัมป์มากขึ้น รวมถึงได้รับชัยชนะในการเลือกตั้งเบื้องต้น (เดือน ก.ค.) อาจมีประเด็นที่ต้องจับตามองดังนี้

1. การที่ทรัมป์ไม่เชื่อในภาวะโลกร้อน อาจทำให้เขาส่งสัญญาณว่าจะออกจากข้อตกลง COP 26 และข้อตกลงปารีสอีกครั้ง รวมถึงกลับมาส่งเสริมเชื้อเพลิงฟอสซิลเทียบกับพลังงานหมุนเวียน ทำให้ธุรกิจน้ำมันได้ประโยชน์ แต่ธุรกิจพลังงานหมุนเวียนเสียประโยชน์

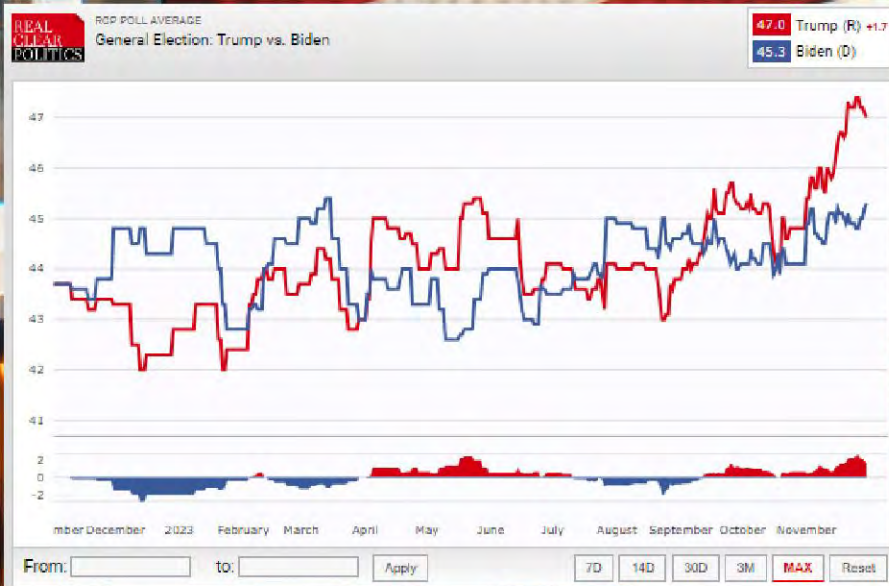
2. ข้อเสนอด้านการคลัง (ปัจจุบันยังไม่ประกาศ) ทรัมป์อาจจะนำมาตรการด้านการคลังของพรรค Republican กลับมา โดยการลดภาษีนิติบุคคลและบุคคลธรรมดา รวมถึงลดงบประมาณด้านการใช้จ่ายด้านสวัสดิการลง ซึ่งอาจกระทบต่อธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานตามมาตรการ Build Back Better ของไบเดน นอกจากนี้ ยังมีความเป็นไปได้ว่านักลงทุนจะไม่เชื่อว่าข้อเสนอด้านการคลังของทรัมป์จะทำได้จริง ทำให้ความกังวลด้านการคลังเพิ่มขึ้น และผลักดันให้ผลตอบแทนพันธบัตรสูงขึ้น

3. ประเด็นสงครามการค้า ทรัมป์มีแผนที่จะประกาศภาษีศุลกากร (10%) กับทุกประเทศทั่วโลก ซึ่งจะกระทบต่อการค้าการลงทุน รวมถึงธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการขนส่งสินค้า เช่น ธุรกิจเดินเรือ

4. ทรัมป์อาจเสนอให้ปรับลดหรือยกเลิกการสนับสนุนงบประมาณที่เกี่ยวข้องกับยูเครนอาจซึ่งจะเป็นโอกาสที่รัฐบาลไบเดนจะเริ่มผลักดันให้เกิดการเจรจาเพื่อสันติภาพ (ในกรณีดี) หรือผลักดันให้รัสเซียกลับมารุกยูเครนหนักขึ้น ด้วยความหวังที่ว่าสหรัฐจะยกเลิกการสนับสนุนยูเครน

5. ทรัมป์อาจมีการประกาศแผนการร่วมมือกับซาอุดีอาระเบีย อิสราเอล และกล่าวหาหรือประกาศมาตรการคว่ำบาตรอิหร่านรุนแรงขึ้นในประเด็นสงครามอิสราเอล-ฮามาส ซึ่งอาจทำให้ความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์เพิ่มขึ้น และอาจทำให้ราคาน้ำมันมีความเสี่ยงขาขึ้น

ผลโพลการชิงตำแหน่งประธานาธิบดีสหรัฐล่าสุด (30 พ.ย.)



Source: Realclearpolitics.com





# ASSET ALLOCATION



# เรากำลังอยู่ตรงไหนของวงจรการลงทุน?

- เศรษฐกิจขยายตัว
- เงินเพื่อเริ่มปรับตัวเพิ่มขึ้น
- ธนาคารเริ่มปรับเพิ่มดอกเบี้ย
- เน้นการลงทุนในหุ้นเติบโตสูง (Growth)
- เพิ่มการลงทุนในสินค้าโภคภัณฑ์ตอนปลายวัฏจักร

- เศรษฐกิจเริ่มชะลอตัว
- เงินเพื่อเริ่มรุนแรง
- ธนาคารกลางขึ้นดอกเบี้ยเพื่อกดเงินเฟ้อ
- ลดการลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยง (หุ้น/ สินค้าโภคภัณฑ์) ถือเงินสดเพิ่มขึ้น
- ลงทุนในหุ้น Value

- เศรษฐกิจฟื้นตัว
- เงินเพื่อชะลอตัวลง
- นโยบายธนาคารกลาง Pro - growth มีขึ้น
- เพิ่มการลงทุนในหุ้นเติบโตสูง (Growth) และหุ้นวัฏจักร (Cyclical)

- เศรษฐกิจหดตัว
- เงินเพื่อลดความร้อนแรง
- ธนาคารกลางเริ่มผ่อนคลายนโยบายการเงิน
- เพิ่มการลงทุนในพันธบัตรและหุ้นคุณภาพสูง
- เน้นลงทุนในหุ้น Quality, Defensive

- ในปี 2024 InnovestX ประเมินว่าเรากำลังเข้าสู่วงจร เศรษฐกิจที่มีแนวโน้มเติบโตต่ำกว่าศักยภาพ จนทำให้ธนาคารกลางทั่วโลกต้องเริ่มผ่อนคลายนโยบายการเงินแบบตั้งตัว และจะเริ่มเห็นการลดดอกเบี้ยนโยบายมากขึ้น
- คำแนะนำในการจัดสรรสินทรัพย์ สำหรับปี 2024 โดยสรุปดังนี้

- เน้นการลงทุนในตราสารหนี้คุณภาพสูง ทั้งพันธบัตรรัฐบาล และหุ้นกู้เอกชนที่มีอันดับ Investment Grade ขึ้นไป ซึ่งได้ประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ยสูง และแนวโน้มดอกเบี้ยที่ลดลงในอนาคต
- การลงทุนในหุ้นยังคงแนะนำหุ้นกลุ่ม Quality และ Defensive โดยคงน้ำหนักการลงทุนที่ Underweight จนกว่าจะเห็นความชัดเจนในการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย และการฟื้นตัวของเศรษฐกิจหลังจากนั้น
- กระจายการลงทุนในสินทรัพย์ทางเลือก เช่น ทองคำ และ REITs เพื่อสร้างสมดุลให้กับพอร์ตโฟลิโอ และ
- สำหรับนักลงทุนที่สามารถรับความเสี่ยงด้านเครดิต และความเสี่ยงด้านสภาพคล่องได้สูง การลงทุนใน Private Credit ในสัดส่วนที่เหมาะสมจะช่วยสร้างผลตอบแทนส่วนเพิ่ม และลดความผันผวนของพอร์ตโฟลิโอ

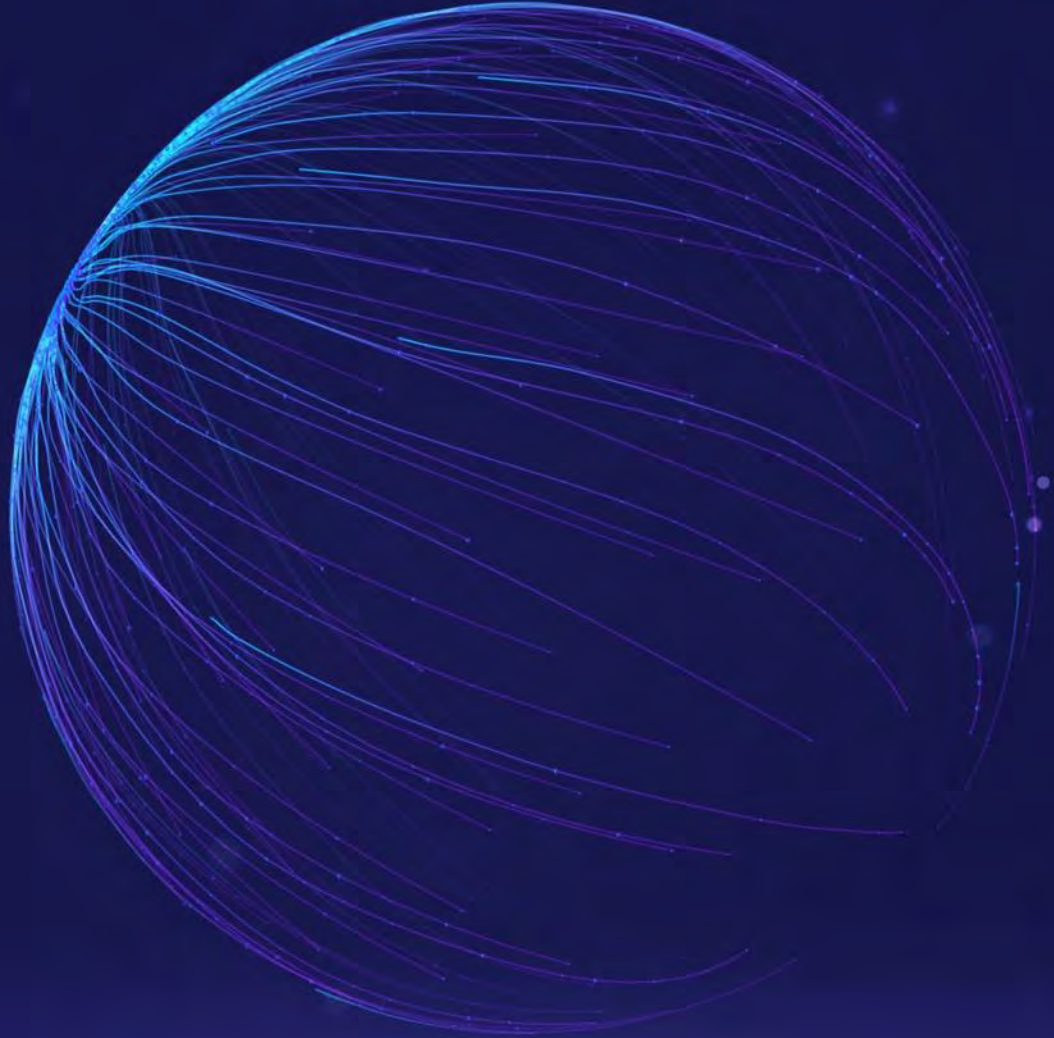


# มุมมองรายชั้นสินทรัพย์ในปี 2024

ชั้นสินทรัพย์	มุมมอง	เหตุผล
ตราสารทุน	ต้นร้าย ปลายดี	เศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัว Recession ในสหรัฐฯ ในช่วงครึ่งแรกของปี การลดอัตราดอกเบี้ยของ Fed อย่างรวดเร็วเพื่อประคองเศรษฐกิจ จะสร้างความผันผวนให้กับตลาดหุ้นทั่วโลก ต้องลงทุนอย่างระมัดระวัง เน้นลงทุนในหุ้นกลุ่ม Quality และ Defensive แต่หลังจากนั้น อาจเป็นโอกาสในการลงทุนอีกครั้ง เมื่อเศรษฐกิจเข้าสู่ Recovery Phase
ตราสารหนี้	ปีแห่งตราสารหนี้	ตราสารหนี้มีผลตอบแทนต่อความเสี่ยงที่น่าสนใจ ซึ่งเป็นผลมาจาก 1) ธนาคารกลางสหรัฐฯ หยุดขึ้นดอกเบี้ย 2) เงินเฟ้อผ่านจุดสูงสุด 3) ความเสี่ยงเศรษฐกิจถดถอย และ 4) ผลตอบแทนที่แท้จริงกลับมาเป็นบวก ทำให้เรามองว่าตราสารหนี้นอกจากจะช่วยลดความเสี่ยงความผันผวนของสินทรัพย์เสี่ยง ยังจะช่วยให้มีผลตอบแทนที่ดีในปี 2024
สินทรัพย์ทางเลือก	กระจายความเสี่ยง พร้อมโอกาส	<b>ทองคำ</b> - ใช้ลดความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุน จาก Geopolitical Risk และแรงหนุนจากดอลลาร์ที่คาดว่าจะอ่อนค่าหลัง Fed ลดอัตราดอกเบี้ย <b>REITs</b> - เป็นกลุ่มสินทรัพย์ที่เป็น Rate Sensitive จะได้รับประโยชน์จากดอกเบี้ยขาลง <b>Private Credit</b> - ช่วยสร้างผลตอบแทนส่วนเพิ่ม และลดความผันผวนของพอร์ตโฟลิโอลงทุน โดยนักลงทุนที่จะลงทุนใน Private Credit ควรมีความสามารถรับความเสี่ยงด้านเครดิต และความเสี่ยงด้านสภาพคล่องได้สูง



# FIXED INCOME

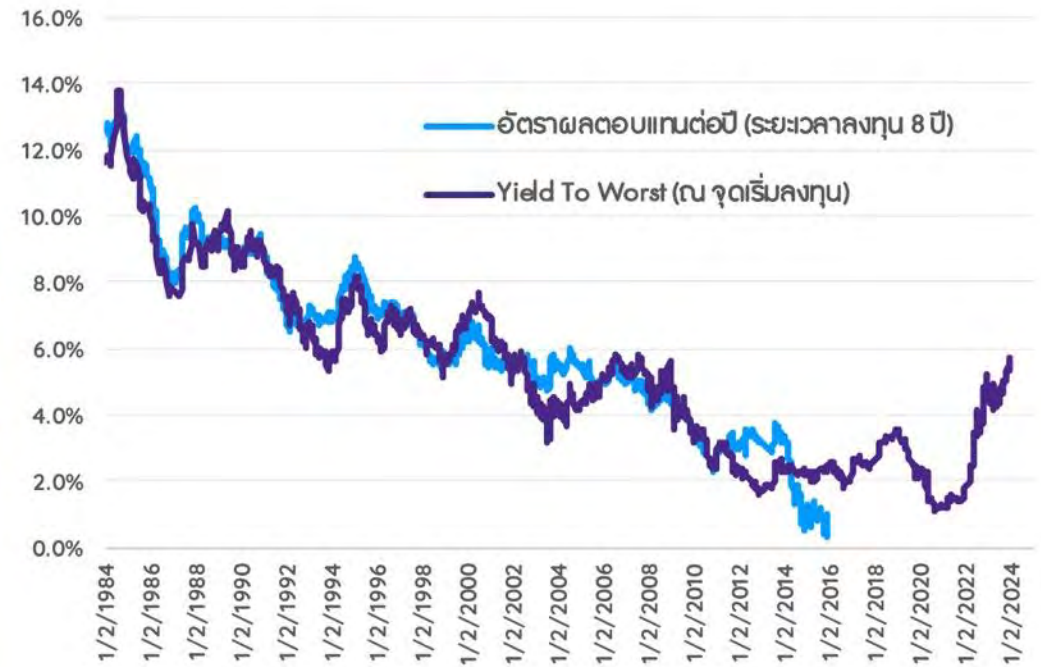




# 2024 ปีแห่งตราสารหนี้คุณภาพสูง

- InnovestX เชื่อว่าปี 2024 จะเป็นปีที่การลงทุนในตราสารหนี้คุณภาพสูงมีความน่าสนใจอย่างมาก โดยผลของการปรับขึ้นดอกเบี้ยส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยของดัชนี Bloomberg U.S. Aggregate Bond เฉลี่ยของ 4Q23 อยู่ที่ 5.38% ซึ่งถือเป็นระดับสูงสุดในรอบกว่า 15 ปี
- โดยหากพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนต่อปีจากการลงทุนในดัชนี Bloomberg U.S. Aggregate Bond (8 Years Rolling Annualized Return) กับอัตราดอกเบี้ย ณ วันที่เริ่มลงทุน สะท้อนผลตอบแทนจากการลงทุนตราสารหนี้คุณภาพสูงในอนาคตมีแนวโน้มสูงขึ้น
- นอกจากนี้ InnovestX มองว่าการปรับลดดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลางสหรัฐฯ ในปี 2024 หลังจากการเงินเพื่อปรับตัวลดลง และแนวโน้มเศรษฐกิจที่ชะลอตัวชัดเจนมากขึ้นจะเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้อัตราดอกเบี้ยปรับตัวลดลง 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

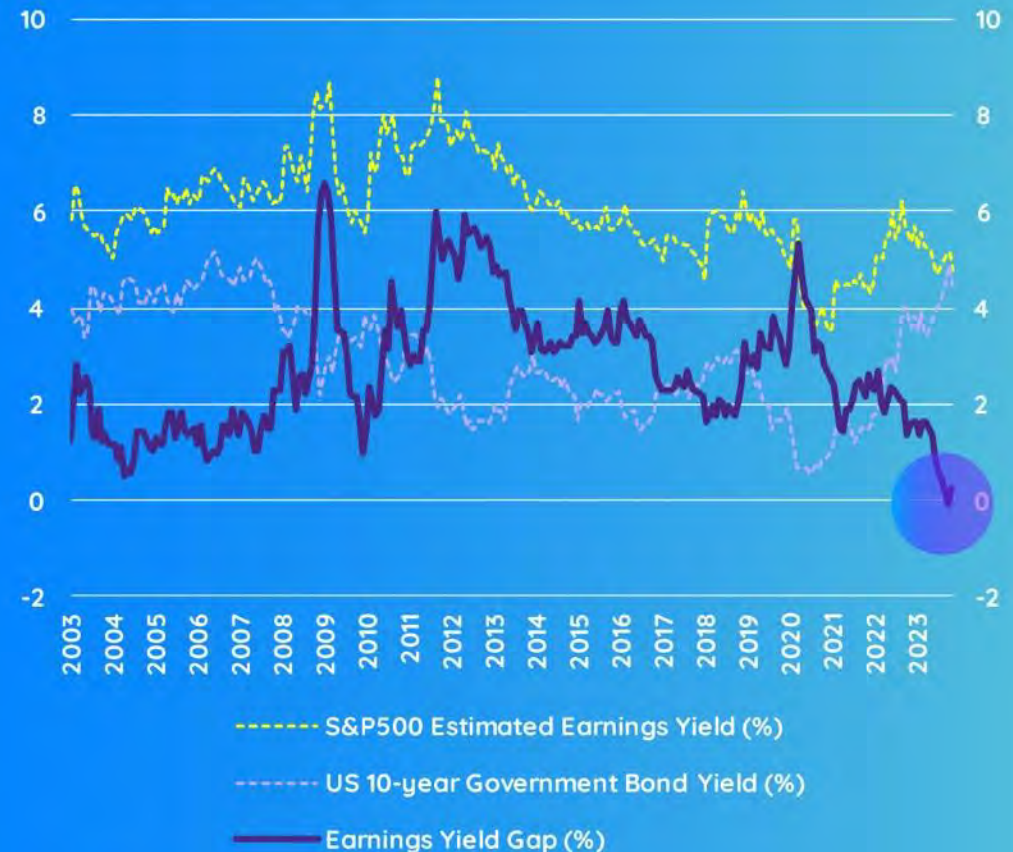




## ตลาดหุ้นสหรัฐฯ “ต้นร้ายปลายดี(ขึ้น)”

- เศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มชะลอตัวลงในปี 2024 และคาดว่าจะเกิด Recession ในครึ่งแรกแห่งปี จากการชะลอตัวของภาคการบริโภค 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 จะส่งผลให้ตลาดในช่วงครึ่งปีหลังจะเริ่มมีปัจจัยหนุนได้มากขึ้น

S&P500 Earnings Yield Gap



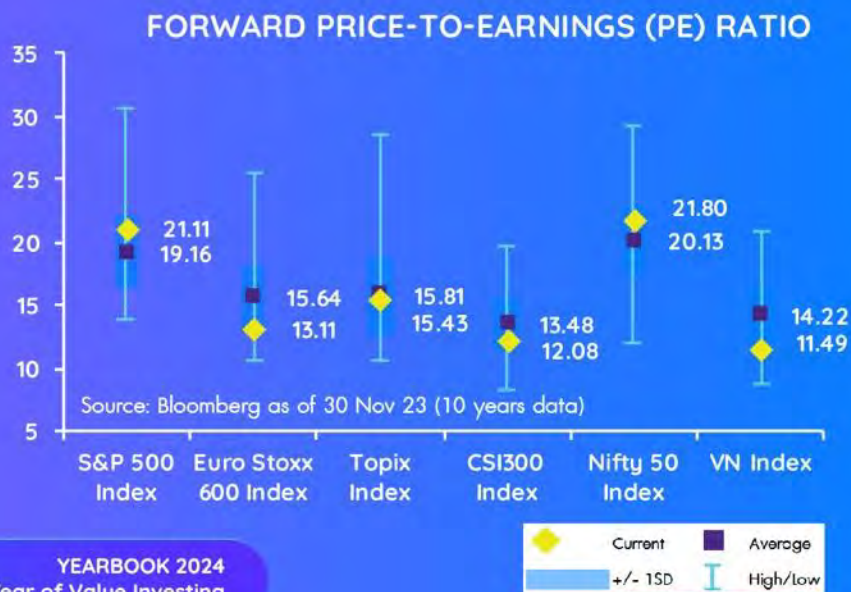
Source: Bloomberg





## ตลาดหุ้นยุโรป “เศรษฐกิจยังน่ากังวล”

- เศรษฐกิจของยุโรปที่เริ่มเข้าสู่ภาวะถดถอย แม้เงินเฟ้อจะลดตัว แต่ยังคงอยู่ในระดับสูง และคาดว่า ECB จะยังคงดอกเบี้ยตลอดทั้งปี 2024 ทำให้การฟื้นตัวของเศรษฐกิจเป็นไปได้ยาก ทั้งจากภายในยุโรปเอง จากเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัว และโดยเฉพาะจีนที่เป็นคู่ค้าสำคัญของยุโรป
- ตลาดหุ้นยุโรปแม้จะมี Valuation ที่น่าสนใจ แต่จะยังถูกกดดันจากปัจจัยพื้นฐาน จนกว่า ECB จะเริ่มลดอัตราดอกเบี้ย เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจอีกครั้งหนึ่ง



## ตลาดหุ้นญี่ปุ่น “แสงตะวันรุ่งอรุณฉายอีกครั้ง”

- ปี 2023 ถือเป็นปีที่ดีของตลาดหุ้นญี่ปุ่น นักลงทุนต่างชาติที่ให้ความเชื่อมั่นมากขึ้น สนับสนุนจากภาพเศรษฐกิจ การเติบโตของค่าจ้างแรงงานและเงินเฟ้อ รวมถึงมาตรการปรับปรุงธรรมาภิบาล (Corporate Governance) และพัฒนาการด้านความโปร่งใสของตลาดทุน
- ในปี 2024 เศรษฐกิจญี่ปุ่นจะมีปัจจัยบวกสำคัญ 3 ประการคือ 1) การปรับปรุงโครงสร้างบริษัทญี่ปุ่น จะยังคงดำเนินต่อไปต่อเนื่องจากปี 2023 ผ่านการซื้อหุ้นคืน และการลดการถือหุ้นไขว้กัน 2) การมีบัญชีสำหรับการลงทุนที่ปรับปรุงใหม่ (NISA) ซึ่งจะเปิดโอกาสให้นักลงทุนรายย่อยในประเทศ สามารถลงทุนในตลาดหุ้นโดยได้รับการลดหย่อนภาษีเพิ่มเติมมากขึ้น และ 3) การลงทุนทางตรงจากต่างประเทศ เช่น โรงงานผลิตชิป ซึ่งจะกระตุ้นเศรษฐกิจ และทำให้ญี่ปุ่นกลายเป็นศูนย์กลางผลิตอุปกรณ์เทคโนโลยีที่สำคัญ
- ตลาดหุ้นญี่ปุ่นถือว่ามีพัฒนาการเชิงโครงสร้างที่น่าสนใจและน่าติดตาม โดยเฉพาะสำหรับการลงทุนในระยะยาว แต่อย่างไรก็ตาม การชะลอตัวของเศรษฐกิจโลกในปี 2024 ย่อมส่งผลกระทบต่อตลาดหุ้นญี่ปุ่นด้วยเช่นกัน รวมถึงแนวโน้มค่าเงินเยนที่มีโอกาสแข็งค่า ซึ่งมักจะส่งผลให้ตลาดหุ้นปรับตัวลงก็เป็นปัจจัยสำคัญที่ต้องระมัดระวัง



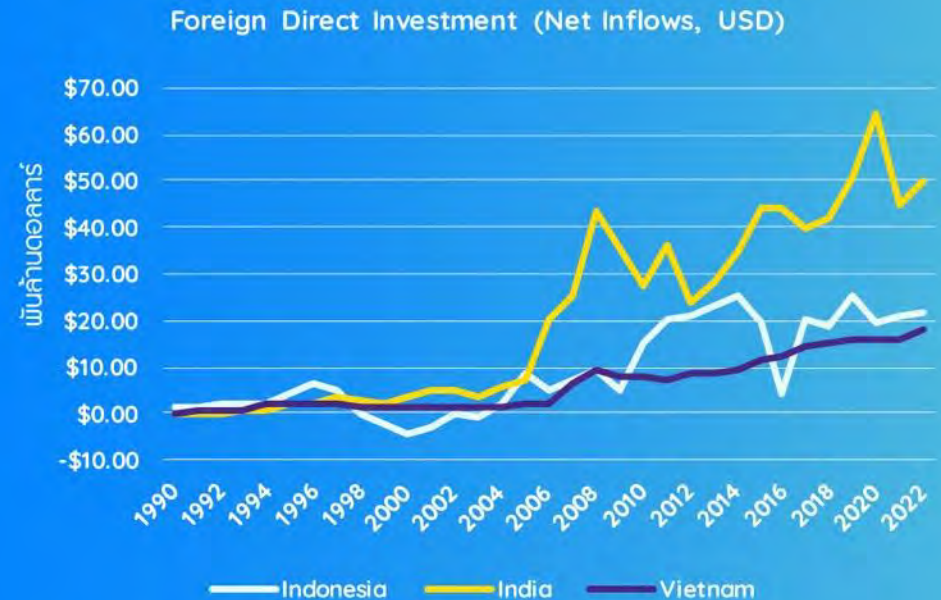


# ตลาดหุ้นจีนและเอเชีย “โอกาสบนความขัดแย้ง”

- ในขณะที่ประเทศพัฒนาแล้วอย่างสหรัฐฯ และยุโรปต้องเผชิญกับภาวะถดถอยในปี 2024 กลุ่มประเทศกำลังพัฒนายังสามารถเติบโตได้ แม้จะเติบโตได้น้อยลง โดยจีนจะเติบโตได้จากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจที่มีอย่างต่อเนื่อง ที่จะเริ่มส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจที่แท้จริง และส่งผลถึงโอกาสการฟื้นตัวของตลาดหุ้นจีน
- ความขัดแย้งระหว่างสหรัฐฯ และจีน จะกลับมาเป็นประเด็นได้อีกครั้ง จากการวางตัวของสหรัฐฯ ในการเลือกตั้งประธานาธิบดีต่อหน้า และจากการหาเสียงเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ แต่ด้วยสภาวะเศรษฐกิจของทั้งจีนและสหรัฐฯ อาจไม่เอื้อให้ทั้งคู่ยกระดับความขัดแย้งได้มากนัก อย่างไรก็ตาม ในระยะยาวแล้วความขัดแย้งดังกล่าวเป็นหนึ่งในปัญหาเชิงโครงสร้างที่จีนต้องเผชิญ(Demographic, Debt, Deflation, Decoupling)
- โดยประเทศอย่าง อินเดีย อินโดนีเซีย เวียดนาม เป็นกลุ่มประเทศที่จะได้รับประโยชน์จาก US/China Decoupling ด้วยเงินลงทุนจากต่างชาติที่ไหลเข้าอย่างต่อเนื่อง การเข้าร่วมเขตการค้าเสรีที่กว้างขวาง โครงสร้างประชากรที่เหมาะสมต่อการเติบโต และทรัพยากรภายในประเทศ
- สำหรับส่วนของการลงทุนในหุ้นที่คาดหวังการเติบโตในระดับสูงอย่างตลาดเกิดใหม่ (EM) นั้น นอกเหนือจากการลงทุนในหุ้นจีนที่อาจเห็นการฟื้นตัวได้ในปี 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



Source: World Bank



	ธีม	หุ้น	เหตุผล
สหรัฐอเมริกา	กลุ่มซอฟต์แวร์	Microsoft, Palo Alto Network, Snowflake	เป็นกลุ่มบริษัทที่ได้ประโยชน์จากการใช้งาน AI ที่เพิ่มขึ้นและคาดว่าจะทำกำไรเติบโตจากการทำ Monetization แต่เหมาะกับการลงทุนในระยะยาวเพราะในระยะสั้นจะได้รับแรงกดดันจากการใช้จ่ายด้านเทคโนโลยีที่ลดลงตามเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง
	กลุ่มเซมิคอนดักเตอร์	AMD, Intel, Broadcom	แม้ว่าราคาจะมีการปรับตัวเพิ่มขึ้นมาแล้วในปี 2023 แต่มองว่ากลุ่มนี้ยังอยู่ในวัฏจักรขาขึ้นและมีแนวโน้มการฟื้นตัวที่ชัดเจนและผลของการระบายสินค้าลดลง ทำให้ในครึ่งปีแรกของปี 2024 จะยังมีแนวโน้มดีตามวัฏจักร แต่แนะนำขายทำกำไรในครึ่งปีหลังหากเริ่มเห็นสัญญาณการเติบโตชะลอตัวลง
	กลุ่มเทคโนโลยี	Apple, Amazon	เหมาะกับการลงทุนในระยะยาว บริษัทยังอยู่ในเทรนด์ของเทคโนโลยีที่สอดคล้องไปกับสินค้าและบริการ ระยะสั้นอยู่ในช่วงการปรับตัวที่ส่งผลให้กำไรผันผวน แต่รายได้มีแนวโน้มฟื้นตัวในปี 2024 และการเติบโตจะมาจาก การควบคุมค่าใช้จ่ายอีกส่วนหนึ่ง
	หุ้นคุณภาพดี ราคาสูง	Well Fargo, Home Depot, Pfizer, Disney	ในกลุ่มนี้เหมาะกับนักลงทุนที่รับความเสี่ยงได้สูงเพราะเป็นหุ้นที่ได้รับผลกระทบจากเศรษฐกิจ ธุรกิจยังรอจังหวะในการฟื้นตัวและผลของการปรับเปลี่ยนกลยุทธ์ แนะนำให้สะสมช่วงเศรษฐกิจมีปัญหาและคาดหวังต่อการฟื้นตัว
ยุโรป	หุ้นพลังงานสะอาด	Enel, Iberdola	เป็นหุ้นในกลุ่มเชิงรับที่มีความผันผวนจากปัจจัยภายนอกต่ำและมีการเติบโตจากการขยายกำลังการผลิตไฟฟ้าในต่างประเทศ มองว่าในระยะยาวได้รับแรงหนุนจากกระแสของพลังงานสะอาดเพิ่มขึ้น ในระยะสั้นมองว่าแรงกดดันด้านดอกเบี้ยและอัตราผลตอบแทนพันธบัตรจะลดลง
	หุ้นที่มีแบรนด์แข็งแกร่ง	Hermes, Nestle, Inditex	เป็นหุ้นในธีมที่สามารถทนทานกับวงจรเศรษฐกิจขาลงได้ดี แต่อาจจะได้รับผลกระทบจากเศรษฐกิจจีนที่ชะลอตัวลงในระดับหนึ่ง แต่จะถูกชดเชยด้วยผลจากการกระจายความเสี่ยงในภูมิภาคอื่น มองว่าการเติบโตดีและแบรนด์ที่แข็งแกร่งจะช่วยให้หุ้นสามารถฟื้นตัวได้ดีกว่าตลาด
	กลุ่มเทคโนโลยี	ASML, SAP	มองว่ากลุ่มเทคโนโลยียุโรปในวัฏจักรขาขึ้นและมีแนวโน้มการฟื้นตัวที่ชัดเจนและผลของการระบายสินค้าลดลง แต่ความเสี่ยงอยู่ที่สัดส่วนของรายได้จากจีนสูง แต่เรามองว่าความต้องการจากจีนอยู่ในระดับสูงเช่นกัน
จีน	กลุ่มได้ประโยชน์จาก AI	TSMC, Baidu, China Mobile	แม้ว่าเศรษฐกิจจีนยังมีปัญหา แต่มองว่าการพัฒนา AI และเทคโนโลยีมีความจำเป็นกับเศรษฐกิจจีนในระยะยาว บริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับโครงสร้าง AI จึงน่าจะได้ประโยชน์และบริษัทที่มีงบดุลแข็งแกร่ง มีสภาพคล่องเพียงพอในการลงทุนในเทคโนโลยีใหม่ได้ดีกว่ากลุ่มอื่น และมีข้อจำกัดน้อยกว่า
	หุ้นมีคุณภาพดีและการเติบโตดี	BYD, Trip.com, Alibaba, SMIC	มองว่าการลงทุนในจีนอาจจะต้องพิจารณาถึงธุรกิจใหม่และพัฒนาการของเทคโนโลยีที่จีนจะพึ่งพาประเทศอื่นน้อยลง ได้แก่ การท่องเที่ยวภายในประเทศ รถยนต์ไฟฟ้า เซมิคอนดักเตอร์ ที่คาดว่าจะมีการเติบโตอุปสงค์ที่ชัดเจนและเราเลือกบริษัทที่เป็นผู้นำตลาดที่มีแรงดันทานกับการแข่งขันที่สูงได้



# PRIVATE CREDIT





# Private Credit: ตัวเลือกลงทุน ที่ควรพิจารณา

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

- Private Credit หรือ Direct Lending คือ รูปแบบหนึ่งของการกู้ยืมนอกระบบธนาคาร ซึ่งผู้ให้กู้ (ซึ่งคือบริษัทจัดการลงทุน) สามารถติดต่อโดยตรงกับผู้กู้ยืมเพื่อเจรจาและจัดทำสินเชื่อ การเติบโตของ Private Credit ส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากกฎเกณฑ์เกี่ยวกับการบริหารเงินทุนของสถาบันการเงินที่เข้มงวดขึ้นอย่างมากภายหลังจากวิกฤตเศรษฐกิจปี 2008 ส่งผลให้ภาคธนาคารลดการปล่อยกู้ให้กับลูกค้ากลุ่มนี้ลง
- ผู้ปล่อยกู้มีหน้าที่พิจารณาความเสี่ยง และความคุ้มค่าในการปล่อยกู้นั้นๆ โดยสามารถเข้าถึงข้อมูลเชิงลึกของบริษัทผู้กู้เพื่อให้สามารถประเมินความเสี่ยงได้ดียิ่งขึ้น ซึ่งนำไปสู่การกำหนดเงื่อนไขการปล่อยกู้เพื่อควบคุมผู้กู้ อัตราดอกเบี้ยที่คุ้มค่าความเสี่ยง และการเรียกสินทรัพย์เพื่อเป็นหลักประกันการกู้ได้
- ผู้กู้ที่มองหาสินเชื่อผ่านช่องทางนี้ เมื่ออาจจะต้องจ่ายดอกเบี้ยที่สูงขึ้น แต่ก็ได้รับประโยชน์เพิ่มเติมหลายประการ เช่น ความรวดเร็วในการพิจารณาสินเชื่อ การจัดโครงสร้างการกู้ที่สามารถ customize และมีความซับซ้อนสูงได้ รวมถึงสามารถควบคุมข้อมูลที่ละเอียดอ่อนให้เป็นความลับได้มากกว่าช่องทางการกู้แบบอื่น

ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทน และความผันผวนของการลงทุน ในตราสารหนี้ประเภทต่างๆ (ข้อมูลปี 2005 - 1H23)



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



## ประโยชน์ของการลงทุนใน Private Credit

- ผลตอบแทนที่สูงกว่า: Private credit มักเสนอผลตอบแทนที่สูงกว่าการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แบบดั้งเดิม เช่น หุ้นหรือพันธบัตร สิ่งนี้เป็นจุดดึงดูดหลักสำหรับนักลงทุนที่มองหาผลตอบแทนที่มากขึ้น
- กระจายความเสี่ยง: การลงทุนใน Private credit ช่วยให้นักลงทุนสามารถกระจายความเสี่ยงในพอร์ตการลงทุนของตนได้ โดยเพิ่มความเสี่ยงและผลตอบแทนที่แตกต่างจากการลงทุนแบบดั้งเดิม ใน Public market
- ประสิทธิภาพในตลาดที่มีความผันผวน: Private credit มักจะไม่ได้รับผลกระทบจากความผันผวนของตลาดหุ้นหรือตลาดพันธบัตรในระดับเดียวกัน ทำให้เป็นทางเลือกที่น่าสนใจในช่วงที่ตลาดมีความไม่แน่นอน

## ความเสี่ยงที่สำคัญสำหรับนักลงทุนควรพิจารณา

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

การทำความเข้าใจเกี่ยวกับความเสี่ยงเหล่านี้และการจัดการความเสี่ยงอย่างเหมาะสมเป็นสิ่งสำคัญสำหรับนักลงทุนที่สนใจในการลงทุน Private Credit



# Private Credit: ตัวเลือกลงทุน ที่ควรพิจารณา

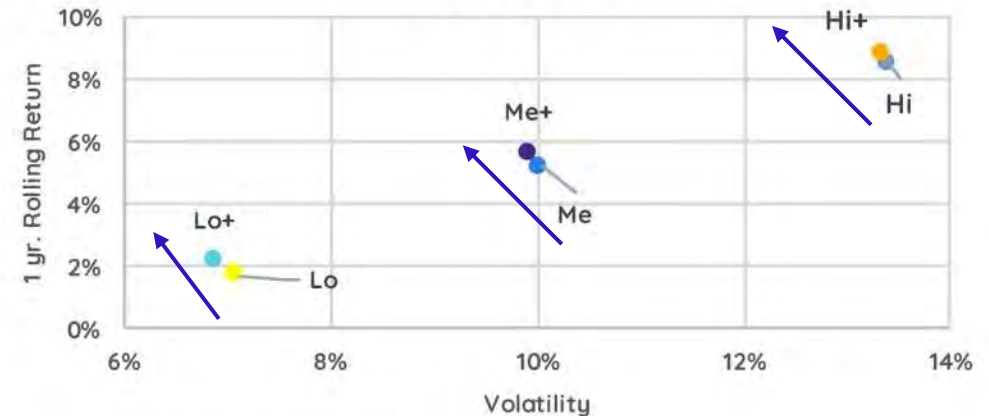
## มุมมอง InnovestX

- สภาพแวดล้อมในปัจจุบันเอื้อต่อการลงทุน Private Credit อย่างมากเนื่องจาก
  - ระดับดอกเบี้ยที่อยู่ค่อนข้างสูงมากกว่า 10% นอกเหนือจากเป็นส่วนสำคัญของผลตอบแทนแล้ว ยังช่วยชดเชยความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้ที่อาจเพิ่มขึ้น
  - ปัจจุบันอำนาจต่อรองอยู่กับฝั่งผู้ปล่อยกู้ ช่วยให้เงื่อนไขการกู้สามารถต่อรองเพื่อคุ้มครองผู้กู้ได้มากขึ้น
- การเพิ่ม Private Credit เป็นส่วนหนึ่งของพอร์ตโฟลิโอช่วยให้พอร์ตโฟลิโอมีความสมดุลมากขึ้น โดย 5% ที่ทดแทนสัดส่วนของหุ้นกู้จะช่วยเพิ่มผลตอบแทนและลดความผันผวนให้กับพอร์ตการลงทุนได้ในทุกระดับความเสี่ยงของพอร์ต (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%

## Risk & Return



Source: Bloomberg, InnovestX Calculated

(ข้อมูล Back testing ระหว่าง 1 Jan 2015 – 31 Aug 2023)



# EQUITY MARKET STRATEGY 2024



# ประเด็นสำคัญในปี 2024

## 1Q24

- + เศรษฐกิจเอเชียและไทยมีแนวโน้มผ่านจุดต่ำสุด
- การเลือกตั้ง ปธน. ไต้หวัน หากพรรค DPP ชนะจะทำให้ตลาดผันผวน
- ธนาคารกลางญี่ปุ่นอาจจะเปลี่ยนท่าทีต่อ นโยบายการเงินที่ตึงตัวมากขึ้น
- ยุโรปเข้าสู่สภาวะเศรษฐกิจถดถอย และ สหรัฐมีความเสี่ยงมากขึ้น
- ผลกระทบของ El Nino

### มุมมอง

ตลาดหุ้นในภาพรวมมีแนวโน้มผันผวนสูงขึ้น มีโอกาสสูงมากกว่าขึ้น ตราสารหนี้ที่น่าสนใจกว่าตราสารทุน ตลาดหุ้นเอเชียที่น่าสนใจที่สุด เพราะเพิ่งเริ่มฟื้นตัว ทองคำเป็นอีกตัวเลือกในการลดความผันผวน

## 2Q24

- + มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ Digital Wallet ของไทย
- + การประชุมของรัฐบาลจีนที่มีแนวโน้มว่า ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์เริ่มมีสมดุลมากขึ้น
- FED มีแนวโน้มลดดอกเบี้ยเนื่องจากความเสี่ยงเศรษฐกิจ
- เริ่มจับตาสัญญาณการปิดนิตชำระหนี้ในตลาดตราสารหนี้เอกชน

### มุมมอง

ตลาดหุ้นมีแนวโน้มดีขึ้นจากการลดดอกเบี้ยของธนาคารกลางเพื่อพยุงเศรษฐกิจ ค่าเงินดอลลาร์เริ่มอ่อน อาจจะเริ่มเห็นตลาด EM ให้ผลตอบแทนดีกว่า DM ตลาดไทยมีแรงหนุนจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ

## 3Q24

- + เศรษฐกิจโลกเริ่มฟื้นตัวอย่างช้าๆ
- + เงินเฟ้อเริ่มลดลงสู่เป้าหมายของธนาคารกลาง
- ธนาคารกลางเอเชียเริ่มลดดอกเบี้ย
- การเติบโตของกลุ่มเทคโนโลยีเริ่มเข้าสู่ปกติ

### มุมมอง

มองว่าตลาดอยู่ในช่วงจังหวะของการหาปัจจัยบวกใหม่และมองภาพการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลกเป็นสำคัญ นอกจากนั้นหุ้นกลุ่ม Value และเชิงวัฏจักรไม่รวมเทคโนโลยีมีแนวโน้มให้ผลตอบแทนดีกว่ากลุ่มเทคโนโลยี

## 4Q24

- ผลการเลือกตั้งสหรัฐที่ปิดท้ายก่อนการเลือกตั้งจะให้ผลตอบแทนต่ำกว่าความเสี่ยงเชิงนโยบาย
- ความเสี่ยงเชิงภูมิรัฐศาสตร์มีแนวโน้มทรงตัวหรือเพิ่มสูงขึ้น
- จับตาความเสี่ยงภาคธนาคารของจีนจากมาตรการช่วยเหลือภาคอสังหา

### มุมมอง

ตลาดมีแนวโน้มผันผวน จากความขัดแย้งระหว่างสหรัฐและจีน รวมถึงความเสี่ยงภาคธนาคารของจีน มองว่าตลาดหุ้นเริ่มแกว่งตัวไปตามปัจจัยพื้นฐานของธุรกิจในปี 2025 เป็นสำคัญ



	1H24		2H24
<b>สหรัฐฯ</b> “ความเสี่ยงภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวเพิ่มสูงขึ้น”	ตลาดในครึ่งปีแรกยังคงผันผวน ความเสี่ยงเชิงนโยบายน้อยลงแต่ความเสี่ยงด้านการเติบโตสูงขึ้น มีความเสี่ยงจากภาวะดอกเบี้ยสูงเพิ่มขึ้น คำแนะนำ トラサારหนີแนວໂນມີให้ผลตอบแทนต่อความเสี่ยงสูงกว่า トラサારทุน เน้นหุ้นเชิงรับที่มีคุณภาพดีและงบดุลแข็งแกร่ง และกลุ่มเทคโนโลยีที่อยู๋ในการฟื้นตัว	+	แนวโน้มเศรษฐกิจและกำไรผ่านจุดต่ำสุดและจะเริ่มฟื้นตัวจากลดดอกเบี้ยของธนาคารกลาง ทำให้ตลาดมีความสมดุลมากขึ้น คำแนะนำ มองหาจุดกลับตัวของหุ้นกลุ่มการเงิน กลุ่มการแพทย์ และหุ้นที่เกี่ยวกับการบริโภค รวมถึงหุ้นขนาดกลางที่มีการเติบโตสูง
<b>ยุโรป</b> “ความท้าทายและความเสี่ยงสูง”	ความเสี่ยงด้านการเติบโตจากเศรษฐกิจโลกและโครงสร้างเศรษฐกิจในภูมิภาค คำแนะนำ เน้นไปที่ตราสารหนี้ อย่างพันธบัตรรัฐบาลและตราสารหนี้คุณภาพดี รวมถึงหุ้นเชิงรับที่รับผิดชอบรายได้จากภายในประเทศสูง	-	แนวโน้มเศรษฐกิจยังเปราะบางและไม่ชัดเจน การฟื้นตัวช้ากว่าภูมิภาคอื่นและนโยบายการเงินก็ยังตึงตัวกว่าที่อื่น นอกจากนี้ยังมีภาพของความขัดแย้งในรัสเซียที่คงอยู่ คำแนะนำ เน้นตราสารหนี้ หุ้นเน้นที่ให้เงินปันผลและผลตอบแทนสม่ำเสมออย่าง REIT และโครงสร้างพื้นฐาน
<b>จีนและเอเชีย</b> “ผลสืบเนื่องจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของจีนและการฟื้นตัวของภูมิภาค”	มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของจีนสนับสนุนการฟื้นตัวและลดความเสี่ยงในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ รวมถึงการฟื้นตัวของเศรษฐกิจในภูมิภาค ทำให้ในภาพรวมตลาดมีแนวโน้มที่ดีแต่ผลการเลือกตั้งในไต้หวันอาจจะเพิ่มความเสี่ยงเชิงภูมิรัฐศาสตร์ คำแนะนำ เน้นหุ้นกลุ่มเทคโนโลยีและหุ้น AI ที่ยังมีการเติบโตสูง กลุ่มการบริโภคในจีน ตลาดอินเดีย เวียดนามและเกาหลีที่มีความน่าสนใจ	+	มองว่าความเสี่ยงผลการเลือกตั้งในสหรัฐฯจะทำให้มีความผันผวนในเชิงนโยบายกับจีน และความเสี่ยงด้านการเงินที่จีนไปช่วยเหลือภาคอสังหาริมทรัพย์ อาจจะเป็นการเพิ่มความเสี่ยงให้ตลาดแม้ว่าจะมีการฟื้นตัวก็ตาม คำแนะนำ ขายทำกำไรหุ้นเทคโนโลยีบางส่วน เน้นหุ้นกลุ่มเชิงรับ ตลาดอาเซียน เน้นภาคบริการและการบริโภคภายในประเทศ เพื่อลดความผันผวนจากปัจจัยภายนอก
<b>ไทย</b> “คาดหวังต่อมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจและการลงทุน”	เศรษฐกิจและกำไรบริษัทอยู่ในช่วงฟื้นตัว แต่จะมีความผันผวนสูงจากปัจจัยภายนอก ทำให้มีความคาดหวังต่อมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจและการลงทุนใหม่ คำแนะนำ เน้นหุ้นขนาดใหญ่มากกว่าขนาดเล็ก กลุ่มพาณิชย์ กลุ่มนิคมอุตสาหกรรม กลุ่มโรงพยาบาล กลุ่มสาธารณูปโภค และกลุ่มที่มีกำไรเติบโตอย่างกลุ่มอิเล็กทรอนิกส์	○	เศรษฐกิจจะเริ่มได้รับผลบวกจากการลดดอกเบี้ยของ FED และมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของไทย คำแนะนำ ขายทำกำไรบางส่วนหุ้นกลุ่ม Growth และกลุ่มอิเล็กทรอนิกส์ และมองไปที่กลุ่ม Value และวัฏจักรอย่างกลุ่มธนาคาร กลุ่มปิโตรเคมี กลุ่มการเงิน รวมถึงกลุ่ม REIT ที่จะได้รับประโยชน์จากเทรนด์ดอกเบี้ยลดลง





## ตลาดหุ้นไทย “มีสัญญาณของการฟื้นตัวท่ามกลางความท้าทาย”

การเติบโตของเศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มฟื้นตัวได้อย่างต่อเนื่องในปี 2024 แม้ว่าปัจจัยภายนอกจะมีความเสี่ยงและท้าทาย โดยปัจจัยสนับสนุนคือมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาลและการลงทุนใหม่ซึ่งช่วยลดความเสี่ยงจากการส่งออกที่ฟื้นตัวช้า ผลกระทบจากเอลนีโญและการท่องเที่ยวจากจีนที่มีการเติบโตที่ชะลอลง

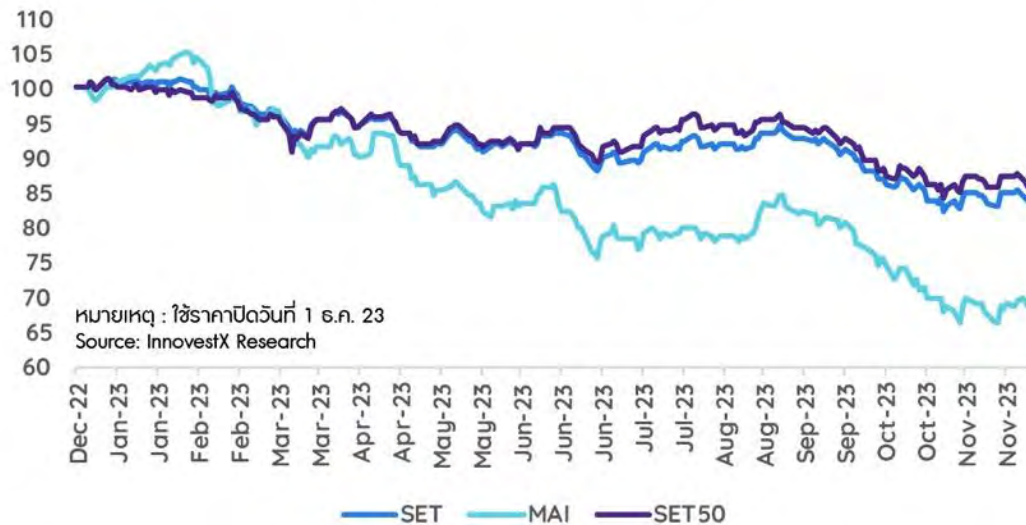
ด้วยฐานที่ต่ำในปี 2023 ทำให้การเติบโตของดัชนีราคาผู้บริโภคของไทยอยู่ที่ 17% ซึ่งสูงกว่าภูมิภาคเอเชียและตลาดเกิดใหม่ นอกจากนี้ด้วยผลตอบแทนที่แย่ที่สุดในภูมิภาคในปี 2023 ทำให้ตลาดหุ้นไทยมีความน่าสนใจเมื่อมีการ Rotation ในปี 2024

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

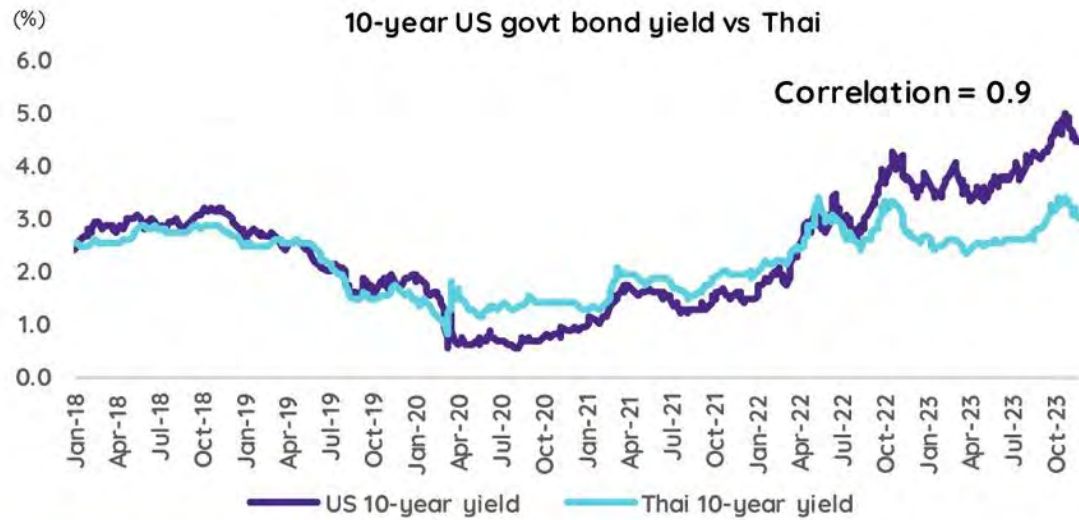
กลยุทธ์ – มองตลาดหุ้นไทยมีแนวโน้มปรับตัวได้ดีในครึ่งปีหลัง โดยให้กรอบ SET Index อยู่ที่ 1,650-1,700 โดยเรามองลักษณะการลงทุนที่คาดว่าจะให้ผลตอบแทนที่ดีแก่ 1) อัตราผลตอบแทนพันธบัตรลดลง 2) กลุ่มที่ทำกำไรผ่านจุดต่ำสุด 3) กลุ่มเชิงรับที่สามารถต่อกรกับความผันผวนภายนอกได้ดี 4) กลุ่มที่มีการเติบโตต่อเนื่อง 5) ได้ประโยชน์จากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาล และ 6) มี Valuation น่าสนใจ

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

การเคลื่อนไหวราคาของตลาดหุ้นไทย





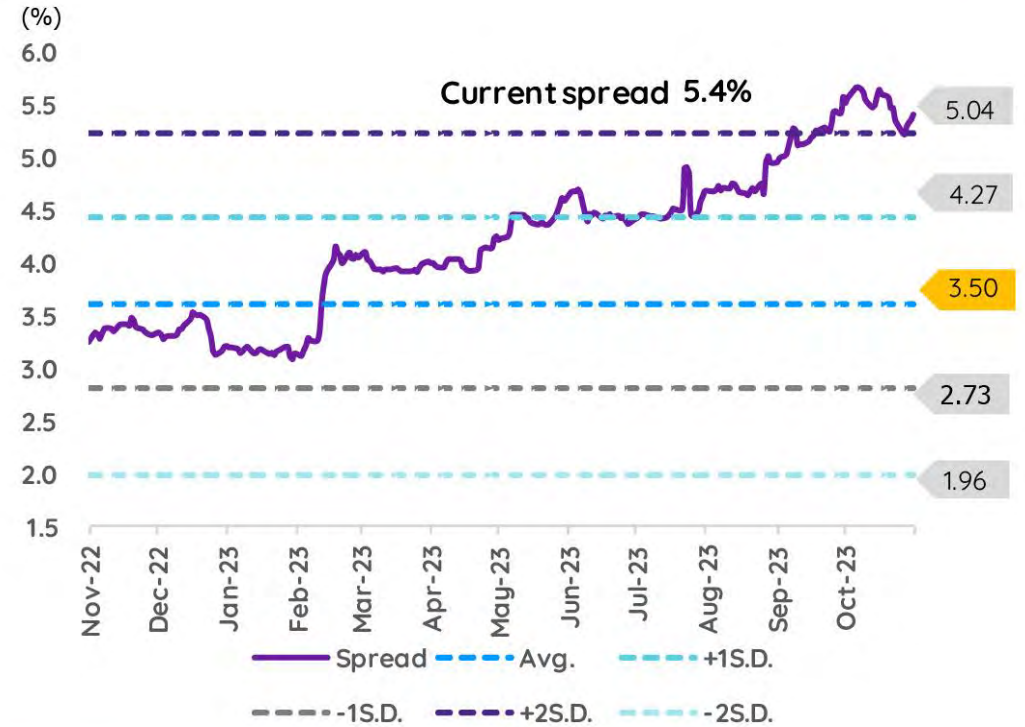


- ภาพรวมการลงทุนในหุ้นกลุ่ม REITs & IFFs ในปี 2023 ถือว่าปรับตัวลดลงค่อนข้างแรงกว่า 17% ตั้งแต่ต้นปี โดยปัจจัยกดดันหลักๆ มาจากการปรับตัวขึ้นของ 10-year government bond yield ของไทย ซึ่งสอดคล้องกับการปรับตัวขึ้นของ 10-year government bond yield ของประเทศสหรัฐ ซึ่งโดยปกติการปรับตัวขึ้นของ Bond yield มักจะส่งผลกระทบต่อหุ้นกลุ่มนี้ เนื่องจากจะทำให้ความน่าสนใจในแง่ของเงินปันผลที่ลดลง
- InnovestX มองว่าแนวโน้มดอกเบี้ยของสหรัฐน่าจะผ่านจุดสูงสุดเป็นที่เรียบร้อยแล้วและกำลังจะเข้าสู่ช่วงขาลง และคาดว่าจะเริ่มทยอยเห็นการปรับลดดอกเบี้ยนโยบายตั้งแต่วันที่ 1 มิ.ย. 2024 เป็นต้นไป ถ้าดูจาก Correlation ระหว่าง Bond yield ของประเทศสหรัฐกับไทยในช่วง 5 ปีที่ผ่านมาจะอยู่ที่ 0.9 เพราะฉะนั้นการปรับตัวลงของ Bond yield ของประเทศสหรัฐควรจะนำไปสู่การปรับตัวลดลงของประเทศไทยเช่นกัน ซึ่งแนวโน้มดอกเบี้ยของสหรัฐที่จะลดลงตั้งแต่วันที่ 2024 และจะต่อเนื่องถึงปี 2025 จะเป็นผลบวกต่อหุ้นกลุ่ม REITs & IFFs และถือว่าเป็นจุดที่น่าสนใจสำหรับนักลงทุนระยะยาว
- โดยในกรณีเลวร้ายที่สุดที่ Fed ตัดสินใจไม่ลดดอกเบี้ยในปี 2024 เราก็มองว่าการที่ดอกเบี้ยผ่านจุดสูงสุดไปแล้วนั้นทำให้ Downside ของหุ้นในกลุ่มนี้จำกัดเช่นกัน ประกอบกับ Dividend yield ของกลุ่มโดยเฉลี่ยอยู่ที่ระดับ 8.5% ถือว่าอยู่ในจุดที่น่าสนใจเช่นกัน



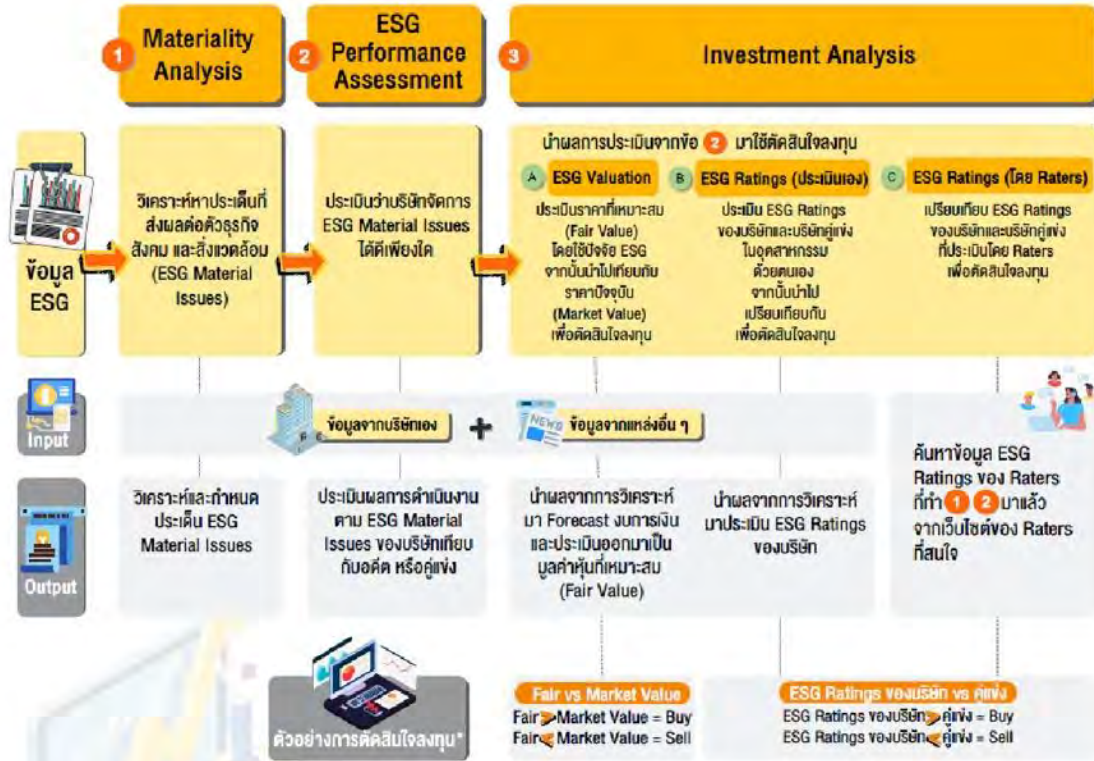
# Valuation ในเชิง Yield spread ถือว่าอยู่ในจุดที่น่าสนใจเช่นกัน

ในเชิงของ Valuation ของหุ้นกลุ่มนี้ถือว่าอยู่ในจุดที่ไม่แพง โดยเราลองเทียบในเชิงของ 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 ของหุ้นกลุ่มนี้อยู่ในระดับที่สูงมากหรือตีความได้ว่า Valuation ณ จุดนี้ถือว่าอยู่ในระดับที่ไม่แพง โดยหุ้นกลุ่ม REITs & IFFs ที่เรามองว่าน่าสนใจคือกลุ่มที่ได้รับประโยชน์จากการฟื้นตัวของการท่องเที่ยวและเศรษฐกิจภายในประเทศ โดยเราชอบ LHHOTEL จากการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยวและผลประกอบการฟื้นตัวได้เร็ว โดยปัจจุบันกลับมาสูงกว่าระดับก่อน COVID-19, CPNREIT จากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจในประเทศและผลประกอบการกลับมาสู่ระดับก่อน COVID-19 แล้วเช่นกัน แต่อย่างไรก็ตาม CPNREIT อาจจะมี ความกังวลเรื่องการเพิ่มทุนเพื่อมาต่อสัญญา Central Pinklao ใน 2H24 แต่เราเชื่อว่าความกังวลนี้จะสะท้อนเข้าไปในราคาเป็นที่เรียบร้อยแล้ว และ BAREIT ถึงแม้ว่ากองทุน จะไม่ได้รับประโยชน์โดยตรงจากการฟื้นตัวของจำนวนผู้โดยสารในสนามบิน สมุยแต่มีความน่าสนใจบนความมั่นคงของรายได้ที่ได้รับจากทาง BA





# กระบวนการนำ ESG มาใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน



\*หมายเหตุ: วิธีการข้างต้นเป็นเพียงตัวอย่างในการนำ ESG มาใช้ตัดสินใจลงทุน ผู้สนใจสามารถนำวิธีนี้ไปใช้ในการปรับน้ำหนักการลงทุน หรือไปพัฒนาต่อยอด รวมถึงนำไปพิจารณาร่วมกับปัจจัยอื่น ๆ ในการตัดสินใจลงทุนได้

- การลงทุนอย่างยั่งยืน คือ แนวคิดการลงทุนที่คำนึงถึงการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (Environmental, Social and Governance หรือ ESG) ร่วมกับการพิจารณาข้อมูลทางการเงินของธุรกิจ เพื่อสร้างผลตอบแทนในระยะยาว และส่งผลดีต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม
- ประโยชน์จากการให้ความสำคัญต่อ ESG บริษัทมีโอกาสในการได้รับยอดขายที่เพิ่มขึ้น จากความเชื่อใจจากผู้บริโภคยุคใหม่ที่ใส่ใจต่อสุขภาพ ความปลอดภัย สังคมและสิ่งแวดล้อม มีค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่ลดลง จากการใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ และเพิ่มความสามารถในการแข่งขัน นอกจากนี้ นักลงทุนมีโอกาสบริหารความเสี่ยงของพอร์ตลงทุน และได้รับผลตอบแทนในระยะยาวตามการเติบโตของบริษัท
- ขั้นตอนการนำ ESG มาใช้ประกอบการลงทุน 1) นำข้อมูล ESG จากข้อมูลของบริษัทและแหล่งอื่นๆ มาใช้ประกอบการวิเคราะห์หาประเด็น ESG Material Issues ที่มีผลกระทบอย่างมีนัยยะต่อธุรกิจ และผู้มีส่วนได้เสียของบริษัท 2) ประเมินความสามารถในการจัดการประเด็นดังกล่าวของบริษัท เปรียบเทียบจากผลการดำเนินงานในอดีต และเปรียบเทียบกับคู่แข่งในอุตสาหกรรม 3) นำตัวชี้วัดด้าน ESG มาเชื่อมโยงกับงบการเงินของบริษัทและการตั้งสมมติฐานทางการเงิน รวมถึงนำมาจัดทำ Valuation เพื่อหามูลค่าหุ้นที่เหมาะสม (Fair Value) นอกจากนี้ ทำการประเมินความเสี่ยงของบริษัทในด้าน ESG (ESG Risk Rating) โดยใช้ข้อมูลจาก Raters (มีการจัดทำ Rating มาแล้ว) หรือจัดทำเอง (กำหนด ESG Material Issues และตัวชี้วัด ประเมินผลการดำเนินงาน ให้น้ำหนักตามความสำคัญในแต่ละประเด็น และเปรียบเทียบกับคู่แข่งเพื่อจัด Rating)

Source : SET, InnovestX Research



# หุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings

## หุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings คืออะไร

- หุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings คือ ผลการประเมินหุ้นยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) จัดทำขึ้น โดยประเมินจากข้อมูลผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล (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 เปลี่ยนชื่อมาจาก 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 เป็นผลการประเมินหุ้นยั่งยืนที่แสดงข้อมูลในรูปแบบรายชื่อบริษัทและระดับ Ratings
- SETESG Index เป็นดัชนีที่สะท้อนการเคลื่อนไหวราคาของกลุ่มหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีผลประเมินหุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings โดยเป็นหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ ไม่น้อยกว่า 6 เดือน มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดไม่น้อยกว่า 5,000 ล้านบาท มีสัดส่วนผู้ถือหลักทรัพย์รายย่อย (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	CENDEL	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	LHF0		
CRC	BLA	S&J	ERW	SYNEX	LIT		
KBANK	BRI	SAT	HENG	SYNTEC	PCSGH		
KTB	BTS	SC	ICHI	TCAP	PSH		
KTC	CPN	SCB	IRC	TF0	RBF		
M-CHAI	DRT	SCCC	ITEL	TOH	SAPPE		
OR	EA	SGP	KUMWEL	THIP	SAWAD		
PR9	EASTW	SIRI	LH	THREL	SSSC		
PTT	EGCO	SJWD	MEGA	TKS	THANA		
PTTEP	EP0	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	TIPL	NRF	TWPC			
STGT	GULF	TIPI	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

- หุ้นยั่งยืน SET ESG Ratings ซึ่งเป็นรายชื่อหุ้นยั่งยืนที่ SET จัดทำขึ้น โดยคัดเลือกบริษัทจดทะเบียนที่มีคุณสมบัติ และผลการดำเนินงานด้าน ESG ที่โดดเด่นเพื่อเป็นทางเลือกสำหรับนักลงทุน โดยมีจำนวน 193 บริษัท ณ วันที่ 6 พ.ย. 2023
- ดัชนี SETESG Index เป็นดัชนีหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในรายชื่อหุ้นยั่งยืนที่ผ่านเกณฑ์การคัดเลือกและเกณฑ์การคำนวณดัชนี โดยมีจำนวน 114 บริษัท ณ วันที่ 6 พ.ย. 2023
- หุ้นที่ให้ความสำคัญกับ ESG โดยมี ESG ratings ที่ได้รับการจัดอันดับโดยผู้ประเมินระดับโลก

## กองทุนรวม ESG

กองทุนรวมที่มีนโยบายการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ให้ความสำคัญกับ ESG โดย ณ วันที่ 14 พ.ย. 2023 กองทุน ESG ในประเทศไทย มีจำนวน 113 กองทุน (มูลค่าทรัพย์สินสุทธิที่ 4.5 หมื่นล้านบาท) ทั้งนี้ มอร์นิงสตาร์ได้จัดแบ่งประเภทกองทุนแบบยั่งยืน ดังนี้

- ESG Fund เป็นกลุ่มที่กองทุนใช้ปัจจัยด้าน ESG ในการคัดเลือกตราสารลงทุน
- Impact Fund เป็นการลงทุนเพื่อสร้างผลตอบแทนต่อประเด็นต่างๆ เช่น พัฒนาการต่อสังคมและชุมชน ความหลากหลาย เป็นต้น
- Environment Sector Fund เป็นการลงทุนในอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องกับสิ่งแวดล้อม 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 ตราสารหนี้ที่ระดมทุน โดยการจ่ายดอกเบี้ยขึ้นกับผลการดำเนินงานเกี่ยวกับตัวชี้วัดด้านสิ่งแวดล้อม/สังคมตามที่ได้กำหนดไว้

ตัวอย่าง 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

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

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
<b>รวม</b>	<b>114</b>	<b>6.60</b>



# RISK 2024



# ความเสี่ยงที่ต้องติดตามในปี 2024

## ความเสี่ยงเชิงภูมิรัฐศาสตร์

- ยังมองไม่เห็นแนวโน้มคลี่คลายของความขัดแย้งระหว่างรัสเซียและยูเครน และในอิสราเอล แต่มีแนวโน้มที่ตึงเครียดจะก่อให้เกิดการเจรจาสันติภาพมากขึ้น
- ความขัดแย้งระหว่างจีนและสหรัฐมีแนวโน้มตึงเครียดแต่โดยนโยบายที่มีอยู่ยังไม่ได้ทำให้ผลกระทบลดลง
- การเลือกตั้งในไต้หวันในเดือน ม.ค. และการเลือกตั้งในสหรัฐในเดือน พ.ย. จะเป็นตัวกำหนดทิศทางความสัมพันธ์จีนและสหรัฐ
- ความขัดแย้งในประเทศพม่าเป็นความเสี่ยงต่อเศรษฐกิจไทยมากที่สุด ซึ่งอาจจะทำให้เกิดผลกระทบกับแนวโน้มกำไรในปี 2024 ได้

## ความเสี่ยงสภาวะเศรษฐกิจถดถอย

- ความเสี่ยงสภาวะเศรษฐกิจถดถอยในยุโรปมีความเสี่ยงมากที่สุด ทั้งนี้เป็นผลจากดอกเบี้ยที่สูงและราคาลงงานที่ผันผวน
- เศรษฐกิจถดถอยสหรัฐมีความเสี่ยงเพิ่มขึ้น จากกำลังซื้อที่ลดลงและอาจจะมีประเด็นการปิดนิตชำระหนี้มากขึ้น ทำให้ธนาคารกลางมีช่องในการลดดอกเบี้ยเพื่อบรรเทาผลกระทบ
- ความเสี่ยงเศรษฐกิจถดถอยในเอเชียค่อนข้างจำกัดแต่จะเผชิญกับปัญหาการชะลอตัวเช่นกัน
- การระบายสินค้าที่ลดลงอาจจะทำให้ผลกระทบของเศรษฐกิจถดถอยน้อยลง

## ความเสี่ยงจากภาวะดอกเบี้ยสูง

- ดอกเบี้ยที่สูงเริ่มส่งผลกระทบต่อกำลังซื้อในสหรัฐชัดเจนขึ้นเรื่อยๆ ผ่านการเติบโตของกลุ่มค้าปลีกที่ลดลงต่อเนื่อง ทำให้ต้องจัดโปรโมชันและกระทบกับมาร์จิ้น และส่งเสริมการแข่งขันในทางอ้อม
- เราจะเริ่มเห็นหลายบริษัทปิดนิตชำระหนี้มากขึ้นเพราะเศรษฐกิจชะลอตัวลงและไม่สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้
- และแม้ว่าจะเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ก็จะกระทบกับต้นทุนทางการเงินที่เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งอาจจะส่งผลกับการเติบโตของกำไรได้
- การทำธุรกรรมการเงินที่เชื่อมโยงกับตลาดบ้านมีอยู่ในระดับหนึ่งซึ่งต้องติดตามพัฒนาการต่อเนื่อง

## ความเสี่ยงภาคธนาคารในจีน

- ในช่วงครึ่งปีหลังของปี 2023 รัฐบาลจีนเห็นถึงความจำเป็นในการกระตุ้นเศรษฐกิจด้วยการลดดอกเบี้ยและเพิ่มการปล่อยกู้เพิ่มขึ้น
- นอกจากนั้นมาตรการช่วยเหลือผู้ประกอบการอสังหาริมทรัพย์ใน 4Q23 มูลค่ามากกว่า 1 ล้านล้านหยวนนั้น อาจจะเป็นการลดความเสี่ยงของกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ให้เข้าถึงแหล่งเงินทุนจากภาครัฐได้
- แต่หากว่าเศรษฐกิจไม่ฟื้นตัวตามที่ตลาดคาดและตลาดอสังหาริมทรัพย์ยังไม่ฟื้นตัว อาจจะทำให้ความเสี่ยงของภาคธนาคารในจีนเพิ่มสูงขึ้นทั้งการตั้งสำรองหนี้เสียและอาจจะลุกลามไปยังส่วนอื่น และทำให้เศรษฐกิจจีนซบเซาในระยะยาว



# กลยุทธ์บริหาร ความเสี่ยงในปี 2024

ถือเงินสดและพันธบัตรรัฐบาล รวมถึงทองคำจากประเด็นดอกเบี้ยที่จะลดลงเร็วกว่าที่คาดและผลกระทบจากเศรษฐกิจหุ้นที่อิงกับเศรษฐกิจโลกอย่างสินค้าอุตสาหกรรม เครื่องจักรรถยนต์ และกลุ่มเทคโนโลยีจะได้รับผลกระทบมากกว่ากลุ่มเชิงรับที่อิงกับเศรษฐกิจภายในประเทศเป็นหลัก ราคาน้ำมันจะได้รับแรงกดดันจากภาพเศรษฐกิจมากกว่าแรงหนุนจากความเสี่ยงเชิงภูมิรัฐศาสตร์

หาจังหวะเก็งกำไรกลุ่มพลังงานหากมีความเสี่ยงภูมิรัฐศาสตร์เพิ่มขึ้น หากว่าความขัดแย้งระหว่างจีนและไต้หวันเพิ่มขึ้นจากผลการเลือกตั้ง ปธน. ไต้หวัน (ม.ค.) และสหรัฐ (พ.ย.) มองหาจังหวะขายทำกำไรกลุ่ม Semiconductor ในระยะสั้น เพราะห่วงโซ่อุปทานมีความเสี่ยงเพิ่มขึ้น อาจพิจารณาบริษัทที่มีอำนาจในการกำหนดราคาสูงเมื่อต้นทุนพลังงานและค่าขนส่งเพิ่มสูงขึ้น

มองว่าหลีกเลี่ยงกลุ่มเทคโนโลยีขนาดกลางและเล็กที่มีงบดุลไม่แข็งแรง รอซื้อบริษัทขนาดใหญ่ในกลุ่มเทคโนโลยีเมื่อราคาสะท้อนความเสี่ยงเชิงภูมิรัฐศาสตร์มากขึ้น นอกจากนี้ อาจจะเก็งกำไรตราสารหนี้ High Yield ในกลุ่มพลังงานที่มีแนวโน้มให้ผลตอบแทนสูงตามราคาพลังงาน

- ถือเงินสดหรือซื้อหุ้นกลุ่มการเงินและเชิงวัฏจักรเมื่อราคาอ่อนตัวลงแรง
- แนะนำตราสารหนี้มากกว่าตราสารทุน
- เน้นหุ้นกลุ่มเชิงรับอย่าง Healthcare, Utilities และ Infrastructure รวมถึงหุ้นที่มีอำนาจในการกำหนดราคาสูง
- หลีกเลี่ยงกลุ่มที่อิงกำลังซื้อ รวมถึงบริษัทที่ไม่มีกำไรและงบดุลอ่อนแอ



แนะนำซื้อตราสารหนี้ระยะสั้น เพราะคาดหวังต่อการลดดอกเบี้ยของธนาคารกลางสหรัฐ มองการลงทุนในตราสารหนี้ที่เป็นพันธบัตรรัฐบาลและทองคำเป็นทางเลือกในการป้องกันความเสี่ยง แต่มองว่ายังต้องหลีกเลี่ยงตราสารหนี้ High Yield และบริษัทขนาดเล็กที่มีความเปราะบางสูง และต้องระมัดระวังในกลุ่มธนาคารและการเงินที่อาจจะมีแนวโน้ม NPL เพิ่มสูงขึ้น หากจังหวะในการซื้อหุ้นขนาดใหญ่เมื่อธนาคารกลางสหรัฐปรับลดดอกเบี้ยลงมาในระดับหนึ่งแล้ว

ถือเงินสดหรือเงินดอลลาร์ แนะนำตราสารหนี้และทองคำมากกว่าตราสารทุน มองหาจังหวะในการซื้อในช่วงเวลาที่ราคาหุ้นปรับตัวลดลงแรงกว่า 20%-30% (หากเป็นกรณีเลวร้ายมีการใช้กำลังทางการทหาร แนะนำถือเงินสดและทองคำ และหลีกเลี่ยงการลงทุนในสินทรัพย์อื่น)

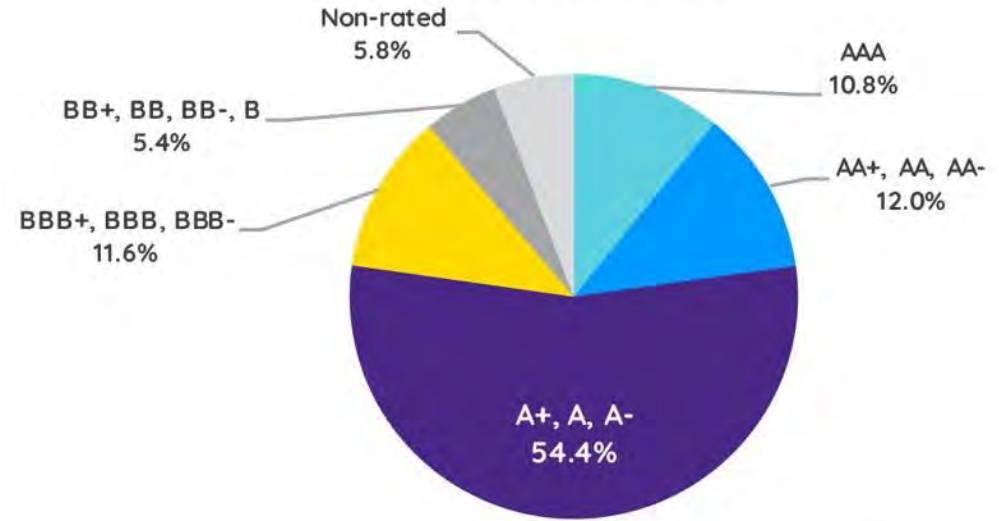
ตราสารหนี้จะมีความผันผวน เน้นไปที่พันธบัตรรัฐบาลและตราสารหนี้คุณภาพดีที่มีงบดุลแข็งแรง หลีกเลี่ยงตราสารหนี้ High Yield ที่มี Credit Rating ต่ำ เพราะจะมีปัญหาการ Refinance ประเด็นนี้ผลกระทบอาจจะอยู่ในบางกลุ่ม ในบริษัทขนาดกลางและเล็กเป็นสำคัญ ส่วนตราสารทุนยังลงทุนได้เน้นที่บริษัทขนาดใหญ่ที่มีแนวโน้มการเติบโตดีและงบดุลแข็งแรง



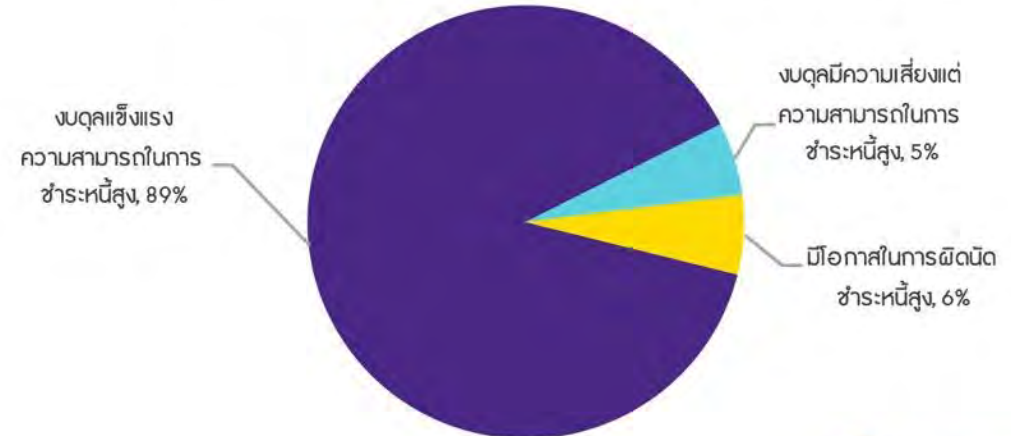
# ความเสี่ยงของการผิดนัดชำระหนี้ ของบริษัทไทย

- ข้อมูลจากสมาคมตราสารหนี้ไทยพบว่าในปี 2024 มีหุ้นกู้อายุระยะสั้นและระยะยาวที่จะครบกำหนดทั้งสิ้น 8.9 แสนล้านบาท โดยแบ่งเป็นตามกลุ่มอันดับเครดิตคุณภาพดี (อันดับความน่าเชื่อถือสูงกว่า A) มูลค่า 6.9 แสนล้านบาท หรือคิดเป็น 77% ของยอดที่ต้องชำระทั้งหมด ส่วนกลุ่มดอกเบี้ยสูง (อันดับความน่าเชื่อถือต่ำกว่า A) อยู่ที่ 1.4 แสนล้านบาท หรือ 17% ในขณะที่หุ้นกู้ที่ไม่มีอันดับความน่าเชื่อถืออยู่ที่ 3.5 หมื่นล้านบาท หรือ 5.8% ของทั้งหมด
- โดยประเด็นของหุ้นกู้ที่ครบกำหนดชำระและโรลโอเวอร์จำนวนมากในปี 2024 ทำให้เกิดความกังวลว่าจะมีการผิดนัดชำระหนี้ในระดับสูง ท่ามกลาง 1) ความเสี่ยงดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับสูง ทำให้ต้นทุนทางการเงินเพิ่มขึ้น 2) เศรษฐกิจโลกชะลอตัวลง และ 3) นักลงทุนขาดความมั่นใจทำให้การโรลโอเวอร์ยากขึ้น
- เรามองว่าความเสี่ยงของการผิดนัดชำระหนี้และโรลโอเวอร์ในปี 2024 จะเพิ่มขึ้น แต่เรามองว่าไม่ได้แย่อย่างที่ตลาดกังวล เรายังเชื่อว่าหุ้นกู้คุณภาพดีที่มีอันดับความน่าเชื่อถือมากกว่า A นั้นมีสถานะทางการเงินแข็งแกร่งและมีความสามารถในการชำระหนี้สูง
- ในขณะที่ตราสารหนี้ดอกเบี้ยสูงและไม่มีอันดับความน่าเชื่อถือ โดยใช้ตัวกรองอย่าง Altman's Z-score น้อยกว่า 1.8 และความสามารถในการชำระหนี้ต่ำกว่า 2x พบว่าบริษัทที่มีมูลค่าที่ต้องชำระในปี 2024 รวม 5.2 หมื่นล้านบาท หรือ 5.6% ของทั้งหมด มีความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ ซึ่งอยู่ในระดับที่ไม่สูงมาก

สัดส่วนของยอดครบกำหนดชำระหุ้นกู้ตามกลุ่มเครดิตในปี 2024 มากกว่า 77% ของยอดชำระทั้งหมดอยู่ในกลุ่มอันดับความน่าเชื่อถือที่มากกว่า A ซึ่งมีสถานะทางการเงินดี

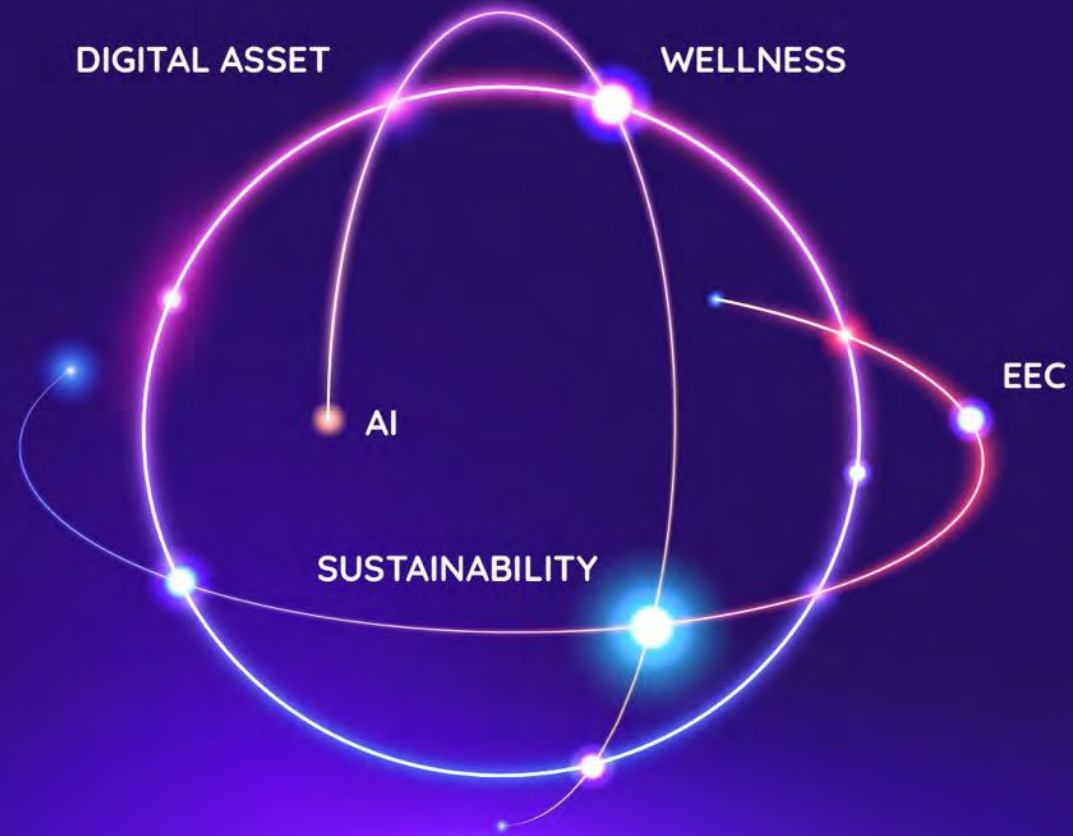


การประเมินความเสี่ยงสำหรับบริษัทที่ครบกำหนดชำระหนี้และโรลโอเวอร์ในปี 2024 (สัดส่วนเทียบกับยอดชำระหนี้หุ้นกู้ทั้งหมด)





# 5 FUTURE TREND

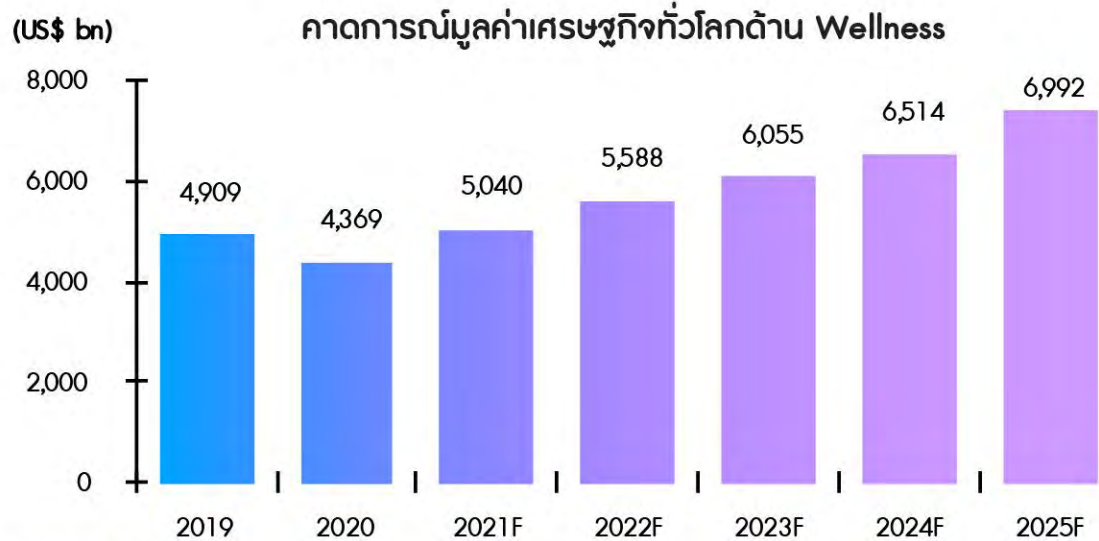




# WELLNESS

เทรนด์การท่องเที่ยวยังสุขภาพ  
โอกาสใหม่ทางธุรกิจ

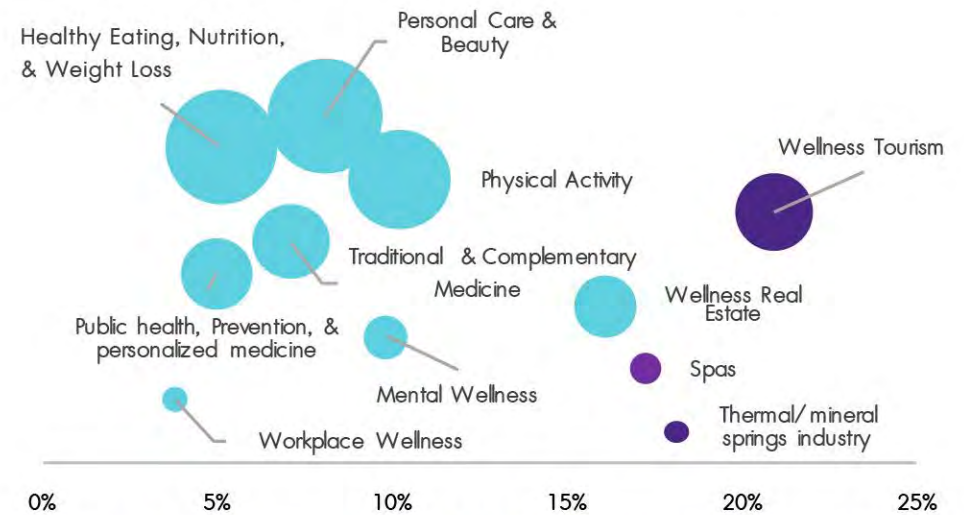




- ธุรกิจที่มีขนาดใหญ่อยู่แล้วอย่าง Personal Care & Beauty (การดูแลสุขภาพส่วนบุคคลความงาม) คาดว่าจะมีการเติบโตเฉลี่ยในช่วงปี 2020-25 ที่ 8% ต่อปี ตามมาด้วย Healthy Eating, Nutrition, & Weight Loss (การรับประทานอาหารเพื่อสุขภาพโภชนาการและการลดน้ำหนัก) ที่ 5% ต่อปี และ Physical Activity (กิจกรรมทางกายภาพเพื่อสุขภาพต่างๆ)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



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

**ประเด็นสนับสนุนการเติบโตของ Wellness**

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



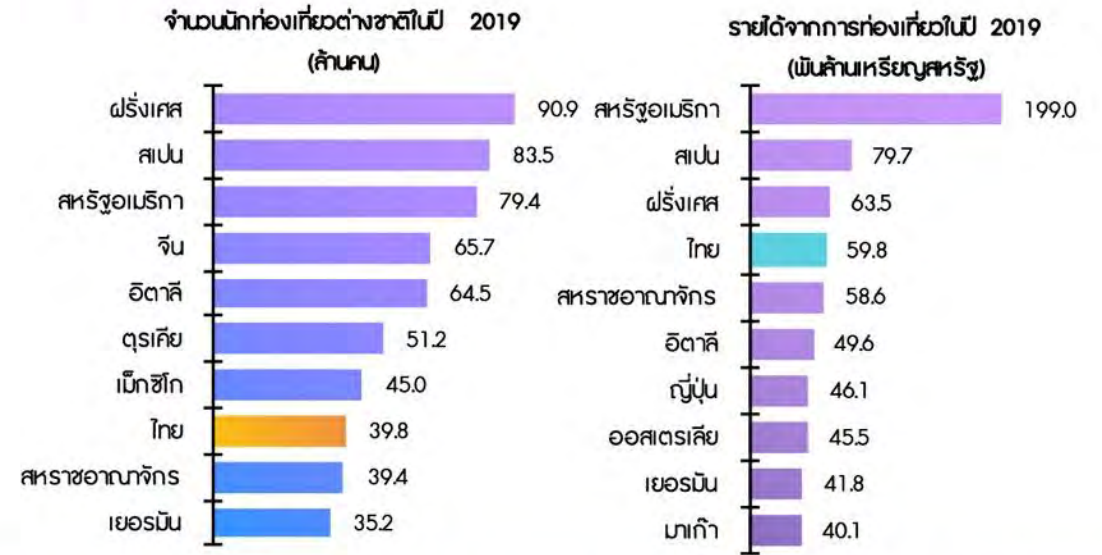


InnovestX มองว่าประเทศไทยมีโอกาสได้ประโยชน์จากแนวโน้มของธุรกิจ Wellness Tourism ของโลกที่มีแนวโน้มเติบโตโดดเด่น จากศักยภาพในอุตสาหกรรมท่องเที่ยวและบริการทางการแพทย์ อีกทั้งยังเป็น 1 ใน 12 กลุ่มอุตสาหกรรมเป้าหมายที่รัฐบาลให้การสนับสนุนเพื่อเป็นกลไกการขับเคลื่อนเศรษฐกิจในอนาคต

## ความท้าทายของ Wellness Tourism

- การพัฒนาของผู้ประกอบการเพื่อเพิ่มขีดความสามารถในการให้บริการและเพื่อให้ทันต่อพฤติกรรมผู้บริโภคที่เปลี่ยนไป
- ในปัจจุบันยังไม่ได้มีความชัดเจนของความร่วมมือระหว่างผู้ประกอบการในห่วงโซ่อุปทาน Wellness Tourism มากนัก
- การใช้จ่ายเพื่อการส่งเสริมสุขภาพตลอดจนถึง Wellness Tourism นั้นเป็นทางเลือกที่เกิดจากพฤติกรรมและความต้องการผู้บริโภคเป็นหลัก ทำให้แนวโน้มเทรนด์ส่งเสริมสุขภาพและ Wellness Tourism จะเติบโตแบบค่อยเป็นค่อยไปและประโยชน์ที่ผู้ประกอบการจะได้รับนั้นอาจจะไม่ได้เห็นมากในระยะสั้น

ปี 2019 ประเทศไทยเป็นอันดับที่ 8 ของโลกที่สามารถดึงดูดนักท่องเที่ยวต่างชาติได้เกือบ 40 ล้านคน และเป็นอันดับ 4 ของโลกในด้านรายได้จากการท่องเที่ยว สะท้อนถึงความแข็งแกร่งของการท่องเที่ยวของประเทศไทย



ประเทศไทยมีความได้เปรียบในการแข่งขันด้านบริการสุขภาพ (Competitive Advantage) เมื่อเทียบกับต่างประเทศ

	ไทย	สิงคโปร์	อินเดีย	มาเลเซีย	เกาหลีใต้
คุณภาพการให้บริการ	●●●●●	●●	●	●	●
ความทันสมัยของอุปกรณ์ทางการแพทย์	●●●●●	●●●●●	●●	●	●●●●●
คุณภาพของบุคลากร	●●●●●	●●●●●	●●	●●	●●●●●
จำนวนโรงพยาบาลที่ได้รับการรับรองจาก JCI	61	22	35	16	27
การเข้าถึงบริการทางการแพทย์	●●●●	●●●●	●	●●●●	●●●●
ความสมเหตุสมผลของค่าใช้จ่าย	●●●●●	●●	●●●●●	●●●●●	●●●●●

● แสดงถึงการมี Competitive Advantage

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



# หุ้นที่มองว่าจะได้ประโยชน์จากเทรนด์ Wellness Tourism ในประเทศไทย

InnovestX มองว่าเทรนด์ Wellness Tourism เป็นการลงทุนระยะยาว โดยหุ้นไทยมีความชัดเจนมากกว่าหุ้นต่างประเทศ ความชัดเจนของผู้ประกอบการในเทรนด์นี้เริ่มมีมากขึ้นแต่จะยังไม่เห็นประโยชน์ในระยะสั้น ทำให้การลงทุนในหุ้นนั้นต้องให้น้ำหนักกับความแข็งแกร่งของธุรกิจหลักในปัจจุบันที่จะสามารถต่อยอดไปกับเทรนด์ Wellness Tourism ซึ่งจะเป็นการเสริมการเติบโตในอนาคต

หุ้นที่มองว่าจะได้ประโยชน์การเทรนด์ Wellness Tourism ในประเทศไทย คือ **BDMS BH SPA และ MINT**

<p><b>BDMS</b></p>	<p>BDMS เป็นผู้ให้บริการให้บริการทางการแพทย์แก่ผู้ป่วยชาวต่างชาติกว่า 1.5 ล้านคนในปี 2022 (24% ของรายได้) BDMS มีการลงทุนอย่างชัดเจนต่อเนื่องเพื่อก้าวเข้าสู่ธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับ Wellness คือโครงการ BDMS Wellness Clinic (เงินลงทุนรวม 1.08 หมื่นล้านบาท) เปิดให้บริการแล้วใน 4Q18 และการพัฒนาโครงการ BDMS Silver Wellness &amp; Residence (เงินลงทุนรวม 2.35 หมื่นล้านบาท) ซึ่งถือเป็นโครงการ mixed-use แห่งแรกในประเทศไทยที่ประกอบด้วยคลินิก โรงแรม และที่พักอาศัย ซึ่งตั้งเป้าไปยังกลุ่มผู้บริโภครุ่น Sliver Age (อายุ 55 ปีขึ้นไป) และชาวต่างชาติที่พำนักในประเทศไทยระยะยาวที่มีความตระหนักในกระแสสุขภาพด้วยการกิจกรรมที่นำไปสู่ไลฟ์สไตล์การใช้ชีวิตที่ดีขึ้น ซึ่งคาดว่าจะเริ่มดำเนินงานในปี 2029 BDMS ตั้งเป้าหมายระยะยาวที่จะเพิ่มสัดส่วนรายได้ของธุรกิจที่ไม่ใช่การรักษายาบาล (Non-hospital business) ซึ่งรวมธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับ Wellness, Digital Healthcare Service และยาและเวชภัณฑ์ที่เป็น 15-20% ของรายได้รวมจากปัจจุบันที่ 5% ของรายได้ของ BDMS</p>
<p><b>BH</b></p>	<p>BH เป็นที่ยอมรับในระดับสากลด้วยจากการให้บริการผู้ป่วยต่างชาติกว่า 6.2 แสนคน ซึ่งคิดเป็น 65% ของรายได้ทั้งหมดในปี 2022 และมีการให้บริการที่เกี่ยวข้องกับ Wellness (4% ของรายได้) มาอย่างยาวนานกว่า 20 ปีโดยมีศูนย์ส่งเสริมสุขภาพไวทิลไลฟ์ (Vitalife Clinic) ซึ่งเป็นศูนย์ดูแลสุขภาพและเวชศาสตร์ชะลอวัยแห่งแรกในภูมิภาคเอเชีย นอกจากนี้ BH ได้พัฒนาโครงการรักษา (RAKxa) ซึ่งเป็นศูนย์บูรณาการสุขภาพและการแพทย์แบบองค์รวมภายใต้คอนเซ็ปต์ Fully Integrative Wellness &amp; Medical Retreat ในพื้นที่กรุงเทพมหานครเจ้า ศิริอรุณ เวลเนส ซึ่งเปิดดำเนินงานในปี 2020</p>
<p><b>SPA</b></p>	<p>SPA เป็นผู้ให้บริการสปาเพื่อสุขภาพในไทย ซึ่งปี 2022 มีจำนวนสาขาในไทยกว่า 67 สาขา และมีรายได้จากลูกค้าต่างชาติคิดเป็น 30% ของรายได้ทั้งหมด อย่างไรก็ตาม หลังจากเปิดประเทศเต็มรูปแบบทำให้ลูกค้าต่างชาติซึ่งเป็นลูกค้าหลักกลับมาใช้บริการดีขึ้น ส่งผลให้ 2Q23 มีรายได้จากลูกค้าต่างประเทศเพิ่มเป็น 60% และคาดว่าจะกลับสู่ระดับปกติก่อนเกิด COVID-19 ที่ระดับ 80% ได้ในปี 2024 ซึ่งเป็นไปตามการฟื้นตัวของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทย บริษัทมีแผนแตกไลน์ธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับ Wellness เพื่อต่อยอดการให้บริการลูกค้ากลุ่มที่ต้องการผ่อนคลายและสนใจสุขภาพมากขึ้น อาทิ คลินิกกายภาพบำบัด Stretch me และธุรกิจบำบัดรักษาโรคนอนไม่หลับ SLL Clinic</p>
<p><b>MINT</b></p>	<p>MINT ประกอบธุรกิจพักผ่อนและสันทนาการที่ใหญ่ที่สุดรายหนึ่งในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก ประกอบด้วยโรงแรมและรีสอร์ทกว่า 530 แห่งด้วยจำนวนห้องพักรวมกว่า 78,000 ห้อง และร้านอาหารกว่า 2,540 สาขาในประเทศไทยและอีก 63 ประเทศทั่วภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก ตะวันออกกลาง แอฟริกา มหาสมุทรอินเดีย ยุโรป และอเมริกา MINT มีการให้บริการด้าน Wellness คือธุรกิจสปา และล่าสุดได้ร่วมมือกับ BDMS ในการให้บริการ BDMS Wellness Clinic Retreat เช่น การบริการด้านเวชศาสตร์ป้องกันในพื้นที่โรงแรม Anantara Riverside Bangkok Resort by Chao Phraya River</p>



# DIGITAL ASSETS

To the moon in 2024



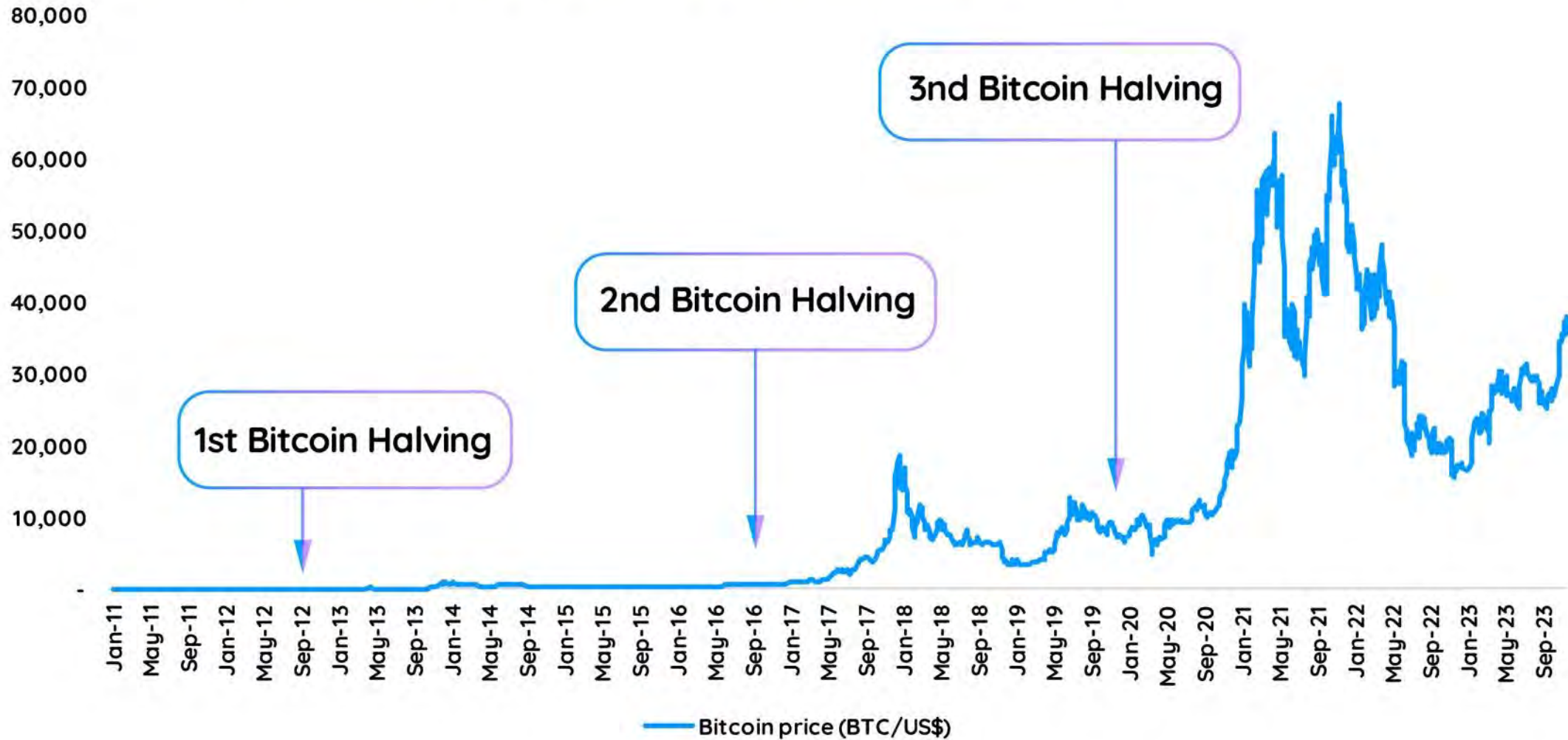


## ประเด็นบวกมากมายรออยู่ในปี 2024

- ในส่วนของภาพอุตสาหกรรมนั้น ปี 2024 เชื่อว่าจะเป็นปีที่จะมีเหตุการณ์สำคัญต่างๆ มากมายไม่ว่าจะเป็นเรื่องความชัดเจนในส่วนของ Spot Bitcoin ETF ที่ปัจจุบันนี้มีบริษัทยักษ์ใหญ่มากมายรวมถึง BlackRock ได้มีการยื่นขอ ก.ล.ต. ของประเทศสหรัฐในการที่จะเสนอขายผลิตภัณฑ์นี้ InnovestX คาดว่าการอนุมัติ Spot Bitcoin ETF ของประเทศสหรัฐน่าจะเห็นความชัดเจนในช่วงต้นปี 2024
- เหตุการณ์ที่น่าสนใจอันดับที่สองคือ Bitcoin Halving ซึ่งเป็นเหตุการณ์ที่ผลตอบแทนของนักขุด Bitcoin หรือผู้ตรวจสอบธุรกรรมจะลดลงครึ่งหนึ่ง โดยเหตุการณ์นี้จะเกิดขึ้นทุกๆ 4 ปีโดยประมาณ ซึ่งเคยเกิดขึ้นมาแล้วทั้งหมด 3 ครั้งในปี 2012, 2016 และ 2020 โดยครั้งถัดไปนั้นคาดว่าจะเกิดขึ้นในช่วงเดือน เม.ย. ปี 2024
- อุตสาหกรรมการทำ Tokenization นั้นถือว่าน่าจับตาเช่นกัน โดยคาดว่าปี 2024 จะเห็นการระดมทุนเพื่อเปิดโอกาสให้นักลงทุนที่สนใจได้เป็นเจ้าของ Carbon credit ถือว่าเป็นทางเลือกของการลงทุนประเภทใหม่ที่ยังไม่เคยเห็นในอดีตมาก่อน นอกจากนี้ยังคาดว่าจะยังมีการนำสินทรัพย์อื่นๆเพิ่มเติมเข้ามาอีก



# ราคา Bitcoin มักจะสร้างจุดสูงสุดใหม่ทุกครั้งที่มีการ Halving





## ความเคลื่อนไหวของ Binance ล่าสุด คาดว่าจะส่งผลกระทบต่ออุตสาหกรรมในระยะยาว

- Binance ได้ตัดสินใจจ่ายเงินค่าปรับกว่า US\$4.3bn เพื่อยุติคดีความต่างๆที่มีกับกระทรวงยุติธรรมของสหรัฐและ CFTC ซึ่งเป็นหน่วยงานที่กำกับดูแลตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้าของสหรัฐ โดยคดีหลักๆ จะเกี่ยวข้องกับฟอกเงิน, Sanction law และการนำ Derivative products มาเสนอขายให้กับนักลงทุนประเทศสหรัฐ รวมถึงคุณ Changpeng Zhao (ผู้ก่อตั้ง Binance) ยอมลาออกจากตำแหน่ง CEO และไม่ขอยุ่งเกี่ยวกับการบริหารไปอีกอย่างน้อย 3 ปี
- InnovestX มองว่าสิ่งนี้จะเป็ประเด็นบวกดต่ออุตสาหกรรมในระยะยาวเนื่องจากกระแสข่าวเชิงลบที่เกี่ยวข้องกับ Regulation เป็นหนึ่งในประเด็นหลักที่มักจะมีเข้ามากดดันภาพการลงทุนเป็นระยะๆ โดยหลังจากนี้เราเชื่อว่าประเด็นเหล่านี้จะลดลง นอกเหนือจากนี้ตลาดคาดหวังว่าสิ่งนี้จะเป็นการปูทางนำไปสู่การอนุมัติ Spot Bitcoin ETF ในช่วงต้นปี 2024 ด้วยเช่นกัน
- อย่างไรก็ตาม Binance ยังคงเหลือคดีความกับทาง ก.ล.ต. ของประเทศสหรัฐเกี่ยวกับการนำเหรียญที่ถูกระบุว่าเป็นหลักทรัพย์เข้ามาซื้อขาย (สำหรับ Binance.US) โดยประเด็นนี้เองท้ายที่สุดนั้นก็อาจจะมีโอกาสที่จะทำเหมือน Kraken ในช่วงต้นปีคือถอดเหรียญที่มีประเด็นออกและจ่ายค่าปรับให้กับทาง SEC โดย ณ ตอนนั้น Kraken จ่ายไป US\$30mn



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



A central graphic featuring the letters 'AI' in a large, white, sans-serif font. The text is surrounded by several overlapping, glowing orbits in shades of purple, blue, and red. Small, bright nodes are placed at various points along these orbits, creating a dynamic, futuristic aesthetic.

# AI

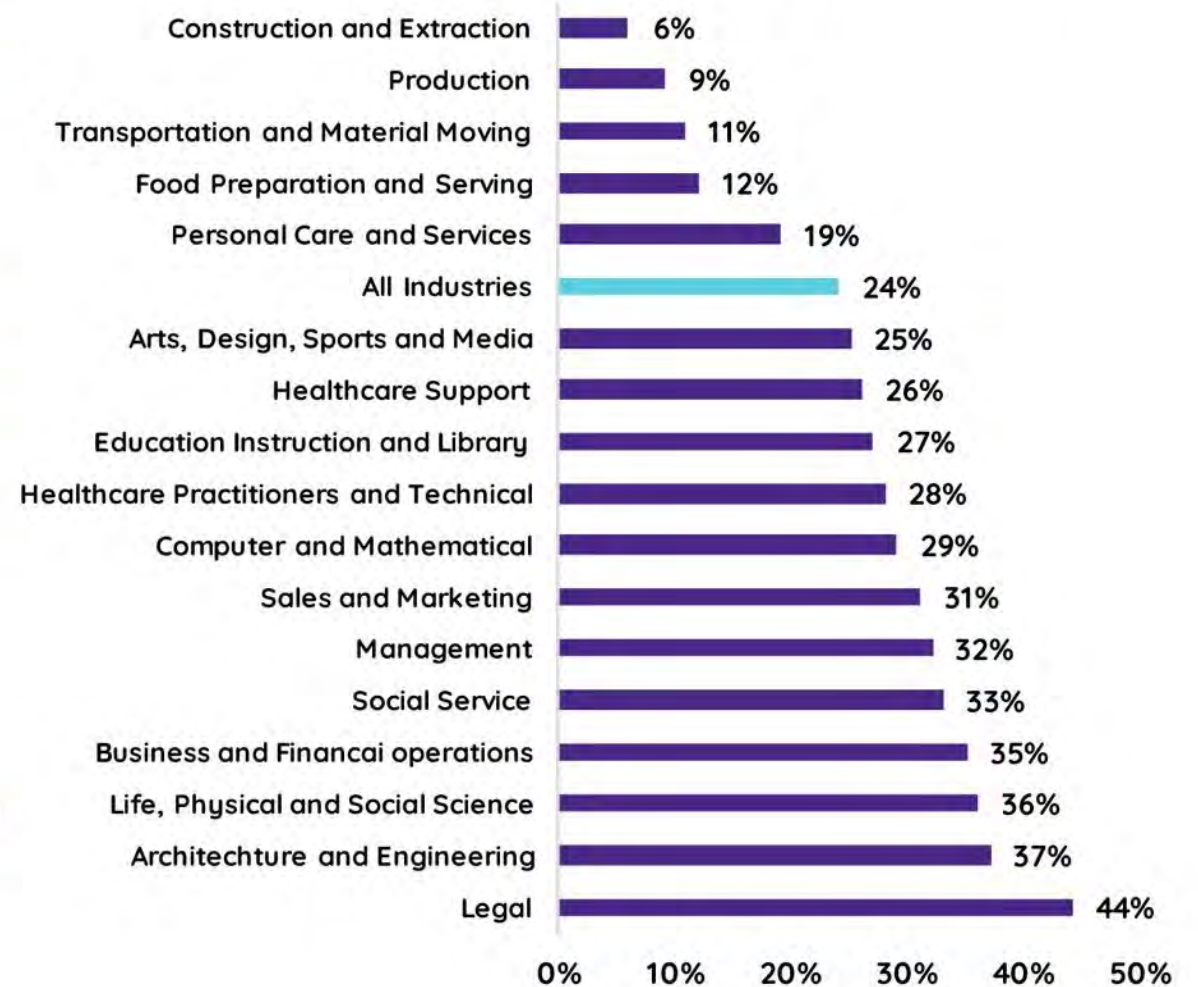
ปฏิบัติการสร้างผลิตภาพ  
และประสิทธิภาพ



## ประสิทธิภาพ + ประสิทธิผล = ต้นทุนที่ลดลง

- การเกิดขึ้นล่าสุดของปัญญาประดิษฐ์เชิงสร้างสรรค์ (AI) ทำให้เกิดคำถามว่า 1) เรากำลังจะเร่งทำงานอัตโนมัติอย่างรวดเร็ว ซึ่งจะช่วยลดต้นทุนแรงงาน และ 2) เพิ่มผลผลิตหรือไม่ ความสามารถของ AI ในการสร้างเนื้อหาที่ไม่แตกต่างจากสิ่งที่มนุษย์สร้างขึ้น และการลดอุปสรรคในการสื่อสารระหว่างมนุษย์กับคอมพิวเตอร์ สะท้อนให้เห็นถึงความก้าวหน้าครั้งสำคัญที่มีผลกระทบต่อเศรษฐกิจมหภาคอย่างมาก
- หาก Generative AI มีความสามารถอย่างที่หลายบริษัทคาดหวัง ตลาดแรงงานอาจเผชิญกับการหยุดชะงักครั้งใหญ่ จากการใช้ข้อมูลเกี่ยวกับงานด้านอาชีพทั้งในสหรัฐอเมริกาและยุโรป ประมาณสองในสามของงานในปัจจุบันต้องเผชิญกับระบบอัตโนมัติของ AI ในระดับหนึ่ง และ AI นั้นสามารถทดแทนงานปัจจุบันได้มากถึงหนึ่งในสี่ แสดงให้เห็นว่า AI อาจทำให้งานเต็มเวลายกเท่ากับ 300 ล้านงานจะกลายเป็นระบบอัตโนมัติ การเพิ่มผลิตภาพแรงงานทั่วโลกอาจมีนัยสำคัญทางเศรษฐกิจโดยคาดการณ์ว่าในที่สุด AI จะสามารถเพิ่ม GDP โลกต่อปีได้ 7%
- ในปี 2024 ประมาณ 40% ของบริษัททั่วโลกจะมีการใช้ Application ที่มีส่วนประกอบของ AI รวมถึง Chatbot ในการพัฒนาองค์กรหรือเพิ่มประสิทธิภาพและเพิ่มประสบการณ์ของลูกค้า และจะมีการขยายไปยังอุตสาหกรรมใหม่มากขึ้น เช่น การศึกษา การแพทย์ ยานยนต์มากขึ้น

สัดส่วนของการจ้างงานในแต่ละอุตสาหกรรมที่มีส่วนได้เสียกับการมาของปัญญาประดิษฐ์ (AI) จากภาพรวมจะพบว่ารวม 1 ใน 4 ของการจ้างงานทั้งหมดจะสามารถถูกแทนที่ได้ด้วย AI



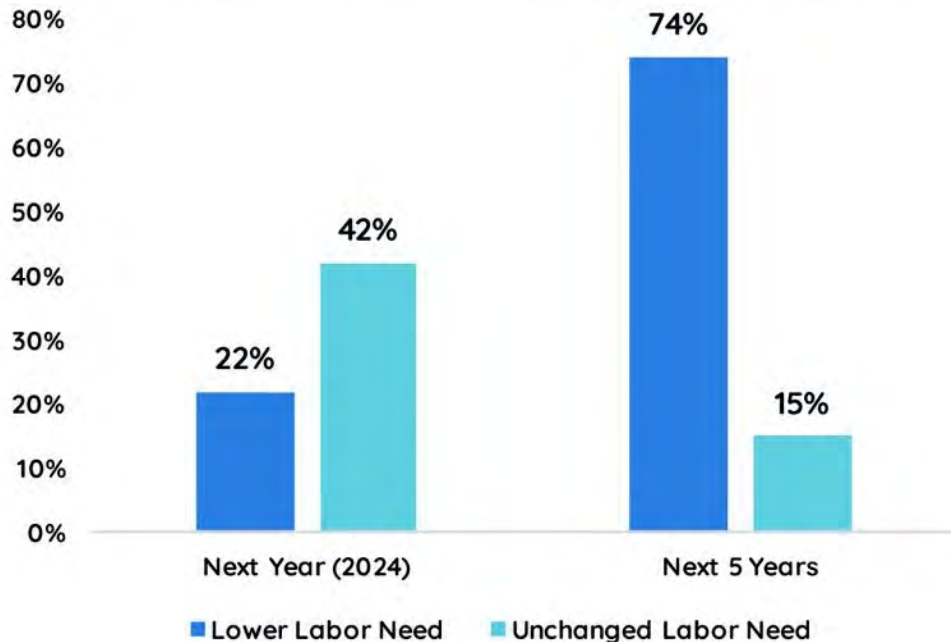




## AI มีการพัฒนาต่อ ยอดในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม

- ทีมผู้บริหารจากทุกกลุ่มอุตสาหกรรมได้พูดถึงการใช้ AI ที่มีอยู่ในปัจจุบัน โดยมากกว่า 32% ของบริษัทใน S&P 500 มีการพูดถึง AI ในผลประกอบการใน 2Q23 นอกจากนั้น แผนการที่ลงทุนเพิ่มเติมใน AI และความต้องการเทคโนโลยี AI ในปัจจุบันจะส่งผลดีทางอ้อมต่อธุรกิจ โดยอยู่ในบริบทของปรับปรุงประสิทธิภาพการทำงานและลดต้นทุน ในปี 2021 การลงทุนด้าน AI ของสหรัฐฯ และเอกชนทั่วโลกมีมูลค่ารวมทั้งสิ้น 53 พันล้านดอลลาร์และ 94 พันล้านดอลลาร์ตามลำดับ ซึ่งเพิ่มขึ้นมากกว่าห้าเท่าจากห้าปีก่อนและหากการลงทุนยังคงเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง การลงทุนด้านซอฟต์แวร์ก็เติบโตขึ้น ในช่วงทศวรรษ 1990 การลงทุนด้าน AI ของสหรัฐฯ เพียงอย่างเดียวอาจสูงถึง 1% ของ GDP ของสหรัฐฯ ภายในปี 2030
- ด้วยความต้องการในการใช้ AI ในองค์กรเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพและลดค่าใช้จ่ายทำให้มีการใช้ AI อย่างแพร่หลายในหลาย Platform และหลาย Applications นอกจากนั้น ประสิทธิภาพและความสามารถของชิปและหน่วยประมวลผลมีความเร็วและแม่นยำมากขึ้น ทำให้ความสามารถของ AI ในอนาคตอีก 3-5 ปีข้างหน้าจะเก่งกว่าระดับปัจจุบันอย่างมีนัยสำคัญ โดยเราจะเริ่มเห็นความสามารถของ AI จะเก่งด้านการเปรียบเทียบของสองสิ่งและความสามารถในการคำนวณจะเพิ่มขึ้นจากปัจจุบันที่เก่งในด้านภาษาเป็นหลัก ซึ่งมีบริษัทเทคโนโลยีระดับโลกที่เข้ามาทำในธุรกิจ AI อย่างแพร่หลายทั้ง **Microsoft, Amazon, Google, Tesla, Adobe, Meta Platform**

จากบทสำรวจ CEO ของนิตยสาร Fortune 500 พบว่าผลกระทบจาก AI ในระยะสั้นยังมีจำกัด แต่จะมีผลมากขึ้นในวงกว้างอย่างมีนัยสำคัญในอีก 5 ปีข้างหน้า โดยมีมากกว่า 70% มองว่ามีความจำเป็นในการใช้แรงงานน้อยลง และมองว่าอัตราการเติบโตของกำไรจะมาจากการขยายตัวของอัตราการทำกำไร

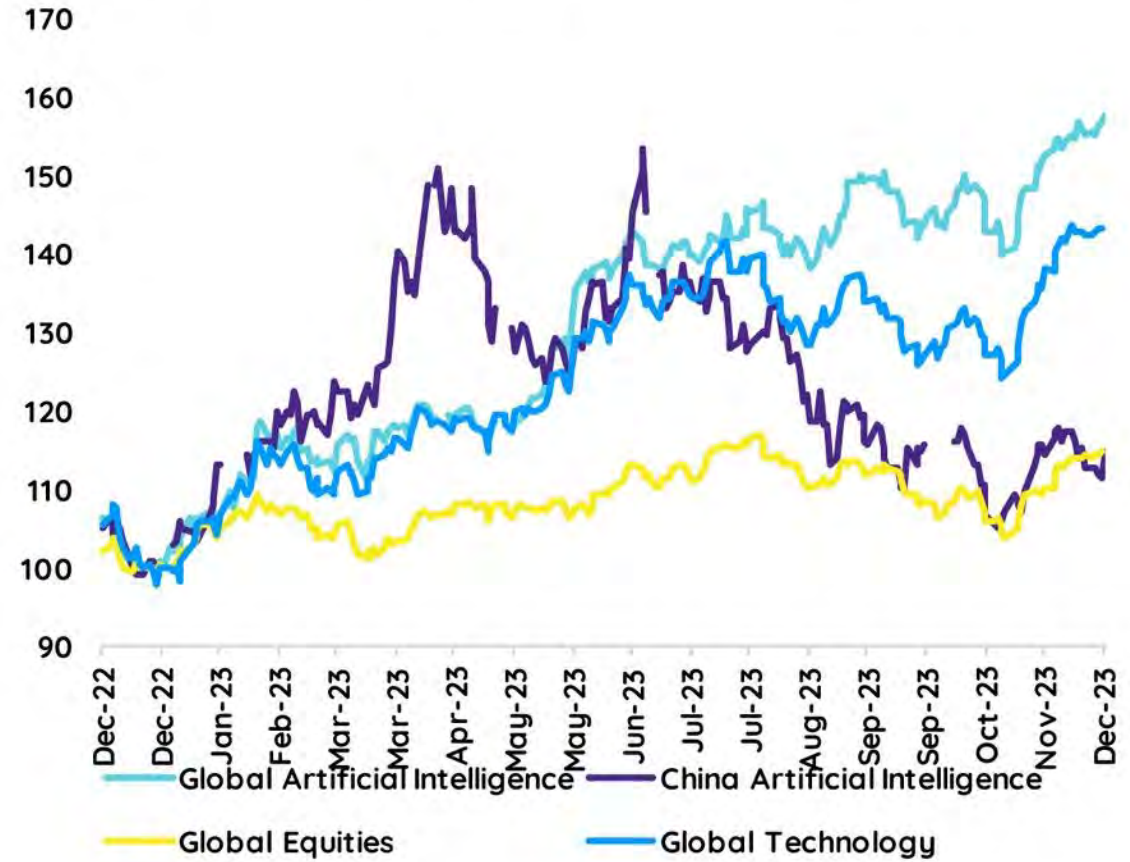




# ธีมการลงทุนใน AI จะยังเป็นธีมหลัก ในการลงทุนในระยะสั้นและยาว

- ในปี 2023 เป็นปีที่หุ้นที่เกี่ยวข้องกับ AI มีการปรับตัวเพิ่มขึ้น 48% ทั้งนี้เป็นผลสืบเนื่องจากการมาของ ChatGPT ในช่วงต้นปีและมีการพัฒนาในการใช้งานในวงกว้างในหลากหลายธุรกิจ ทำให้เราเห็นถึงความสามารถและประสิทธิภาพของเทคโนโลยี AI ที่มีต่อเศรษฐกิจและการเติบโตของบริษัทในระยะยาวผ่านผลผลิตที่เพิ่มขึ้นและต้นทุนที่ลดลง
- หากมองในเชิงวัฏจักรการใช้งานของ AI เราพบว่า การเติบโตยังอยู่ในช่วงต้นและมีแนวโน้มที่จะเติบโตสูงได้ต่อเนื่อง หลายประเทศและหลายธุรกิจเพิ่งมีการประยุกต์ AI ในกระบวนการทำงานมากขึ้น สอดคล้องกับการออกสินค้าใหม่ของผู้ผลิตชิปที่มีประสิทธิภาพในการประมวลผลมากขึ้น ซึ่งจะเห็นการเติบโตอย่างชัดเจนในปี 2024-2025
- เรามองว่าโอกาสในการลงทุนในธีม AI นั้นอยู่ที่ธุรกิจต้นน้ำอย่าง 1) ผู้ผลิตชิปอย่าง Nvidia, TSMC, AMD, Intel 2) บริษัททำ Applications อย่าง Microsoft, Adobe, Google 3) ผู้ทำ Data Center และระบบ Cloud อย่าง Amazon, Snowflake
- ในขณะที่เงินฝืดเงินการพัฒนามีแนวโน้มไปอย่างค่อยเป็นค่อยไป เนื่องจากยังเผชิญกับผลกระทบจากสงครามเทคโนโลยีระหว่างสหรัฐและจีน โดยเราเน้นไปที่บริษัทใหญ่ที่ทำ Application และโครงสร้างพื้นฐานของ AI อย่าง **Baidu, China Mobile, Alibaba, Tencent**

เปรียบเทียบการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นในธีม AI ให้ผลตอบแทนดีกว่าตลาดและกลุ่มเทคโนโลยีในภาพรวม แต่ธีม AI ของจีนให้ผลตอบแทนที่ต่ำกว่าทั้งนี้เป็นผลจากการจำกัดการเข้าถึงชิปในการพัฒนา AI ทำให้การพัฒนาช้ากว่าและมีข้อจำกัด แต่อย่างไรก็ดีผลตอบแทนยังมากกว่าตลาดจีนในภาพรวม





# EEEC

ความหวังเศรษฐกิจไทย



## บทสรุปผู้บริหาร

### โจทย์

ในปัจจุบัน ประเด็นด้านการลงทุนโดยตรงจากต่างชาติ (FDI) มีโจทย์หลักสำหรับประเทศไทย 4 ประการ อันได้แก่ (1) โลกจะเปลี่ยนแปลงไปด้านใด (2) เอเชียจะได้รับประโยชน์ในฐานะแหล่งลงทุนทางตรง (FDI) จากการเปลี่ยนแปลงของโลกได้อย่างไร (3) EEC ในฐานะเครื่องยนต์หลักในการดึงดูด FDI จะยังเป็นเครื่องยนต์หลักในการผลิตสินค้าเศรษฐกิจได้หรือไม่ และ (4) มีนัยยะต่อการลงทุนอย่างไร

### คำตอบ

โลกกำลังเปลี่ยนไป 4 ประการ ได้แก่ กระแสแรก ได้แก่ กระแส Permacrisis กระแสที่สอง ได้แก่ กระแส China Derisking กระแสที่สาม คือ กระแสการค้าและการลงทุนในภูมิภาคเอเชียโดยเฉพาะอาเซียนเพิ่มมากขึ้น ตาม Factory Asia Model และกระแสที่สี่ ได้แก่ กระแสการปฏิวัติอุตสาหกรรมผ่านการบูรณาการของเทคโนโลยีดิจิทัล ซึ่งทั้ง 4 กระแสนี้ ทำให้การลงทุนโดยตรง (FDI) ในเอเชียรวมถึงไทยจะได้รับประโยชน์ในฐานะแหล่งลงทุนทางตรง

### ความเชื่อมโยง

การเปลี่ยนแปลงของโลกสอดคล้องกับนโยบาย EEC ของรัฐบาลไทย ในฐานะเครื่องยนต์หลักในการดึงดูด FDI โดยใน Phase ที่ 1 (2018-22) EEC ประสบความสำเร็จในการผลักดันการลงทุน โดยตัวเลขการลงทุนโดยตรงอยู่ที่ 1.5 ล้านล้านบาท (หรือ 4.2 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ) และคิดเป็น 90% ของเงินลงทุน FDI ทั้งประเทศ โดยสาขาหลัก ได้แก่ อุตสาหกรรมน้ำมัน ยานยนต์ อิเล็กทรอนิกส์ และเกษตร

### เป้าหมาย

ขณะที่ใน Phase ที่ 2 EEC ตั้งเป้าหมายมูลค่าการลงทุน (2023-26) ประมาณ 2.2 ล้านล้านบาท (หรือประมาณ 6.5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ) โดยมุ่งเน้นใน 5 cluster หลัก ซึ่งเรามองว่า ทั้ง 5 Cluster ตอบโจทย์ของการเติบโตของเศรษฐกิจไทยในอนาคต โดยเฉพาะใน 3 Cluster หลักที่เราศึกษาในรายละเอียด ได้แก่ EV, BCG และ Medical Tourism ซึ่งเป็นอุตสาหกรรมที่เรามีความสามารถในการแข่งขันและได้รับแรงสนับสนุนจากภาครัฐ

### คำแนะนำลงทุน

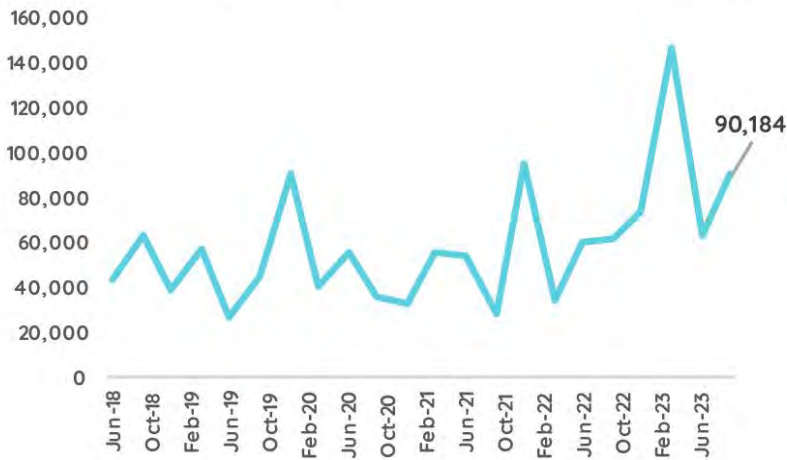
เราจึงแนะนำการลงทุนใน 3 ธุรกิจหลัก ได้แก่ (1) AMATA ที่เป็นผู้ประกอบการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ทั้งในประเทศและต่างประเทศ ด้วยความพร้อมในด้านต่างๆ (2) BGRIM ได้ประโยชน์จากการขายไฟฟ้าให้ลูกค้าอุตสาหกรรมมากขึ้น และ (3) BDMS มีเครือข่ายโรงพยาบาลที่แข็งแกร่งที่สุด (13 แห่ง) ในภาคตะวันออก และมีแผนที่จะเพิ่มจำนวนเตียงใน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



# แหล่งที่มาของการลงทุนในไทย และอุตสาหกรรมเป้าหมาย

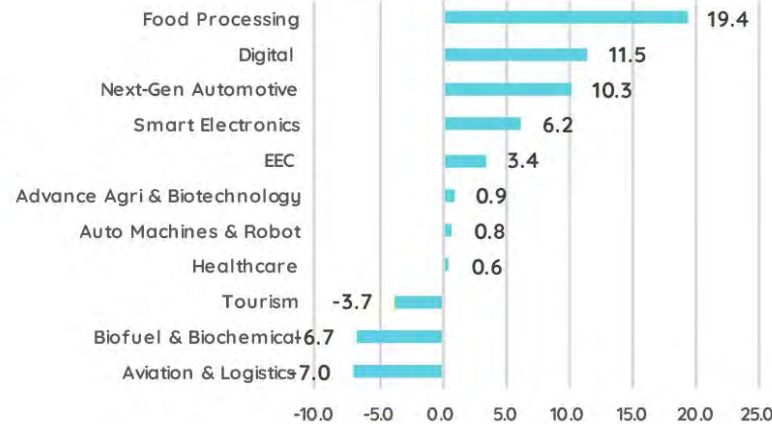
- หากพิจารณาในแหล่งที่มาของการลงทุน FDI ในไทย ข้อมูลการออกบัตรส่งเสริมการลงทุนในเขต EEC ของไทย จะพบว่าญี่ปุ่นมีการลงทุนในไทยมากที่สุด (14%) ตามมาด้วย จีน (11%) สิงคโปร์ (4%) สหรัฐฯ (4%) ออสเตรเลีย (4%) และอื่น ๆ
- ภาคอุตสาหกรรมที่มีการลงทุนมากที่สุดได้แก่ อิเล็กทรอนิกส์ (34%) เช่น บริษัท Gold Circuit Electronics, ITEQ Corporation, Taiwan Union Technology, QMB และ Inventec จากไต้หวันที่ยื่นลงทุนในอุตสาหกรรมอิเล็กทรอนิกส์ และ Sony เตรียมลงทุน 1 หมื่นล้านบาท หรือราว 71 ล้านดอลลาร์ เพื่อผลิตเซนเซอร์รับภาพ (Image sensor) สำหรับยานยนต์อัตโนมัติเป็นหลัก และคาดว่าเมื่อแล้วเสร็จจะยกระดับกำลังการผลิตของโซนี่ในไทยเพิ่มขึ้น 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 แปรรูปอาหาร (19.4% ต่อปี) เช่น บริษัท Tropical canning (Thailand); Four foods และ Food innopolis ดิจิทัล (11.5%) เช่น บริษัท Blockchainlab.ai และยานยนต์ (10.3%)

BOI's Approved Application in EEC (Quarterly; THBmn)



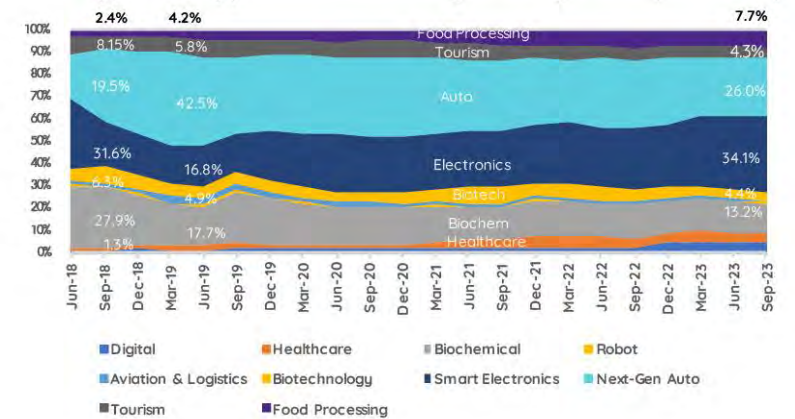
Source: BOI, EECO, CEIC

Sectoral growth of BOI's Approved Application in EEC (CAGR; %YoY)



Source: BOI, EECO, CEIC

BOI's Approved Application in EEC categorized by sector (% of Total)



Source: BOI, EECO, CEIC



# นิยามต่อการลงทุนโดยตรง

กลุ่มนิคมอุตสาหกรรม คาดจะเป็นกลุ่มหนึ่งที่ได้ประโยชน์ทางตรง เราคาดว่ายอดขายที่ดินของทั้ง AMATA และ WHA ในปี 2023 จะทำจุดสูงสุดในรอบหลายปีและมีโอกาสเติบโตในปี 2024

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

## ประโยชน์ทางตรง

### Transportation



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

BGRIM ได้ประโยชน์จากการขายไฟฟ้าให้ลูกค้าอุตสาหกรรมมากขึ้น GULF ได้ประโยชน์จากการขนส่งสินค้าผ่านท่าเรือน้ำลึกแหลมฉบังเพิ่มขึ้นในอนาคต (ถือหุ้น 40%)



### Infrastructure

## ระยะยาว

### Logistic

BEM และ CK บนการถือหุ้นในโครงการรถไฟฟ้าความเร็วสูงเชื่อม 3 สนามบิน โดยทั้งสองบริษัทถือหุ้นอยู่ 15% ในโครงการนี้





# อุตสาหกรรมอื่น ๆ ที่น่าจะได้ประโยชน์ในระยะยาว

อุตสาหกรรม	ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	นัยยะต่อการลงทุนในธีม EEC
โรงแรม	คาดว่าจะเป็ปริมาณนักท่องเที่ยวเพิ่มมากขึ้น และการประชุมหรืองานสัมมนาจะมีมากขึ้น	กลุ่มโรงแรมส่วนมากการลงทุนจะอยู่ในโซนพิกษา
อสังหาฯ	คาดว่ากลุ่มอสังหาริมทรัพย์จะเติบโตได้จากอุปสงค์ในที่อยู่อาศัยเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตามเราเฝ้าระวังการเติบโตของตลาดแบบเช่าว่าจะได้ประโยชน์และเติบโตได้ในระยะยาว รวมไปถึงกลุ่มคอนโดมิเนียม ที่สามารถรองรับอุปสงค์จาก Expat ได้ ขณะที่กลุ่มที่อยู่อาศัยแบบแนวราบจะเติบโตในระดับที่ต่ำกว่า	กลุ่มผู้ประกอบการที่อยู่อาศัยมีการพัฒนาโครงการเพื่อขายในพื้นที่ EEC อยู่บ้าง เช่น SPALI PSH ขณะที่ผู้ที่เน้นตลาดเช่าคือ ORI
โรงพยาบาล	ปัจจุบันพื้นที่ EEC มีปัญหาด้านสาธารณสุขเนื่องจากปัญหาเชิงโครงสร้าง ทั้งจากประชากรแฝง งบประมาณมีจำกัด และความแออัดของโรงงานอุตสาหกรรมที่มากขึ้น	BDMS มีเครือข่ายโรงพยาบาลที่แข็งแกร่ง (13 แห่ง) ในภาคตะวันออก และมีแผนที่จะเพิ่มจำนวนเตียงใน EEC มากขึ้น จาก 1,074 สู่ 1,700 เตียง
โรงเรียน	จำนวนแรงงานต่างชาติที่อาศัยและทำงานอยู่ในโซน EEC จะสูงขึ้นและจะทำให้ความต้องการโรงเรียนนานาชาติสูงขึ้น	SISB เป็นบริษัทเดียวในตลาดหลักทรัพย์ที่ทำธุรกิจเกี่ยวกับโรงเรียนนานาชาติ และมีโรงเรียนอยู่ที่จังหวัดระยองที่เพิ่งเปิดตัวในปี 2023
ค้าปลีก	การจับจ่ายใช้สอยจะเติบโตขึ้นตามภาพเศรษฐกิจใน EEC ที่จะเติบโตขึ้น	หุ้นกลุ่มค้าปลีกขนาดใหญ่ทุกตัวมีสาขาที่อยู่ในพื้นที่ EEC อยู่แล้ว



# SUSTAINABILITY

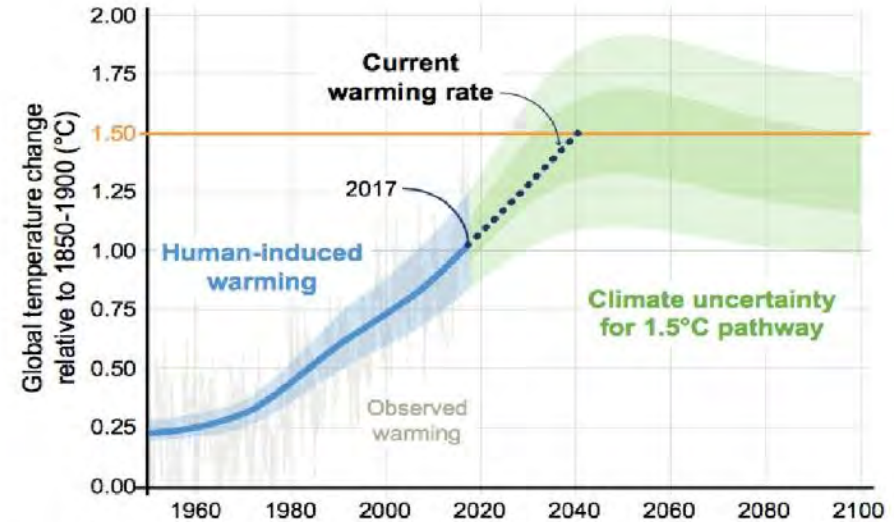
เติบโตอย่างยั่งยืน ด้วย Clean/  
Green energy technology และ Carbon credit



# Sustainability Trend: การเติบโตอย่างยั่งยืน

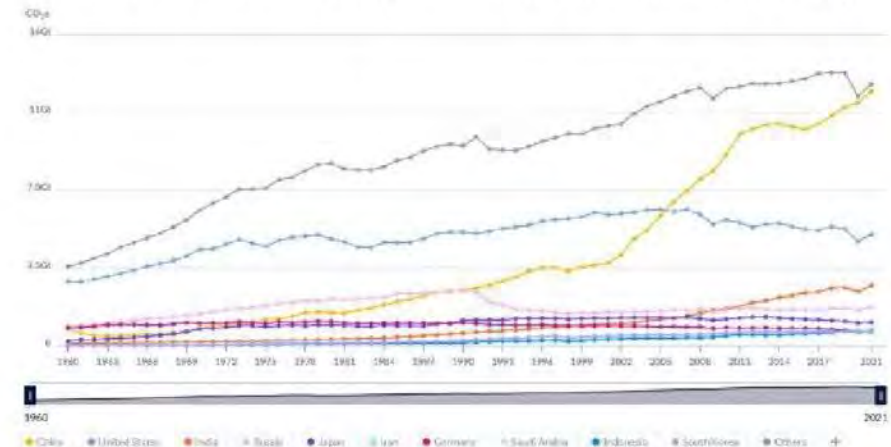
- หากจะพูดถึง Future trend ที่มาแรงมากๆ ในปัจจุบัน คงหนีไม่พ้น คำว่า Sustainability ที่บริษัทต่างๆ ทั่วโลก หันมาให้ความสนใจ สืบเนื่องมาจากรายงานของสหประชาชาติเกี่ยวกับความเสี่ยงภาวะอากาศของโลกที่เริ่มมีความแปรปรวนมากขึ้น จึงเป็นที่มาในการทำข้อตกลงร่วมกัน ในการประชุม Conference of the Parties ครั้งที่ 26 (COP26) ที่มีเป้าหมายสำคัญ คือการควบคุมอุณหภูมิเฉลี่ยของโลกไม่ให้สูงเกินกว่า 2 องศาเซลเซียส และมุ่งเป้าไม่ให้เกิน 1.5 องศาเซลเซียส เมื่อเทียบกับก่อนยุคปฏิวัติอุตสาหกรรม ซึ่งมีจำนวน 197 ประเทศภาคีสมาชิกร่วมลงนาม ซึ่งประเทศไทยก็เข้าร่วมการลงนามครั้งนี้ด้วยเช่นกัน
- หากพิจารณาการปล่อยคาร์บอนไดออกไซด์สู่ชั้นบรรยากาศโลก 10 อันดับแรกของโลก จะเห็นว่าประเทศจีนมีอัตราการเพิ่มของการปล่อยมลภาวะที่สูงขึ้นต่อเนื่อง เนื่องจากการเติบโตทางเศรษฐกิจที่รวดเร็ว โดยเฉพาะอย่างยิ่งอุตสาหกรรมหนักอย่าง เหล็ก ซีเมนต์ และพลาสติกเคมีภัณฑ์ ซึ่งจีนต้องพึ่งพาโรงไฟฟ้าถ่านหินที่เป็นแหล่งพลังงานที่ปล่อยคาร์บอนไดออกไซด์มาก รองลงมาคือสหรัฐฯ แต่เห็นแนวโน้มปรับตัวลดลงต่อเนื่องในรอบ 5 ปีที่ผ่านมา
- โดยรวมกระแสการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกยังมีค่อนข้างมากในอนาคต ดังนั้นอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องกับการลดก๊าซเรือนกระจก จะมีการพัฒนาค่อนข้างมาก อาทิ การพัฒนาพลังงานสะอาดมาทดแทน พลังงานที่มาจากฟอสซิล รวมถึงการชดเชยคาร์บอนเครดิต ที่จะเป็นตัวเร่งให้ทุกฝ่ายเร่งการลดก๊าซเรือนกระจกให้เร็วขึ้น จึงคาดว่ากระแส Sustainability จะเป็น Future Trend ได้อย่างไม่แปลกใจ

แนวโน้มการเปลี่ยนแปลงของอุณหภูมิของโลก



ที่มา: NASA Climate Change

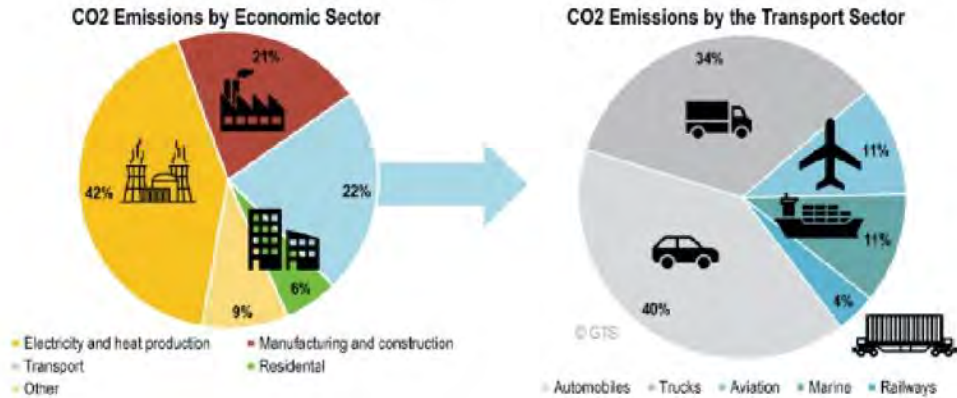
กราฟแสดงการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ของประเทศหลักๆ



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



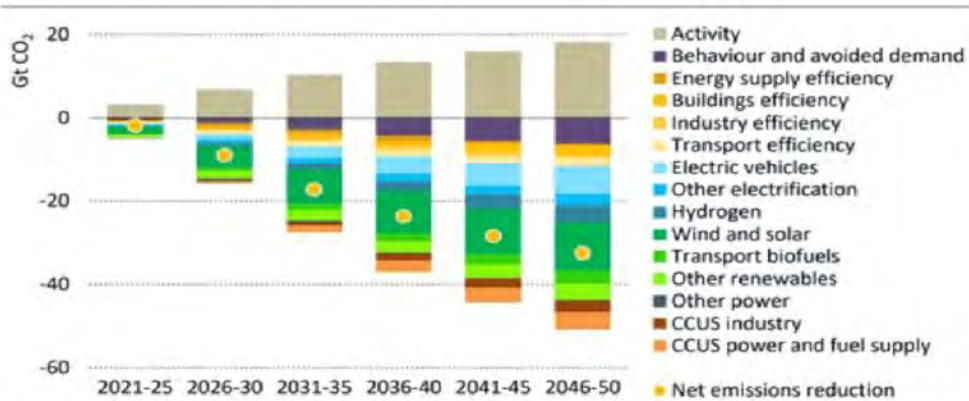
### สัดส่วนการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์สู่ชั้นบรรยากาศโลก แบ่งตามอุตสาหกรรม



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

### เป้าหมายการลดก๊าซเรือนกระจกทั่วโลกส่วนใหญ่ จะเน้นเพิ่มสัดส่วนพลังงานสะอาด

Average annual CO<sub>2</sub> reductions from 2020 in the NZE



ที่มา: IEA

IEA. All rights reserved.

## Sustainability Trend: เน้นพลังงานสะอาด

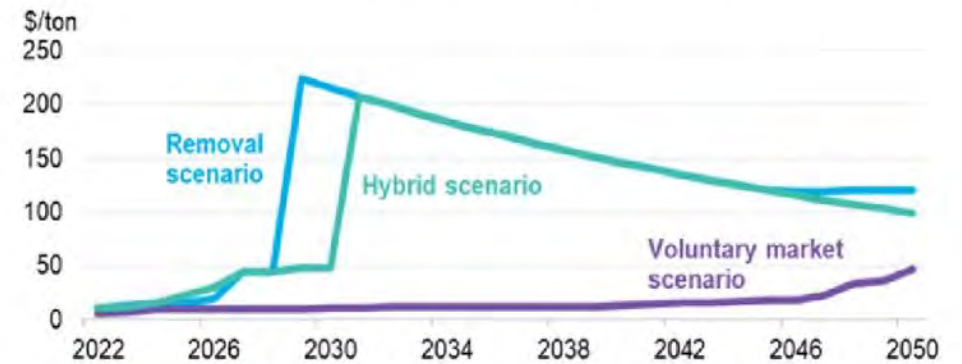
- ทั้งนี้หากพิจารณาการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสู่ชั้นบรรยากาศ จะเห็นว่าภาคการผลิตไฟฟ้าจะมีสัดส่วนการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์สู่ชั้นบรรยากาศโลกมากที่สุดอยู่ที่สัดส่วน 42% และอันดับที่ 2 คือภาคอุตสาหกรรมสัดส่วน 21% โดยคาดว่าจะนำพลังงานสะอาดมา Implement ใช้ เพื่อทดแทนพลังงานจาก Fossil Fuel เดิม และโรงไฟฟ้าใหม่ๆ ก็คาดว่าจะเลือกสร้างโรงไฟฟ้าสะอาด มากกว่าโรงไฟฟ้าจาก Fossil fuel
- พลังงานสะอาด คือ พลังงานที่เป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อม ไม่ก่อให้เกิดมลพิษที่เป็นอันตรายเหมือนกับพลังงานประเภทอื่นๆ หรือก่อให้เกิดมลภาวะอย่างน้อยที่สุดในทุกขั้นตอนนับตั้งแต่การผลิต การแปรรูป การใช้งาน ไปจนถึงการจัดการของเสีย รวมถึงไม่ปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์สู่ชั้นบรรยากาศโลก ซึ่งเป็นต้นเหตุของภาวะโลกร้อน พลังงานสะอาดจึงเป็นพลังงานทางเลือกที่นำมาใช้ทดแทนแหล่งพลังงานเดิมที่มีอยู่อย่างจำกัด
- การให้ความสำคัญและการใช้พลังงานสะอาดถือเป็นเรื่องที่สำคัญมากขึ้นเรื่อยๆ โดยในระดับสากลเริ่มมีการให้ความสำคัญในเรื่องนี้อย่างจริงจัง เช่นเดียวกับประเทศไทยที่มีการออกนโยบายแผนพลังงานชาติที่เน้นการส่งเสริมพลังงานสะอาดอย่างต่อเนื่อง โดยการเน้นการเพิ่มสัดส่วนพลังงานทดแทนและพลังงานสะอาดจากโรงไฟฟ้าใหม่ โดยมีสัดส่วน RE ไม่น้อยกว่า 50% ส่งเสริมการใช้ยานยนต์ไฟฟ้า (EV) พัฒนาและยกระดับเทคโนโลยีระบบไฟฟ้า (Grid Modernization) เพื่อรองรับการผลิตไฟฟ้าแบบกระจายศูนย์ระบบไมโครกริดตลอดจนการผลิตเองใช้เอง (Prosumer) ที่มากขึ้น รวมถึงมุ่งปลดล็อกกฎระเบียบการซื้อขายไฟฟ้า เพื่อรองรับการผลิตเองใช้เองดังกล่าว การปรับตัวเพื่อรองรับและส่งเสริมการผลิตและการใช้ยานยนต์ไฟฟ้า (EV) และสถานีอัดประจุไฟฟ้า



## Sustainability Trend: โอกาสลงทุน และความท้าทาย

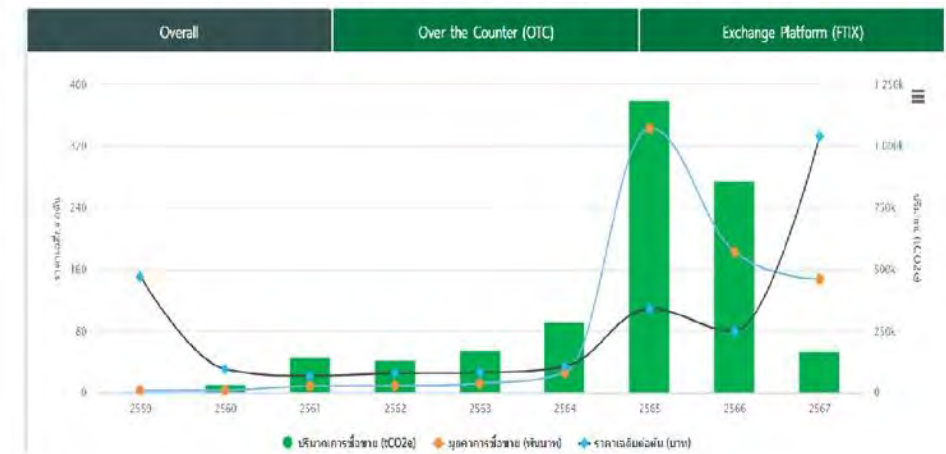
- การลงทุนในอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องกับ sustainability พลังงานสะอาดหรือคาร์บอนเครดิต เป็นการลงทุนในระยะยาว โดยในช่วงต้นจะส่วนใหญ่ต้องได้รับการสนับสนุนจากรัฐ ผ่านการสนับสนุนผลประโยชน์ทางภาษี หรือกำหนดบทลงโทษ เช่น ภาษีคาร์บอน เพื่อให้เกิดการลงทุนเพื่อลดต้นทุนดังกล่าว ในส่วนของโอกาสในการลงทุน trend พลังงานสะอาด เช่น การลงทุนในโรงไฟฟ้าที่เน้นพลังงานหมุนเวียน ซึ่งมีโอกาสได้รับการสนับสนุนผ่านกำลังการผลิตใหม่เพิ่มเติมในอนาคต เพื่อสอดคล้องกับแผนที่จะเข้าสู่ความเป็นกลางทางคาร์บอนของประเทศไทย ในส่วนของการลงทุนคาร์บอนเครดิต จะมีทั้งจากผู้ที่อยู่ในอุตสาหกรรมที่ใช้พลังงานมาก เช่น กลุ่ม SCC กลุ่ม PTT รวมถึงโรงไฟฟ้าที่ใช้ Fossil fuel ที่ต้องลงทุนเพื่อหาทางลดเขยต้นทุนด้าน Sustainability ที่อาจเกิดขึ้นในอนาคต เช่น การลงทุนปรับปรุงประสิทธิภาพโรงงานเพื่อลดการปล่อยมลภาวะ รวมถึงโครงการด้านสิ่งแวดล้อมต่างๆ ในขณะที่หลายบริษัทเริ่มมองเห็นโอกาสในการสร้างรายได้ผ่านการขายคาร์บอนเครดิต ได้แก่ EA ที่มีการดำเนินการผลิตไฟฟ้า รวมถึงโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนต่างๆ ที่เริ่มมีการดำเนินการขอขึ้นทะเบียนรับรองการคาร์บอนเครดิตเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ
- ความท้าทาย คือ ต้นทุนส่วนเพิ่มของแต่ละบริษัท เนื่องจากพลังงานสะอาดจะต้องใช้เม็ดเงินลงทุนมากกว่าพลังงานที่มาจาก fossil อาจส่งผลต่อความมั่นคงพลังงานในระยะสั้น และหากภาวะเศรษฐกิจยังคงอ่อนแอ รวมถึงต้นทุนอัตราดอกเบี้ยที่สูง จะทำให้การเข้าสู่ความเป็นกลางทางคาร์บอนช่วงแรกเกิดช้ากว่าแผนที่

คาดการณ์ราคาคาร์บอนเครดิตจะปรับตัวสูงขึ้นมากในอนาคต



ที่มา: BloombergNEF

ปริมาณการซื้อขายคาร์บอนเครดิตในประเทศไทย



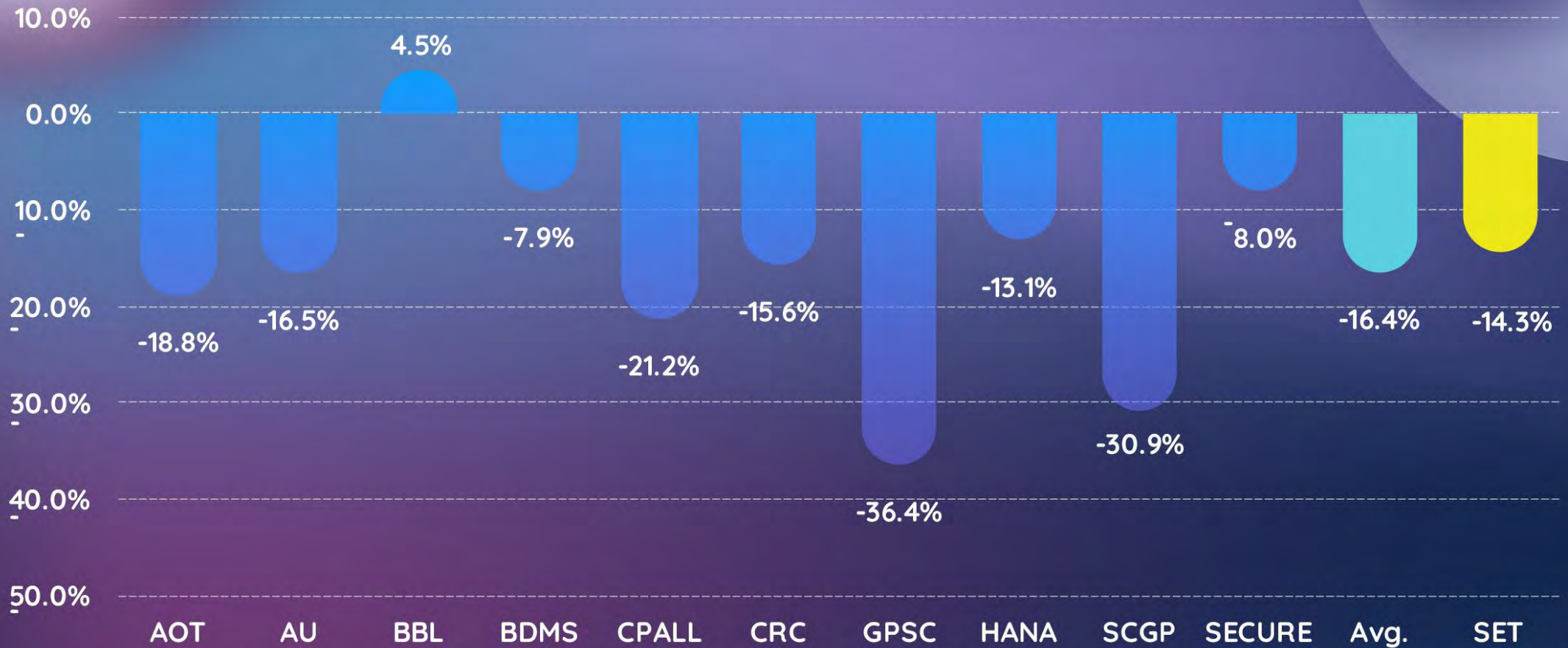
ที่มา: TGO



# TOP PICKS 2024



## สรุป Performance 10 หุ้มน่าปี 2023



หมายเหตุ : คำนวณวันสุดท้าย 30 พ.ย. 2023



# 10 Top Picks 2024

Stock	เหตุการณ์ลงทุน	Rating ESG	ราคาตลาด ณ 30 พ.ย. 23	Target Price (บาท)	Upside Gain	ราคาต่ำสุดในรอบ 1 ปี (บาท)	% Downside เทียบกับ ราคาหุ้นต่ำสุดในรอบ 1 ปี
AMATA	ได้ประโยชน์จากย้ายฐานการผลิตและ EEC	“AAA”	25.00	29.10	16%	19.00	-24%
BBL	ตั้งสำรองลด ได้ประโยชน์จากการย้ายฐานผลิต	“AA”	151.00	210.00	39%	142.00	-6%
BEM	สิ้นสุด 3 โครงการใหญ่ในปี 2024	“AA”	7.80	9.00	15%	7.70	-1%
BDMS	ตลาดผู้ป่วยเติบโต ผลิต Wellness Tourism	“AA”	26.25	35.00	33%	25.00	-5%
CPALL	ได้ประโยชน์ Digital Wallet และท่องเที่ยวฟื้นตัว	“AAA”	52.00	74.00	42%	51.75	0%
CRC	รับผลบวก E-refund และท่องเที่ยวฟื้นตัว	“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 ฟื้น	“AAA”	287.00	357.00	24%	282.00	-2%
SCGP	เข้าสู่ปีแห่งการฟื้นตัว	“AAA”	38.50	51.00	32%	33.25	-14%
<b>Avg.</b>					<b>30%</b>		<b>-8%</b>

- InnovestX ประเมินว่า หากมีการลงทุนใน 10 Top Picks 2024 ซึ่งให้น้ำหนักเท่ากับที่หุ้นละ 10% ของเงินลงทุน ในกรณีปกติ (สถานการณ์เป็นไปตามคาด) ผลตอบแทนที่คาดหวังเฉลี่ยจะอยู่ที่ราว 30% อย่างไรก็ตาม มีโอกาสผลตอบแทนที่คาดหวังจะสูงกว่า 30% หากสถานการณ์ดีกว่าคาด อาทิ เศรษฐกิจฟื้นตัวเร็วกว่าคาด, ดอกเบี้ยปรับลงเร็วกว่าคาด, ความเสี่ยงเชิงภูมิรัฐศาสตร์คลี่คลาย ซึ่งจะเป็น Upside Risk ต่อกำไรและราคาเป้าหมายของหุ้นแต่ละตัวในปี 2024 ส่วนกรณีเลวร้ายที่สุด (สถานการณ์แย่กว่าคาด) ผลตอบแทนที่คาดหวังสามารถติดลบได้ 8% โดยอิงจากความผันผวนของราคาหุ้นที่ต่ำสุดแต่ละตัวในรอบ 1 ปีที่ผ่านมา



# AMATA

**TARGET PRICE  
29.10 บาท**

## ได้ประโยชน์จากย้ายฐานการผลิตและ EEC

### เหตุผลการลงทุน

- AMATA หนึ่งในผู้นำกลุ่มนิคมอุตสาหกรรมของไทย ที่มีความพร้อมทั้งด้าน Strategic Location และระบบสาธารณูปโภคที่รองรับได้หลายอุตสาหกรรม
- ปี 2023 คาดยอดขายที่ดินจะเติบโตโดดเด่น 145% เท่ากับ 1,700 ไร่สูงกว่าเป้าที่ตั้งไว้ที่ 1,500 ไร่และเป็นระดับที่สูงที่สุดในรอบ 4 ปี ส่วนใหญ่เกิดจากยอดขายในไทยที่ได้อุปสงค์ในพื้นที่ EEC การย้ายและการขยายฐานการผลิตจากต่างประเทศทั้งจีน ญี่ปุ่น และได้หวัน อุตสาหกรรมหลัก 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

- ทิศทางเศรษฐกิจโลกที่คาดว่าจะยังผันผวนในปี 2024
- ติดตามโอกาสและความเสี่ยงของการย้ายฐานการผลิตของบางอุตสาหกรรม
- การเพิ่มขึ้นของค่าแรงขั้นต่ำ

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

## ตั้งสำรองลด ได้ประโยชน์จากการย้ายฐานผลิต

### เหตุผลการลงทุน

- คาดอัตราการตั้งสำรอง (Credit cost) มีแนวโน้มลดลงมากที่สุดในกลุ่มธนาคารในปี 2024 เนื่องจาก BBL มีความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์ต่ำกว่าธนาคารอื่นๆ เพราะเน้นสินเชื่อลูกค้าธุรกิจขนาดใหญ่ และ LLR coverage สูงที่สุดในกลุ่มธนาคารที่ 283%
- ปี 2024 คาดกำไรจะเติบโต 14%YoY โดยคาดว่ากำไรเติบโตของสินเชื่อจะค่อยๆ เป็นตัวมาอยู่ที่ 5% ซึ่งมี upside จากการย้ายฐานการผลิตมายังภูมิภาคอาเซียน ในขณะที่ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยคาดว่าจะยังเพิ่มขึ้นได้อีก 17 bps และ credit cost ที่ลดลง 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

## ลึนสรุป 3 โครงการใหญ่ในปี 2024

TARGET PRICE  
9 บาท

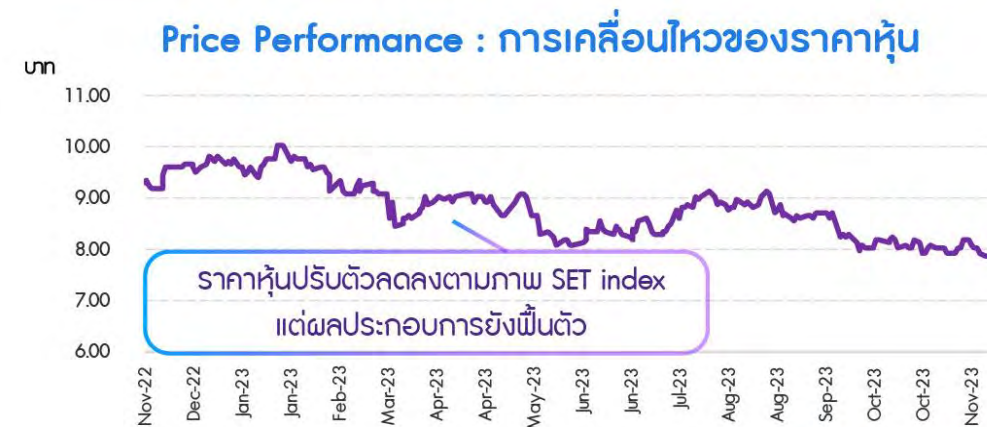
### เหตุผลการลงทุน

- BEM เป็นผู้ได้รับสัมปทานทางด่วนเส้นหลักๆ ในกรุงเทพฯ และรถไฟฟ้าสายสีน้ำเงิน และเป็นบริษัทที่มีความผันผวนของรายได้ที่ต่ำ เนื่องจากปริมาณผู้ใช้ทางด่วนและรถไฟฟ้ามีความผันผวนที่ต่ำ
- ปี 2024 คาดผลประกอบการเติบโตที่ 27%YoY อยู่ที่ 4.5 พันลบ. โดยได้รับแรงหนุนจาก 1) การเติบโตของปริมาณผู้ใช้ทางด่วนที่ 5.3% และ 2) การฟื้นตัวของจำนวนผู้โดยสาร MRT ที่ 25% โดย ณ.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
- การประมูลงานเดินรถไฟฟ้าสายสีม่วงใต้

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



Source : InnovestX Research, SETSMART



# BDMS

## ตลาดผู้ป่วยเติบโต ผลิต Wellness Tourism

**TARGET PRICE  
35 บาท**

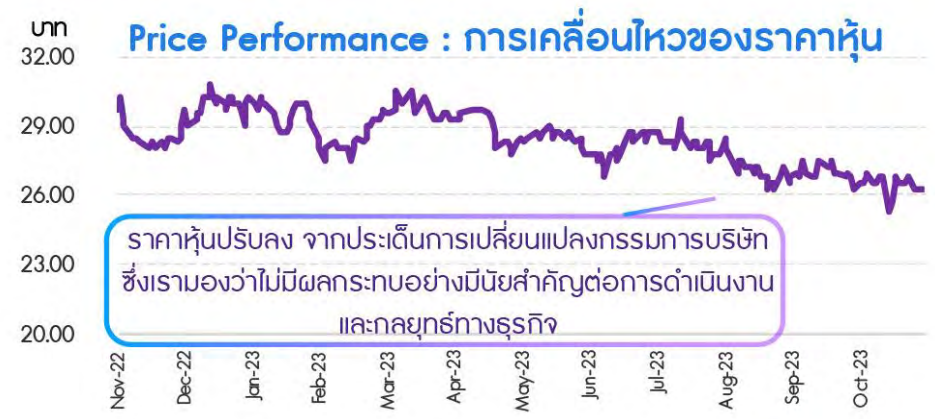
### เหตุผลการลงทุน

- 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
- ได้ประโยชน์จากเทรนด์ Wellness Tourism ในประเทศไทย BDMS เป็นผู้ให้บริการผู้ป่วยชาวต่างชาติและมีการลงทุนอย่างชัดเจนต่อเนื่องในธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับ Wellness โดย BDMS ตั้งเป้าหมายสัดส่วนรายได้ของธุรกิจที่ไม่ใช่การรักษาพยาบาล (Non-hospital business) ซึ่งรวมธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับ Wellness, Digital Healthcare Service และยา และเวชภัณฑ์เพิ่มเป็น 15-20% ของรายได้รวมในระยะยาว (จากปัจจุบันที่ 5%)

### ปัจจัยติดตาม

- เหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดที่จะส่งผลกระทบต่อทำให้ผู้ป่วยชะลอการเข้าใช้บริการ
- การแข่งขันรุนแรง
- การขาดแคลนบุคลากร

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



Source : InnovestX Research, SETSMART



CPALL

## ได้ประโยชน์ Digital Wallet และท่องเที่ยวฟื้นตัว

### เหตุผลการลงทุน

- CPALL คาดเป็นบริษัทที่ได้รับประโยชน์หลักจากโครงการ Digital wallet (วงเงิน 5 แสนล.) ซึ่งหากอนุมัติ คาดจะเริ่มใช้เงินในโครงการได้ตั้งแต่ พ.ค. 2024 เนื่องจาก CPALL เป็นบริษัทในกลุ่มค้าปลีกที่มีจำนวนสาขามากที่สุด และมีสาขาครอบคลุมทุกอำเภอของประเทศไทย
- ปี 2024 คาดผลประกอบการจะเติบโต 22% YoY (สูงกว่าค่าเฉลี่ยการเติบโตในกลุ่มค้าปลีกที่ 16% YoY) แรงแหวนจาก 1) การเติบโตของยอดขายและอัตรากำไรในธุรกิจร้านสะดวกซื้อ ตามการกลับมาของการบริโภคในประเทศและการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยว และ 2) ดอกเบี้ยจ่ายลดลงในช่วง 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
- การเปลี่ยนแปลงนโยบายรัฐบาลใหม่

# 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 และท่องเที่ยวฟื้นตัว

TARGET PRICE  
48 บาท

### เหตุผลการลงทุน

- CRC คาดเป็นบริษัทที่ได้รับประโยชน์หลักจากโครงการ E-refund ซึ่งหากอนุมัติ คาดว่าสามารถใช้สิทธิลดหย่อนภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาจากการซื้อสินค้าและบริการมูลค่าไม่เกิน 50,000 บาท ตั้งแต่ ม.ค. - ก.พ. 2024 ซึ่งจากมาตรการลดหย่อนภาษีชอปปิงครั้งล่าสุด (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 จากการมีสัดส่วนยอดขายสินค้าที่ให้มาร์จิ้นสูงเพิ่มขึ้นและการปรับส่วนลดให้เหมาะสมโดยเริ่มจากกลุ่มแฟชั่น ทั้งนี้ การออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐเป็น Upside ต่อประมาณการของ InnovestX 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

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

TARGET PRICE  
63 บาท

### เหตุผลการลงทุน

- กำลังการผลิตยังขยายตัวต่อเนื่องในช่วง 10 ปีข้างหน้า ยังคงเติบโตปีละ 6% หรือเพิ่มขึ้นมากกว่า 8.8 GW โดยเพิ่มสัดส่วนพลังงานหมุนเวียนเป็น 30% ภายในปี 2033 และทำให้กำไรเติบโตต่อเนื่อง 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 ยังคงมุมมองว่า GULF จะได้รับผลกระทบจากการปรับค่า Ft น้อยกว่าคู่แข่ง เนื่องจากสัดส่วนการขายไฟฟ้าให้ลูกค้าอุตสาหกรรมคิดเป็นเพียง 9% เมื่อเทียบกับคู่แข่งที่ >20% และภาคต้นทุนพลังงานน่าจะปรับลดลงตามราคาก๊าซธรรมชาติ

### ปัจจัยติดตาม

- การปรับค่า Ft ในช่วง ปี 2024 และค่าเชื้อเพลิงที่ยังเป็นความเสี่ยง
- การเปิดประมูลโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนรอบที่ 2
- ความสำเร็จในการพัฒนาธุรกิจโครงสร้างพื้นฐานและ data center

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 กระตุ้นยอดขาย ธุรกิจ lifestyle

### เหตุผลการลงทุน

- ปี 2024 แนวโน้มกำไรยังเติบโตต่อเนื่อง แรงหนุนจากอุปสงค์ผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูปที่เพิ่มขึ้นและส่วนแบ่งตลาดสูงสุดในอุตสาหกรรม (>40%) และรายได้ที่ดีขึ้นจากธุรกิจ lifestyle
- ปริมาณขายน้ำมันเครื่องบีนยังคงเพิ่มขึ้นในอัตราที่สูงกว่าอุตสาหกรรม ซึ่งบ่งชี้ถึงส่วนแบ่งการตลาดที่สูงขึ้นในกลุ่มนี้
- การบริหารสินค้าคงคลังและการเพิ่มประสิทธิภาพด้านต้นทุนยังคงเป็นจุดโฟกัสหลักเพื่อลดความเสี่ยงจากราคาน้ำมันที่ผันผวนและเพิ่มอัตรากำไร OR มีแผนที่จะยังคงบริหารสินค้าคงคลังต่อไปเพื่อป้องกันไม่ให้เกิดขาดทุนจากสต็อกน้ำมัน ในช่วงราคาน้ำมันผันผวน และหาโอกาสสร้างกำไรหากราคาน้ำมันปรับขึ้น
- OR คาดจะได้รับประโยชน์จากนโยบายแจกเงินดิจิทัลวอลเล็ตผ่านธุรกิจ lifestyle โดยเฉพาะในส่วนของธุรกิจอาหารและเครื่องดื่ม (Café Amazon)

### ปัจจัยติดตาม

- การปรับตัวของราคาน้ำมัน และนโยบายรัฐในการแทรกแซงราคาขายปลีก
- แผนการเพิ่มอัตรากำไร EBITDA ของธุรกิจ lifestyle
- การลงทุนใหม่ๆ ในกลุ่มธุรกิจ Lifestyle เช่น ธุรกิจเพื่อสุขภาพและโรงแรม

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

### Price Performance : การเคลื่อนไหวของราคาหุ้น



Source : InnovestX Research, SETSMART





**TARGET PRICE  
357 บาท**

## Downside จำกัด รอ Chemical Cycle ฟื้น

### เหตุผลการลงทุน

- SCC เป็นผู้นำในธุรกิจซีเมนต์ วัสดุก่อสร้าง เคมีภัณฑ์ และบรรจุภัณฑ์ในภูมิภาค ASEAN โดยกำลังอยู่ในช่วงเริ่มทดสอบการผลิตโรงงานพลาสติกแห่งใหม่ในประเทศเวียดนาม ซึ่งจะได้ประโยชน์จากฐานที่ตั้งอยู่ในบริเวณ Demand center
- ปี 2024 คาดกำไรปกติจะฟื้นตัว 57%YoY ปัจจัยหนุนจาก 1) การฟื้นตัวของธุรกิจซีเมนต์และวัสดุก่อสร้าง 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 ใกล้เคียง -1.S.D. เทียบกับค่าเฉลี่ย PER 5 ปี ที่ 12.9 เท่า นอกจากนี้ราคาหุ้น SCC ยังปรับลงมาซื้อขายที่ระดับต่ำกว่า Book value เป็นครั้งแรกในรอบอย่างน้อย 10 ปี มาอยู่ที่ 0.75 เท่า ณ ปัจจุบัน จึงทำให้มอง Downside risk จำกัด

### ปัจจัยติดตาม

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

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 ที่ตอบโจทย์ Sustainability ในระยะยาว
- ผลการดำเนินงานอยู่ในทิศทางที่ฟื้นตัวต่อเนื่อง ปัจจัยหนุน ได้แก่ แนวโน้มราคาบรรจุภัณฑ์กระดาษที่เริ่มเห็นสัญญาณฟื้นตัวตั้งแต่ 4Q23 จากการกลับมาของปริมาณความต้องการบรรจุภัณฑ์กระดาษจากประเทศจีน ซึ่งเป็นผู้นำเข้ารายใหญ่ของภูมิภาค นอกจากนี้ยังได้ประโยชน์จากต้นทุนพลังงานถ่านหิน และค่าไฟฟ้าที่มีแนวโน้มปรับตัวลดลง
- ราคาหุ้นปรับตัวลดลงสะท้อนประเด็นลบไปค่อนข้างมากแล้ว ขณะที่แนวโน้มผลการดำเนินงานคาดว่าจะอยู่ในทิศทางที่ฟื้นตัวต่อเนื่อง ราคาหุ้นซื้อขายที่ PER 2024 ระดับ 21.4 เท่า คิดเป็น PER -2 S.D. และต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 3 ปีที่ 31.7 เท่า

### ปัจจัยติดตาม

- คาดว่าจะได้รับอันดับ 1 จากการออกกองทุน 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



# ทีมผู้จัดทำ YEARBOOK 2024

 Innovest<sup>x</sup> Research





# Disclaimer

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

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

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

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (INVX) ซึ่งมี บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของ บริษัท บิ๊กซี รีเทล คอร์ปอเรชั่น (มหาชน) (“BRC”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของบริษัท เบอร์ลี ยูเคเกอร์ จำกัด (มหาชน) ความเห็น ชั่ว บกวิจย บกวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาญาณของตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) ซึ่งมี บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของ ทรัสต์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าสังหาริมทรัพย์ แอล เอช โฮเทล ความเห็น ชั่ว บกวิจย บกวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาญาณของตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

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

เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้กับเฉพาะบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขยาย จำหน่าย คัดลอก นำออกแสดง หรือนำไปแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ ไม่ว่าด้วยวิธีการใด ๆ โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX เป็นการล่วงหน้า

© สงวนลิขสิทธิ์ 2565 บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ 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, BJC, 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, KTMS, KUMWEL, KUN, LALIN, LANNA, LH, LHFG, LIT, LOXLEY, LPN, LRH, LST, M, MAJOR, MALEE, MATCH, MBK, MC, M-CHAI, MCOT, MEGA, MFC, MFEC, MILL, MINT, MONO, MOONG, MSC, MST, MTC, MTI, NC, NCH, NCL, NDR, NER, NKI, NOBLE, NRF, NTV, NVD, NWR, NYT, OCC, OISHI<sup>1</sup>, ONEE, OR, ORI, OSP, OTO, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDJ, PG, PHOL, PIMO, PJW, PLANB, 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, SEAOL, SECURE, SELIC, SENA, SENX, SFP<sup>2</sup>, SFT, SGC, SGF, SGP, SHR, SICT, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKR, SM, SMP, SMT, SNC, SNNP, SNP, SO, SPALI, SPC, SPCG, SPI, SPRC, SR, SSC, SSF, SSSC, STA, STC, STEC, STGT, STI, SUC, SUN, SUSCO, SUTHA, SVI, SVT, SYMC, SYNEX, SYNTEC, TACC, TAE, TCAP, TCMC, TEAMG, TEGH, TFG, TFMAMA, TGE, TGH, THANA, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIDLOR, TIPH, TISCO, TK, TKN, TKS, TKT, TLI, TM, TMC, TMD, TMT, TNDT, TNITY, 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, TVO, TVT, TWPC, UAC, UBE, UBIS, UKEM, UP, UPF, UPOIC, UV, VCOM, VGI, VIBHA, VIH, VL, WACOAL, WGE, WHA, 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, DPAINT, DV8, EFORL, EKH, ESSO, ESTAR, EVER, FORTH, FSMART, FTI, GEL, GPI, HEALTH, HUMAN, IFS, INSET, IT, J, JCKH, 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, WIJK, WIN, WP, XO

**Companies with Good CG Scoring**

24CS, 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, TPAC, 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 (ได้รับสถานะ)**

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, FTE, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GJS, GPI, GPSC, GSTEEL, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HENG, HMPRO, HTC, ICC, ICHI, IFS, III, ILINK, ILM, INET, INOX, INSURE, INTUCH, IRPC, ITEL, IVL, JAS, JKN, JR, JTS, KASET, KBANK, KBS, KCAR, KCC, KCE, KGEN, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, L&E, LANNA, LHFG, LHK, LPN, LRH, M, MAJOR, MALEE, MATCH, MBAX, MBK, MC, MCOT, META, MFC, MFEC, MILL, MINT, MONO, MOONG, MSC, MST, MTC, MTI, NATION, 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, S&J, SAAM, SABINA, SAK, SAPPE, SAT, SC, SCC, SCCC, SCG, SCGP, SCM, SCN, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SGC, SGP, SIRI, SITHAI, SKR, SMIT, SMK, SMP, SNC, SNNP, SORKON, SPACK, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSS, SSP, SSSC, STA, STC, STEC, STGT, STOWER, SUSCO, SVI, SYMC, SYNTEC, TAE, TAKUNI, TASCOC, TCMC, TFG, TFI, TFMAMA, TGE, TGH, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIDLOR, TIPCO, TISCO, TKS, TKT, TMD, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TOP, TOPP, TPA, TPCS, TRT, TRU, TSC, TSI, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TU, TVDH, TVO, TWPC, UBE, UBIS, UEC, UKEM, UOBKH, UV, VCOM, VGI, VIH, WACOAL, WHA, WHAUP, WICE, WIJK, XO, YUASA, ZEN, ZIGA

**Declared (ได้ประกาศ)**

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, SFLEX, 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, BJC, BJCHI, BKD, BLC, BLESS, BLISS, BM, BOL, BR, BRI, BROCK, BSM, BSRC, BTNC, BTW, BUI, BVG, CCET, CCP, CEYE, CGD, CH, CHARAN, CHASE, CHAYO, CHG, CHIC, CHO, CI, CITY, CIVIL, CK, CKP, CMAN, CMO, CMR, CNT, COCOCO, COLOR, COMAN, CPANEL, CPH, CPR, CPT, CRANE, CRD, CSP, CSR, CSS, CTW, CWT, D, DCON, DDD, DHOUSE, DITTO, DOD, DPAINT, DTCENT, DTCI, DV8, EASON, ECL, EE, EFORL, EMC, ETL, EVER, F&D, FANCY, FE, FLOYD, FMT, FN, FORTH, FTI, FVC, GABLE, GENCO, GFC, GIFT, GL, GLAND, GLOCON, GLORY, GRAMMY, GRAND, GSC, GTB, GTV, GYT, HEALTH, HFT, HL, HPT, HTECH, HUMAN, HYDRO, I2, IFEC, IIG, IMH, IND, INGRS, INSET, IP, IRC, IRCP, IT, ITD, ITNS, ITTHI, JAK, JCK, JCKH, JCT, JDF, JPARK, JSP, JUBILE, K, KAMART, K, KCG, KCM, KDH, KEX, KIAT, KISS, KJL, KK, KKC, KLINIQ, KOOL, KTIS, KTMS, 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, MTW, 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, POMPUI, PORT, POST, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRI, PRIN, PRO, PROUD, PSG, PSP, PTC, PTL, RAM, RCL, READY, RICHY, RUH, ROCK, ROH, ROJNA, RP, RPC, RPH, RSP, S, S11, SABUY, SAF, SAFARI, SAFE, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SAUCE, SAV, SAWAD, SAWANG, SBNEXT, SCAP, SCI, SCL, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SECURE, SFT, SGF, SHANG, SHR, SIAM, SICT, SIMAT, SINGER, SINO, SISB, SJWD, SK, SKN, SKY, SLM, SLP, SMART, SMD, SMT, SNO, SOLAR, SONIC, SPA, SPAC, SPG, SPVI, SQ, SR, SRS, SSC, SSS, STANLY, STAR, STC, STEC, STECH, STHAI, STI, STP, STPI, SUC, SUN, SUPER, SUTHA, SVR, SVT, SWC, SYNEX, TACC, TAN, TAPAC, TC, TCC, TCJ, TCOAT, TEAM, TEAMG, TEKA, TFM, TGPRO, TH, THAI, THANA, THE, THG, THMUL, TIGER, TITLE, TK, TKC, TLI, TM, TMC, TMI, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPL, TPOLY, TPP, TPS, TQR, TR, TRC, TRITN, TRP, TRUBB, TRV, TSE, TTI, TTT, TTW, TURTLE, TVH, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UBA, UMI, UMS, UNIQ, UP, UPF, UPOIC, UREKA, UTP, UVAN, VARO, VIBHA, VL, VNG, VPO, VRANDA, WARRIX, WAVE, WFX, WGE, WIN, WINDOW, WINMED, WINNER, WORK, WORLD, WP, YGG, YONG, 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.