

# TINY TRIUMPHS

2Q24 STRATEGY



# สารบัญ

## Table of Content



แนวโน้มเศรษฐกิจ	4
กลยุทธ์การลงทุน	27
แนวโน้มตลาด	32
แนวโน้มกลุ่มอุตสาหกรรมและผล ประกอบการ	42
SET Index scenario และหุ้นเด่น	51
มุมมองการลงทุนรายสินทรัพย์	57
ผลิตภัณฑ์การลงทุนแนะนำ	70



# InnovestX กลยุทธ์การลงทุน 2Q24 – Tiny Triumphs

**เศรษฐกิจโลกชะลอตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป** เศรษฐกิจโลกดูดีกว่าคาด อย่างไรก็ตาม มีปัจจัยบางประการที่อาจทำให้การเติบโตชะลอตัวลง เช่น อัตราดอกเบี้ยสูง ความเสี่ยงของภาคธนาคาร และความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ แม้ว่าการชะลอตัวของเศรษฐกิจถดถอยจะลดลง แต่เศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังคงมีความเสี่ยงที่จะได้รับผลกระทบจากอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงระดับสูงและผลผลิตระดับต่ำ

**ยังคงมีความหวังว่าวงจรการผลิตภาคอุตสาหกรรมจะปรับตัวดีขึ้นอย่างเห็นได้ชัดมากขึ้น** เศรษฐกิจโลกกำลังแสดงสัญญาณฟื้นตัวโดยเฉพาะในภาคการผลิต PMI cycle รอบล่าสุดมีขนาดเล็กลงและถูกรับรู้เชิงรุกน้อยลงสำหรับตลาด EM และ AEJ หากจีนสร้างเซอร์ไพรส์ด้าน upside ในระยะสั้น ภาพอาจคล้ายกับการฟื้นตัวของภาคอุตสาหกรรมครั้งก่อนๆ โดยที่หุ้นและสกุลเงินในเอเชียได้รับประโยชน์ พร้อมกับโมเมนตัมเชิงบวกสำหรับหุ้นวิจัย กลุ่ม non-tech และตลาดหุ้น non-US

**การเติบโตของ GDP ปี 2024 ขึ้นอยู่กับการเบิกจ่ายงบประมาณภาครัฐ** เศรษฐกิจไทยจะฟื้นตัวต่อเนื่องในปี 2024 หากการเบิกจ่ายงบประมาณอยู่ในระดับสูงใน 2H24 เศรษฐกิจไทยจะขยายตัว 3.0% จากการลงทุนภาครัฐและเอกชนที่เพิ่มขึ้น แต่หากการเบิกจ่ายต่ำกว่าคาด เศรษฐกิจไทยจะขยายตัวเพียง 2.5% โดยในกรณีหลังธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) อาจสามารถปรับลดดอกเบี้ยได้ 2 ครั้ง

**ธนาคารกลางจะเริ่มปรับลดอัตราดอกเบี้ย** เฟดตระหนักถึงความเสี่ยงในการปรับลดอัตราดอกเบี้ยช้าเกินไป ตลาดหุ้นมีแนวโน้มที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วงเข้าใกล้และหลังการปรับลดอัตราดอกเบี้ยครั้งแรกของ Fed เมื่อการลดอัตราดอกเบี้ยได้รับแรงหนุนจากการปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายให้กลับเข้าสู่ระดับปกติ กลุ่ม long duration เช่น สาธารณูปโภค พาณิชยกรรม และการแพทย์ และกลุ่ม beta สูงที่มีความอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงของ yield เช่น REIT อสังหาริมทรัพย์ และ consumer finance น่าจะปรับตัว outperform

**มองว่าตลาดจะมีการเปลี่ยนกลุ่มเล่น** หากจีนสร้างเซอร์ไพรส์ในด้าน upside เราคาดว่าจะเห็นการปรับประมาณการ GDP และกำไรเพิ่มขึ้นใน 3Q24 นอกจากนี้ เรายังคงเชื่อว่าการเติบโตของเศรษฐกิจสหรัฐฯ และการลดอัตราดอกเบี้ยจะช่วยให้ตลาด DM เติบโตอย่างแข็งแกร่ง นอกจากนี้ เรายังคาดว่ากำไรจะทำจุดต่ำสุดใน 1Q24 และจะเริ่มฟื้นตัวตั้งแต่ 2Q24 เป็นต้นไป เราคาดว่าจะเริ่มเห็นสัญญาณการปรับเปลี่ยนน้ำหนักการลงทุน (rotation) จากตลาด DM ไปยังตลาด EM และเปิดเงินลงทุนใหม่จะมุ่งเน้นไปที่กลุ่ม non-tech และกลุ่มวิจัยมากขึ้นตั้งแต่ 2Q24 เป็นต้นไป

**มองหาจังหวะในการลงทุนที่นอกสหรัฐฯ และกลุ่มเทคโนโลยี** มุมมองเชิงมหภาคที่ท้าทายนำไปสู่การเปลี่ยนแปลงมุมมองเกี่ยวกับการเติบโตทางเศรษฐกิจและอัตราเงินเฟ้อ แต่ไม่มีผลกระทบต่อปัจจัยพื้นฐานเราจะเห็นแรงซื้อหุ้นกลุ่ม non-tech กลุ่มวิจัย และ EM เพิ่มมากขึ้น แทนที่จะมีการ rotation ออกจากตลาดสหรัฐฯ เนื่องจากเศรษฐกิจสหรัฐฯ ในภาพรวมแข็งแกร่งมากกว่าประเทศอื่นๆ

**ตลาดหุ้นไทยมีแนวโน้มฟื้นตัว** การปรับตัวลงถึงจุดต่ำสุดของเศรษฐกิจไทยและผลประกอบการพร้อมกับการเร่งเบิกจ่ายงบประมาณ วงจรการผลิตภาคอุตสาหกรรมที่ปรับตัวดีขึ้น และความหวังว่าธนาคารกลางจะปรับลดอัตราดอกเบี้ยจะช่วยชดเชยการชะลอตัวของเศรษฐกิจจีนได้ เนื่องจากปัจจัยบวกเหล่านี้คาดว่าจะเกิดขึ้นหลังการปรับตัว underperform ตลาดอื่นๆ ในเอเชียตั้งแต่ต้นเดือนก.พ. 2024 เราคาดว่า SET จะปรับตัวขึ้นถึง 1,500 จุด ภายในสิ้น 2Q24 หากสมมติฐานของเราถูกต้อง

**โฟกัสหุ้นที่ผลประโยชน์การทำจุดต่ำสุดแล้วและได้ประโยชน์จากการลดดอกเบี้ย** ตลาดมีความไม่แน่นอนสูง เราจึงเห็นโอกาสในการเข้าซื้อหุ้นที่ฐานะการเงินแข็งแกร่ง ผลประกอบการมีแนวโน้มฟื้นตัวอย่างชัดเจน และได้ประโยชน์จากการฟื้นตัวของวงจรการผลิตภาคอุตสาหกรรมและการเบิกจ่ายงบประมาณ หุ้นเด่นใน 2Q24 ของเรา คือ AOT GFPT GULF KCE และ SCGP

# 2Q24

## แนวโน้มเศรษฐกิจ

เศรษฐกิจโลกชะลอตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป  
เศรษฐกิจไทยชะลอตัวเชิงโครงสร้าง



# เศรษฐกิจโลกในปี 2024: ชะลอตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป (Global soft-landing)

- เศรษฐกิจโลกดูดีกว่าคาด โดยเฉพาะสหรัฐฯ เศรษฐกิจสหรัฐฯ ปรับตัวดีเกินคาด แต่อาจชะลอตัวลงในระยะต่อไป อันเป็นผลมาจาก (1) ผลกระทบของดอกเบี้ยขาขึ้น (2) ความเสี่ยงของภาคธนาคารที่เพิ่มขึ้น และ (3) เศรษฐกิจโลกมีความเสี่ยงมากขึ้น โดยเฉพาะความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ แม้ว่าความเสี่ยงภาวะเศรษฐกิจถดถอยจะลดลง แต่เรายังคงเชื่อว่าอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงที่ยังอยู่ในระดับสูงอย่างต่อเนื่องโดยที่ภาคการผลิตยังไม่ฟื้นตัวอย่างมีนัยสำคัญ จะทำให้เศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มถดถอยในระยะต่อไป
- ในประเทศอื่นๆ เราเชื่อว่าเศรษฐกิจยุโรปจะเสี่ยงต่อภาวะถดถอย แต่นโยบายการเงินเริ่มมี Room มากขึ้น ในกรณีญี่ปุ่น เราเชื่อว่า BOJ จะเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินในไม่ช้า ทั้งนี้ เราจะจับตากระแส Reverse Yen Carry Trade อย่างใกล้ชิด แต่เราเชื่อว่า BOJ จะดำเนินนโยบายการเงินอย่างค่อยเป็นค่อยไป ซึ่งจะไม่ทำให้กระแสเงินทุนเคลื่อนย้ายผันผวนมากนัก
- ในกรณีของจีน เราเชื่อว่าเศรษฐกิจจีนจะฟื้นตัวในระยะสั้น แต่ระยะยาวยังเผชิญความเสี่ยงจาก 3 วิกฤต ได้แก่ อสังหาริมทรัพย์ ภาวะเงินฝืด และวิกฤตการจ้างงาน เราเชื่อว่าเพื่อฟื้นฟูเศรษฐกิจ จีนจะส่งออกสินค้าโดยลดราคาสินค้าส่งออกเพื่อให้ขายได้ ด้วยภาพดังกล่าว ทำให้เรามองว่าเงินเฟ้อโลกจะไม่ปรับตัวสูงขึ้นนัก เพราะผลจากการนำเข้าเงินฝืดจากจีน
- เศรษฐกิจโลกในปี 2024 คาดว่าจะชะลอตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป เมื่อมองไปข้างหน้า แม้เศรษฐกิจสหรัฐฯ จะขยายตัวดีเกินคาด แต่จะชะลอลงใน 1H24 จากความเสี่ยงหลายประการ เช่นเดียวกับยุโรป เรายังคงประมาณการสำหรับญี่ปุ่นและจีนในปี 2024
- การคาดการณ์การดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลางหลัก เราวิเคราะห์ว่า
  1. ในกรณีสหรัฐฯ Fed จะเริ่มลดดอกเบี้ยในการประชุมเดือน มิ.ย. และลดเป็นจำนวน 4 ครั้งในปี
  2. ในกรณียุโรป การลดดอกเบี้ยทำได้รวดเร็วกว่า Fed เล็กน้อย โดยคาดการณ์ว่า ECB จะเริ่มลดดอกเบี้ยในเดือน มิ.ย. และลดเป็นจำนวน 4 ครั้ง เช่นกัน
  3. ในกรณีญี่ปุ่น เราเชื่อว่า BOJ จะปรับขึ้นดอกเบี้ยในการประชุมเดือน มี.ค. และตามด้วยการยกเลิกมาตรการคุมเส้นผลตอบแทนพันธบัตร (YCC) และเริ่มถอนมาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณและคุณภาพ (QQE)
  4. ในส่วนของ ธปท. เราคาดว่าอาจเริ่มเห็นการลดดอกเบี้ยในการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) ในเดือน เม.ย. และ มิ.ย. เนื่องจากเศรษฐกิจยังเปราะบางและเงินเฟ้อไม่เป็นความเสี่ยง

# เศรษฐกิจไทยในปี 2024: ชะลอตัวเชิงโครงสร้าง

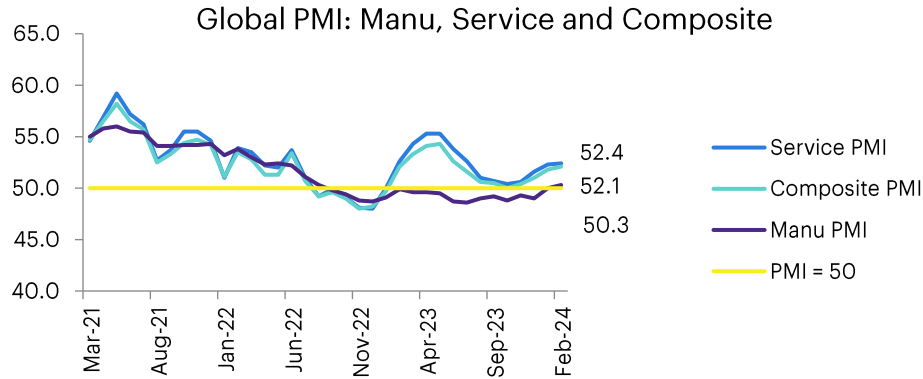
- ในกรณีของเศรษฐกิจไทย เรามีข้อสังเกตเกี่ยวกับเศรษฐกิจไทยในไตรมาส 4/23 อยู่ 4 ประการ: (1) GDP ไทยที่หดตัวในไตรมาส 4/23 ที่ -0.6% QoQSA นั้น สอดคล้องกับหลายประเทศที่หดตัวเช่นกัน โดยเฉพาะประเทศที่ทำการค้ากับจีน (2) ในช่วงหลัง เราพบว่าผู้ผลิตเลือกที่จะลดสินค้าคงคลังลงมากกว่าผลิตสินค้าใหม่ (3) หากเศรษฐกิจโลกเป็นไปตามที่เราคาดการณ์ (คือจะชะลอลงเข้าสู่ Soft Landing) ในปีนี้ การส่งออกจะยังมีความเสี่ยง แต่หากเศรษฐกิจโลกขยายตัวได้ต่อเนื่อง (No landing) สินค้าคงคลังที่หมดจะทำให้ภาคการผลิตฟื้นตัวอีกครั้ง (4) ปัจจุบัน สินค้าไทยเผชิญกับการทุ่มตลาดจากจีน ทำให้ไทยขาดดุลการค้ามากขึ้น ซึ่งหากเป็นไปต่อเนื่อง จะกระทบกับภาคการผลิตของไทย
- ในกรณีของประมาณการเศรษฐกิจไทยปี 2024 เราแบ่งภาพเศรษฐกิจเป็น 2 สถานการณ์ ขึ้นอยู่กับการเบิกจ่ายภาครัฐเป็นหลัก โดยหากการเบิกจ่ายสามารถเร่งตัวได้ดีในครึ่งปีหลัง เศรษฐกิจไทยจะขยายตัวได้ 3.0% จากการลงทุนภาครัฐและเอกชนที่เพิ่มขึ้น แต่หากการเบิกจ่ายต่ำกว่าคาด เศรษฐกิจไทยจะขยายตัวได้ 2.5% โดยในกรณีหลัง ธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) อาจสามารถปรับลดดอกเบี้ยได้ 2 ครั้ง
- ในประเด็นเชิงโครงสร้าง เรากังวลกับการเติบโตของเศรษฐกิจไทยในระยะยาวที่กำลังตกอยู่ในกับดักรายได้ปานกลาง เนื่องจากเผชิญกับ 3 ปัญหาหลัก คือ (1) นโยบายการเงินที่ตึงตัว ผลจากการที่ ธปท. พัมพ์เงินน้อยเกินไปเมื่อเทียบกับเพื่อนบ้าน ทำให้เงินเฟ้อต่ำกว่าเพื่อนบ้าน และเงินบาท (NEER) แข็งเกือบ 20% ในช่วง 12 ปีที่ผ่านมา ทำให้ผู้ผลิตไทยสูญเสียความสามารถในการแข่งขัน (2) นโยบายการคลังที่ตึงตัวเกินไปเนื่องจากต้องการดำรงวินัยการคลัง จนทำให้การลงทุนทั้งภาครัฐและเอกชนแทบต่ำที่สุดในภูมิภาค และ (3) ภาวะสังคมสูงวัย โดยอายุเฉลี่ยของคนไทยอยู่ที่ 40.2 ปี สูงเป็นอันดับสองในภูมิภาค ทำให้ประเทศไทยไม่น่าสนใจลงทุนทั้งในแง่ของการเติบโตของตลาดและกำลังแรงงาน



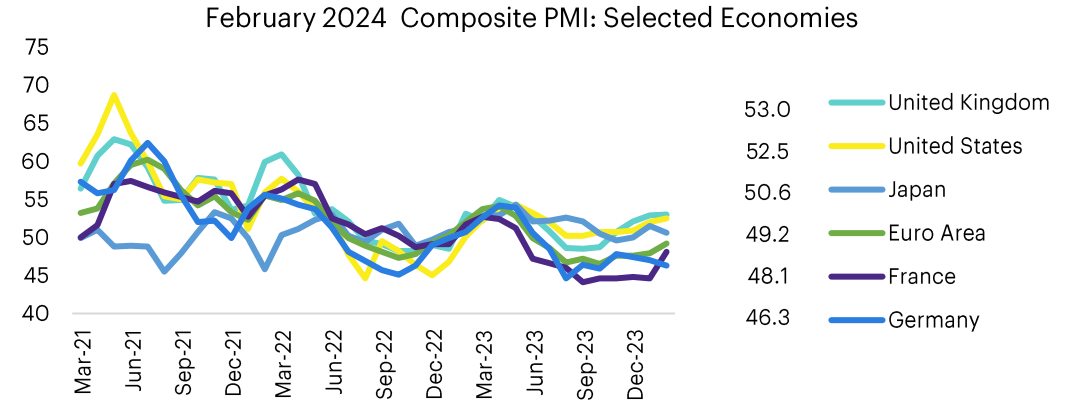
# เศรษฐกิจโลก: ชะลอตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป (Global soft-landing)

# สัญญาณเศรษฐกิจโลกต้นปีดูดีกว่าคาด IMF ปรับประมาณการเศรษฐกิจขึ้น

PMI โลกล่าสุดปรับตัวดีขึ้น นำโดยภาคบริการ



PMI ของประเทศขนาดใหญ่เข้าสู่จุดสมดุลมากขึ้น



IMF ปรับเพิ่มประมาณการเศรษฐกิจโลกในปี นี้ จากสหรัฐและจีนเป็นหลัก

IMF WEO Jan 2024 Forecast compare to Oct 2023

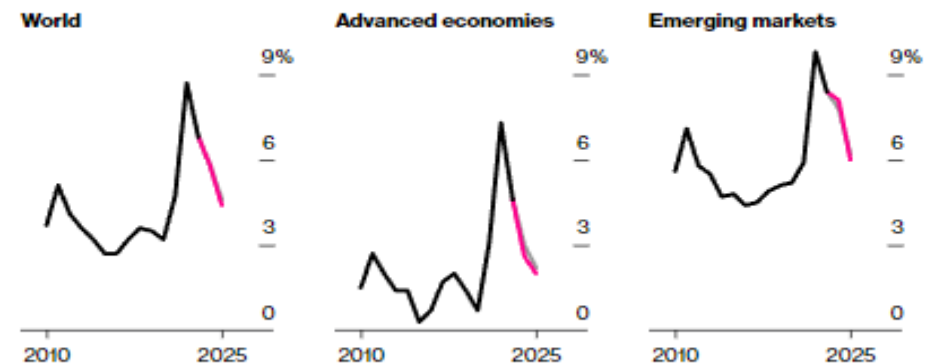
	2023	2024F		2025F	
		Oct 23	Jan 24	Oct 23	Jan 24
Global GDP	3.1	2.9	3.1	3.2	3.2
US	2.5	1.5	2.1	1.8	1.7
Eurozone	0.5	1.2	0.9	1.8	1.7
Japan	1.9	1.0	0.9	0.6	0.8
China	5.2	4.2	4.6	4.1	4.1
India	6.7	6.3	6.5	6.3	6.5
Thailand	2.5	3.2	4.4	3.1	2.0

Source: CEIC, IMF, INVX, Bloomberg

สาเหตุเป็นเพราะเงินเฟ้อลดลง ทำให้ประชาชนมีกำลังซื้อเพิ่ม

## Inflation Is Set to Slow a Bit More Than Previously Expected

Consumer prices (YoY) New forecast Old forecast



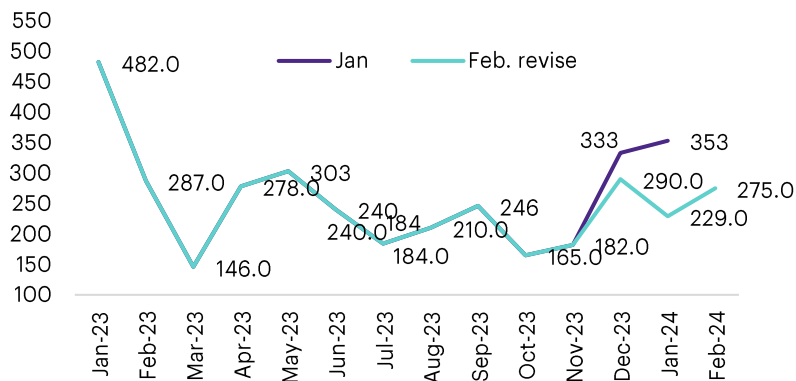
Source: International Monetary Fund



# เศรษฐกิจสหรัฐปรับตัวดีเกินคาด แต่อาจชะลอตัวลงในระยะต่อไป

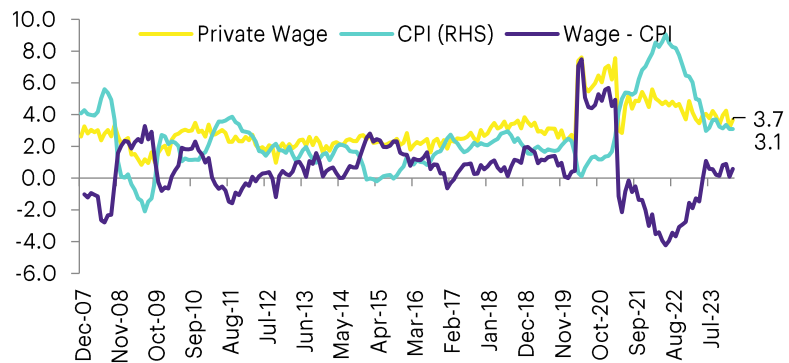
ตลาดแรงงานยังคงแข็งแกร่งเกินคาด แม้ตัวเลขมีปัญหาการจัดเก็บ

US Non-farm Payroll (Feb revise VS Jan.; ,000)



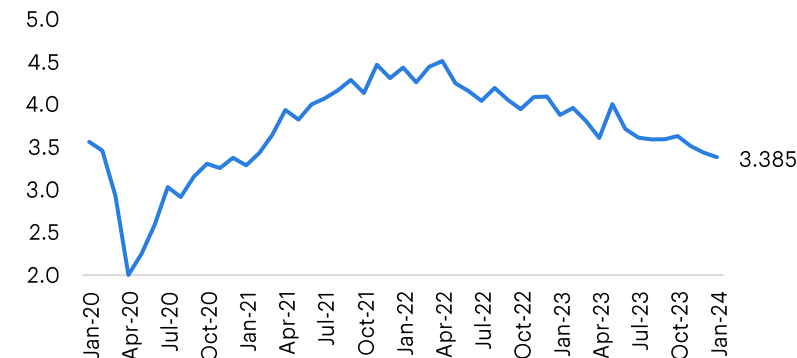
ทำให้ค่าจ้างปรับสูงกว่าเงินเฟ้อในช่วงที่ผ่านมา แต่ปัจจุบันเริ่มลดลง

US avg. Weekly Earning and CPI (%YoY)



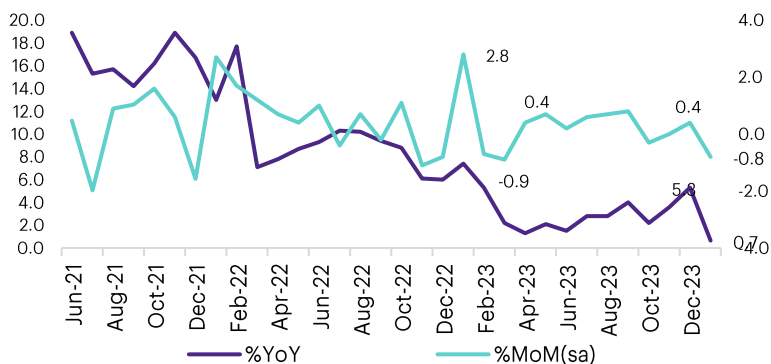
อำนาจการต่อรองของลูกจ้างเริ่มลดลง

US no. of Quits (Mn. persons)



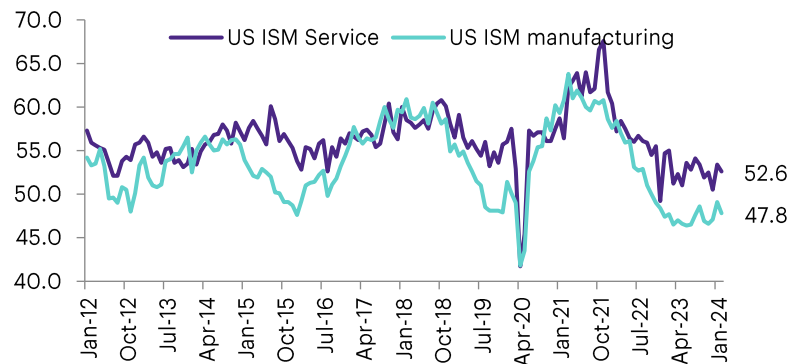
ยอดขายปลีกปรับลดลงมาก ส่วนหนึ่งอาจเป็นปัจจัยฤดูกาล

US Retail Sale (%YoY, %MoM)



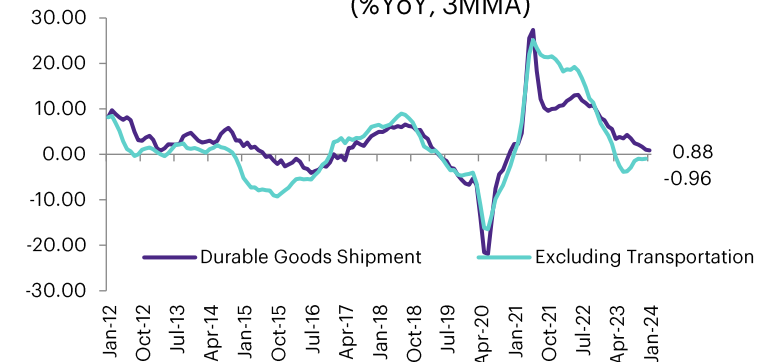
ภาคการผลิตเริ่มฟื้นตัวแต่ยังอยู่แดนลบ แต่ภาคบริการเริ่มแยลง

US ISM Manufacturing and Service PMI (50 = Base)



การลงทุนยังคงหดตัว

Core Durable Goods Shipment & ex. Transport & Defense (%YoY, 3MMA)



Source: CEIC, INVS

# การประมาณการเศรษฐกิจ เงินเฟ้อ และดอกเบี้ยของสหรัฐในปี 2023-2024

EP 3: 22Q1-24Q4	01/2023	02/2023	03/2023	04/2023	05/2023	06/2023	07/2023	08/2023	09/2023	10/2023	11/2023	12/2023	01/2024	02/2024	03/2024	04/2024	05/2024	06/2024	07/2024	08/2024	09/2024	10/2024	11/2024	12/2024
FFR	4.4	4.6	4.88	4.88	5.13	5.13	5.38	5.38	5.38	5.38	5.38	5.38	5.38	5.38	5.38	5.38	5.38	5.13	4.88	4.88	4.63	4.63	4.38	4.38
CPI	6.4	6.0	5.0	4.9	4.0	3.0	3.2	3.7	3.7	3.2	3.1	3.4	3.1	3.2	3.1	3.1	3.0	3.0	2.9	2.9	2.9	2.9	2.8	2.8
GDP	2.0	2.0	2.0	2.4	2.4	2.4	3.0	3.0	3.0	3.1	3.1	3.1	0.5	0.5	0.5	0	0	0	0.5	0.5	0.5	1	1	1
ISM Manu	47.4	47.7	46.5	47.0	46.6	46.4	46.5	47.6	48.6	46.9	46.6	47.1	49.1	47.8	48.7	48.8	48.9	48.9	49.4	49.8	50.6	51.0	51.4	52.2
ISM Service	54.7	55.0	51.2	52.3	51.0	53.6	52.8	54.1	53.4	51.9	52.5	50.5	53.4	52.6	50.6	50.2	49.7	49.8	50.3	50.6	50.9	51.1	51.3	51.8
NFP	482.0	287.0	146.0	278.0	303.0	240.0	184.0	210.0	246.0	165.0	182.0	290.0	229.0	275.0	215.1	90.2	14.9	7.1	24.3	52.7	75.2	92.9	117.8	153.3
U-rate	3.4	3.6	3.5	3.4	3.7	3.6	3.5	3.8	3.8	3.8	3.7	3.7	3.7	3.9	4.2	4.3	4.3	4.2	4.2	4.2	4.1	4.1	4.0	4.0
Retail Sales	7.4	5.3	2.2	1.3	2.1	1.5	2.8	2.8	4	2.2	3.6	5.3	0.7	3.6	1.6	0.2	-1.1	-2.1	-0.3	1.5	2.0	2.5	3.0	4.0
Core K-Goods shipment	5.5	4.1	2.3	-0.7	-2.5	-3.9	-3.8	-2.9	-1.4	-1.0	-1.1	-2.1	-3.2	-3.1	-3.0	-2.8	-1.8	-0.8	-0.5	0.5	1.5	1.4	2.4	3.4

Source: CEIC, INVX

ตัวเลขจริง

ประมาณการ

- ณ ไตรมาส 4 ตัวเลขเศรษฐกิจสหรัฐส่งสัญญาณสับสน โดยตลาดแรงงาน การบริโภคและ GDP ปรับตัวดีขึ้น ขณะที่ภาคการผลิตและการลงทุนปรับตัวแยลง ทั้งนี้ เรามองว่า
  - (1) เศรษฐกิจขยายตัวอย่างไม่สมดุล โดยเครื่องยนต์สำคัญได้แก่การฟื้นตัวของภาคบริการที่ทำให้แรงงานยังมีรายได้ นำไปสู่การบริโภคมากขึ้น
  - (2) อย่างไรก็ตาม ภาคการผลิตและการลงทุนยังคงหดตัวต่อเนื่อง บ่งชี้ว่าภาคธุรกิจยังคงกังวลสถานการณ์เศรษฐกิจในอนาคต จึงยังไม่รีบที่จะเร่งการผลิตอีกครั้ง
  - (3) ในระยะต่อไป ต้องจับตา: (3.1) ภาคการผลิตจะฟื้นได้หรือไม่ (เดือน ม.ค. เริ่มเห็นบ้าง) (3.2) ภาคแรงงานจะ Soft ลงหรือไม่ (เดือน ม.ค. ตัวเลขสับสน แต่เริ่มเห็นค่าจ้างลดต่ำกว่าเงินเฟ้อ ซึ่งอาจกระทบภาคการบริโภค) (3.3) ภาคบริการ จะแยลงหรือไม่ (เดือน ม.ค. เริ่มเห็นการจ้างงานภาคบริการ Soft ลงแล้ว)
- ทั้งนี้ เรามองว่า ความเสี่ยงของเศรษฐกิจสหรัฐยังอยู่ในระดับสูงจากปัจจัยเสี่ยง 3 ประการ คือ
  - (1) ผลกระทบของดอกเบี้ยขาขึ้นและเศรษฐกิจที่ชะลอตัว โดยเมื่อดอกเบี้ยพันธบัตรจะปรับลดลง และส่งผลให้ดอกเบี้ยอื่น ๆ ปรับลดลงขึ้นตาม เช่น ดอกเบี้ยสินเชื่อที่อยู่อาศัย 30 ปีที่ลดลงจากระดับ 8% เข้าสู่ 6.6% แต่ดอกเบี้ยอื่น ๆ เช่น ดอกเบี้ยบัตรเครดิต และดอกเบี้ยหุ้นกู้ ยังสูง ทำให้ภาระการจ่ายดอกเบี้ยมากขึ้น โดยปัจจุบันครัวเรือนสหรัฐมีภาระรายจ่ายดอกเบี้ยเฉลี่ย 9.6% ของรายได้รวม ขณะที่ภาระรายจ่ายดอกเบี้ยทั้งหมดอยู่ที่ 5.7 แสนล้านดอลลาร์ หรือประมาณ 2.5% GDP เพิ่มขึ้นจากประมาณ 1.5% GDP ในช่วงก่อนวิกฤต Covid นอกจากนี้ การยกเลิกการผ่อนผันการจ่ายค่างวดหนี้เพื่อการศึกษา จะทำให้ครัวเรือนที่มีหนี้ก้อนนี้มีภาระเพิ่มขึ้นอีกประมาณ 4.5% (ปริญญาดัตรี) -9.4% (ปริญญาดัโท) ท่ามกลางเงินออมส่วนเกินที่หมดลงแล้ว
  - (2) ความเสี่ยงของภาคธนาคารที่เพิ่มขึ้น โดยเฉพาะธนาคารขนาดกลางและเล็กที่ถูกปรับลดอันดับเครดิตจากสถาบันต่าง ๆ ทำให้จะเข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อมากขึ้น ขณะที่บริษัทที่มีหนี้สูงมีความเสี่ยงที่จะผิดนัดชำระหนี้ได้ โดยล่าสุด New York Community Bancorp เริ่มมีความเสี่ยงล้มละลายมากขึ้น ผลจากดอกเบี้ย Mismatch การที่ธนาคารถือครองภาคอสังหาฯ และ
  - (3) เศรษฐกิจโลกมีความเสี่ยงมากขึ้น โดยเฉพาะความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ และกระทบสู่เศรษฐกิจสหรัฐผ่านภาคการส่งออกและภาคการเงิน



# จุดเสี่ยงของเศรษฐกิจสหรัฐ—ภาคการเงิน

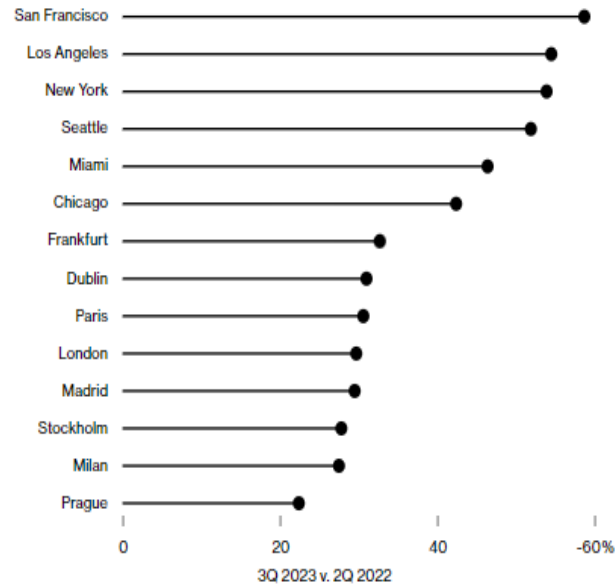
อสังหาฯ เพื่อการพาณิชย์มีความเสี่ยงเชิงโครงสร้าง

ปัจจุบัน 8. ขนาดใหญ่มีทุนสำรองไม่เพียงพอต่อสินทรัพย์เสี่ยงภาคอสังหาฯ แล้ว

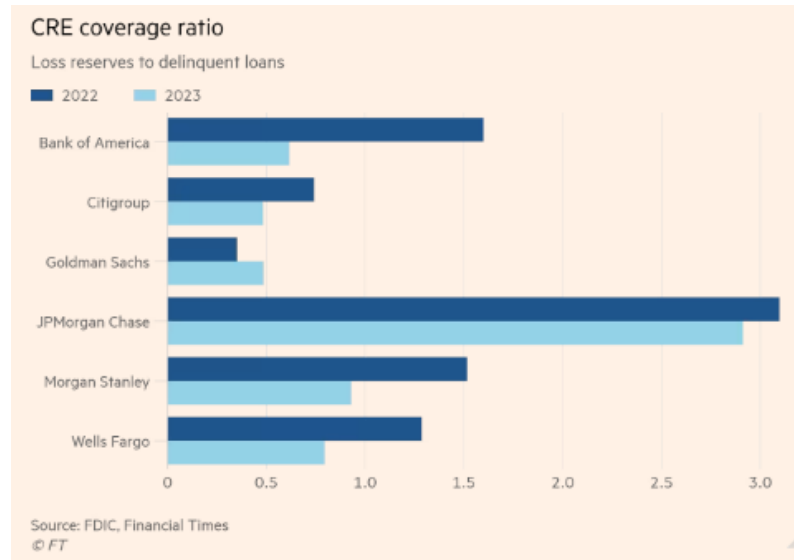
สินทรัพย์เสี่ยงต่าง ๆ ขึ้นสู่ระดับ all time high

## Real Estate Shakeout

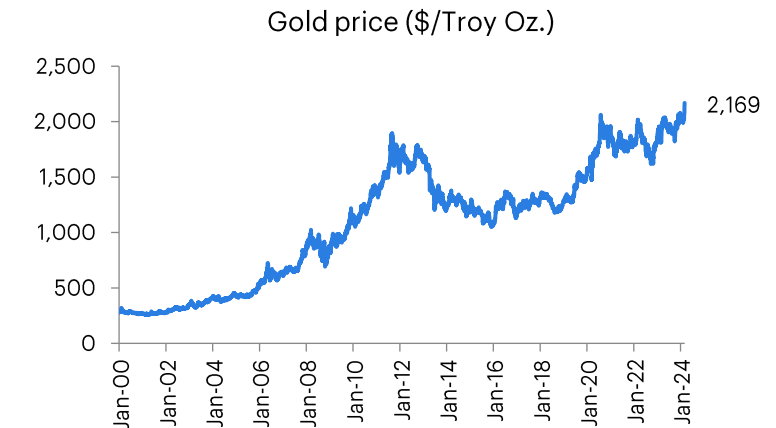
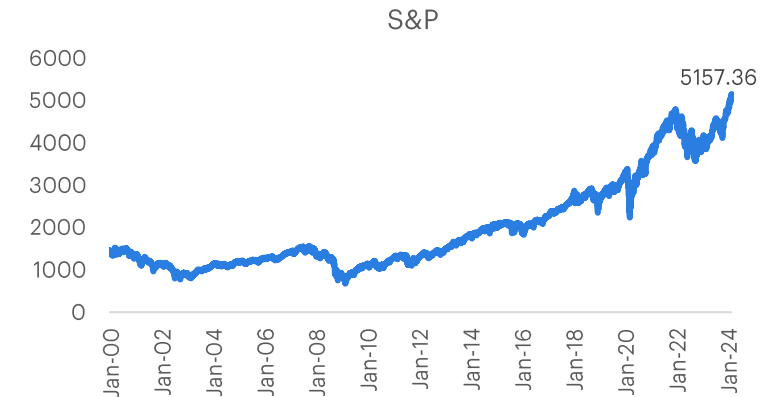
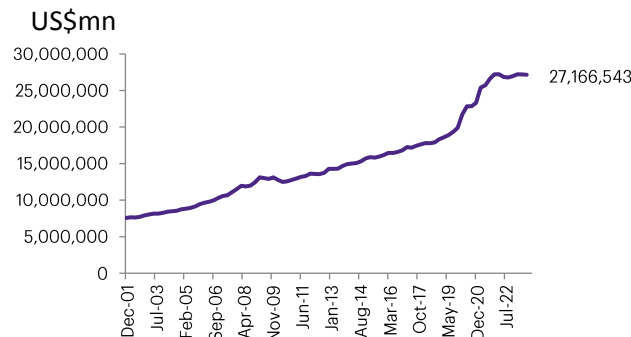
Drop in value of office space in key US and European cities



Source: CEIC, INNV, FT, Bloomberg

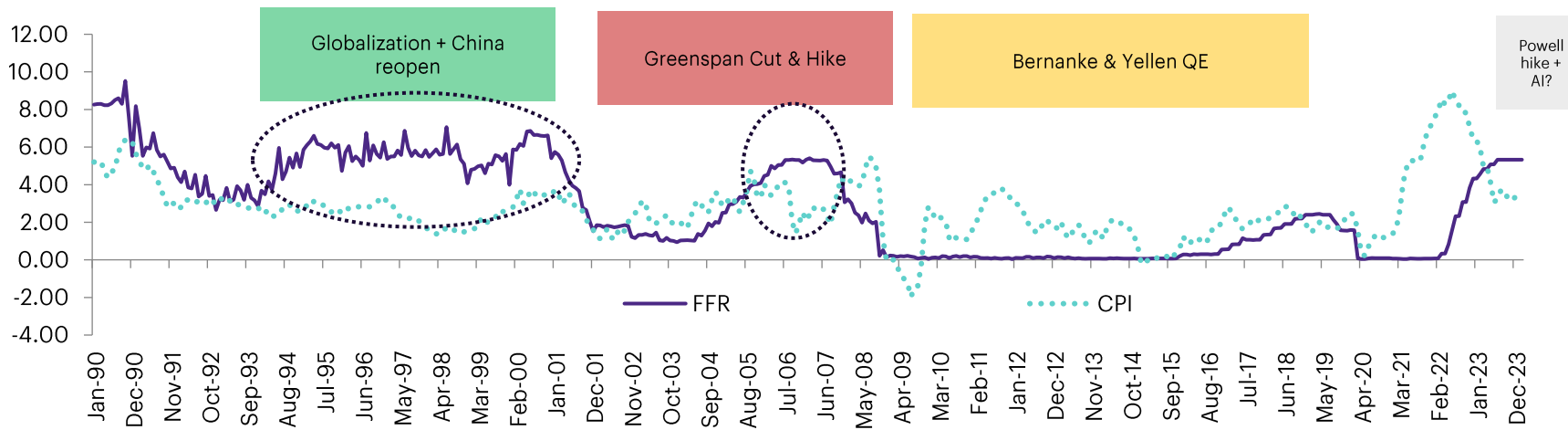


ปริมาณเงินในระบบ (M2) ของสหรัฐสูงสุดเป็นประวัติการณ์ แม้จะขึ้นดอกเบี้ยต่อเนื่อง  
US Money supply

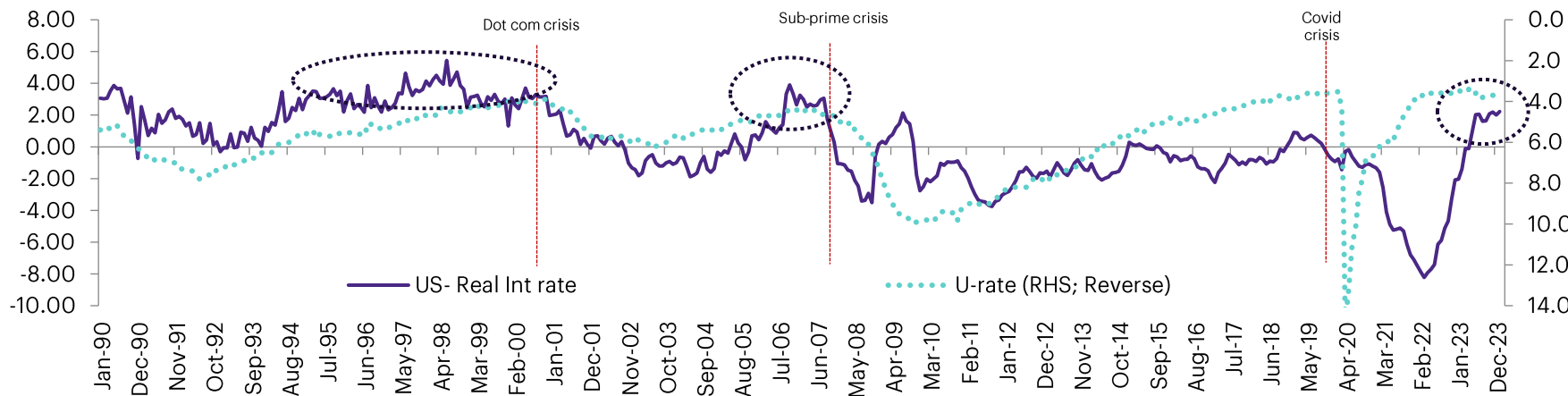


# เศรษฐกิจสหรัฐ กำลังเสี่ยงเข้าสู่วิกฤตอีกครั้งหรือไม่

Fed funds rate and CPI (%)



Real Fed funds rate and Unemployment (%)

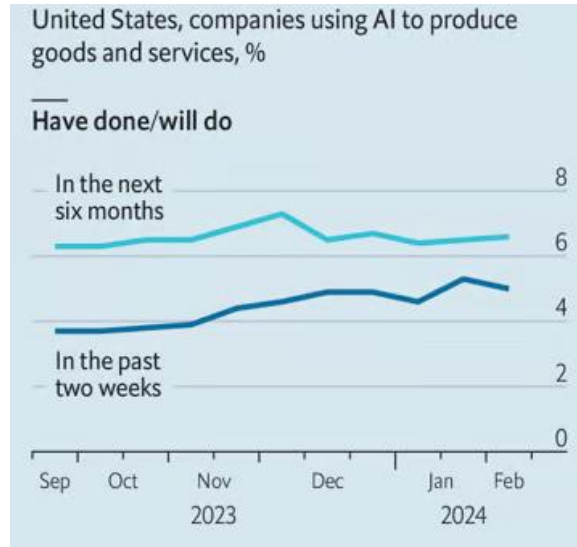


Source: CEIC, INVX

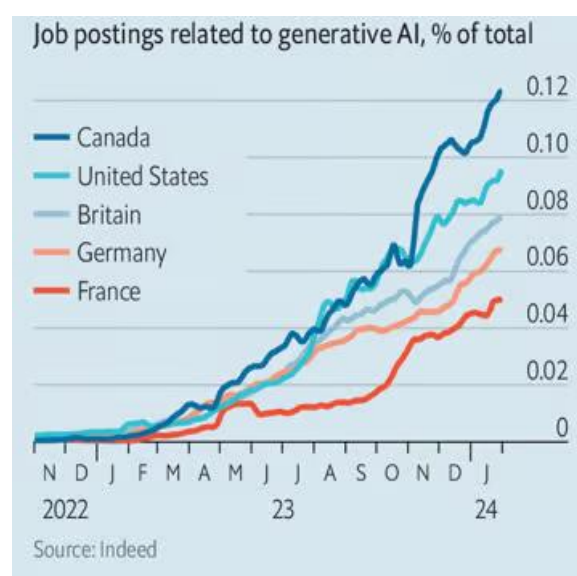
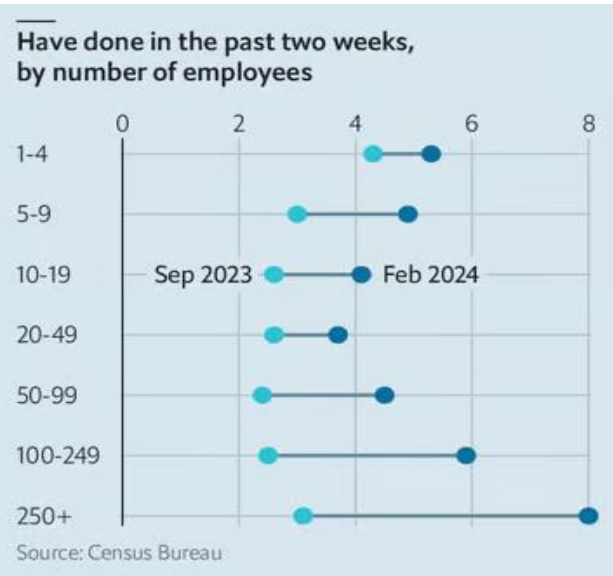
- เมื่อใดที่ดอกเบี้ยที่แท้จริงอยู่ในระดับสูงยาวนาน ต้นทุนการเงินที่สูงจะกดดันเศรษฐกิจและนำไปสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอยในที่สุด
- ตัวอย่างที่เห็นได้ชัดคือช่วง 2005-07 ที่ Greenspan ลดดอกเบี้ยยาวนานเกินไปในปี 2001-05 นำไปสู่ฟองสบู่สังหาร (Sub-prime) ทำให้ Fed ต้องขึ้นดอกเบี้ยไปถึง 5.25% และเป็นส่วนทำให้เกิดวิกฤต Sub-prime ในที่สุด
- อย่างไรก็ตาม หากดอกเบี้ยที่แท้จริงอยู่สูงในช่วงที่มีการเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้าง (เช่น การที่โลกเข้าสู่ยุคโลกาภิวัตน์ รวมถึงการเปิดประเทศของจีน ในช่วงทศวรรษที่ 90) ดอกเบี้ยก็จะสามารถอยู่ในระดับสูงแม้เงินเฟ้อต่ำได้ ตัวอย่างเช่นในช่วง 1993-2000 ก่อนวิกฤต Dot com
- คำถามคือ การที่ดอกเบี้ยนโยบายที่แท้จริงเป็นบวกในครั้งนี้ (ปัจจุบันกินเวลา 6 เดือน) จะนำไปสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอยจน Fed ต้องลดดอกเบี้ยหรือไม่ ซึ่งจุดสำคัญจะอยู่ที่การพัฒนา AI ซึ่งถูกมองว่าเป็น productivity ใหม่



# ปัจจุบันหุ้นกลุ่มเทคโนโลยี ที่เกี่ยวข้องกับ AI ขึ้นไปมาก แต่การใช้ AI ในการทำงานยังค่อนข้างน้อย



- ในปัจจุบัน หุ้นที่เกี่ยวข้องกับ AI เพิ่มขึ้นถึงกว่า 40% และเป็นส่วนสำคัญที่ทำให้หุ้นสหรัฐขึ้น All time high อีกครั้ง
- ปัจจุบัน กว่า 70% ของบริษัทในสหรัฐเริ่มลงทุนใน AI-related work แต่เริ่มมีพนักงานใช้ AI ในการทำงานประมาณ 5-7% เท่านั้น
- บริษัทขนาดใหญ่เริ่มใช้ AI มากกว่าบริษัทขนาดเล็ก แต่บริษัทขนาดเล็กมาก ๆ ก็ใช้ AI เป็นสัดส่วนที่สูงเมื่อเทียบกับขนาดบริษัทเช่นเดียวกัน
- กลุ่มที่เกี่ยวข้องกับภาคบริการ เช่น IT, การศึกษา อสังหาริมทรัพย์ และบันเทิง ใช้ AI มากกว่าบริษัทขนาดใหญ่
- ในมุมมองของเรา มองว่าจะต้องใช้เวลาอีกพักหนึ่ง จนกว่าการใช้ AI จะส่งผลดีต่อการผลิตเป็นวงกว้าง (ปัจจุบันพนักงานที่ใช้ AI เป็นหลักในการทำงานใช้ประมาณ 30%)



Source: The Economist, INVX

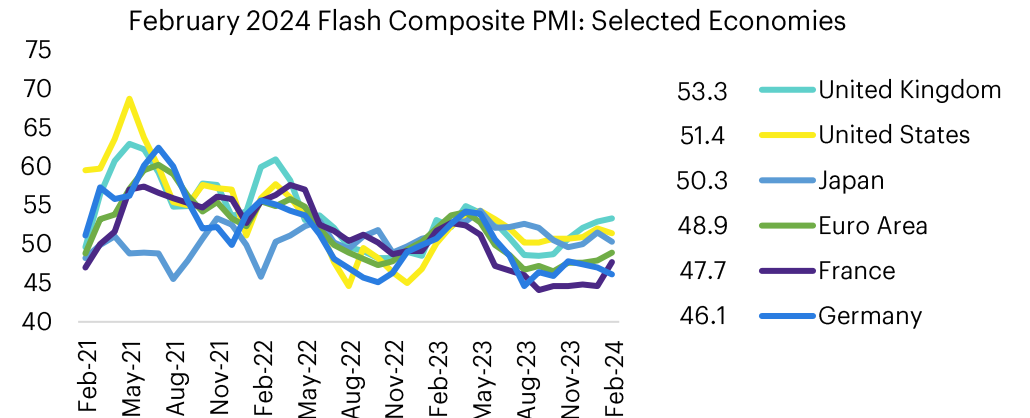
# เศรษฐกิจของยุโรปเข้าสู่ภาวะถดถอย แต่นโยบายการเงินเริ่มมี Room มากขึ้น

- เศรษฐกิจและเงินเฟ้อยุโรปชะลอลง ทำให้เราเชื่อว่านโยบายการเงิน น่าจะชะลอลงได้มากขึ้น ท่ามกลางการส่งออกเงินฝืดจากจีน โดยมองว่า ดอกเบี้ยอาจลดได้ตามที่ คริสติน ลาการ์ด ประธาน ECB กล่าวไว้ว่าจะเริ่มลดเดือน มิ.ย. และลด 4 ครั้ง เนื่องจากเงินเฟ้อและเศรษฐกิจชะลอ ทั้งนี้ เรามองว่า ต้องจับตาการชะลอตัวของเศรษฐกิจจีนที่จะมีผลต่อการส่งออกของยุโรปที่มีค ความสัมพันธ์การค้าสูงกว่าสหรัฐ (ยุโรปส่งออกไปสหรัฐ 2.5 แสนล้านดอลลาร์ในปี 2022 ขณะที่ตัวเลขสหรัฐอยู่ที่ 1.5 แสนล้านดอลลาร์)

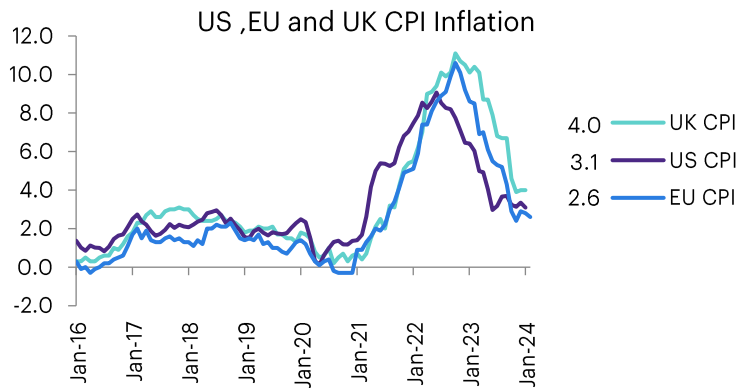
Economic Heatmap ของยุโรปโซนบ่งชี้ว่า เศรษฐกิจกำลังเข้าสู่ภาวะถดถอย

Indicator	Q1 22	Q2 22	Q3 22	Q4 22	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23
Real GDP (QoQ%)	0.6	0.9	0.4	0.0	0.1	0.1	-0.1	0.0
Real GDP (YoY%)	5.5	4.4	2.4	1.8	1.3	0.6	0	0.1
Household Consumption	7.9	5.5	2.7	1.1	1.4	0.6	-0.4	0.5
Government Consumption	3.1	0.8	0.6	0.7	-0.2	0.2	0.6	0.2
Gross Fixed Investment	3.6	2.8	4.7	0.9	1.8	1.1	-0.1	0.2
Exports (YoY%)	8.7	7.9	7.6	4.6	2.5	-0.6	-3	-1.8
Imports (YoY%)	9.3	8.5	10.5	3.2	1.4	-0.4	-4	-1.7
Industrial Production (YoY%)	0.2	0.3	0.5	0.7	0.8	-1.1	-3.2	-4.4
CPI (YoY%)*	6.1	8.0	9.3	10.0	8.0	6.2	4.9	3.3

มองไปข้างหน้า (จาก PMI) เศรษฐกิจยุโรปขนาดใหญ่ยังมีความเสี่ยง

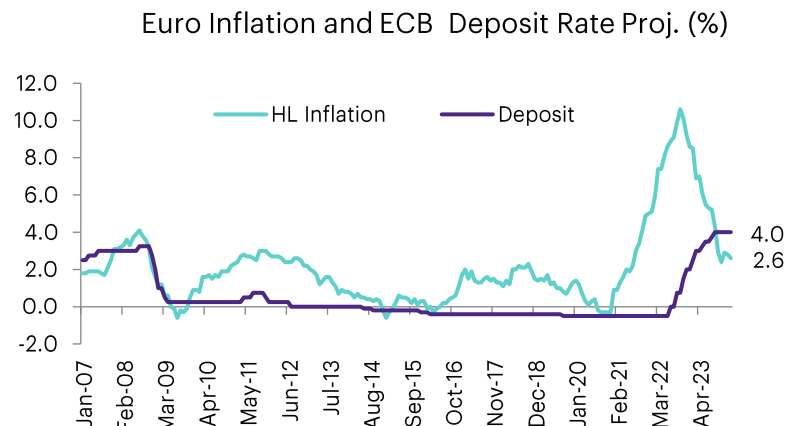


แต่จุดดีคือเงินเฟ้อยุโรปลดลงรวดเร็วกว่าประเทศพัฒนาแล้วอื่น ๆ ซึ่งส่วนหนึ่งเป็นผลจาก Demand ที่ชะลอลงมาก

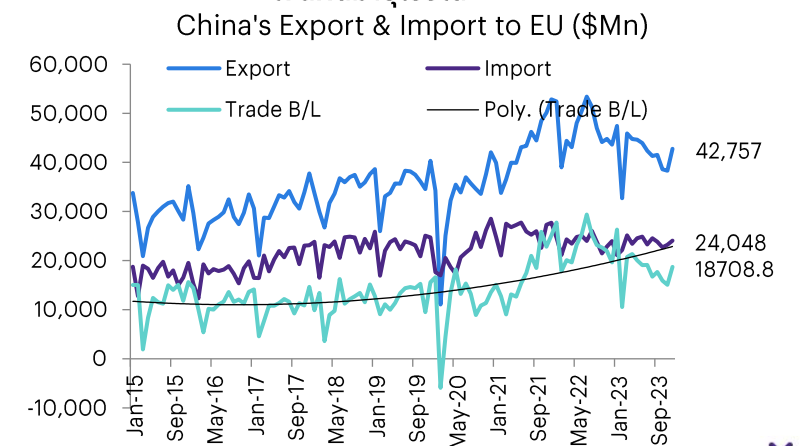


Source: CEIC, INVX, Bloomberg

เงินเฟ้อลดลงรวดเร็ว ทำให้ ECB น่าจะลดดอกเบี้ยในปี 2024 1-1.25%



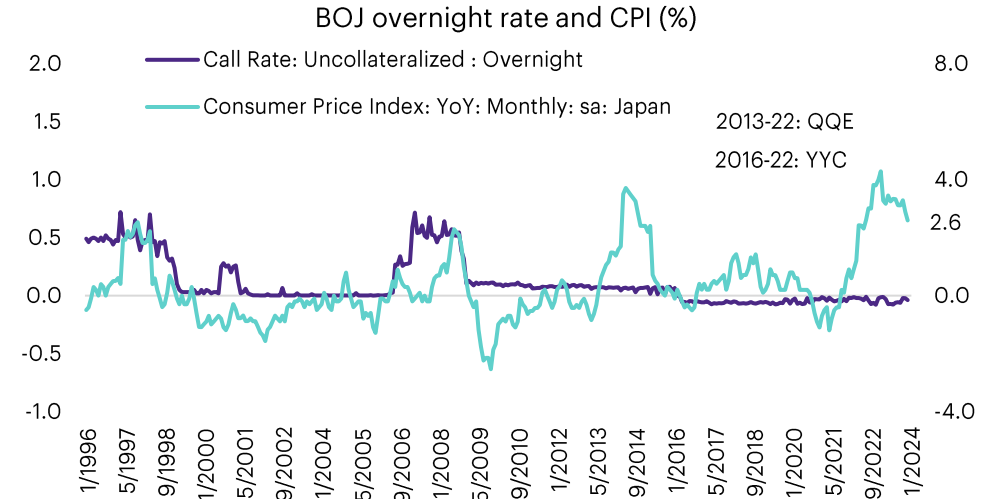
ยุโรปขาดดุลการค้าจีนต่อเนื่อง บ่งชี้ว่าจีนสามารถส่งออกเงินฝืดมายุโรปได้



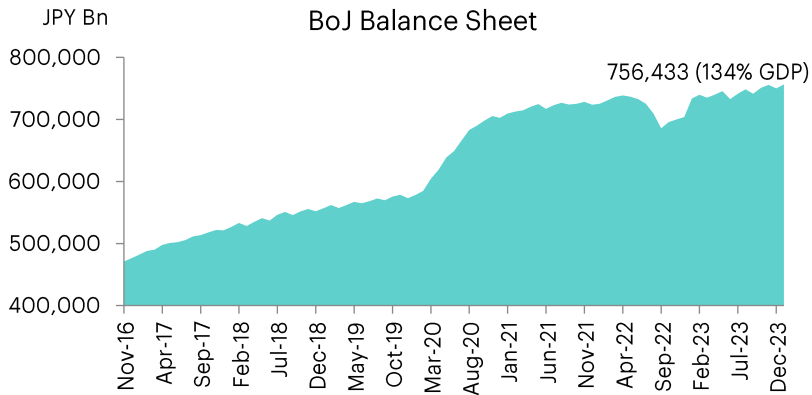
# เศรษฐกิจญี่ปุ่นฟื้นตัวจากการทำนโยบายการเงินผ่อนคลาย ในระยะต่อไป BOJ อาจ Normalization เร็วขึ้น

- ในการประชุมนโยบายการเงิน (MPM) วันที่ 22-23 ม.ค. ธ. กลางญี่ปุ่น (BOJ) ส่งสัญญาณ Hawkish มากขึ้น โดยระบุว่า เงินเฟ้อมีแนวโน้มปรับขึ้นชัดเจนจากค่าจ้างที่เร่งตัวขึ้นและการส่งต่อต้นทุนที่สูงขึ้นไปสู่ราคา ขณะที่ในส่วนของนโยบายการเงิน BOJ ได้ระบุในแถลงการณ์ว่า “หากธนาคารบรรลุเป้าหมาย (เงินเฟ้อ) ธนาคารจะตัดสินใจว่าจะดำเนินการใช้มาตรการผ่อนคลายทางการเงินขนาดใหญ่ต่อไปหรือไม่ รวมถึงนโยบายอัตราดอกเบี้ยติดลบ” ซึ่งเป็นการส่งสัญญาณมากขึ้นว่า BOJ อาจเปลี่ยนแปลงนโยบายการเงินในไม่ช้า โดยเป็นไปได้ว่า BOJ จะยุตินโยบายอัตราดอกเบี้ยติดลบ (NIRP) ในเดือน เม.ย.(หรือการขึ้นดอกเบี้ย 10 bps จาก -0.1% ในปัจจุบัน) รวมถึงเริ่มลดทอนมาตรการ QQE มากขึ้นเพื่อให้เส้นผลตอบแทนอยู่ในระดับปกติ
- สาเหตุที่เรามองว่า BOJ อาจ Normalization เร็วขึ้นเพราะ (1) อาจเร่งทำก่อน Fed จะลดดอกเบี้ยเพื่อไม่ให้ความแตกต่างด้านนโยบายการเงินมากเกินไป (เพราะอาจทำให้เงินเยนแข็งค่ารวดเร็วเกินไป) และ (2) BOJ ทำ QQE มานาน ทำให้เกิดการบิดเบือนตลาด
- ทั้งนี้ เราจับตาระแส Reverse Yen Carry Trade อย่างใกล้ชิด แต่เราเชื่อว่า BOJ จะดำเนินนโยบายการเงินอย่างค่อยเป็นค่อยไป ซึ่งจะไม่ทำให้กระแสเงินทุนเคลื่อนย้ายผันผวนมากนัก

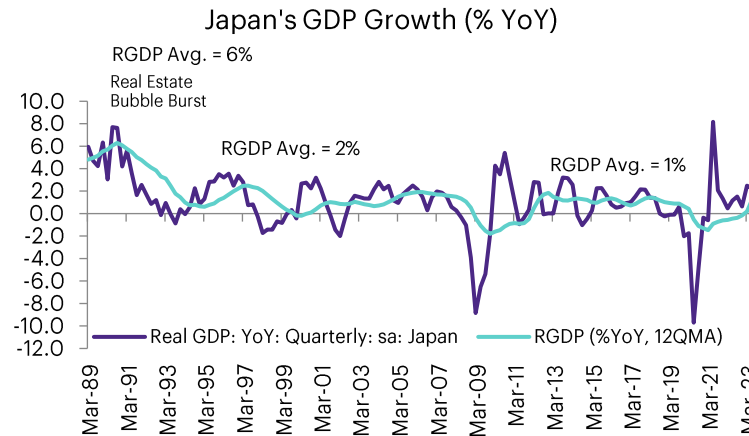
## BOJ ทำนโยบายการเงินผ่อนคลายมา 2 ทศวรรษ



## BOJ Balance Sheet ทะยานเกินกว่า 134% GDP



## เศรษฐกิจญี่ปุ่นฟื้นตัวยังขึ้นขึ้นจากนโยบายการเงินผ่อนคลาย



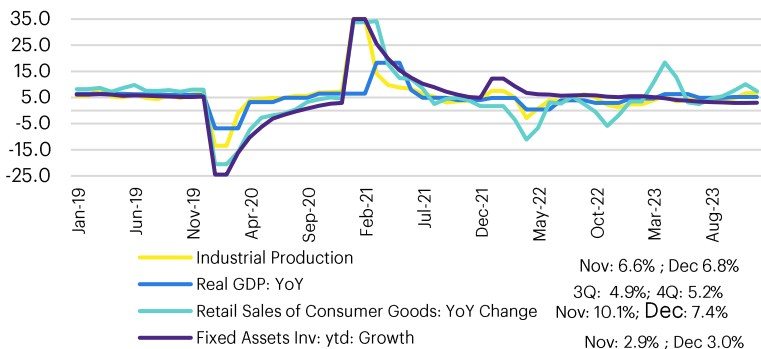
## BOJ น่าจะทำนโยบายการเงินถึงตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปเพื่อไม่ให้การฟื้นตัว ตก ถูกกระทบมากนัก

Indicator	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23
Real GDP (YoY%)	2.5	2.2	1.5	1.7
Real GDP (QoQ% SAAR)	5	3.6	-2.9	1.1
Consumer Spending (YoY%)	3.6	-2.5	-0.6	0.8
Public Consumption (YoY%)	0.7	-0.2	1.3	0.5
Private Investment (YoY%)	7.2	-5.2	-1.8	2.8
Exports (QoQ% SAAR)	-13.6	16.2	1.5	2
Imports (QoQ% SAAR)	-6	-12.5	3.2	3.2
CPI (YoY%)	3.6	3.3	3.2	2.9
Core CPI (YoY%)	3.1	3.3	2.8	2.3
USDJPY	132.86	144.31	149.37	147.8

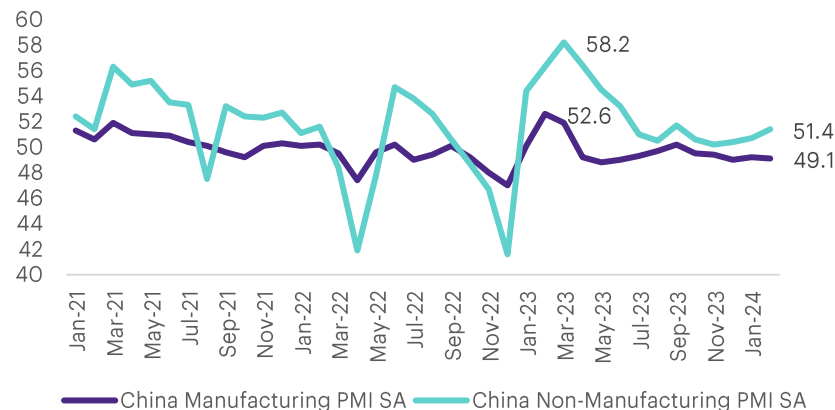
# เศรษฐกิจของจีนในระยะสั้นฟื้นตัวดีขึ้น แต่ระยะยาวยังเผชิญความเสี่ยงจาก 3 วิกฤต

## เศรษฐกิจจีนปรับตัวน้อยกว่าคาด

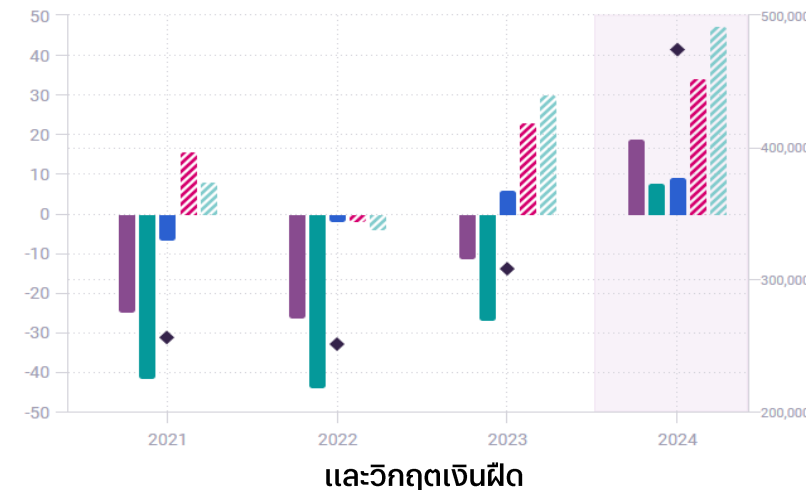
China's GDP Growth, Retail Sale, Fixed Asset Investment and Industrial Production (% YoY)



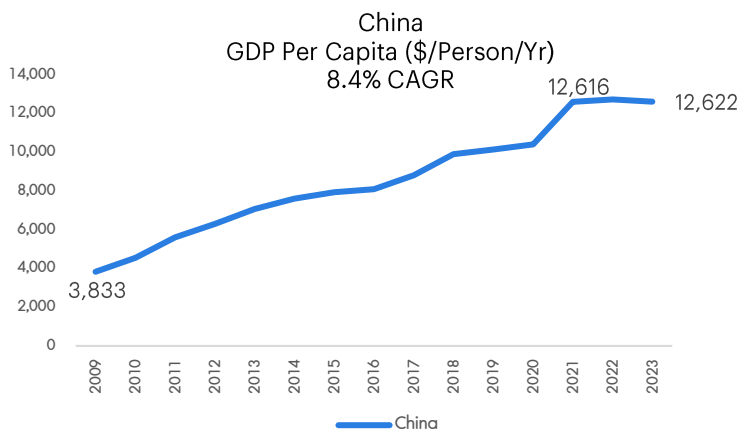
## ภาคบริการฟื้นตัวดีขึ้น แต่ภาคการผลิตยังเสี่ยง



ภาคบริการที่ฟื้น เป็นผลจากการท่องเที่ยวเป็นหลัก  
 Number of Tourists (RHS), Tourism Revenue, % over 2019, Number of Tourists, % y/y, Tourist Expenditure per Capita, % y/y, Tourism Revenue, % y/y  
 China Spring Festival Tourism Finally Recovers Above Pre-Pandemic Levels

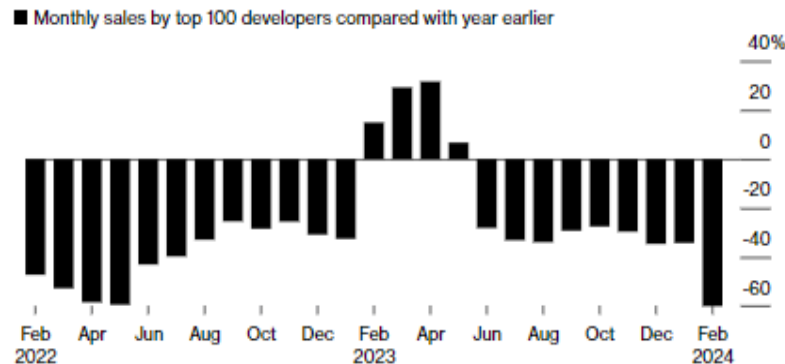


## ระยะยาวจีนเผชิญกับความเสี่ยงที่หายไปที่



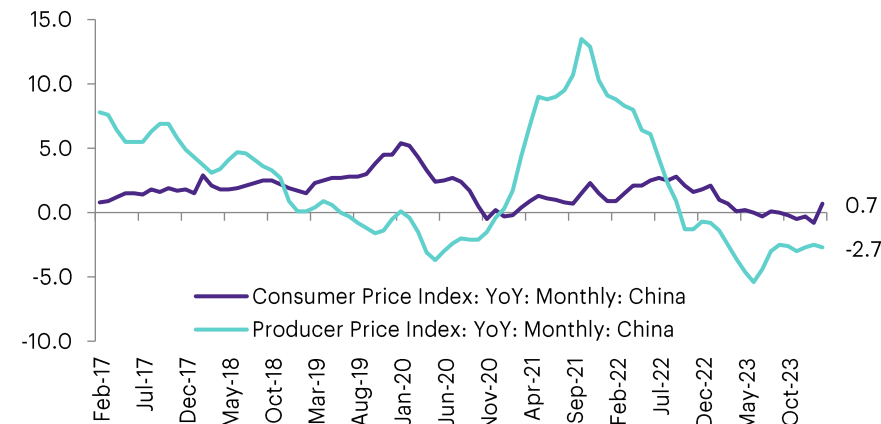
## ท่ามกลางวิกฤตอสังหาฯ

### China Home Sales Slump Accelerated Despite Intervention



Source: China Real Estate Information Corp.

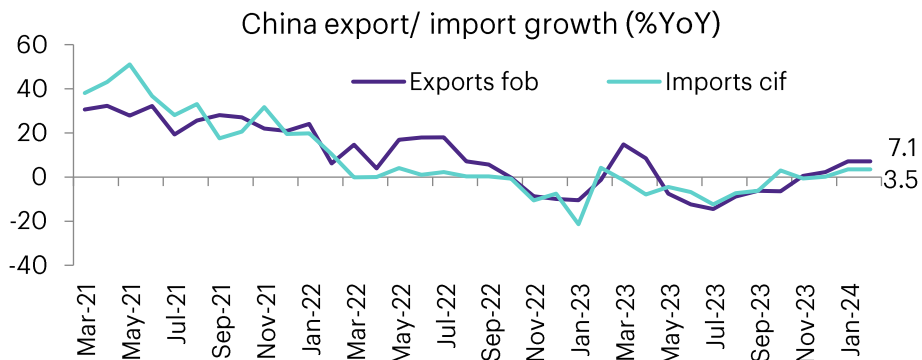
China's Consumer and Producer Price Index (CPI and PPI; % YoY)





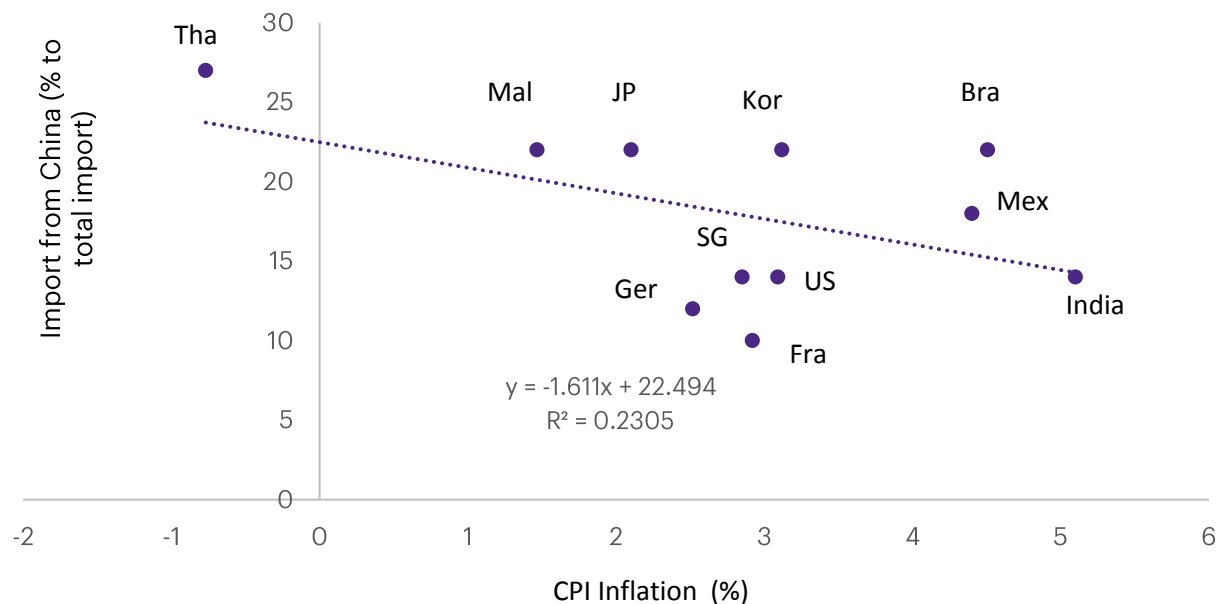
# ส่งออกจีนกลับมาฟื้นตัวจากการกดราคาสินค้า ซึ่งเป็นการ “ส่งออกเงินฝืด” ทั่วโลก

ส่งออกจีนกลับมาฟื้นตัวเกินคาดที่ 7.1%



ประเทศที่นำเข้าสินค้าจากจีนมาก มีแนวโน้มจะ “นำเข้าเงินฝืด” จากจีนด้วยเช่นกัน

Relationship between inflation and import from China (%YoY; % of Total import)



ส่วนหนึ่งเกิดจากการที่จีนกดราคาสินค้าส่งออกเพื่อให้ขายได้



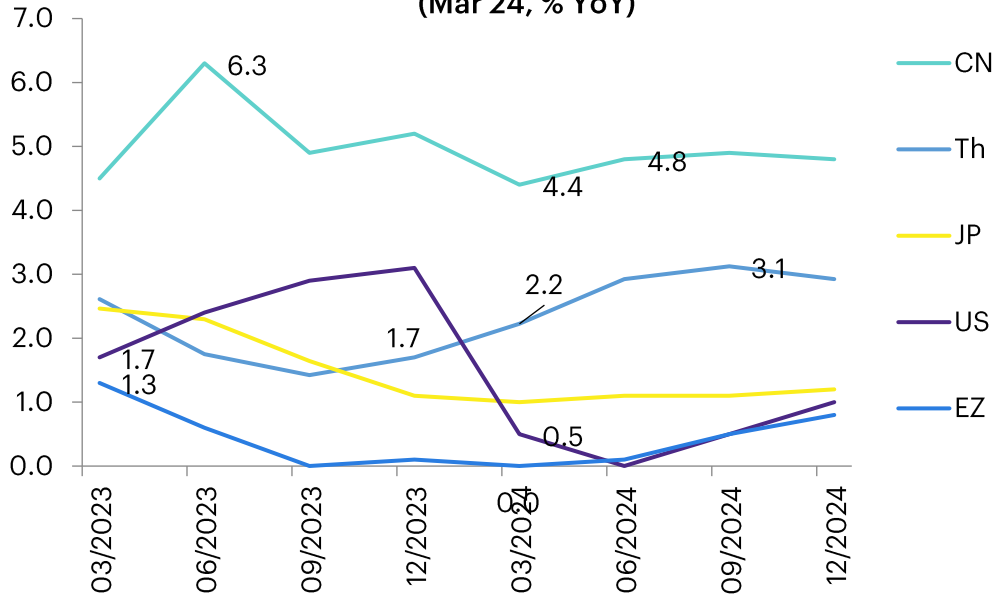
Source: CEIC, INVX

ด้วยภาพดังกล่าว ทำให้เรามองว่าเงินเฟ้อโลกจะไม่ปรับตัวสูงขึ้นนัก เพราะผลจากการนำเข้าเงินฝืดจากจีน

# เศรษฐกิจโลกในปี 2024 มีทิศทางชะลอลงแบบ Soft Landing

- เศรษฐกิจโลกไตรมาส 4/2023 ดูดีกว่าที่เคยมองไว้ในหลายเศรษฐกิจหลัก โดยเฉพาะสหรัฐฯ
- มองไปข้างหน้า แม้เศรษฐกิจสหรัฐฯจะขยายตัวดีเกินคาด แต่จะชะลอลงใน 1H24 จากความเสี่ยงหลายประการ เช่นเดียวกับยุโรป
- เราคงประมาณการญี่ปุ่น และจีนในปี 2024 ขณะที่เราปรับประมาณการเศรษฐกิจไทยหลังการประกาศตัวเลข GDP ปี 2023 ของสภาพัฒน์

INVX's Global-5 Quarterly GDP growth Proj. (Mar'24, % YoY)



INVX's Global-5 Quarterly GDP growth Proj. (Mar'24, % YoY)

	Actual				Forecast					
	03/2023	06/2023	09/2023	12/2023	03/2024	06/2024	09/2024	12/2024	yr 2023f	yr 2024f
US	1.7	2.4	2.9	3.1	0.5	0.0	0.5	1.0	2.5	0.5
EZ	1.3	0.6	0.0	0.1	0.0	0.1	0.5	0.8	0.5	0.4
CN	4.5	6.3	4.9	5.2	4.4	4.8	4.9	4.8	5.2	4.7
JP	2.5	2.3	1.6	1.1	1.0	1.1	1.1	1.2	1.9	1.1
Thai	2.6	1.8	1.4	1.7	2.2	2.9	3.1	2.9	1.9	2.8
Avg. 5	2.5	2.7	2.2	2.2	1.6	1.8	2.0	2.1	2.4	1.9

Source: CEIC, INVX

# การคาดการณ์การดำเนินงานนโยบายการเงินของธนาคารกลางหลัก

การคาดการณ์ดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลางสำคัญในปี 2024 ของ INVX (%)

		Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec
Fed	Date	31		20		1	12	31		18		7	18
	Rate	5.38	5.38	5.38	5.38	5.38	5.13	4.88	4.88	4.63	4.63	4.38	4.38
ECB	Date	25		7	11		6	18		12	17	7	18
	Rate	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	3.75	3.50	3.50	3.25	3.25	3.00	3.00
BOJ	Date	23		19	26		14	31		20	31		19
	Rate	-0.1	-0.1	0.0	0.0*	0.0	0.0**	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
BOT	Date		7		10		12		21		16		18
	Rate	2.50	2.50	2.50	2.25	2.25	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00

Note: \* BOJ ยกเลิก Yield Curve Control; \*\* BOJ ผ่อนคลายมาตรการ QQE

Source: Central banks, INVX

เราวิเคราะห์ว่า

1. ในกรณีสหรัฐ ตัวเลขเศรษฐกิจจะเริ่มชะลอตัวลงรุนแรงขึ้นในไตรมาส 2/24 ทำให้ Fed เริ่มปรับลดดอกเบี้ยได้ในการประชุมเดือน มิ.ย. และลดเป็นจำนวน 4 ครั้งในปี
2. ในกรณียุโรป การลดดอกเบี้ยทำได้รวดเร็วกว่า Fed เล็กน้อย เนื่องจากเศรษฐกิจมีทิศทางอ่อนแอกว่า โดยคาดการณ์ว่าจะเริ่มลดในเดือน มิ.ย. และลดเป็นจำนวน 4 ครั้ง เช่นกัน โดยเป็นการลดก่อน/พร้อม ๆ กับ Fed
3. ในกรณีญี่ปุ่น ข้อตกลง Shunto เบื้องต้นที่ปรับขึ้นค่าจ้างอย่างน้อย 3.85% ในปีนี้ สูงกว่าปี 2023 ที่เพิ่มขึ้น 3.8% และในปีก่อน ๆ ที่ประมาณ 2% ทำให้ BOJ มีโอกาสมากขึ้นที่จะปรับขึ้นดอกเบี้ยในการประชุมเดือน มี.ค. และตามด้วยการยกเลิกมาตรการคุมเส้นผลตอบแทนพันธบัตร (YCC) และเริ่มถอนมาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณและคุณภาพ (QQE)
4. ในส่วนของ ธปท. เราคาดว่าอาจเริ่มเห็นการลดดอกเบี้ยในการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) ในวันที่ 10 เม.ย. และ 12 มิ.ย. เนื่องจากเศรษฐกิจยังเปราะบางและเงินเฟ้อไม่เป็นความเสี่ยง

# ปัจจัยสำคัญของการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลางสำคัญ

## เศรษฐกิจสหรัฐจะชะลอลงชัดเจนในไตรมาส 2

EP 3: 22Q1-24Q4

	01/2024	02/2024	03/2024	04/2024	05/2024	06/2024	07/2024	08/2024	09/2024	10/2024	11/2024	12/2024
FFR	5.38	5.38	5.38	5.38	5.38	5.13	4.88	4.88	4.63	4.63	4.38	4.38
CPI	3.1	3.2	3.1	3.1	3.0	3.0	2.9	2.9	2.9	2.9	2.8	2.8
GDP	0.5	0.5	0.5	0	0	0	0.5	0.5	0.5	1	1	1
ISM Manu	49.1	47.8	48.7	48.8	48.9	48.9	49.4	49.8	50.6	51.0	51.4	52.2
ISM Service	53.4	52.6	50.6	50.2	49.7	49.8	50.3	50.6	50.9	51.1	51.3	51.8
NFP	229.0	275.0	215.1	90.2	14.9	7.1	24.3	52.7	75.2	92.9	117.8	153.3
U-rate	3.7	3.9	4.2	4.3	4.3	4.2	4.2	4.2	4.1	4.1	4.0	4.0
Retail Sales	0.7	3.6	1.6	0.2	-1.1	-2.1	-0.3	1.5	2.0	2.5	3.0	4.0
Core K-Goods shipment	-3.2	-3.1	-3.0	-2.8	-1.8	-0.8	-0.5	0.5	1.5	1.4	2.4	3.4

## เศรษฐกิจยุโรปชะลอแรงกว่าสหรัฐในปี 2023 ส่วนหนึ่งเป็นเพราะยุโรปมีความเชื่อมโยงกับจีนมากกว่าสหรัฐ

Eurozone Econ Indicator	Q1 22	Q2 22	Q3 22	Q4 22	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23
Real GDP (QoQ%)	0.6	0.9	0.4	0.0	0.1	0.1	-0.1	0.0
Real GDP (YoY%)	5.5	4.4	2.4	1.8	1.3	0.6	0	0.1
Household Consumption	7.9	5.5	2.7	1.1	1.4	0.6	-0.4	0.5
Government Consumption	3.1	0.8	0.6	0.7	-0.2	0.2	0.6	0.2
Gross Fixed Investment	3.6	2.8	4.7	0.9	1.8	1.1	-0.1	0.2
Exports (YoY%)	8.7	7.9	7.6	4.6	2.5	-0.6	-3	-1.8
Imports (YoY%)	9.3	8.5	10.5	3.2	1.4	-0.4	-4	-1.7
Industrial Production (YoY%)	0.2	0.3	0.5	0.7	0.8	-1.1	-3.2	-4.4
CPI (YoY%)*	6.1	8.0	9.3	10.0	8.0	6.2	4.9	2.7

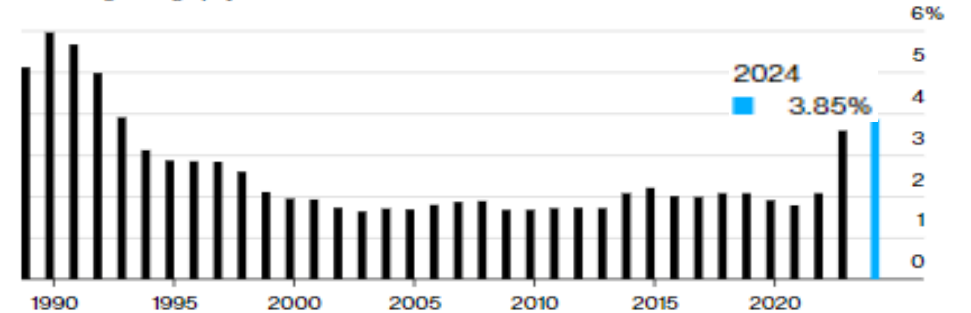
Source: CEIC, Bloomberg, INNV

## การเจรจาต่อรองของญี่ปุ่นเบื้องต้นคาดว่าค่าแรงจะปรับขึ้นประมาณ 4% ในปีนี้

### Signs of Progress

Economists expect Japan's biggest union group to secure larger pay raises this year

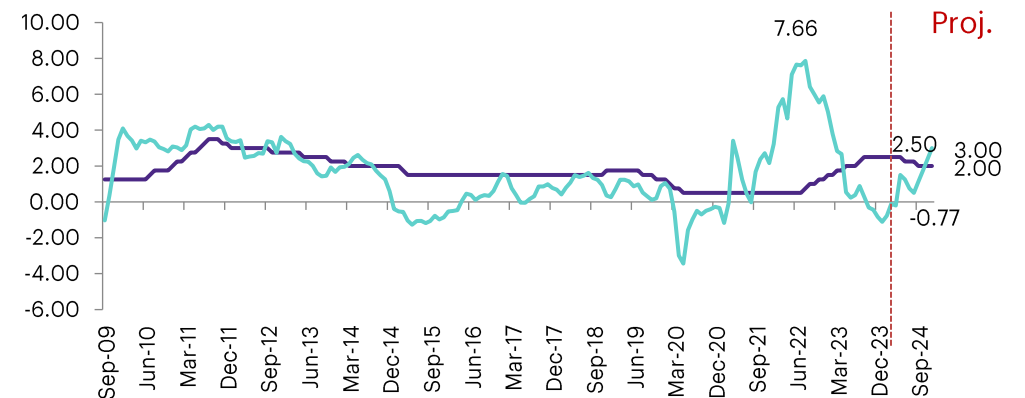
■ Average Rengo pay deal ■ Forecast



Source: Japanese Trade Union Confederation, known as Rengo  
Note: 2024 figure shows Japan Center for Economic Research forecast.

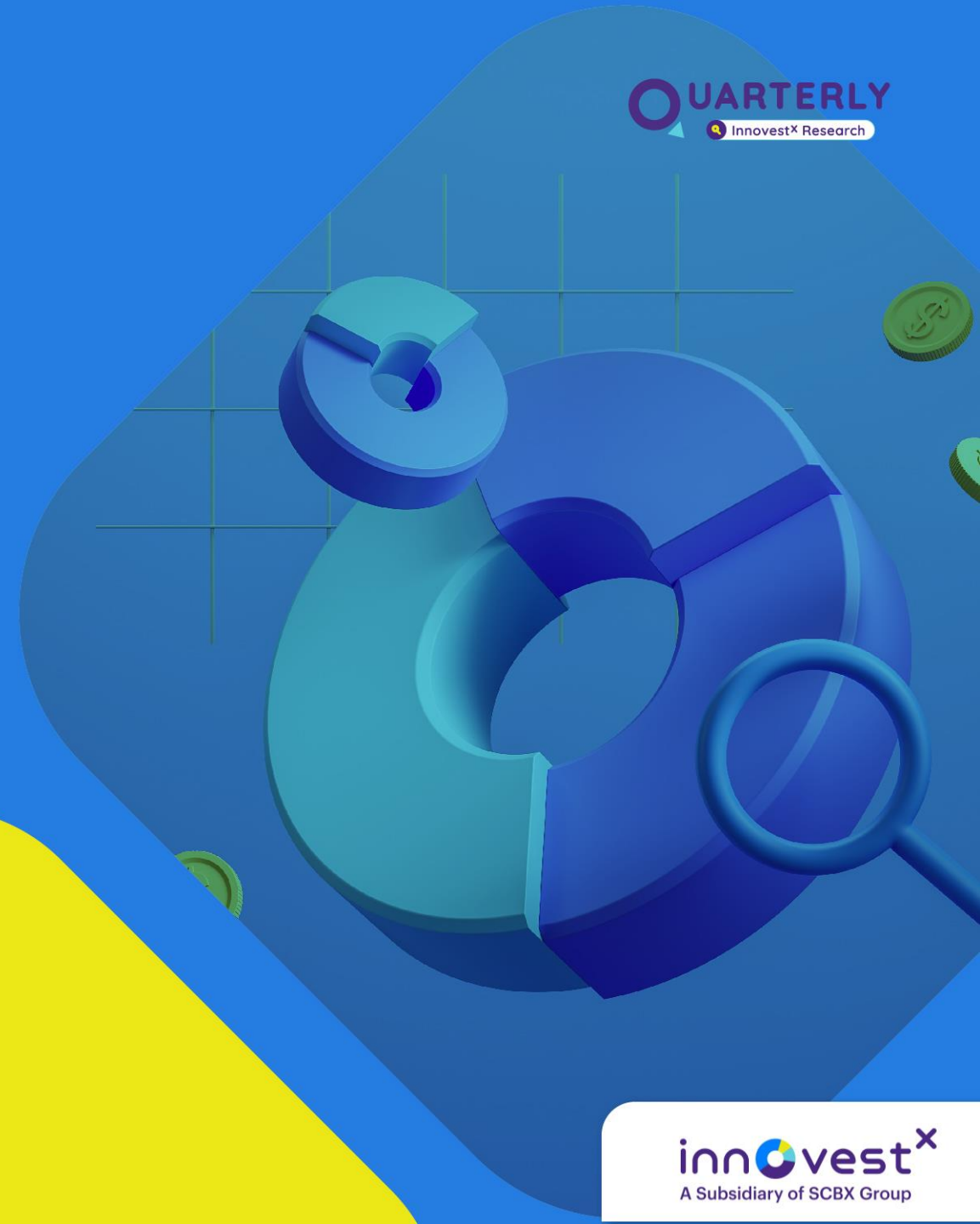
## เงินเพื่อไทยจะติดลบอีกอย่างน้อย 2 เดือน ท่ามกลางเศรษฐกิจที่ชะลอตัว ทำให้รูปท. น่าจะลดดอกเบี้ยได้ในเดือน เม.ย.

### Thailand's Policy Rate and Headline Inflation projection (%)

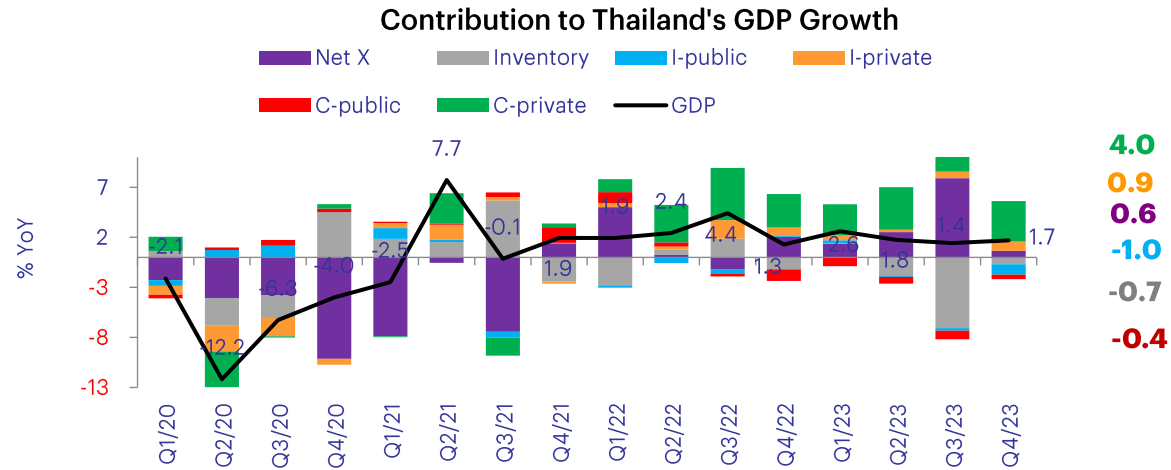




# เศรษฐกิจไทย: ชะลอตัวเชิงโครงสร้าง



# เศรษฐกิจไทย 4Q/23 ขยายตัว 1.7% ใกล้เคียงกับที่เราคาดที่ 1.8% แต่ต่ำกว่าตลาดคาดที่ 2.5%



- เศรษฐกิจไทยใน 4Q23 เติบโต +1.7% ใกล้เคียงกับที่เราคาดที่ +1.8% (ทำให้ทั้งปี 2023 ขยายตัว 1.9%) โดยภาคที่เป็นเครื่องยนต์หลักในการผลักดันเศรษฐกิจ ได้แก่ การบริโภคภาคเอกชน ที่ขยายตัวสูงถึง 7.4% และเป็นองค์ประกอบการขยายตัวเศรษฐกิจ (Contribution to GDP Growth) ถึง 4.0% โดยการเติบโตหลักของการบริโภคภาคเอกชนมาจากหมวดบริการซึ่งเติบโตสูงถึง +12.8% ตามการขยายตัวของการใช้จ่ายของโรงแรมและภัตตาคารเป็นหลัก ขณะที่สินค้าหมวดคงทนและหมวดกึ่งคงทนขยายตัวในระดับต่ำ ส่วนของการส่งออกสินค้าเริ่มกลับมาปรับเพิ่มขึ้นตามปริมาณการส่งออกที่ขยายตัว +3.2% โดยกลุ่มสินค้าที่ส่งออกเพิ่มขึ้น ได้แก่ ข้าว, ยางพารา, คอมพิวเตอร์, ตู้เย็นและเครื่องใช้ไฟฟ้า ขณะที่กลุ่มที่ยังเป็นความเสี่ยง ได้แก่ ผลิตภัณฑ์ชิ้นส่วนอุปกรณ์คอมพิวเตอร์, เครื่องปรับอากาศ และรถยนต์นั่ง โดยภาพดังกล่าวบ่งชี้ว่าการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลกยังมีความเสี่ยง ขณะที่การส่งออกบริการ (ท่องเที่ยว) ขยายตัว 14.7% ชะลอลงจาก 30.6% ในไตรมาสก่อน เนื่องจากได้รับผลกระทบจากท่องเที่ยว และได้รับจากค่าบริการเดินทางชะลอตัว ส่วนของภาคที่อุดหนุนเศรษฐกิจมาจากภาครัฐเป็นหลัก โดยการอุปโภคภาครัฐหดตัวต่อเนื่องที่ -3% (และทำให้ GDP หดตัว -0.4%) ขณะที่การลงทุนภาครัฐหดตัวรุนแรงถึง -20.1% (และทำให้ GDP หดตัวถึง -1.0%) บ่งชี้การจัดทำงานประมาณที่ล่าช้าทำให้งบลงทุนหดตัวลงเมื่อเทียบกับปีก่อนและเป็นตัวฉุดหลังเศรษฐกิจไทย

- ส่วนของภาคการผลิตสาขาเศรษฐกิจที่สำคัญ เช่น ภาคอุตสาหกรรม ภาคเกษตร และภาคการก่อสร้างหดตัวลงทั้งหมด โดยหดตัวที่ -2.4%, -0.8% และ -8.8% ตามลำดับ โดยการผลิตเพื่อการส่งออกหดตัวต่อเนื่องเป็นไตรมาสที่แปดที่ -9.9% แต่การผลิตเพื่อการบริโภคภายในประเทศเริ่มฟื้นตัวเป็นครั้งแรกในรอบห้าไตรมาสที่ +1.7% โดยสินค้าอุตสาหกรรมสำคัญที่การผลิตลดลง ได้แก่ การผลิตยานยนต์, ชิ้นส่วนและแผงวงจรอิเล็กทรอนิกส์, คอมพิวเตอร์และอุปกรณ์ต่อพ่วง รวมถึงการผลิตน้ำตาลและเครื่องแต่งกาย บ่งชี้ถึงเศรษฐกิจโลกที่เปราะบาง ส่วนของภาคเกษตรป่าไม้และประมงหดตัว -0.8% โดยสินค้าเกษตรสำคัญที่หดตัวลงได้แก่ปาล์ม, ไม้ผล, มันสำปะหลัง, อ้อย และข้าวเปลือก บ่งชี้ถึงภาวะภัยแล้งที่กระทบต่อภาคการเกษตรของไทย ทำให้รายได้เกษตรกรลดลง -2.5% ลดต่อเนื่องเป็นไตรมาสที่สาม ด้านภาคธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยวขยายตัวต่อเนื่องแต่ชะลอลงทั้งภาคโรงแรมและภัตตาคาร ขยายตัว 10% จาก 15% ไตรมาสก่อน ขณะที่รายได้จากนักท่องเที่ยวต่างชาติอยู่ที่ 2.77 แสนล้านบาท ขยายตัว 34.8% ชะลอจาก 76.8% ในไตรมาสก่อน สรุปลทั้งปี มีนักท่องเที่ยวต่างประเทศ 28.15 ล้านคน สร้างรายรับรวม 1.03 ล้านล้านบาท (รายได้เฉลี่ยต่อคนต่อทริปประมาณ 3.7 หมื่นบาท ลดลงจากปีก่อนที่ 4.1 หมื่นบาท)

GDP Growth Production side								
Growth	Share	Yr2021	Yr2022	Yr2023	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4
GDP	100.0%	1.5	2.6	1.9	2.6	1.8	1.4	1.7
Agri	9.0%	2.3	2.4	1.9	6.2	1.5	1.1	-0.8
Manufacturing	26.3%	4.9	0.4	-3.2	-2.6	-3.5	-4.4	-2.4
Electric	2.3%	0.3	1.9	3.0	-4.0	5.8	4.7	6.0
Water Supply Sewerage	0.5%	4.5	4.1	4.9	3.8	6.7	4.9	4.1
Construction	2.9%	2.2	-2.7	-0.6	3.8	0.3	0.5	-8.8
Wholesale, Retail	17.2%	1.6	3.1	3.8	3.3	3.4	3.3	5.1
Transport	4.9%	-2.7	7.1	8.4	12.5	7.4	7.1	6.7
Hotel & Rest.	3.2%	-14.2	39.3	18.0	34.4	15.3	15.0	10.0
ICT	2.6%	6.1	5.1	3.3	3.5	3.7	3.1	2.9
Financial	8.0%	5.5	1.0	3.1	0.9	2.4	4.2	4.8
Real Estate	2.7%	1.7	2.1	1.9	1.9	2.5	1.9	1.1

Source: NESDC, CEIC, INVX

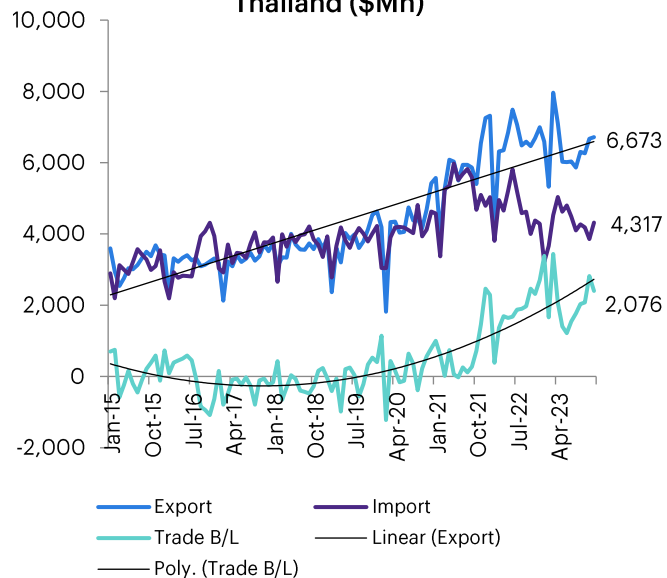
# ข้อสังเกตและความท้าทายของเศรษฐกิจไทย

Selected countries' GDP Growth (%QoQSA)

	3/2022	6/2022	9/2022	12/2022	3/2023	6/2023	9/2023	12/2023
China	0.6	-2.1	4.0	0.6	2.1	0.6	1.5	1.0
EU	0.7	0.7	0.5	-0.2	0.1	0.1	-0.1	0.1
France	-0.1	0.4	0.6	0.0	0.0	0.7	0.0	0.0
Germany	1.0	-0.1	0.4	-0.4	0.1	0.0	0.0	-0.3
India	1.5	3.1	-0.5	0.7	2.7	4.3	0.0	N/A
Indonesia	1.4	1.4	1.0	1.1	1.3	1.6	0.8	1.2
Japan	-0.7	1.1	-0.2	0.4	1.1	1.0	-0.8	-0.1
Malaysia	2.4	4.1	2.2	-1.7	0.9	1.5	2.6	-2.1
Philippines	1.2	0.7	2.8	2.1	0.6	-0.9	3.8	2.1
South Korea	0.7	0.8	0.2	-0.3	0.3	0.6	0.6	0.6
Taiwan	1.4	-2.6	0.8	-0.3	-1.0	1.8	1.9	2.1
Thailand	0.2	1.0	0.9	-0.8	1.5	0.2	0.6	-0.6
UK	0.5	0.1	-0.1	0.1	0.2	0.0	-0.1	-0.3
US	-0.5	-0.1	0.7	0.6	0.6	0.5	1.2	0.8
Vietnam	1.3	2.0	0.3	1.4	-0.1	2.2	2.3	1.7

Source: NESDC, CEIC, INVX

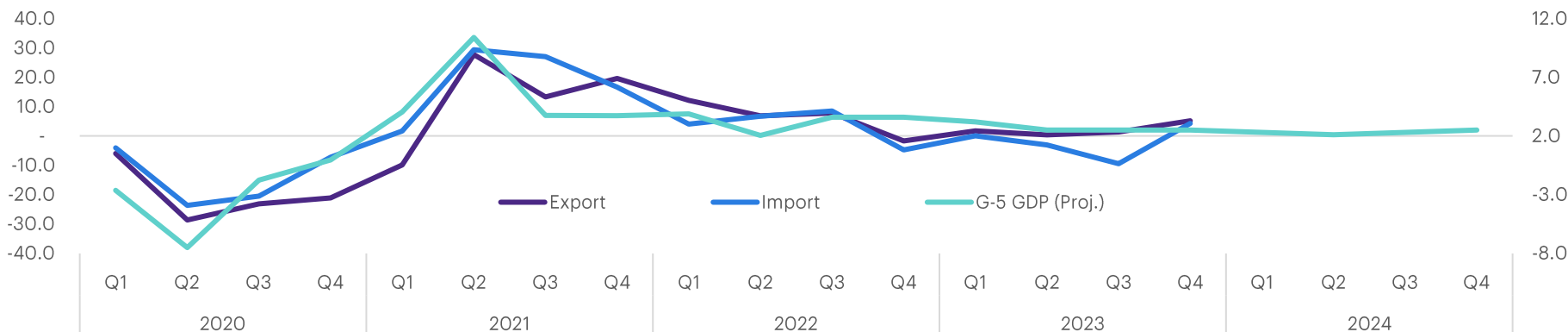
China's Export & Import to Thailand (\$Mn)



เรามีข้อสังเกตเกี่ยวกับเศรษฐกิจไทยในไตรมาส 4/23 อยู่ 4 ประการ

1. GDP ไทยที่หดตัวในไตรมาส 4/23 ที่ -0.6% QoQSA นั้น สอดคล้องกับหลายประเทศที่หดตัวเช่นกัน เช่น เยอรมนี (1 ไตรมาส) ญี่ปุ่น (2 ไตรมาส) มาเลเซีย (1 ไตรมาส) และอังกฤษ (2 ไตรมาส) บ่งชี้ว่า Momentum ของเศรษฐกิจโลกภาพรวมเริ่มชะลอตัว
2. หากพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างการส่งออก นำเข้า และเศรษฐกิจโลก พบว่าไปด้วยกัน และในช่วงหลัง ภาคการผลิตมีลักษณะพิเศษ คือ ไม่ผลิต และระบายสินค้าคงคลังต่อเนื่อง แม้จะเริ่มส่งออกได้บ้างก็ตาม ทำให้สินค้าคงคลังเริ่มหมดลง
3. หากเศรษฐกิจโลกเป็นไปตามที่เราคาดการณ์ (คือจะชะลอลงเข้าสู่ Soft Landing) ในปีนี้ การส่งออกจะยังมีความเสี่ยง แต่หากเศรษฐกิจโลกขยายตัวได้ต่อเนื่อง (No landing) สินค้าคงคลังทั้งหมดจะทำให้ภาคการผลิตฟื้นตัวอีกครั้ง (ซึ่งค่อนข้างท้าทายในมุมมองของเรา)
4. ปัจจุบัน สินค้าไทยเผชิญกับการทุ่มตลาดจากจีน ทำให้ไทยขาดดุลการค้ามากขึ้น และกว่า 9% ของสินค้าอุปโภคบริโภคในประเทศเป็นการนำเข้าจากจีน (เพิ่มจาก 5% ในปี 2020) ซึ่งหากเป็นไปต่อเนื่อง จะกระทบกับภาคการผลิตของไทย

Export and Import of Goods and Services and G-5 Global GDP (%YoY)



# ประมาณการเศรษฐกิจไทยของทางการเทียบกับ INVX

- ในมุมมองของเรา เราแบ่งภาพเศรษฐกิจเป็น 2 สถานการณ์ ขึ้นอยู่กับ การเบิกจ่ายภาครัฐเป็นหลัก โดยหากการเบิกจ่ายสามารถเร่งตัวได้ดี ใกล้เคียงกับที่ สศค. มอง (อัตราการเบิกจ่ายงบลงทุนปีงบประมาณ 2567 ที่ 64% คิดเป็นเม็ดเงิน 4.5 แสนล้านบาท) เศรษฐกิจไทยจะขยายตัวได้ 3.0% จากการลงทุนภาครัฐและเอกชนที่เพิ่มขึ้น แต่หากการเบิกจ่ายต่ำกว่าคาด เศรษฐกิจไทยจะขยายตัวได้ 2.5% โดยในกรณีหลัง ธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) อาจสามารถปรับลดดอกเบี้ยได้ 2 ครั้ง

2024 Thai GDP Growth momentum: Best and Worst Case (%)



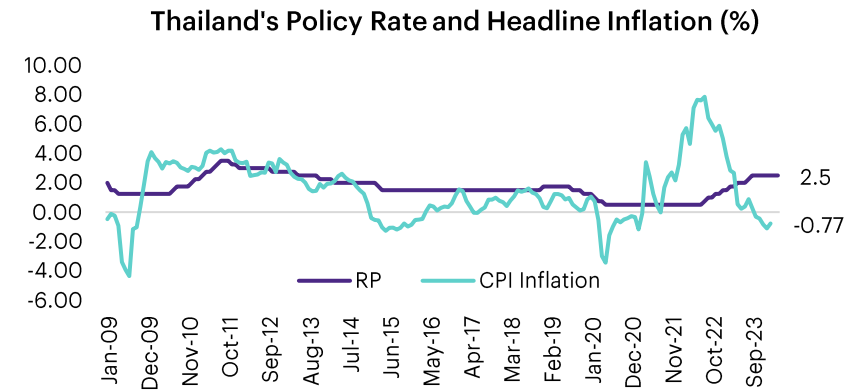
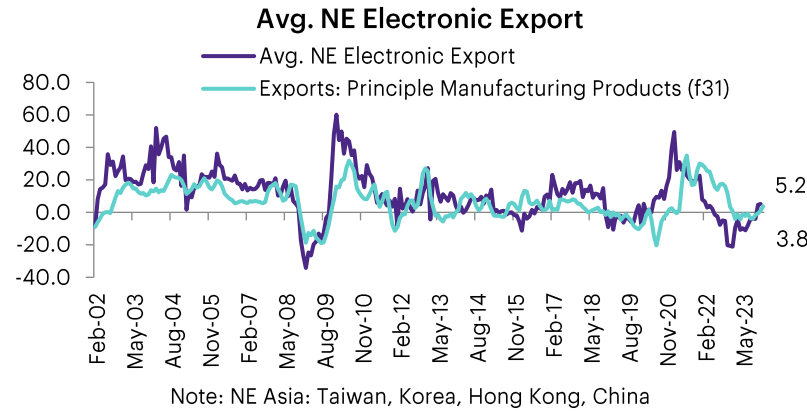
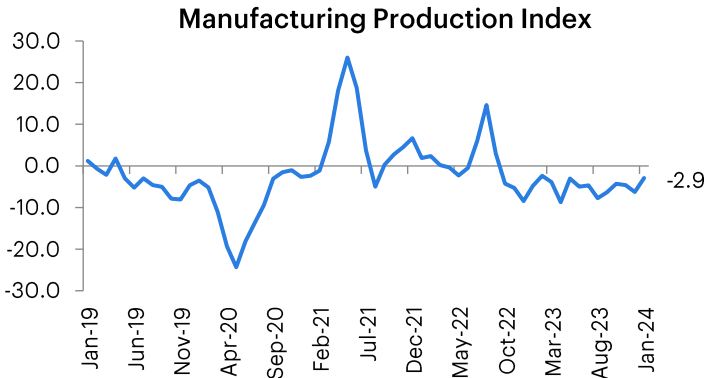
Source: CEIC, NESDC, BOT, FPO, INVX Research

Macro growth projection	Actual	Actual	Actual	FPO (Jan'24)	NESDC (Feb'24)	INVX-Worst (Mar'24)	INVX-Best (Mar'24)
	2021	2022	2023	2024f	2024f	2024f	2024f
<b>GDP growth</b>	<b>1.6</b>	<b>2.5</b>	<b>1.9</b>	<b>2.8</b>	<b>2.7</b>	<b>2.5</b>	<b>3.0</b>
<b>Private investment</b>	<b>2.9</b>	<b>4.7</b>	<b>3.2</b>	<b>3.2</b>	<b>3.5</b>	<b>3.0</b>	<b>3.7</b>
<b>Public investment</b>	<b>3.5</b>	<b>-3.9</b>	<b>-4.6</b>	<b>3.1</b>	<b>-1.8</b>	<b>-1.5</b>	<b>3.0</b>
<b>Private consumption</b>	<b>0.6</b>	<b>6.2</b>	<b>7.1</b>	<b>3.3</b>	<b>3.0</b>	<b>2.0</b>	<b>3.0</b>
<b>Public consumption</b>	<b>3.7</b>	<b>0.1</b>	<b>-4.6</b>	<b>1.4</b>	<b>1.5</b>	<b>1.0</b>	<b>1.5</b>
<b>Export value in US\$ terms (%)</b>	<b>19.2</b>	<b>5.4</b>	<b>-1.7</b>	<b>4.2</b>	<b>2.9</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.1</b>
<b>Import value in US\$ terms (%)</b>	<b>15.0</b>	<b>14.0</b>	<b>-3.1</b>	<b>4.0</b>	<b>4.4</b>	<b>2.0</b>	<b>3.2</b>
<b>Current account to GDP (%)</b>	<b>-2.2</b>	<b>-3.2</b>	<b>1.3</b>	<b>1.8</b>	<b>1.4</b>	<b>0.0</b>	<b>-0.5</b>
<b>Headline inflation (%)</b>	<b>1.2</b>	<b>6.1</b>	<b>1.3</b>	<b>1.0</b>	<b>1.4</b>	<b>0.7</b>	<b>1.2</b>
<b>USD/THB</b>	<b>32.0</b>	<b>35.1</b>	<b>35.0</b>	<b>34.4</b>	<b>34.8</b>	<b>35.0</b>	<b>36.0</b>
<b>Policy rate (%)</b>	<b>0.50</b>	<b>1.25</b>	<b>2.50</b>	<b>N/A</b>	<b>N/A</b>	<b>2.00</b>	<b>2.50</b>
<b>No. of inbound tourists (mn)</b>	<b>0.43</b>	<b>11.2</b>	<b>28.2</b>	<b>33.5</b>	<b>35.0</b>	<b>35.0</b>	<b>35.0</b>

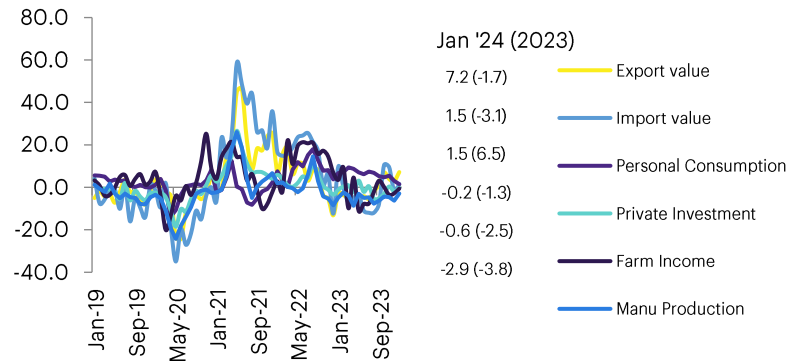


# 6 ปัจจัยเศรษฐกิจไทยที่ต้องจับตา

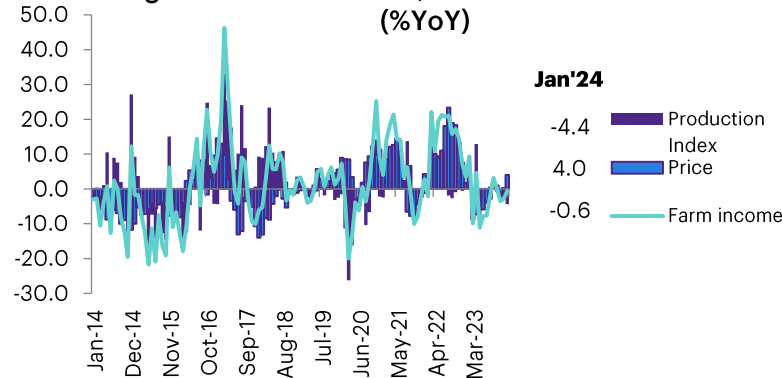
- ในปี 2024 เราจับตา 6 ปัจจัยเศรษฐกิจที่จะทำให้เศรษฐกิจไทยพลิกฟื้นหรือชะลอลง อันได้แก่ (1) การผลิตภาคอุตสาหกรรม โดยปัจจุบันหดตัวมากกว่า 1 ปี อย่างไรก็ตาม สินค้าคงคลังที่หมดลง โดยเฉพาะอิเล็กทรอนิกส์ (ทั้งในระดับโลกและไทย) ทำให้เป็นไปได้ที่การผลิตจะเริ่มกลับมา แต่หากเศรษฐกิจโลกกลับมาชะลอลงก็จะทำให้การผลิตยังคงหดตัวต่อเนื่อง ขณะเดียวกันผู้ผลิตไทยก็ เสี่ยงจากการตลาดของผู้ผลิตจีนมากขึ้น (2) การฟื้นตัวของส่งออกล่าสุด (+10% เดือน ม.ค.) ส่วนหนึ่งได้รับประโยชน์จากการฟื้นตัวของวัฏจักรอิเล็กทรอนิกส์ โดยหากพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างการส่งออกสินค้าอิเล็กทรอนิกส์ของประเทศเอเชียตะวันออกเฉียงเหนือ 4 ประเทศ พบว่าขยายตัวสอดคล้องกับการส่งออกสินค้าอิเล็กทรอนิกส์และอุตสาหกรรมของไทย อย่างไรก็ตาม ต้องติดตามว่าวัฏจักรสินค้าอิเล็กทรอนิกส์ รวมถึงการผลิตสินค้าอุตสาหกรรมจะฟื้นตัวยั่งยืนหรือไม่ ท่ามกลาง MPI ของประเทศสำคัญยังคงหดตัว (3) เงินเฟ้อที่ติดลบต่อเนื่อง และจะติดลบอีก 2 เดือนเป็นอย่างน้อย (4) การลงทุนภาคเอกชน ที่ยังคงหดตัวตามการผลิตภาคอุตสาหกรรม อย่างไรก็ตาม ต้องจับตว่าการส่งออกที่ดีขึ้น จะทำให้การผลิตภาคอุตสาหกรรมดีขึ้นจนเต็มกำลังการผลิต และผลักดันให้เอกชนหันกลับมาลงทุนได้หรือไม่ (5) รายได้เกษตรกร ที่มีความเสี่ยงจากปริมาณผลผลิตทางการเกษตรที่สูญหายจากภาวะภัยแล้ง และ (6) การบริโภคภาคเอกชน ที่องค์ประกอบสำคัญ ๆ เช่น ภาคบริการ ชะลอตัวต่อเนื่อง ขณะที่การบริโภคสินค้าคงทน เช่น รถยนต์ ติดลบจากการปล่อยสินเชื่อที่ยากขึ้น



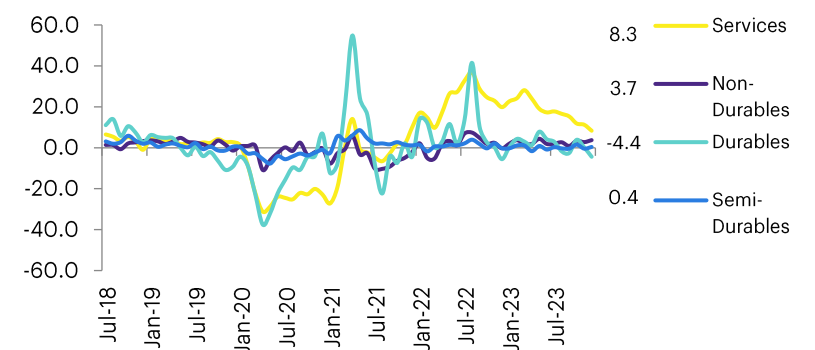
**Thailand's important monthly Econ Indicators (% YoY)**



**Agriculture Production, Price and Farm Income (%YoY)**



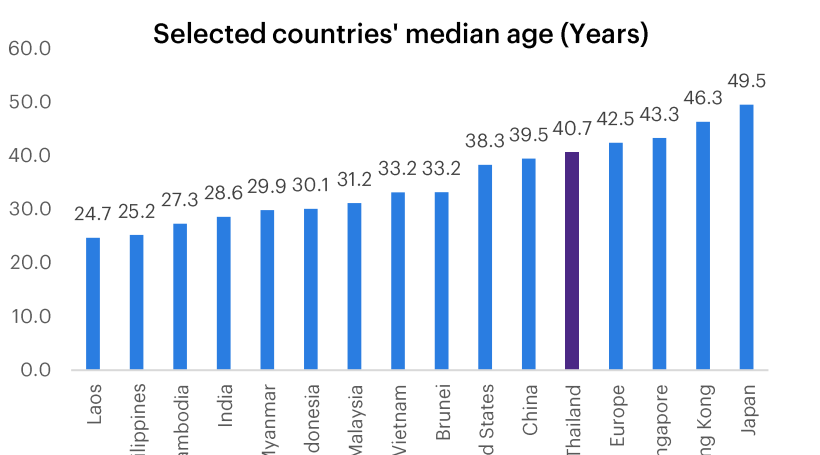
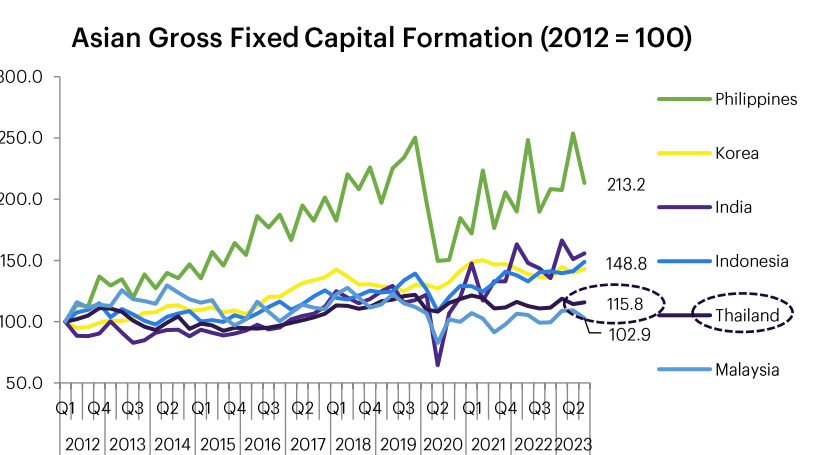
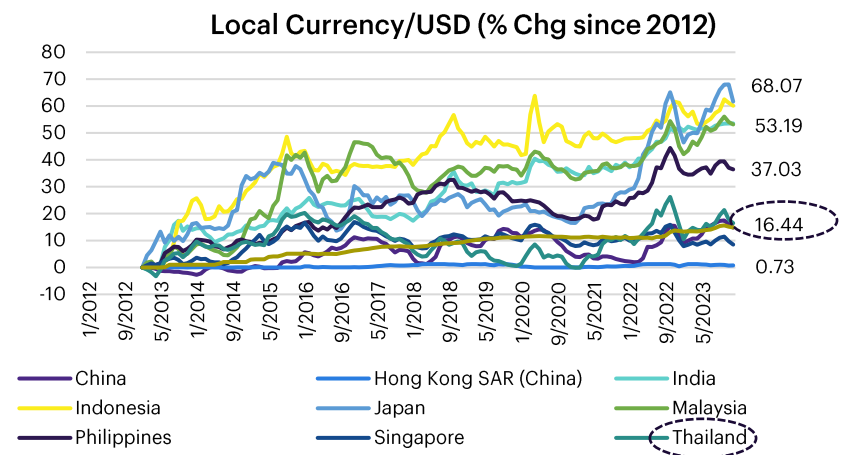
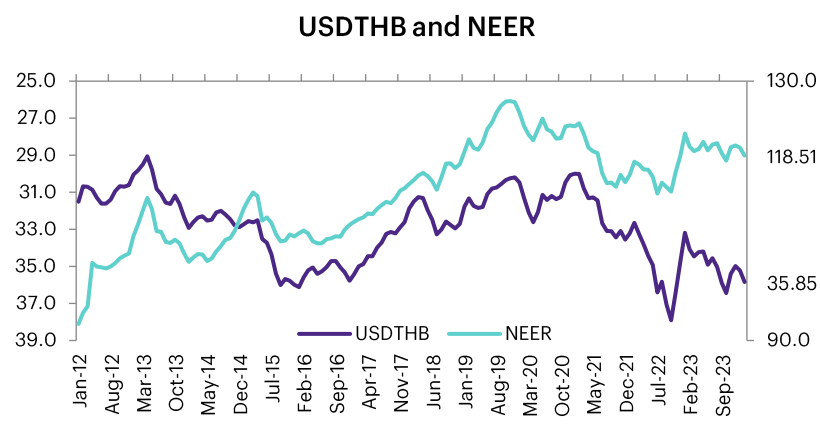
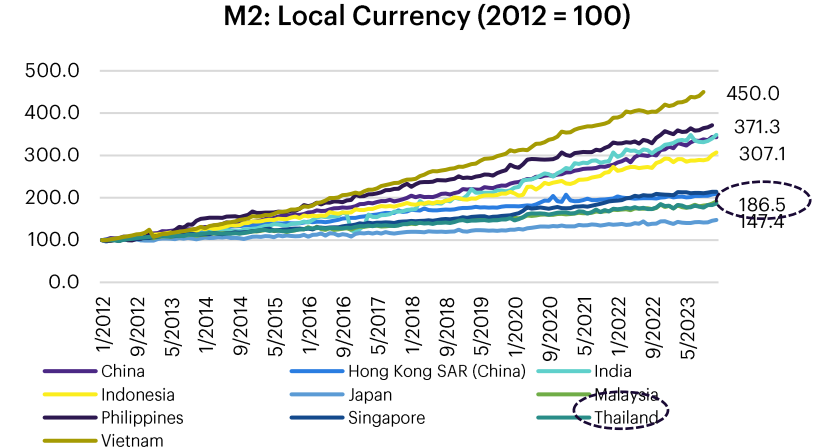
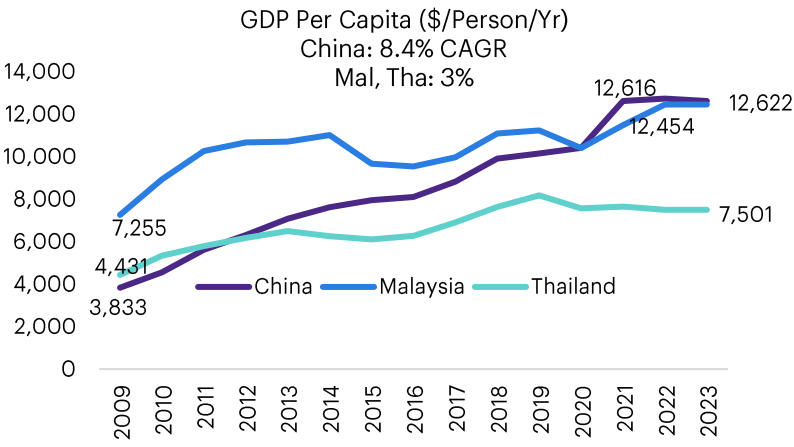
**Component of Personal Consumption Indicator (%YoY)**



Source: BOT, CEIC, INVX

# ประเด็นโครงสร้างเศรษฐกิจไทย ระยะยาว--กับดักรายได้ปานกลาง

- ในประเด็นเชิงโครงสร้าง เรากำลังเผชิญการเติบโตของเศรษฐกิจไทยในระยะยาวที่กำลังตกอยู่ในกับดักรายได้ปานกลาง (รายได้ต่อหัวต่ำกว่า 1.5 หมื่นดอลลาร์ต่อคนต่อปี) เนื่องจากเผชิญกับ 3 ปัญหาหลัก คือ (1) นโยบายการเงินที่ตึงตัว ผลจากการที่ สปท. พัมพ์เงินน้อยเกินไปเมื่อเทียบกับเพื่อนบ้าน ทำให้เงินเฟ้อต่ำกว่าเพื่อนบ้าน และเงินบาท (NEER) แข็งเคือง 20% ในช่วง 12 ปีที่ผ่านมา ทำให้ผู้ผลิตไทยสูญเสียความสามารถในการแข่งขัน (2) นโยบายการคลัง ที่ตึงตัวเกินไปเนื่องจากต้องการดำรงวินัยการคลัง จนทำให้การลงทุนทั้งภาครัฐและเอกชนแทบต่ำที่สุดในภูมิภาค และ (3) ภาวะสังคมสูงวัย โดยอายุเฉลี่ยของคนไทย อยู่ที่ 40.2 สูงเป็นอันดับสองในภูมิภาค ทำให้ประเทศไทยไม่น่าสนใจลงทุนทั้งในแง่ของการเติบโตของตลาดและกำลังแรงงาน



Source: CEIC, NESDC, INVX Research

# กลยุทธ์การลงทุน

# 2Q24



# หุ้นแนะนำใน 1Q24 ของเรา : Underperform SET อยู่ 5%

1Q24 ใกล้เคียงสิ้นสุดลงแล้ว โดยตลาดหุ้นไทยปรับตัวลดลง 2.1% underperform ตลาดหุ้นอื่นๆ ในภูมิภาค และตลาด EM อยู่ 3% และ underperform ตลาดหุ้นโลกอยู่ 8% โดยมีสาเหตุหลักมาจาก: 1) แรงกดดันเชิงลบจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจจีน 2) แรงกดดันจากการขายชอร์ตอย่างต่อเนื่อง 3) ความล่าช้าในการเบิกจ่ายงบประมาณ 4) ความขัดแย้งระหว่างรัฐบาลและธนาคารกลาง และ 5) การฟื้นตัวของกำไรที่อ่อนแอกว่าคาด ส่งผลทำให้นักลงทุนมีความกังวลเกี่ยวกับแนวโน้มผลประกอบการของบริษัทต่างๆ อันเป็นผลมาจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจจีนและต้องการรอจนกว่านักวิเคราะห์จะปรับลดประมาณการ GDP และผลประกอบการเสร็จสิ้น

ตลาดหุ้นไทยให้ผลตอบแทนติดลบใน 1Q24TD และเป็นตลาดที่ให้ผลตอบแทนแย่มากที่สุดในช่วงที่ตลาดหุ้นทั่วโลกปรับตัวเพิ่มขึ้นในปัจจุบัน contribution ของดัชนีตลาดหุ้นไทยกระจุกตัวอยู่ใน 4 กลุ่ม: กลุ่มขนส่ง (AOT, AAV) กลุ่มท่องเที่ยว (MINT) กลุ่มสื่อสาร (TRUE) และกลุ่มพาณิชย์ (CPAXT, CPALL) ในขณะที่กลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ (DELTA, HANA, KCE) กลุ่มวัสดุ (SCC, IVL) กลุ่มอาหารและเครื่องดื่ม (CBG, OSP, BTG) กลุ่มธนาคาร (KTB, BBL, KBANK) และกลุ่มพลังงาน (OR, PTT, EA, BANPU) ให้ผลตอบแทนที่น่าผิดหวัง

นักลงทุนต่างชาติขายสุทธิหุ้นไทย 884 ล้านดอลลาร์สหรัฐ QTD ชะลอตัวลงจากที่มียอดขายสุทธิ 981 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ใน 4Q23 การไหลออกของเม็ดเงินลงทุนของต่างชาติแตกต่างจากตลาดอื่นๆ ในอาเซียน: อินโดนีเซีย (+1,120 ล้านดอลลาร์สหรัฐ) ฟิลิปปินส์ (+251 ล้านดอลลาร์สหรัฐ) และมาเลเซีย (+77 ล้านดอลลาร์สหรัฐ)

ธีมหลักของเราใน 1Q24 คือ ความไม่แน่นอนของเศรษฐกิจโลก ความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ที่แย่ง และการยุติวงจรการปรับขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ที่ดูเหมือนว่าจะสอดคล้องกับปฏิกิริยาของตลาด ในขณะที่การฟื้นตัวของอุปสงค์และผลประกอบการในประเทศจีนที่อ่อนแอกว่าคาดส่งผลกระทบต่อตลาด

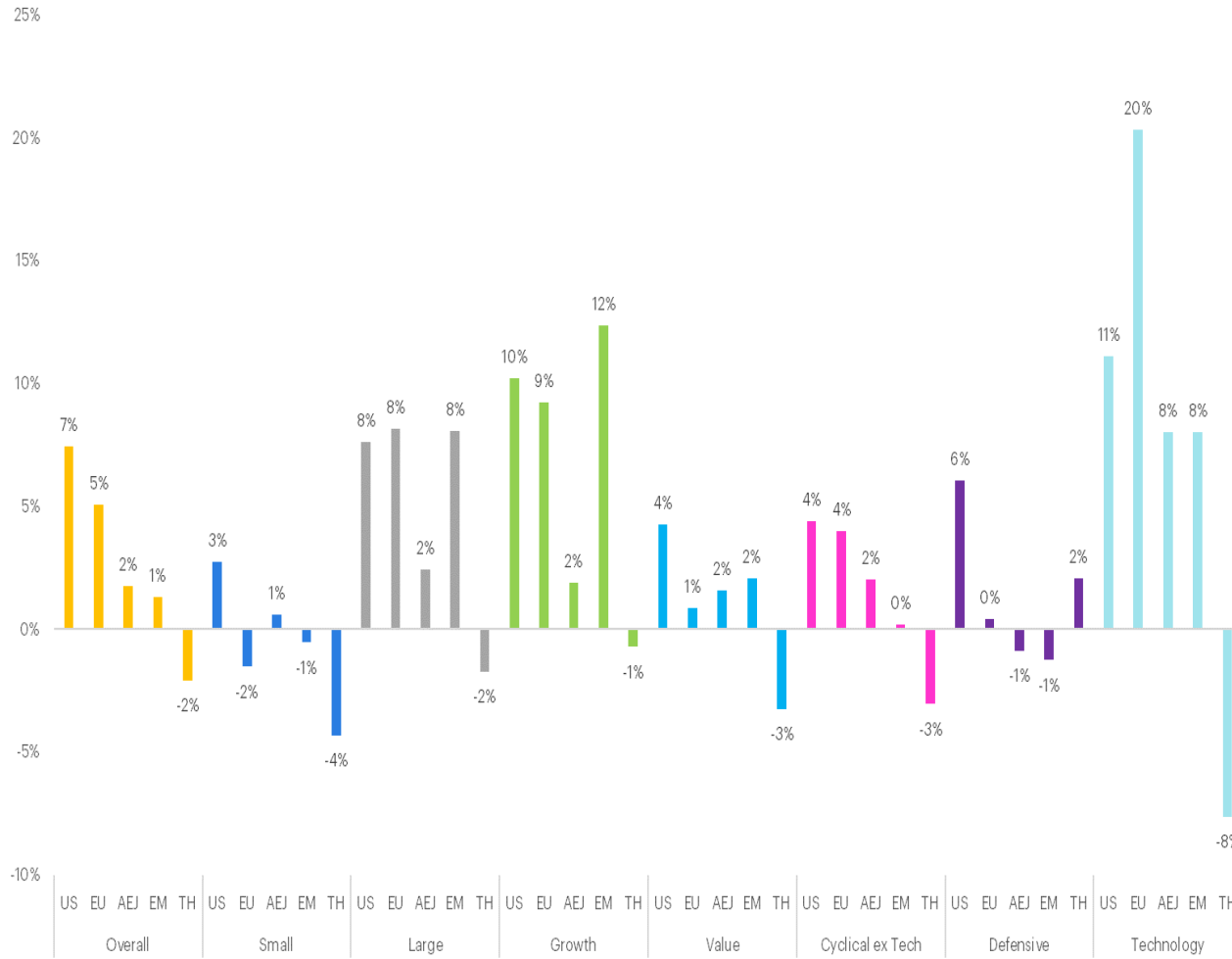
หุ้นเด่นของเราซึ่งมุ่งเน้นไปที่หุ้นที่มีงบดุลดี ผลประกอบการมีแนวโน้มฟื้นตัวอย่างชัดเจน และได้ประโยชน์จากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจให้ผลตอบแทนเฉลี่ย -7% โดย CPALL และ GULF ปรับตัว outperform ตลาด ในขณะที่ BBL KCE และ SCC ปรับตัว underperform ตลาด ซึ่งเป็นผลมาจากการเติบโตของเศรษฐกิจในประเทศที่อ่อนแอกว่าคาดและกำไรที่จะฟื้นตัวไปพร้อมกับการระบายสินค้าคงคลังของจีนอย่างต่อเนื่อง



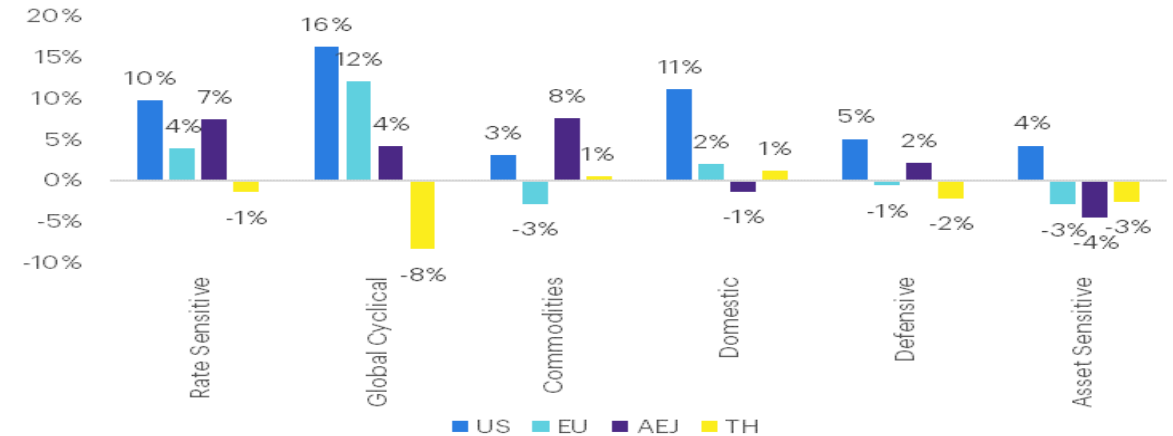
# Price performance ใน 1Q24

หุ้นขนาดใหญ่ หุ้นวัฏจักรเศรษฐกิจโลก หุ้นเติบโต และหุ้นที่อ่อนไหวต่ออัตราดอกเบี้ย ปรับตัว outperform

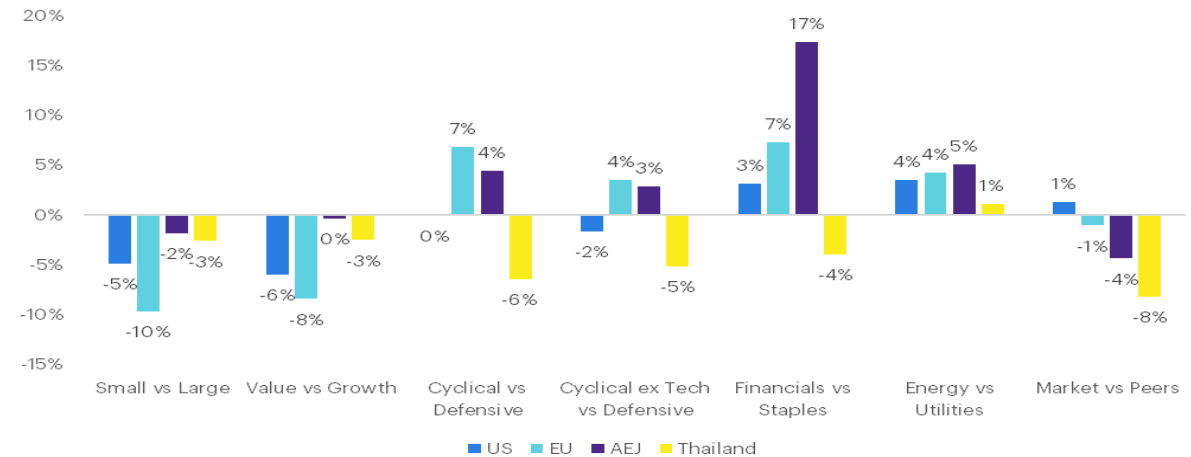
Performance comparison in 1Q24 (as of 8 March 2024)



1Q24 basket returns (as of 8 Mar 2024)



Relative performance in 1Q24 (as of 8 Mar 2024)

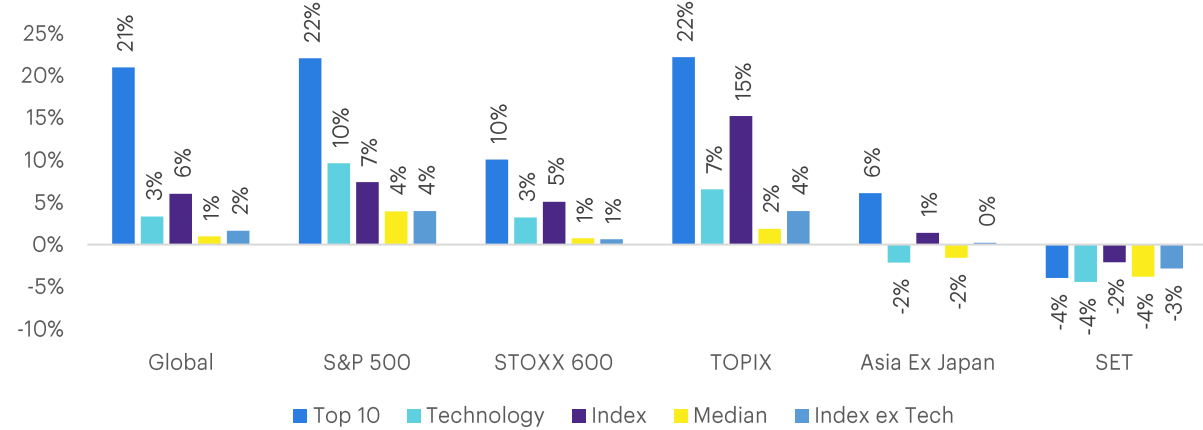


Source: Bloomberg, InnovestX Research

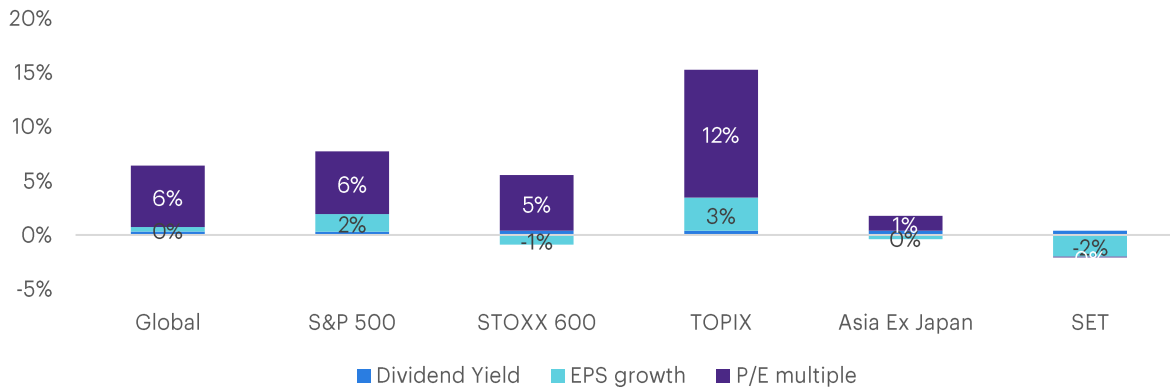
# การกระจุกตัวสูง

## บางตลาดค่อนข้าง Hyper-Independence และถูกขับเคลื่อนโดย sentiment

Total return performance 1QTD; Main returns contribution driven by some specific sectors



Returns composition - Mostly driven by valuation expansion



รูปแบบของผลตอบแทนในทุกตลาดใน 1Q24TD นั้นเหมือนกับ 4Q23 ซึ่งบ่งชี้ถึงการกระจุกตัวมากขึ้นจากกลุ่มเพียงไม่กี่กลุ่มในตลาดที่พัฒนาแล้วส่วนใหญ่ ในขณะที่เดียวกัน ตลาดเอเชียยกเว้นญี่ปุ่นกำลังเผชิญกับความท้าทายจากการพึ่งพาจีนมากขึ้นซึ่งสร้างแรงกดดันต่อแนวโน้มการเติบโตของกำไร

- 1) หุ้น Top 10 ในสหรัฐฯ คิดเป็น 61% ของผลตอบแทน โดยได้แรงหนุนจากผลประกอบการที่ฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งและการเติบโตของ AI หนึ่งในสามของผลตอบแทนตลาดสหรัฐฯ ได้แรงหนุนจาก NVDA ผลตอบแทน 47% เกิดจากกลุ่มเทคโนโลยี
- 2) หุ้น Top 10 ใน EU คิดเป็น 63% ของผลตอบแทน โดยได้แรงหนุนจากการเปิดประเทศของจีน ความต้องการใช้ AI และการเติบโตของตลาดยานยนต์ ผลตอบแทนของตลาดหุ้น EU 75% ได้แรงหนุนจาก NOVOB, LVMH, ASML, SAP, RMS
- 3) ผลตอบแทนในตลาดหุ้นญี่ปุ่นกระจายตัวไปในหลายๆ กลุ่มมากกว่าตลาดหุ้นสหรัฐฯ และ EU โดยได้แรงหนุนจากการอ่อนค่าของเงินเยนซึ่งส่งผลบวกต่อบริษัทที่มุ่งเน้นการส่งออก เช่น Toyota, Tokyo Electron, Keyence, Fast-Retailing
- 4) ผลตอบแทนของตลาดหุ้นเอเชียไม่รวมญี่ปุ่น และ SET กำลังเผชิญแรงกดดันจากเศรษฐกิจจีนที่เติบโตช้า เอเชียเป็นเพียงภูมิภาคเดียวที่มีการ re-rate valuation ค่อนข้างจำกัด

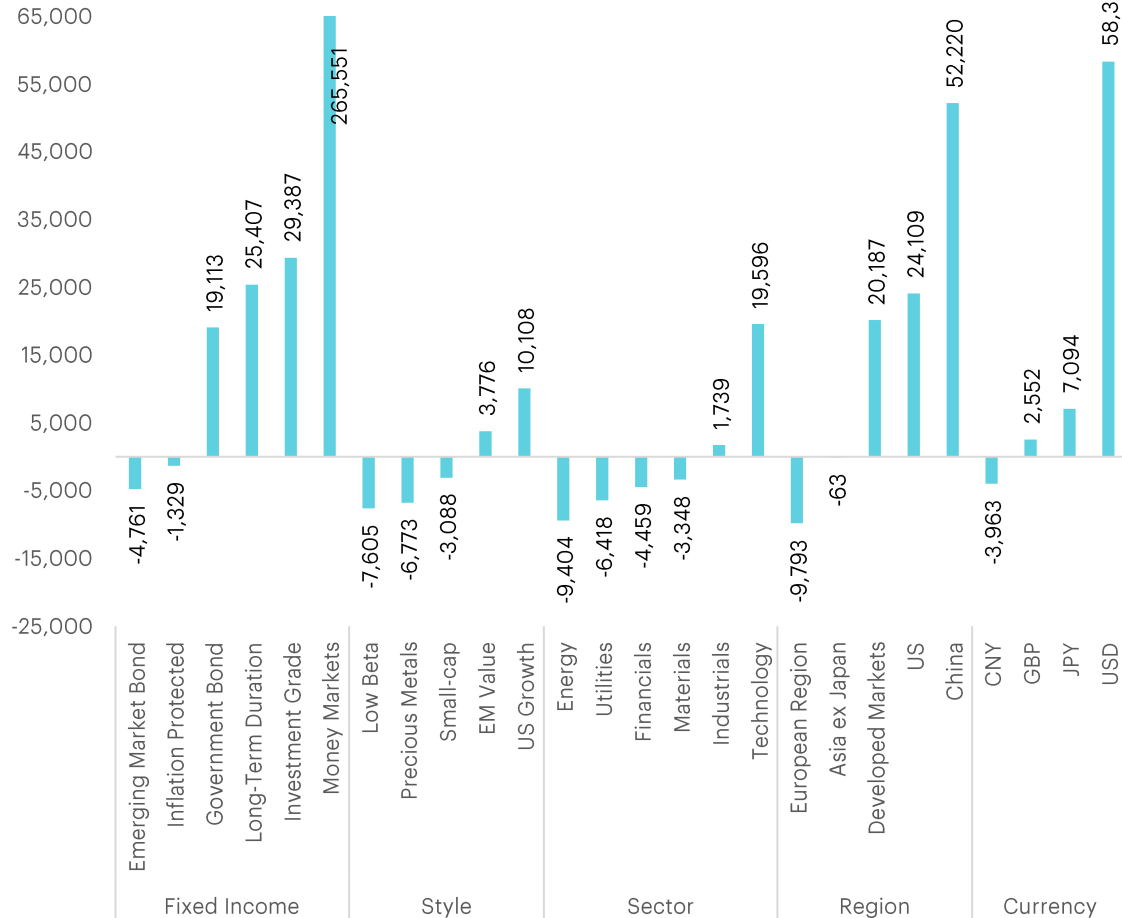
เราคาดว่าแนวโน้มเช่นนี้จะดำเนินต่อไปใน 2Q24 เราเชื่อว่าจะเห็นการปรับเปลี่ยนน้ำหนักการลงทุน (rotation) จากหุ้นเติบโตไปยังหุ้นคุณค่าหลังจากรายได้เติบโตดีขึ้น เศรษฐกิจจีนเริ่มส่งสัญญาณฟื้นตัว และอัตราดอกเบี้ยปรับตัวลดลงใน 2H24

Source: Bloomberg, InnovestX Research

# พลวัตของกระแสเงินทุน

## กระแสเงินจำนวนมากไหลเข้าตราสารหนี้ กลุ่มเทคโนโลยี มีเม็ดเงินไหลเข้ามากที่สุด

Fund Flows - 1QTD (as of 8 Mar 2024)



Source: EPFR, Haver Analytics

กระแสเงินที่ไหลเข้ากองทุนรวมและผลิตภัณฑ์การลงทุนที่เกี่ยวข้องเป็นบวกต่อเนื่องในกองทุนตราสารหนี้ใน 1Q24TD ในขณะที่กระแสเงินที่ไหลเข้ากองทุนตราสารทุนและกองทุนรวมหมวดอุตสาหกรรม มีทั้งบวกและลบ

เมื่อพิจารณาจากความเคลื่อนไหวของกระแสเงินใน 1Q24 เราพบว่า:

- 1) ตราสารหนี้กลุ่มน่าลงทุน พันธบัตรรัฐบาล และตราสารหนี้ระยะยาวมีกระแสเงินไหลเข้าจำนวนมาก โดยได้รับปัจจัยหนุนจากเงินเฟ้อที่ลดลงแต่ยังอยู่ในระดับสูง การเติมพันธบัตรจะมีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยเป็นครั้งแรก และความต้องการป้องกันความเสี่ยงภายนอก
- 2) เศรษฐกิจสหรัฐฯ แสดงให้เห็นถึงการเติบโตที่แข็งแกร่งมากขึ้น เนื่องจากมีความกลัวเศรษฐกิจถดถอยน้อยกว่าประเทศอื่นๆ ส่งผลทำให้มีเม็ดเงินจำนวนมากไหลเข้าตลาดสหรัฐฯ ในขณะที่ EU และ AEJ กำลังเผชิญกับกระแสเงินไหลออก โดยมีสาเหตุมาจากเศรษฐกิจจีนที่ฟื้นตัวช้า กองทุนที่ได้รับการสนับสนุนจากรัฐช่วยกระตุ้นให้เม็ดเงินไหลเข้าตลาดจีน
- 3) นักลงทุนยังคงต้องการลงทุนในกองทุนกลุ่มเทคโนโลยีสืบเนื่องมาจากกระแสคลัง AI ในขณะที่กองทุนกลุ่มวัฏจักรไม่รวมเทคโนโลยี และกลุ่มเซมิคอนดักเตอร์ (โดยเฉพาะสาธารณูปโภคและ consumer) มีกระแสเงินไหลออก
- 4) หุ่นขนาดเล็ก beta ต่ำ และโลหะมีค่ามีกระแสเงินไหลออกจำนวนมาก
- 5) กองทุนรวมตลาดเงินดึงดูดเม็ดเงินไหลเข้าอย่างต่อเนื่องที่ 2.66 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯใน 1Q24TD โดยมีการถือครองในสกุลเงิน USD จำนวนมาก

เราคาดว่ากระแสเงินจะไหลออกจากกองทุนรวมตลาดเงินไปยังสินทรัพย์เสี่ยง เช่น สินทรัพย์ที่อ่อนไหวต่ออัตราดอกเบี้ย และกลุ่มวัฏจักรไม่รวมเทคโนโลยี จากการคาดการณ์ถึงการปรับลดอัตราดอกเบี้ยและเศรษฐกิจที่เติบโตดีกว่าที่ถกกัน กระแสเงินจะไหลเข้าตราสารหนี้และกลุ่มเทคโนโลยีอย่างต่อเนื่องใน 2Q24

# แนวโน้มตลาด 2Q24



# สรุปประเด็นสำคัญสำหรับกลยุทธ์การลงทุนใน 2Q24

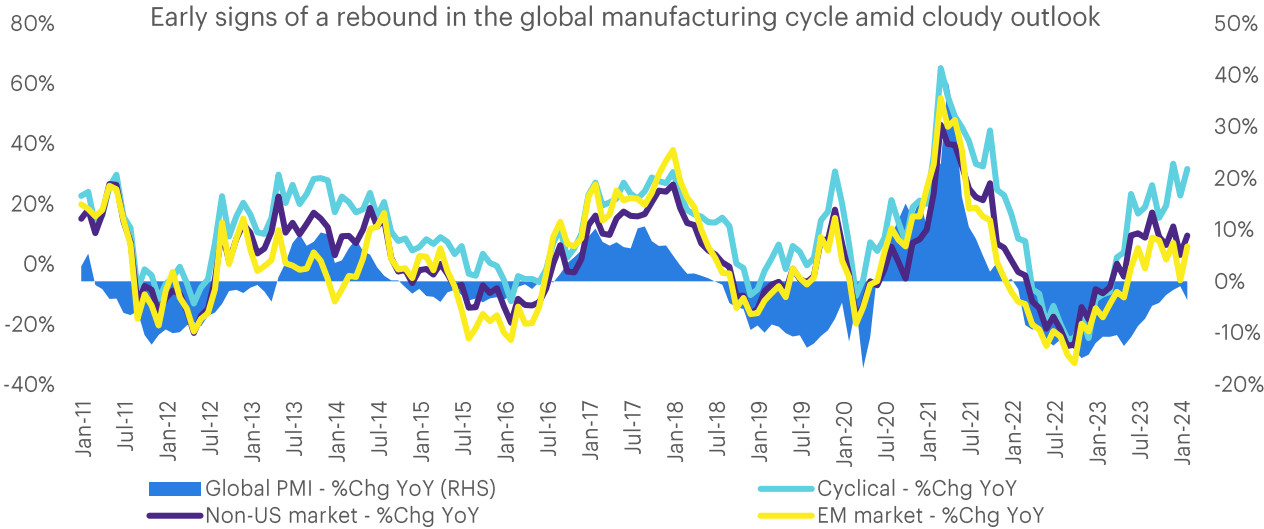
## สรุปมุมมองของเรา

<b>แนวโน้มเศรษฐกิจมหภาค</b>	<p>ภาพรวมเศรษฐกิจโลกดูดีกว่าคาด โดยเฉพาะสหรัฐฯ เศรษฐกิจสหรัฐฯ ปรับตัวดีขึ้น แต่อาจชะลอตัวลงในระยะต่อไป อันเป็นผลมาจาก: (1) ผลกระทบของดอกเบี้ยขาขึ้น (2) ความเสี่ยงของภาคธนาคารที่เพิ่มขึ้น และ (3) เศรษฐกิจโลกมีความเสี่ยงมากขึ้น โดยเฉพาะความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ แม้ว่าความเสี่ยงภาวะเศรษฐกิจถดถอยจะลดลง แต่เรายังคงเชื่อว่าอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงที่ยังอยู่ในระดับสูงอย่างต่อเนื่องโดยที่ภาคการผลิตยังไม่ฟื้นตัวอย่างมีนัยสำคัญ จะทำให้เศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มถดถอยในระยะต่อไป</p> <p>ถ้าการเบิกจ่ายงบประมาณเร่งตัวขึ้นในครึ่งปีหลัง เศรษฐกิจไทยจะขยายตัวได้ 3.0% จากการลงทุนภาครัฐและเอกชนที่เพิ่มขึ้น แต่หากการเบิกจ่ายต่ำกว่าคาด เศรษฐกิจไทยจะขยายตัวได้ 2.5% โดยในกรณีหลัง ธนาคารแห่งประเทศไทย (สปท.) อาจสามารถปรับลดดอกเบี้ยได้ 2 ครั้ง</p>
<b>จุดสว่าง (bright spot) ทางเศรษฐกิจ</b>	<p>ปัญญาประดิษฐ์ ความปลอดภัยทางไซเบอร์ การท่องเที่ยว สาธารณูปโภค อุปสงค์ในประเทศ การใช้จ่ายภาครัฐ</p>
<b>การฟื้นตัวของวงจรการผลิต</b>	<p>เศรษฐกิจโลกกำลังแสดงสัญญาณฟื้นตัวโดยเฉพาะในภาคการผลิต PMI cycle รอบล่าสุดมีขนาดเล็กและถูกรับรู้เชิงรุกน้อยลงสำหรับตลาด EM และ AEJ หากจีนสร้างเซอร์ไพรส์ด้าน upside ในระยะสั้น ภาพอาจคล้ายกับการฟื้นตัวของภาคอุตสาหกรรมครั้งก่อนๆ โดยที่หุ้นและสกุลเงินในเอเชียได้รับประโยชน์ พร้อมกับโมเมนตัมเชิงบวกสำหรับหุ้นวัฏจักรกลุ่ม non-tech และตลาดหุ้น non-US</p>
<b>ใกล้ที่จะเปลี่ยนมาปรับอัตราดอกเบี้ยลดลง</b>	<p>เราเชื่อว่า Fed ตระหนักถึงความเสี่ยงในการลดอัตราดอกเบี้ยช้าเกินไป ตลาดหุ้นมีแนวโน้มที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วงเข้าใกล้และหลังการปรับลดอัตราดอกเบี้ยครั้งแรกของ Fed เมื่อการลดอัตราดอกเบี้ยได้รับแรงหนุนจากการปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายให้กลับเข้าสู่ระดับปกติ เราแนะนำให้นักลงทุนพิจารณากลุ่ม long duration เช่น พันธบัตร การแพทย์ และ สาธารณูปโภค และกลุ่ม beta สูงที่มีความอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงของ yield เช่น REIT อสังหาริมทรัพย์ และ consumer finance</p>
<b>การเร่งเบิกจ่ายงบประมาณการคลัง</b>	<p>เนื่องจากรัฐบาลเร่งเบิกจ่าย การเบิกจ่ายงบประมาณปี 2567 จะเริ่มได้ในช่วงปลายเดือนเม.ย.-ต้นเดือนพ.ค. ซึ่งจะสนับสนุนการเติบโตทางเศรษฐกิจ เราคาดว่าจะเห็นการเบิกจ่ายภาครัฐเร่งตัวขึ้นใน 2H24 ซึ่งน่าจะช่วยกระตุ้นการเติบโตของเศรษฐกิจและกำไร การเบิกจ่ายงบประมาณเฉลี่ยต่อเดือนอาจเพิ่มขึ้นจาก 5 หมื่นล้านบาท สู่ 7 หมื่นล้านบาท (+40%) เราคาดว่า การเบิกจ่ายงบประมาณที่เร่งตัวขึ้นจะหนุนให้กำไรปรับขึ้นได้อีก 1.1%</p>
<b>การบรรจบกันของการเติบโตใน 2H24</b>	<p>หากจีนสร้างเซอร์ไพรส์ในด้าน upside เราคาดว่าจะเห็นการปรับประมาณการ GDP และกำไรเพิ่มขึ้นใน 3Q24 นอกจากนี้ เรายังคงเชื่อว่าการเติบโตของเศรษฐกิจสหรัฐฯ และการลดอัตราดอกเบี้ยจะช่วยให้ตลาด DM เติบโตอย่างแข็งแกร่ง นอกจากนี้เรายังคาดว่ากำไรทำจุดต่ำสุดไปแล้วใน 1Q24 และจะเริ่มฟื้นตัวตั้งแต่ 2Q24 เป็นต้นไป</p>
<b>กลยุทธ์การลงทุน (2Q24)</b>	<p>ผลประกอบการหุ้นกลุ่มเทคโนโลยีที่ฟื้นตัวต่อเนื่อง เศรษฐกิจและผลประกอบการของบริษัทไทยทำจุดต่ำสุดพร้อมกับการเบิกจ่ายงบประมาณที่เร่งตัวขึ้น วงจรการผลิตภาคอุตสาหกรรมที่ปรับตัวดีขึ้น และความคาดหวังว่าธนาคารกลางจะลดอัตราดอกเบี้ย จะช่วยชดเชย sentiment เชิงลบจาก valuation ที่แพงของกลุ่มเทคโนโลยี และวิกฤตภาคอสังหาริมทรัพย์ของจีน นโยบายของจีนมีแนวโน้มที่จะช่วยจำกัด downside risk ในระยะสั้น ดังนั้นตลาดน่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นพร้อมกับความผันผวนที่สูงขึ้น ภายในภาคที่เน้นเศรษฐกิจมหภาคที่ซับซ้อน กลยุทธ์ของเรา คือ การโฟกัสไปที่หุ้นที่ผลประกอบการทำจุดต่ำสุดไปแล้วและเริ่มปรับตัวดีขึ้น เราคาดว่าจะเริ่มเห็นสัญญาณการปรับเปลี่ยน นำหนักการลงทุน (rotation) จากตลาด DM ไปยังตลาด EM และเปิดเงินลงทุนใหม่จะมุ่งเน้นไปที่กลุ่ม non-tech และกลุ่มวัฏจักรมากขึ้นตั้งแต่ 2Q24 เป็นต้นไป</p>
<b>เป้าหมาย SET Index</b> นำหนักการลงทุนรายกลุ่ม (2Q24)	<p>เป้า SET Index ปี 2024 ของเราอยู่ที่ 1,550 จุด จุดเข้าซื้อที่สำคัญอยู่ที่ระดับต่ำกว่า 1,400 จุด โดยผลตอบแทนที่คาดหวังอยู่ที่ 12%</p> <p><b>Overweight</b> พันธบัตร ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ อาหารและเครื่องดื่ม ขนส่ง สาธารณูปโภค</p> <p><b>Neutral</b> ธุรกิจการเกษตร วัสดุก่อสร้าง พลังงาน การแพทย์ โรงแรม ปีโตรเคมี REIT สื่อสาร</p> <p><b>Underweight</b> ยานยนต์</p>
<b>คำแนะนำ</b>	<p>เราแนะนำหุ้นที่: 1) มีฐานะการเงินและกระแสเงินสดที่ดี 2) ได้รับโมเมนตัมเชิงบวกจากการฟื้นตัวของภาคการผลิตทั่วโลก 3) ผลประกอบการผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว 4) ได้ประโยชน์จากการเบิกจ่ายงบประมาณที่เร่งตัวขึ้น หุ้นเด่นใน 2Q24 ของเราคือ AOT GFPT GULF KCE และ SCGP</p>

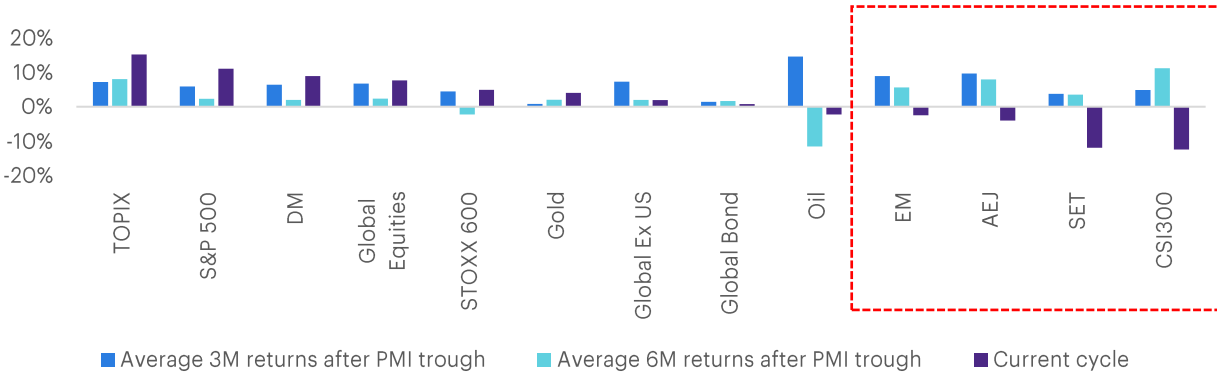


# เศรษฐกิจโลกดีกว่าที่ตลาดกังวล

## Cycle ล่าสุดมีขนาดเล็กลงและถูกรับรู้เชิงรุกน้อยลงสำหรับตลาด EM



An upswing in manufacturing cycle leads to more upside; This cycle is different



ตลาดหุ้นมีแนวโน้มที่จะยังอยู่ในทิศทางขาขึ้นซึ่งเป็นผลมาจากสภาวะการเติบโตที่ดีและอัตราเงินเฟ้อที่ลดลง แม้ว่า valuation จะปรับเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งในสหรัฐฯ แต่เราคิดว่าตลาดหุ้นมีแนวโน้มที่จะปรับตัวสูงขึ้นจากภาพรวมเศรษฐกิจมหภาคที่ดีกว่าที่ตลาดกังวล

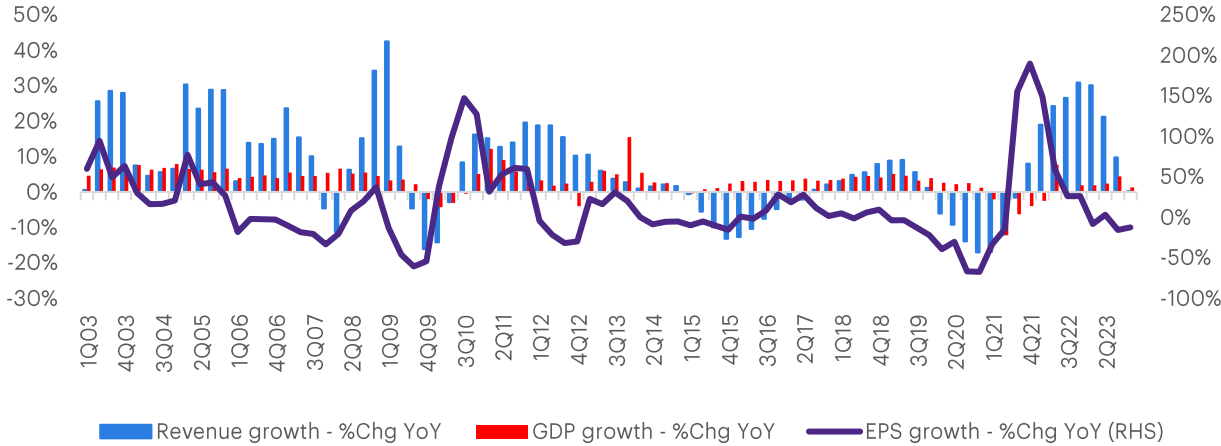
เศรษฐกิจโลกกำลังแสดงสัญญาณฟื้นตัวโดยเฉพาะในภาคการผลิต โดยปกติแล้วแนวโน้มเช่นนี้มักจะส่งผลดีต่อกลุ่มวัฏจักร หุ้นในตลาดเกิดใหม่ บริษัทขนาดเล็ก และสินทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับสินค้าโภคภัณฑ์ PMI cycle รอบล่าสุดมีขนาดเล็กลงและถูกรับรู้เชิงรุกน้อยลงสำหรับตลาด EM และ AEJ

หากจีนสร้างเซอร์ไพรส์ด้าน upside ในระยะสั้น ภาพอาจคล้ายกับการฟื้นตัวของภาคอุตสาหกรรมครั้งก่อนๆ โดยที่หุ้นและสกุลเงินในเอเชียได้รับประโยชน์ อย่างไรก็ตาม เราคิดว่าสำหรับจีนเป็นการฟื้นตัวมากกว่าที่จะเติบโตอย่างรวดเร็วหรืออุปสงค์เติบโตอย่างแข็งแกร่ง

หากเงินเฟ้อลดลงอย่างต่อเนื่องและมีข่าวเกี่ยวกับวัฏจักรเศรษฐกิจโลกปรับตัวดีขึ้นเกิดขึ้นพร้อมกัน พัฒนาการเหล่านี้จะสร้างโมเมนตัมเชิงบวกให้กับหุ้นวัฏจักร กลุ่ม non-tech และตลาดหุ้น non-US แม้ว่าเราจะมองว่า พัฒนาการเหล่านี้โดยส่วนใหญ่แล้วจะช่วยเพิ่มความแข็งแกร่งให้กับตลาดหุ้นมากกว่าที่จะมีการ rotation ออกจากตลาดสหรัฐฯ เนื่องจากเศรษฐกิจในวงกว้างแข็งแกร่งมากกว่าประเทศอื่นๆ

# เตรียมรับมือ GDP ไทยกรณีเลวร้ายที่สุด ยังมี Downside; หุ้นเซ็งรับน่าจะปรับตัว outperform

Economic growth drives the corporate revenue growth



Excess returns during the SET downturn at 10% downside

	Small-Cap	Large-Cap	High Dividend	Cyclical	Defensive
Oct-11	-3%	0%	0%	-1%	6%
Jun-12	-2%	-1%	0%	0%	6%
Jan-14	-1%	0%	1%	1%	4%
Jan-16	1%	-3%	-2%	3%	1%
Dec-18	-9%	2%	1%	-1%	4%
Oct-20	9%	-4%	-2%	3%	-3%
Jul-23	-4%	5%	5%	-3%	-3%
<b>Average</b>	<b>-1.3%</b>	<b>-0.4%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.2%</b>	<b>2.3%</b>

Source: CEIC, SET, InnovestX Research

แม้ว่าเราจะมองว่าโมเมนตัมเซ็งบวักจะช่วยสนับสนุนตลาดหุ้นไทยใน 2Q24 แต่เราเชื่อว่าเศรษฐกิจไทยกำลังเผชิญกับปัจจัยเคลื่อนไหวที่ไม่สามารถควบคุมได้จากเหตุการณ์ทางเศรษฐกิจและการเมืองบางอย่างที่อาจนำไปสู่ความผิดหวัง

เราทำ scenario สำหรับกรณีที่ GDP ไทยในปี 2024 เติบโต 2% YoY ซึ่งต่ำกว่าตัวเลขคาดการณ์ GDP ต่ำสุดของ consensus ที่ 2.1% ในกรณีนี้ เราคาดว่าจะเป็น:

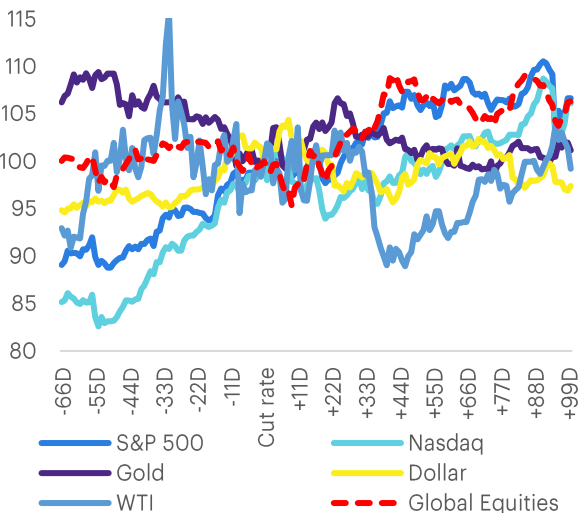
- 1) การปรับลดประมาณการกำไร 7% จาก INVX worst-case scenario ที่ GDP เติบโต 2.5%
- 2) การเติบโตของกำไรในปี 2024 จะลดลงจากประมาณการปัจจุบันที่ 22% YoY สู่ 6% YoY โดยอิงกับการเติบโตของรายได้ที่ 1%
- 3) valuation ตึงตัวที่ PE 16 เท่า (เทียบกับค่าเฉลี่ย 10 ปีที่ 15.4 เท่า)
- 4) SET Index จะปรับตัวลดลงสู่ 1,260 จุด หรือลดลง 9%
- 5) เงินบาทอ่อนค่า 2%

การวิเคราะห์ของเราบ่งชี้ว่าหุ้นกลุ่มเซ็งรับ เช่น สาธารณูปโภค และการแพทย์ รวมถึงหุ้น dividend yield สูงน่าจะปรับตัว outperform (ทั้งหมดให้ผลตอบแทนติดลบ) โดยกลุ่มเหล่านี้น่าจะปรับตัว outperform ในช่วงที่ตลาด rally เรายังคงชอบหุ้นขนาดใหญ่ที่มีฐานะการเงินแข็งแกร่งมากกว่าหุ้นขนาดเล็กที่มีฐานะการเงินอ่อนแอ

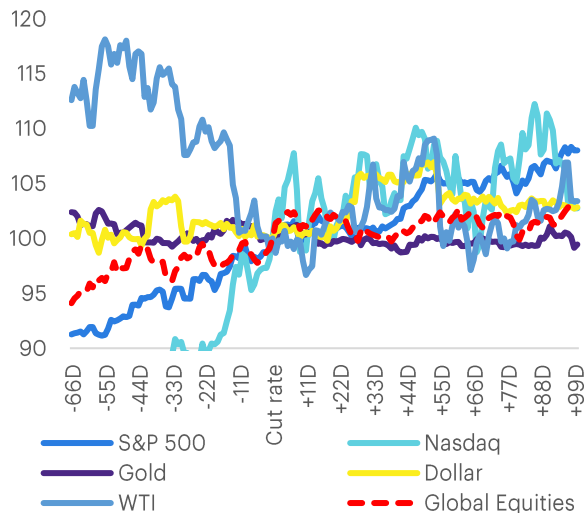
# ใกล้ที่จะเปลี่ยนมาปรับอัตราดอกเบี้ยลดลง มีขึ้นก็ต้องมีลง ตลาดอาจปรับขึ้นได้อีก

	Recession	Rate policy	Real GDP Growth (%Chg YoY)	Core PCE (%Chg YoY)	Unemployment rate	1Y rate vs Fed Funds rate	S&P 500 P/E	S&P 500 1Y returns	Global market 1Y returns
Sep-84	No	Normalization	6.9%	3.7%	7.3%	29	na	9%	na
Jun-89	No	Normalization	3.7%	4.2%	5.3%	-161	19.3	13%	6.0%
Jul-95	No	Normalization	2.7%	2.0%	5.7%	-25	18.1	18%	6.4%
Current			3.2%	2.8%	3.7%	-81	21.1		

Price performance during the first rate cut in 1989



Price performance during the first rate cut in 1995



Source: CEIC, Bloomberg, InnovestX Research

วัฏจักรอัตราดอกเบี้ยของสหรัฐฯ ในปัจจุบันใกล้จะเปลี่ยนไปสู่การปรับลดอัตราดอกเบี้ยซึ่งเป็นผลมาจากอัตราเงินเฟ้อที่ควบคุมได้และตลาดแรงงานที่คลายความร้อนแรงลง เราเชื่อว่า Fed ตระหนักดีถึงความเสี่ยงในการลดอัตราดอกเบี้ยช้าเกินไปเมื่อพิจารณาจากความกังวลอย่างต่อเนื่องเกี่ยวกับปัญหาภาคอสังหาริมทรัพย์เพื่อการพาณิชย์และความอ่อนไหวต่อราคามากขึ้นของผู้บริโภค EBC ก็มีท่าทีเดียวกัน นอกจากนี้ประเทศในเอเชียก็มีแนวโน้มที่จะลดดอกเบี้ยตามมาเพื่อหลีกเลี่ยงความผันผวนของค่าเงิน

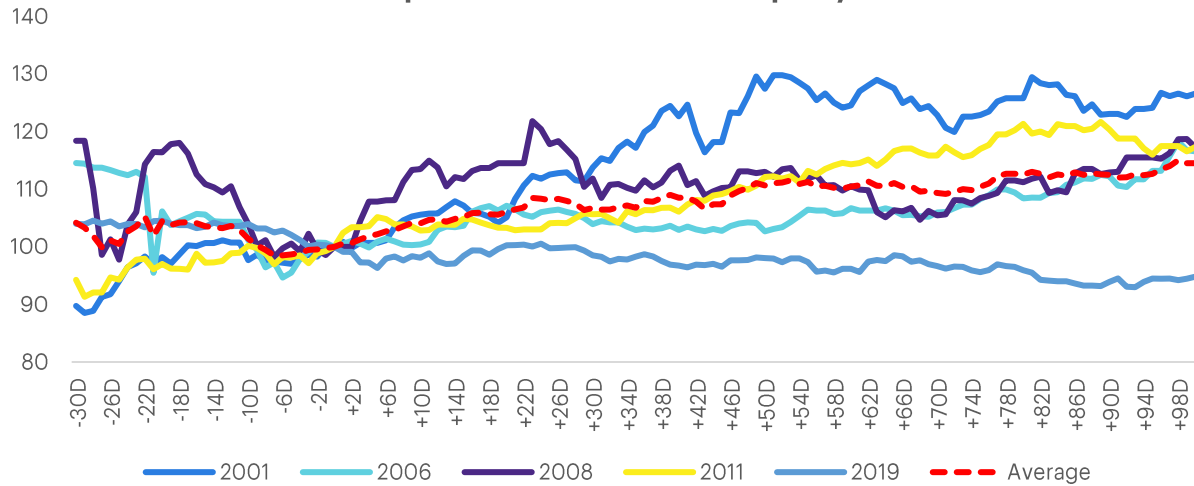
ตลาดหุ้นมีแนวโน้มที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วงเข้าใกล้และหลังการปรับลดอัตราดอกเบี้ยครั้งแรกของ Fed เมื่อการลดอัตราดอกเบี้ยได้รับแรงหนุนจากการปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายให้กลับเข้าสู่ระดับปกติ เมื่ออิงกับวัฏจักรการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายให้กลับเข้าสู่ระดับปกติสองรอบก่อนหน้านี้ในปี 1989 และ 1995 ทั้งสองรอบให้ผลตอบแทนเป็นบวกในปีถัดมาหลังจากการปรับลดอัตราดอกเบี้ยครั้งแรก ในขณะที่ค่าเงินดอลลาร์และราคาน้ำมันผันผวน กองคำ outperform ในระยะสั้นและทรงตัวในระยะ 1 ปี

จนกว่าอัตราเงินเฟ้อจะมีแนวโน้มปรับตัวลดลงอย่างชัดเจน ตลาดที่มีความเสี่ยงหากความคาดหวังการผ่อนคลายนโยบายการเงินที่ลดลงได้รับแรงหนุนจากเศรษฐกิจที่เติบโตดีขึ้นด้วยเช่นกัน สิ่งที่สำคัญสำหรับตลาดหุ้นก็คือ การที่เฟดเต็มใจและสามารถผ่อนคลายนโยบายเมื่อเศรษฐกิจเผชิญกับการเติบโตที่ช้าลง ไม่ใช่จำนวนครั้งที่ต้องปรับลดอัตราดอกเบี้ยลง

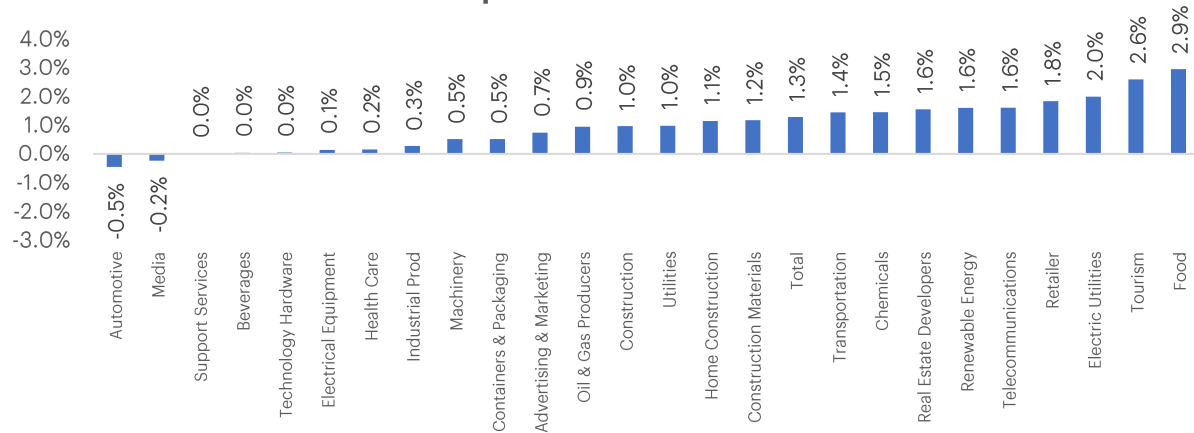
เราแนะนำให้นักลงทุนพิจารณากลุ่ม long duration เช่น พันธบัตร การแพทย์ และสาธารณูปโภค และกลุ่ม beta สูงที่มีความอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงของ yield เช่น REIT อสังหาริมทรัพย์ และ consumer finance

# การลดอัตราดอกเบี้ยไม่ใช่เรื่องแย่อีกต่อไป ต่อ sentiment ตลาด

SET Index performed well after the first policy rate cut



Impact of interest rate cut



จากการประเมินผลกระทบของการปรับลดอัตราดอกเบี้ยต่อกำไรของบริษัทไทย เราพบว่ากลุ่มอุตสาหกรรมส่วนใหญ่จะได้รับผลกระทบเชิงบวกจากการปรับลดอัตราดอกเบี้ย เมื่ออิงกับข้อมูลในอดีต (2000-2020) เราพบว่า SET Index มีแนวโน้มปรับตัวขึ้นได้ต่อเนื่องหลังการปรับลดอัตราดอกเบี้ยครั้งแรกใน 5 รอบก่อนหน้านี้ โดยให้ผลตอบแทนเฉลี่ย 5% ในช่วง 1 เดือน หลังจากการปรับลดอัตราดอกเบี้ยลงครั้งแรก ในขณะที่การเคลื่อนไหวของเงินบาทอยู่ในระดับทรงตัว กลุ่ม large-cap ให้ผลตอบแทนดีกว่ากลุ่ม small-cap กลุ่มสาธารณูปโภค ขนส่ง และอสังหาริมทรัพย์ให้ผลตอบแทนที่ดีหลังการปรับลดอัตราดอกเบี้ยครั้งแรก

เมื่อใช้สมมติฐานว่าหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยทั้งหมดมีอัตราดอกเบี้ยลอยตัว โดยไม่มีระยะเวลาปลอดหนี้ (grace period) กำไรสุทธิของทุกบริษัทจะเพิ่มขึ้น 1.7 หมื่นล้านบาทต่อปี หรือ 1.3% จากกรณีฐานที่ใช้สมมติฐานต้นทุนทางการเงินคงที่ สำหรับการลดอัตราดอกเบี้ยทุกๆ 25bps หรือ 20 จุด สำหรับ SET Index ผลกระทบจะลดลงหากเรารวมการปรับตัวลดลงของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิของธนาคารซึ่งโดยปกติแล้วธนาคารมักจะบริหารจัดการได้เป็นอย่างดีในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยค่อยๆ ลดลง

บริษัทที่มีภาระหนี้สูงและการลงทุนสูง เช่น บริษัทในกลุ่มท่องเที่ยว อาหาร พาณิชยกรรม สื่อสาร และสาธารณูปโภค จะได้รับผลกระทบเชิงบวกเล็กน้อยจากการลดอัตราดอกเบี้ย บริษัทอสังหาริมทรัพย์ขนาดเล็กจะอยู่ในสถานการณ์ที่ผ่อนคลายลง ในทางกลับกัน กลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ ยานยนต์ เครื่องดื่ม และการแพทย์มีหนี้สินต่ำและมีเงินสดในมือเพียงพอ หากเศรษฐกิจยังอยู่ในเกณฑ์ดีใน 2H24 การฟื้นตัวของกำไรจึงถือเป็นประโยชน์ที่ได้รับทางอ้อมจากการปรับลดอัตราดอกเบี้ย

Source: Bloomberg, InnovestX Research



# ข้อมูลสถิติผลตอบแทนรายกลุ่มอุตสาหกรรมไทยหลังลดดอกเบี้ยครั้งแรก

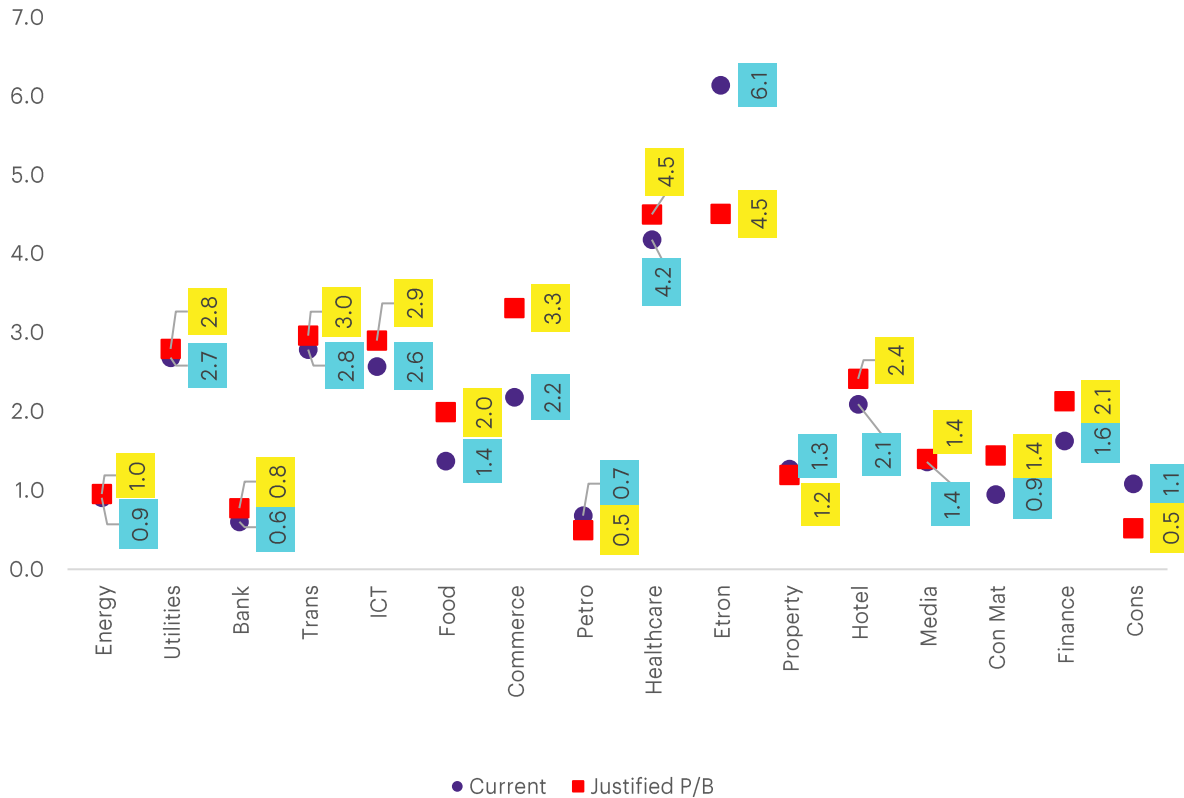
## กลุ่มสาธารณูปโภค การเงิน และขนส่ง เป็นกลุ่มที่ให้ผลตอบแทนดีอันดับต้นๆ

Macro factor	3 months returns after first rate cut					Average	Hit rate
	2001	2006	2008	2011	2019		
	Real GDP +4.1% YoY CPI +0.7% YoY Policy rate 2.5%	Real GDP +5.4% YoY CPI +3.1% YoY Curr Acct 1% GDP Budget 0.7% GDP Policy rate 5%	Real GDP -2% YoY CPI +0.4% YoY Curr Acct 0.3% GDP Budget -1.5% GDP Policy rate 3.75%	Real GDP -4% YoY CPI +4.2% YoY Curr Acct 2.6% GDP Budget -1.5% GDP Policy rate 3.5%	Real GDP -2.1% YoY CPI +0.9% YoY Curr Acct 6.9% GDP Budget -1.9% GDP Policy rate 1.5%		
Baht	-2%	-3%	2%	-2%	-1%	-1%	80%
SET Index	25%	5%	6%	17%	-2%	10%	80%
Small-Cap	38%	1%	3%	17%	-9%	10%	80%
Large-Cap	29%	6%	8%	19%	-1%	12%	80%
Energy	13%	3%	-2%	20%	2%	7%	80%
Utilities	22%	4%	13%	2%	10%	10%	100%
Bank	16%	9%	16%	22%	-7%	11%	80%
Commerce	10%	8%	11%	29%	-7%	10%	80%
ICT	13%	5%	9%	10%	-2%	7%	80%
Transportation	57%	9%	2%	20%	7%	19%	100%
Property	34%	9%	8%	18%	-8%	12%	80%
Electronics	41%	-1%	0%	12%	1%	11%	80%
Healthcare	23%	11%	12%	3%	-6%	9%	80%
F&B	32%	-1%	7%	16%	-3%	10%	60%
Financials	37%	6%	2%	10%	1%	11%	100%
Con Mat	65%	2%	13%	14%	-3%	18%	80%
Petrochem	52%	11%	-1%	20%	-5%	15%	60%
Tourism	12%	5%	0%	5%	-4%	4%	80%
REIT				3%	-2%	0%	50%
Insurance	16%	-1%	6%	-1%	-4%	3%	40%
Packaging	45%	3%	0%	8%	-3%	10%	80%
Media	38%	9%	5%	16%	-4%	13%	80%
Automotive	46%	-4%	-9%	15%	-11%	8%	40%

Source: CEIC, InnovestX Research

# การลดอัตราดอกเบี้ยอาจส่งผลอย่างมีนัยสำคัญต่อ valuation มูลค่าที่น่าสนใจ หรือกับดักมูลค่า?

P/B - Current valuation vs Justified valuation



เราคิดว่าการใช้ P/E เพื่อให้ได้มาซึ่งราคาเป้าหมายนั้นเป็นเรื่องยาก เนื่องจากความชัดเจนของกำไร (earnings visibility) อยู่ในระดับต่ำ และแนวโน้มการเติบโตไม่ชัดเจน P/B เป็นวิธีที่เหมาะสมมากกว่าในช่วงที่กำไรมีความผันผวนสูง

เราพบว่า valuation ของกลุ่มอุตสาหกรรมส่วนใหญ่ เช่น ขนส่ง สื่อสาร อสังหาริมทรัพย์ สื่อ และสาธารณูปโภค มีการซื้อขายที่ราคาตามปัจจัยพื้นฐานโดยอิงกับแนวโน้มการเติบโต แม้ว่ากลุ่มพลังงาน ธนาคารปิโตรเคมี และบริการรับเหมาก่อสร้างจะถูกในเชิงเปรียบเทียบ valuation metrics แต่เรารู้สึกว่า performance ของกลุ่มเหล่านี้จะขึ้นอยู่กับแนวโน้มการเติบโตของกำไรมากกว่า multiple expansion (การปรับเพิ่ม valuation)

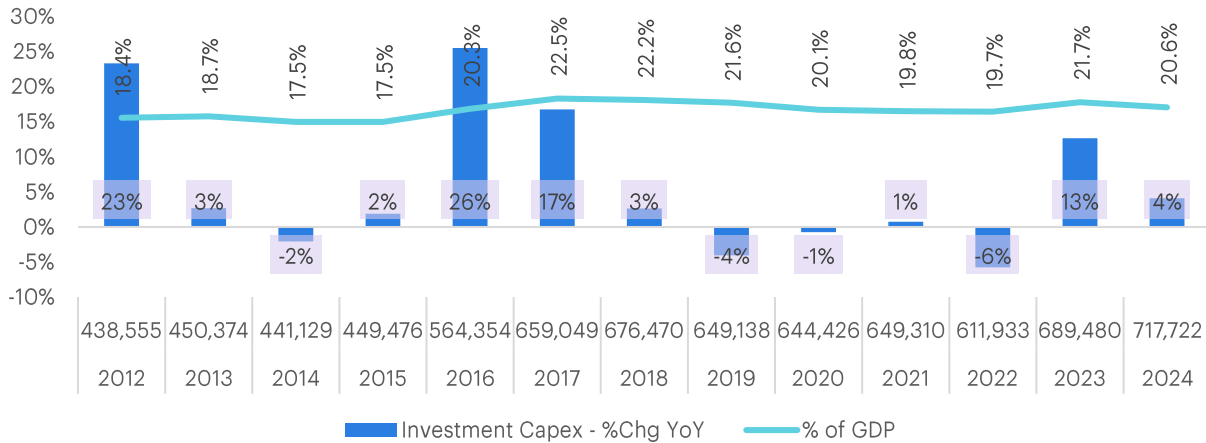
ในทางกลับกัน เราคิดว่ากลุ่มอาหาร พาณิชยกรรม การแพทย์ บริการทางการเงิน และโรงแรม มีแนวโน้มที่จะเห็น multiple expansion จาก ROE ที่เติบโตดีขึ้นในปี 2024-2025

อัตราดอกเบี้ยที่ลดลงจะช่วยสนับสนุนการปรับเพิ่ม valuation ในระยะสั้น ขณะเดียวกันตลาดหุ้นไทยกำลังเข้าสู่ภาวะเติบโตเต็มที่โดยมีแนวโน้มการเติบโตจำกัดและยังขาดธุรกิจใหม่ๆ เราคิดว่าตลาดหุ้นไทยจะเปลี่ยนจากตลาดที่เติบโตสูงมาเป็นตลาดป็นผล เนื่องจากมีกระแสเงินสดจำนวนมาก และไม่มี multiple expansion เราเชื่อว่าการเติบโตของกำไรที่เร่งตัวขึ้นจะเป็นปัจจัยสำคัญในการขับเคลื่อนผลตอบแทนโดยรวมในระยะยาว

Source: Bloomberg, SET, InnovestX Research

# การเบิกจ่ายงบประมาณการคลังที่เร่งตัวขึ้น ...จะช่วยกระตุ้นการเติบโตใน 2H24

Budget for an investment increase 4% YoY



438,555	450,374	441,129	449,476	564,354	659,049	676,470	649,138	644,426	649,310	611,933	689,480	717,722
2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024

Investment Capex - %Chg YoY | % of GDP

	Weight	2022	2023	2024
Value creation agriculture	13%	625%	73%	-37%
Development of future industries and services	1%	-5%	81%	145%
Creating income from tourism	2%	-32%	12%	44%
Area development and smart livable city	2%	88%	9%	27%
Integration of transport and logistic system	46%	1%	22%	38%
Energy security	0%	98%	8%	56%
Development of digital economy and society	1%	-23%	-43%	149%
Supporting SMEs	2%	54%	46%	221%
Development of Special Economic Zones	0%	-89%	7%	-33%
Integration of EEC	2%	-44%	-7%	-27%
Innovation R&D	5%	-29%	20%	13%
Development of Science Technology and Innovation potentials	0%	-92%	-36%	-31%
Supporting development of competitiveness	15%	-38%	3%	-40%
Public sector personnel	11%	-1%	0%	2%
<b>Total = THB393b in 2024</b>		<b>-16%</b>	<b>19%</b>	<b>-1%</b>

Source: Royal Thai Government, InnovestX Research

การหดตัวลงโดยไม่คาดคิดใน 4Q23 จาก 3Q23 เกิดจากการใช้จ่ายภาครัฐลดลงอันเป็นผลมาจากการเบิกจ่ายงบประมาณล่าช้า เนื่องจากรัฐบาลเร่งกระบวนการ งบประมาณปี 2567 จะสามารถเบิกจ่ายได้ตั้งแต่ปลายเดือนเม.ย. ถึงต้นพ.ค. ซึ่งจะช่วยสนับสนุนการเติบโตของเศรษฐกิจ สัญญาสำหรับโครงการลงทุนที่วางแผนไว้จะต้องลงนามภายในเดือนมี.ย. ในขณะที่สัญญาสำหรับโครงการลงทุนใหม่จะต้องลงนามภายในเดือนก.ค. งบประมาณลงทุนภาครัฐสำหรับปีงบประมาณ 2024 อยู่ที่ 2 แสนล้านบาท โดยตั้งเป้าหมายการเบิกจ่ายไว้ที่ 95%

เป้าหมายหลัก คือ อุตสาหกรรมใหม่ (อุตสาหกรรมชีวภาพ เศรษฐกิจสีเขียว การนำ AI มาปรับใช้ รถยนต์ไฟฟ้า การกักเก็บพลังงาน) การท่องเที่ยว (การปรับปรุงสนามบินและการขยายความสามารถในการรองรับผู้โดยสาร สวนพฤกษศาสตร์ งานแสดงสินค้านานาชาติ และกิจกรรมกีฬา) เมืองอัจฉริยะ เครือข่ายการสื่อสาร และ SME ในทางกลับกัน รัฐบาลให้ความสำคัญกับการพัฒนาเขตเศรษฐกิจพิเศษและเขตพัฒนาพิเศษภาคตะวันออกน้อยลง กลุ่มท่องเที่ยว ICT พลังงานหมุนเวียน สาธารณูปโภค และอิเล็กทรอนิกส์ เป็นกลุ่มที่ได้รับประโยชน์หลัก

ดังนั้น เราคาดว่าจะเห็นการเบิกจ่ายงบประมาณภาครัฐเร่งตัวขึ้นใน 2H24 ซึ่งน่าจะช่วยกระตุ้นการเติบโตของเศรษฐกิจและกำไร การเบิกจ่ายงบประมาณเฉลี่ยต่อเดือนจะเพิ่มขึ้นจาก 5 หมื่นล้านบาท สู่ 7 หมื่นล้านบาท (+40%) ทั้งนี้จากการคำนวณของเรา เราคาดว่า การเบิกจ่ายงบประมาณที่เร่งตัวขึ้นจะหนุนให้กำไรปรับขึ้นได้อีก 1.1% หรือคิดเป็นการปรับตัวขึ้นของ SET ที่ 10-15 จุด

# มาตรการสนับสนุนจากหน่วยงานกำกับดูแลเป็นสิ่งสำคัญ ... ที่สามารถเพิ่มความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุน

	รายละเอียด
เกาหลีใต้	สั่งห้ามทำการขายชอร์ตหุ้นอีกครั้งอย่างน้อยจนถึงเดือนมี.ย. 2024
	ปรับลดอัตราส่วนเงินสดที่ต้องใช้เป็นหลักประกันสำหรับนักลงทุนรายย่อยในการยืมหุ้นลงเหลือ 105% จากปัจจุบันที่ 120% เพื่อให้เท่ากับอัตราส่วนสำหรับนักลงทุนสถาบัน
	บังคับใช้กำหนดเวลาสูงสุดไม่เกิน 90 วันสำหรับการยืมหุ้นเพื่อขายชอร์ต สอดคล้องกับนักลงทุนรายย่อย จัดตั้งทีมผู้สืบสวนสอบสวนการ Short Sell หุ้นโดยธนาคารเพื่อการลงทุนต่างประเทศ เพื่อหาพฤติกรรมผิดกฎหมาย
จีน	ระงับการให้ยืมหุ้นที่มีหน่วยจำกัด (restricted stock)
	การยืมหุ้นจากนักลงทุนสถาบันจะต้องรอ 1 วันก่อนส่งมอบให้กับนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์
	นักลงทุนที่ซื้อหุ้นจะไม่ได้รับอนุญาตให้นำมาให้ยืมเพื่อขายชอร์ตภายใน lock-up period ที่ตกลงไว้
	นักลงทุนรายใหญ่ (Pre-IPO) จะมีช่องทางที่ค่อนข้างจำกัดในการขายหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด A share ในช่วง lock-up period สำหรับกองทุนรวมที่ลงทุนในหลักทรัพย์ที่เสนอขายโดยเอกชน จะต้องมียield ratio 100% เพิ่มขึ้นจาก 50-80%
ประเทศไทย	มาตรการเพิ่มเติม
เกณฑ์ Market cap	เพิ่มขนาดมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดขั้นต่ำ (market capitalization) สำหรับหุ้นขายชอร์ตจากเดิม 5,000 ล้านบาท เป็น 7,500 ล้านบาท
สภาพคล่อง	กำหนดให้หุ้นนั้นจะต้องมีสัดส่วนปริมาณการซื้อขายต่อเดือนเมื่อเทียบกับปริมาณหุ้นจดทะเบียน (monthly turnover) แล้วมากกว่า 2%
กฎ uptick rule	หากราคาหุ้นลดลงมากกว่า 10% จากราคาปิดของวันก่อนหน้า ราคาขายชอร์ตจะต้องเป็นราคาที่สูงกว่าราคาล่าสุด (uptick rule)
Daily limit	กำหนดเพดานสูงสุดในการขายชอร์ตหลักทรัพย์ในแต่ละวัน (daily limit) โดยพิจารณาจากปริมาณการซื้อขายเฉลี่ย 30 วัน
Dynamic price band	ใช้กลไกการเพิ่มเพดานการเคลื่อนไหวของราคาระหว่างวัน (Dynamic Price Band) นอกเหนือจากเกณฑ์ราคาสูงสุด-ต่ำสุด (Ceiling and Floor) โดยพักการซื้อขายชั่วคราวถ้าหุ้นมีราคาขึ้นหรือลง 10% ของราคาซื้อขายล่าสุด

Source: Bloomberg, SET, InnovestX Research

มีการนำระบบการส่งคำสั่งซื้อขายที่มีความถี่สูง (HFT) พร้อมกับเครื่องมือขั้นสูงและการประมวลผลที่รวดเร็วมาใช้เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วในตลาดหุ้นทั่วโลก ส่งผลทำให้ตลาดมีความผันผวนเพิ่มขึ้นและอาจทำให้ตลาดปรับตัวลงอย่างรุนแรงได้ เราคิดว่าระบบ HFT ไม่สามารถบล็อกได้และเป็นระบบเทรดที่ไม่เป็นธรรม แต่สามารถควบคุมได้ เนื่องจากเป็นส่วนสำคัญของกระบวนการค้นหาราคาและสร้างสภาพคล่อง

จีนและเกาหลีใต้ออกมาตรการห้ามทำการขายชอร์ตหุ้น โดยเฉพาะการทำ naked short-selling จีนกำลังปราบปรามการปั่นตลาดและคุมเข้มกองทุนสาย Quant และการเสนอขายหุ้น IPO มากขึ้นเพื่อหลีกเลี่ยงการเทขายอย่างไม่มีเหตุผล เมื่ออิงกับการแทรกแซงตลาดในอดีตที่ผ่านมา มาตรการที่ออกมาไม่สามารถสนับสนุนราคาหุ้นได้ในระยะกลาง

ตลก. มีการปรับปรุงมาตรการควบคุมการขายชอร์ต การซื้อขายแบบอัลกอริทึม พร้อมกับเปิดเผยข้อมูลมากขึ้นเพื่อลดความผันผวนของราคา และเพิ่มความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนรายย่อย

เราคิดว่าค่าธรรมเนียมที่ค่อนข้างต่ำและปริมาณหุ้นจำนวนมากสำหรับการขายชอร์ตมีผลกระทบต่อความเร็วในการปรับราคาของหุ้น จึงนำไปสู่ความผันผวนของราคา นอกจากนี้ ตลาดหุ้นไทยยังมี bid-ask spread ที่สูงกว่าคู่แข่งซึ่งเหมาะสำหรับการขายชอร์ตและ HFT เพื่อทำกำไรจาก spread ในระดับที่สูงดังกล่าว



# แนวโน้มกลุ่มอุตสาหกรรม และผลประกอบการ

# แนวโน้มรายกลุ่มอุตสาหกรรมในปี 2024

ขนส่งทางอากาศ	ยานยนต์	ธนาคาร	พาณิชย์	วัสดุก่อสร้าง
<p>เราเชื่อว่าปี 2024 จะเป็นปีที่ผลประกอบการของกลุ่มขนส่งทางอากาศเติบโตแบบก้าวกระโดด โดยได้แรงหนุนจากภาคการท่องเที่ยวไทยที่เติบโตเพิ่มขึ้น สำหรับ AOT เราเชื่อว่าผลประกอบการของบริษัทจะกลับคืนสู่แนวโน้มขาขึ้น และคาดว่าจะทำกำไรปกติจะเพิ่มขึ้นก้าวกระโดดสู่ 2.3 หมื่นล้านบาทในปี FY2024 โดยอิงกับจำนวนผู้โดยสารระหว่างประเทศที่ 75.6 ล้านคน (90% ของระดับก่อนเกิด COVID-19)</p> <p>สำหรับ AAV เราคาดการณ์กำไรปกติปี 2024 ที่ 1.2 พันล้านบาท โดยอิงกับผู้โดยสารจำนวน 21 ล้านคน (ตัวเลขด้านสูงของกรอบเป้าหมายที่บริษัทวางไว้) และอัตราค่าโดยสารเฉลี่ยเฉลี่ย 1,900 บาท/คน เพิ่มขึ้น 8% (ต่ำกว่าเป้าของบริษัท) การเพิ่มขึ้นของต้นทุนน้ำมันเครื่องบินและความสามารถในการส่งผ่านต้นทุนจากการปรับขึ้นค่าโดยสารเฉลี่ยจะเป็นปัจจัยสำคัญในการกำหนดทิศทางของผลประกอบการ</p>	<p>เรามิมองมองระยะยาวต่อการผลิตรถยนต์ของไทย และคาดการณ์การเติบโต 3% สู่ 1.9 ล้านคันในปี 2024 เพราะถูกดุดึงโดยความกังวลเกี่ยวกับความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจที่อาจส่งผลกระทบต่อความต้องการซื้อรถยนต์ในประเทศ และส่งผลต่อยอดขายและการส่งออกรถยนต์ ในปี 2024 ผู้ผลิตรถยนต์วางแผนเริ่มผลิตรถยนต์ไฟฟ้าแบตเตอรี่ (BEV) ในประเทศไทย แต่ในระยะแรกการผลิต BEV ในประเทศไทยจะมีปริมาณน้อย เรามองว่าความเคลื่อนไหวดังกล่าวเป็นโอกาสสำหรับผู้ผลิตชิ้นส่วนยานยนต์รายเดิมที่จะเริ่มได้รับคำสั่งซื้อใหม่ และยกระดับการปรับตัวให้เข้ากับรถยนต์ไฟฟ้า</p>	<p>เราคาดว่ากำไรของกลุ่มธนาคารจะเติบโตเพียงเล็กน้อย โดยเกิดจากสินเชื่อกที่เติบโตในระดับต่ำ NIM ที่ลดลงจากแนวโน้มที่จะมีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 50 bps credit cost ที่ลดลงเล็กน้อย และรายได้ค่าธรรมเนียมที่ฟื้นตัวเล็กน้อย</p>	<p>SSS ของกลุ่มพาณิชย์คาดว่าจะเติบโต 3% YoY ในปี 2024 โดยได้แรงหนุนจากการบริโภคภาคเอกชนที่เติบโตเพิ่มขึ้นและนักท่องเที่ยวเข้ามาเพิ่มขึ้น โดยที่ยังไม่รวม upside จากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจที่รัฐบาลใหม่มีแนวโน้มออกมา เช่น โครงการ digital wallet (คาดว่าจะเริ่มในเดือนพ.ค. 2024) และโครงการ E-refund (วางแผนเริ่มในเดือนม.ค. 2024) ซึ่งเมื่อรวมกับการขยายสาขาและมาร์จินที่กว้างขึ้น จะช่วยสนับสนุนให้กำไรของกลุ่มพาณิชย์เติบโต 17% YoY ในปี 2024</p>	<p>เราคาดว่ากำไรของกลุ่มวัสดุก่อสร้างจะลดลง YoY อย่างต่อเนื่องใน 1H24 หลักๆ เกิดจากความต้องการใช้ปูนซีเมนต์ระดับต่ำสืบเนื่องมาจากภาวะอัตราดอกเบี้ยสูงและหนี้ครัวเรือนระดับสูง อย่างไรก็ตาม ผลกระทบเชิงลบนี้จะถูกลดทอนลงบางส่วนโดยต้นทุนถ่านหินและค่าสาธารณูปโภคที่ลดลง สำหรับ 2H24 เราคาดว่าเริ่มเห็นสัญญาณบวกจากความต้องการปูนซีเมนต์และวัสดุก่อสร้างที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นจากการเบิกจ่ายงบประมาณภาครัฐตามแผนในเดือนเม.ย. 2024</p>
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	พลังงาน	เงินทุน	อาหารและเครื่องดื่ม	การแพทย์
<p>แนวโน้มของตลาดอิเล็กทรอนิกส์ทั่วโลกใน 1H24 คาดว่าจะอ่อนตัวลง เพราะได้รับแรงกดดันจากภาวะอัตราดอกเบี้ยสูงซึ่งส่งผลกระทบต่อความต้องการผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับอุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์สำหรับผู้บริโภค รวมถึงการสิ้นสุดการให้เงินอุดหนุน EV ในเยอรมนีและฝรั่งเศส (ให้เงินอุดหนุนน้อยลง) อย่างไรก็ตาม ตลาดคาดว่าความต้องการทางชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์โดยรวมจะฟื้นตัวจากการออกผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับ AI ที่รวมถึง AI สมาร์ทโฟน, AI PC และอุปกรณ์ที่เกี่ยวข้องกับ AI ประกอบกับระดับสินค้าคงคลังที่ต่ำทั่วโลก นอกจากนี้ บริษัทชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ของไทยคาดว่าจะได้รับประโยชน์จากการขยายกำลังการผลิต เช่น โรงงานแห่งใหม่ของ DELTA ที่มีกำหนดเริ่มดำเนินการในปี 2024 ความพยายามของ KCE ในการแก้ไขปัญหาคอขวดในการผลิต PCB ชนิดพิเศษ และการติดตั้งเครื่อง HEI ใหม่ของ HANA</p>	<p><b>น้ำมันและก๊าซ:</b> เราคาดว่าราคาน้ำมันโดยเฉลี่ยจะลดลงจากปี 2023 อันเป็นผลมาจากอุปทานส่วนเกินที่เพิ่มขึ้นจากกลุ่ม non-OPEC ในขณะที่การเติบโตของอุปสงค์ยังมี downside risk เนื่องจากแรงต้านเศรษฐกิจและความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์เพิ่มขึ้น</p> <p><b>สาธารณูปโภค:</b> ราคาก๊าซที่ลดลงจากอุปทานก๊าซในประเทศที่เพิ่มขึ้นจะช่วยลดแรงกดดันด้านต้นทุนต่อผู้ผลิตไฟฟ้า ราคายางไฟฟ้าจะยังอยู่ที่ระดับปัจจุบันแม้ว่าต้นทุนเชื้อเพลิงจะลดลงเพื่อลดภาระของ กฟผ. ผู้ประกอบการ SPP จะได้รับประโยชน์จากต้นทุนก๊าซที่ลดลงและการใช้พลังงานได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้นของโรงไฟฟ้าแห่งใหม่ภายใต้โครงการ SPP Replacement</p>	<p>สำหรับปี 2024 เราคาดว่าผลประกอบการจะฟื้นตัวปานกลาง อันเป็นผลมาจากสินเชื่อกที่เติบโตอย่างแข็งแกร่ง credit cost ที่ลดลงเล็กน้อย (ยกเว้น SAWNAD) เพราะ NPL เกิดใหม่ลดลง และ NIM ที่ลดลง (ได้รับแรงกดดันจากต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้น)</p>	<p><b>อาหาร:</b> เราคาดว่าผลประกอบการปี 2024 จะพลิกกลับมาดีกว่าปี 2023 โดยเกิดจากต้นทุนอาหารสัตว์ที่ลดลง การส่งออกไก่เนื้อได้ดีขึ้น และราคาผลิตภัณฑ์ในประเทศที่ดีขึ้น YoY ซึ่งคาดว่าจะเกิดขึ้นใน 2H24 (คาดว่าจะควบคุมสุกรนำเข้าผิดกฎหมายได้ดีขึ้น และอุปทานสุกรในประเทศเพิ่มเติมจะทำให้จุดสูงสุดในช่วงกลางปี 2024) ท่ามกลางราคาสุกรระดับต่ำในจีนจากภาวะอุปทานล้นตลาด สำหรับธุรกิจสัตว์น้ำ เราคาดว่าปริมาณการขยายจะเติบโตจากฐานปกติในปี 2023 พร้อมกับมาร์จินที่กว้างขึ้นจากยอดขายที่สูงขึ้นและต้นทุนวัตถุดิบที่ลดลง</p> <p><b>เครื่องดื่ม:</b> คาดกำไรสุทธิฟื้นตัวโดยได้รับการสนับสนุนจาก COGS ที่ลดลงและอุปสงค์ที่แข็งแกร่งขึ้นทั้งในและต่างประเทศ</p>	<p>ปี 2024 จะเป็นปีที่โรงพยาบาลเอกชนกลับมาเติบโตตามปกติหลังจากทำฐานสูงของบริการ COVID-19 (ในปี 2022) และฐานต่ำของบริการผู้ป่วยต่างชาตินี้ (ในปี 2022-23) เราคาดว่ากำไรของกลุ่มการแพทย์จะเติบโต 12% ในปี 2024 โรงพยาบาลเอกชนอยู่ในช่วงของการขยายธุรกิจและทำเลเซอร์ศาสตร์ คือ พื้นที่ EEC ซึ่งความต้องการใช้บริการทางการแพทย์จะปรับตัวเพิ่มขึ้นตามกิจกรรมทางเศรษฐกิจ</p>
โรงแรม	ICT	ขนส่งทางบก	ปิโตรเคมี	อาหารสัตว์
<p>ประมาณการของเราที่คาดว่าจะมีนักท่องเที่ยวต่างชาติเดินทางเข้าประเทศไทยจำนวน 35 ล้านคนในปี 2024 จะขึ้นอยู่กับฟื้นตัวในตลาดจีน (ที่ 8 ล้านคน, 70% ของระดับก่อนเกิด COVID-19) เป็นหลัก ในขณะที่นักท่องเที่ยวจากตลาดอื่นๆ ไม่รวมประเทศจีนจะเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง แต่จะเติบโตตามปกติ (ที่ 27 ล้านคน, 94% ของระดับก่อนเกิดโควิด-19) หลังจากการดำเนินการและผลประกอบการแข็งแกร่งในปี 2023 เนื่องจากอัตราการเข้าพักใกล้เคียงกับระดับก่อนเกิด COVID-19 และ ARR สูงกว่าระดับก่อนเกิดโควิด-19 เราคาดว่าแนวโน้มจะกลับสู่ภาวะปกติในปี 2024</p>	<p>เราเชื่อว่าปี 2024 น่าจะเป็นปีแห่งการควบรวมสำหรับกลุ่ม ICT TRUE น่าจะผ่านพ้นช่วงเวลาแห่งการควบรวมไปแล้วในปี 2023 และจะเริ่มรับรู้ synergy ด้านต้นทุนในปี 2024 ในขณะที่ ADVANC เพิ่งเข้าซื้อ 3BB และ 3BBIF เสร็จใน 4Q23 ดังนั้นปี 2024 จะเป็นปีแห่งการควบรวมสำหรับ ADVANC ซึ่งจะทำให้กำไรเติบโตในระดับที่ไม่น่าตื่นเต้น</p>	<p>คาดการณ์ฟื้นตัวในปี 2024 จะคละคล้ากัน แม้เราเชื่อว่าปริมาณรถที่ใช้ทางด่วนและจำนวนผู้โดยสาร MRT &amp; BTS จะเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากตัวเลขปริมาณจราจรยังปรับตัวเพิ่มขึ้นไม่ถึงระดับก่อนเกิด COVID การฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติจะช่วยสนับสนุนปริมาณการจราจรในปี 2024</p>	<p>อุปสงค์จะฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป เว้นแต่จะมีการดำเนินการตามมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจที่ส่งผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญมากขึ้นในจีน โดยเฉพาะภาคอาหารสัตว์ ความกลัวว่าเศรษฐกิจจะถดถอยจะยังคงเป็นปัจจัยกดดัน แม้ว่าอุปทานเพิ่มเติมคาดว่าจะชะลอตัวลงตั้งแต่ปี 2023 ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์จะยังคงอยู่ในระดับต่ำ แม้ว่าจะปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อย YoY จนกว่า sentiment ตลาดจะปรับตัวดีขึ้นในอัตราที่แข็งแกร่งขึ้นเพื่อชดเชยอุปทานใหม่ซึ่งส่วนใหญ่อยู่ในเอเชีย</p>	<p>เป้ายอด presales ปี 2024 สะท้อนถึงการเติบโตระดับสูงที่ 21% หลังจากลดลงในปี 2023 เพราะได้รับแรงกดดันจากอัตราการผลิตสินเชื่อกที่สูงขึ้นหลังการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย ในขณะที่คาดว่าโครงการเปิดใหม่จะลดลง 2% หลังจากมีอุปทานเพิ่มเข้ามาในตลาดกว่า 2.4 แสนล้านบาทในปี 2023</p>

Source: InnovestX Research

# แนวโน้มผลประกอบการปี 2024

## ความเสี่ยงภายนอกยังคงมีอยู่ แต่การฟื้นตัวจะดำเนินต่อไป

	Consensus		InnovestX		3-Yr CAGR (2022-2025)
	2024F	2025F	2024F	2025F	
Agribusiness	9%	10%	4%	8%	-9%
Automotive	10%	4%	7%	7%	4%
Banking	5%	6%	4%	5%	8%
Commerce	15%	14%	14%	15%	15%
Construction Materials	-3%	25%	-2%	25%	14%
Electronic Components	13%	15%	6%	13%	10%
Energy & Utilities	-3%	9%	7%	11%	7%
Finance & Securities	13%	15%	8%	14%	4%
Food & Beverage	233%	25%	185%	56%	-15%
Health Care Services	9%	8%	11%	8%	6%
Information & Communication Technology	126%	27%	129%	17%	11%
Insurance	5%	14%	12%	7%	7%
Packaging	21%	15%	83%	10%	22%
Petrochemicals & Chemicals	274%	61%	397%	34%	20%
Property Development	-5%	6%	-7%	8%	-1%
Tourism & Leisure	45%	16%	37%	13%	37%
Transportation & Logistics	187%	32%	629%	39%	nm
<b>Total</b>	<b>17%</b>	<b>12%</b>	<b>22%</b>	<b>13%</b>	<b>10%</b>

แม้ว่าการฟื้นตัวของผลประกอบการใน 4Q23 อ่อนแอกว่าคาด แต่ผลประกอบการยังฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปใน 4Q23 กำไรสุทธิเพิ่มขึ้น 10% YoY แต่ลดลง 40% QoQ จากความอ่อนแอตามฤดูกาล (เทียบกับกำไรสุทธิไม่รวมกลุ่มพลังงานที่ +11% YoY, -22% QoQ) มาร์จิ้นที่ขยายตัวเพิ่มขึ้นเป็นปัจจัยขับเคลื่อนการเติบโตที่สำคัญ ในขณะที่รายได้ทรงตัวสำหรับตลาด mai กำไรสุทธิลดลง 48% QoQ แต่เพิ่มขึ้น 38% YoY เราคาดว่ากำไรจะยังคงเติบโตต่อเนื่องทั้ง QoQ และ YoY จากผลกระทบของฐานต่ำและปัจจัยฤดูกาล เราคิดว่าแนวโน้มเช่นนี้จะดำเนินต่อไปใน 1H24 ซึ่งเป็นผลมาจากกำไรที่เติบโต YoY ต่อเนื่องของกลุ่มอุตสาหกรรมส่วนใหญ่

การฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทยเป็นไปตามคาด รัฐบาลจะปรับลดอัตราดอกเบี้ยพร้อมกันเร่งเบิกจ่ายงบประมาณภาครัฐเพื่อลดแรงกดดันต่อการเติบโต เราคาดว่ากำไรจะเติบโต 22% YoY ในปี 2024 (เทียบกับ consensus ที่ +17% YoY) โดยได้รับการสนับสนุนจากกิจกรรมการเดินทางและบริการอย่างต่อเนื่อง การเติบโตที่มีเสถียรภาพในภาคการผลิตพร้อมกับต้นทุนที่ลดลง เราคิดว่ากำไรจะเติบโตอย่างแข็งแกร่งในปี 2024 ได้ตามที่คาดการณ์ไว้ เมื่อดูเป็นรายกลุ่มอุตสาหกรรมทุกอุตสาหกรรมมีแนวโน้มที่จะรายงานกำไรเพิ่มขึ้น โดยกลุ่มที่คาดว่ากำไรจะเติบโตสูง คือ กลุ่มพาณิชย์ (มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ) กลุ่มปิโตรเคมี (ฐานต่ำ การเติมสต็อก) กลุ่มอาหารและเครื่องดื่ม (ฐานต่ำ ผลิตภัณฑ์ใหม่ ต้นทุนลดลง) และกลุ่มที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยว ซึ่งคาดว่าจะเป็ปัจจัยขับเคลื่อนการเติบโตใน 2024

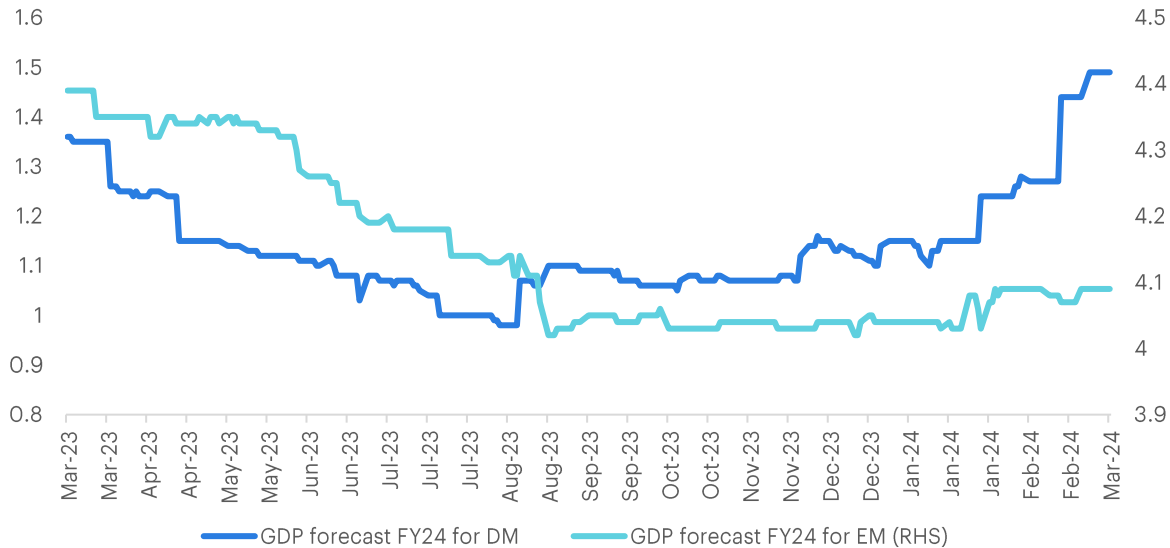
Source: Bloomberg, InnovestX Research



# แนวโน้มผลประกอบการปี 2024

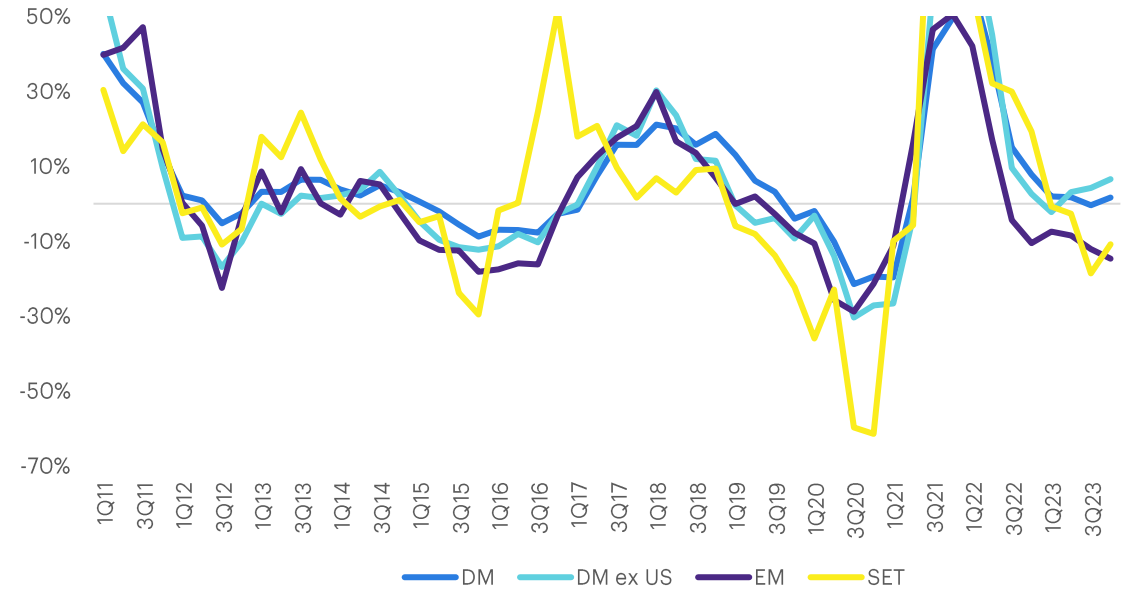
## DM vs EM – การบรรจบกันของการเติบโตใน 2H24

Consensus's forecast optimism for DM, but cautiously optimistic on growth for EM



Source: Bloomberg, InnovestX Research

Earnings growth divergence continues



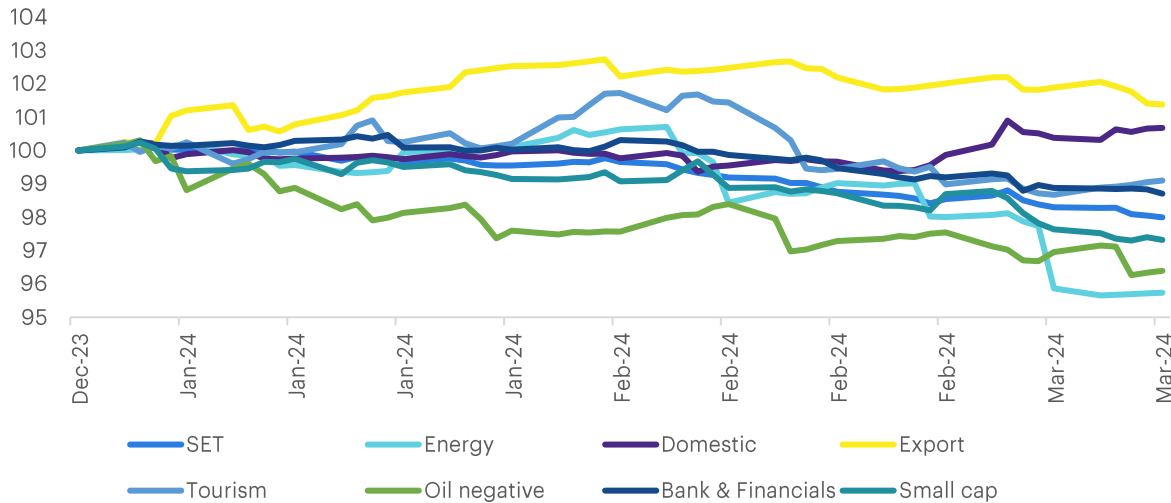
Source: Bloomberg, InnovestX Research

การเติบโตที่แข็งแกร่งในสหรัฐฯ อัตราเงินเฟ้อทั่วโลกที่ชะลอลง และเงินเยนที่อ่อนค่าลง น่าจะยังคงเป็นแรงหนุนให้ตลาด DM เติบโต ในขณะที่ตลาด EM ยังคงมีความกังวลเกี่ยวกับการเติบโตของเศรษฐกิจจีนที่ชะลอลงและการลุกลามของวิกฤตอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากตลาด EM มีการพึ่งพาจีนค่อนข้างสูง การเติบโตของ GDP ของตลาด EM จึงอยู่ภายใต้แรงกดดันในการปรับประมาณการลดลง หากจีนสร้างเซอร์ไพรส์ในด้าน upside เราคาดว่าจะเห็นการปรับประมาณการ GDP และกำไรเพิ่มขึ้นใน 3Q24 นอกจากนี้ เรายังคงเชื่อว่าการเติบโตของเศรษฐกิจสหรัฐฯ และการลดอัตราดอกเบี้ยจะช่วยให้ตลาด DM เติบโตอย่างแข็งแกร่ง นอกจากนี้เรายังคาดว่ากำไรจะต่ำสุดใน 1Q24 และเริ่มฟื้นตัวตั้งแต่ 2Q24 เป็นต้นไป



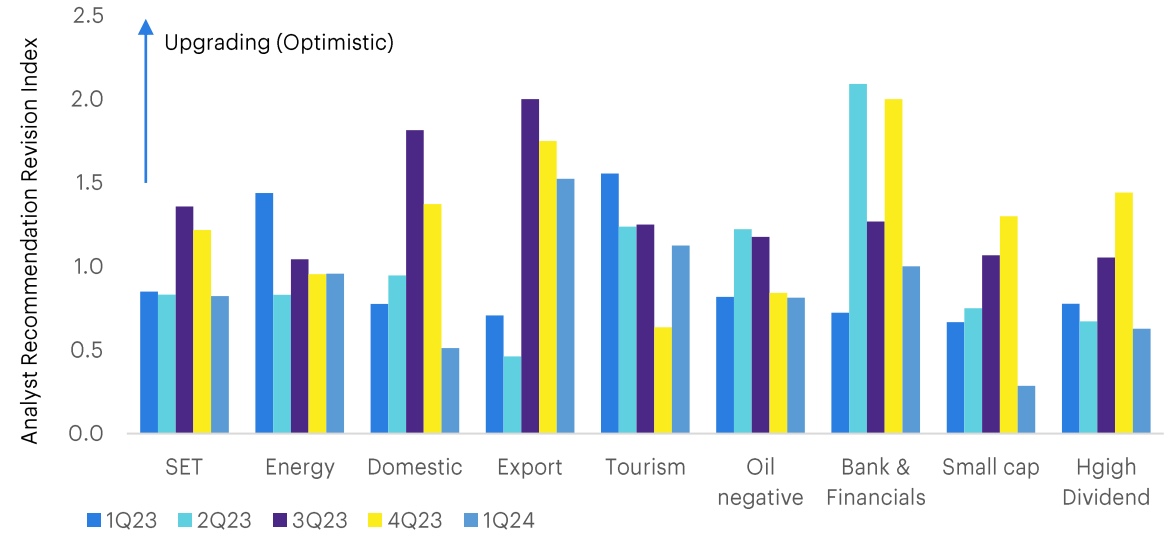
# การปรับประมาณการกำไร มองบวกลดลงใน 1Q24; มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นใน 2Q24

Earnings outlooks remain weak for nearly all sectors



Source: Bloomberg, InnovestX Research

Analysts are downgrading their recommendation



Source: Bloomberg, InnovestX Research

ประมาณการ EPS ปี 2024 ของ consensus ถูกปรับลดลง 2% QTD หลังจากกิจกรรมภายในประเทศฟื้นตัวช้ากว่าคาด และการเติบโตของรายได้ชะลอตัวท่ามกลางความอ่อนแอของเศรษฐกิจจีน กลุ่มที่มี contribution ในการปรับลดประมาณการกำไรค่อนข้างสูง คือ: 1) กลุ่มที่ได้รับผลกระทบด้านลบจากราคาน้ำมัน เนื่องจากราคาน้ำมันสูงขึ้น (+7% YTD) 2) กลุ่ม materials (-11% ใน 1Q24) และกลุ่มพลังงาน (-4% ใน 1Q24) จากการชะลอตัวของอุปสงค์ในจีน และ 3) กลุ่ม small-cap จากการเติบโตของอุปสงค์ที่ไม่แน่นอน ในขณะเดียวกัน กลุ่มที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยวถูกปรับประมาณการกำไรเพิ่มขึ้นโดยได้แรงหนุนจาก traffic ที่ฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องและมาตรการ visa-free กับจีน นอกจากนี้ความหวังจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจภายในประเทศชุดใหม่ยังผลักดันให้มีการปรับเพิ่มประมาณการกำไรของกลุ่มพาณิชย์ การแพทย์ และ ICT ใน 1Q24 ด้วย โดยรวมแล้ว เราคิดว่าแนวโน้มการเติบโตของเศรษฐกิจจีนที่ชะลอตัวลงได้ถูกนำมารวมไว้ในการทำประมาณการกำไรแล้ว เนื่องจากนักวิเคราะห์มีการปรับลดคำแนะนำลงใน 1Q24 การเบิกจ่ายงบประมาณที่เร่งตัวขึ้น การกระตุ้นเศรษฐกิจภายในประเทศ และการปรับลดอัตราดอกเบี้ยจะช่วยชดเชยความอ่อนแอจากปัจจัยภายนอก ซึ่งหมายความว่าประมาณการกำไรจะยังอยู่ในระดับเดิม ดังนั้นตลาดหุ้นไทยจึงมีแนวโน้มที่จะปรับตัวดีขึ้นใน 2Q24

# แนวโน้มรายกลุ่มอุตสาหกรรมใน 2Q24

ขนส่งทางอากาศ	ยานยนต์	ธนาคาร	พาณิชย์	วัสดุก่อสร้าง
โดยปกติแล้วไตรมาส 2 จะเป็นช่วงโลว์ซีซั่นของท่องเที่ยว (-QoQ) แต่เราเชื่อว่า 2Q24 จะเป็นโลว์ซีซั่นที่แข็งแกร่ง โดยได้แรงหนุนจากนักท่องเที่ยวจีนที่เพิ่มขึ้นจากการยกเว้นวีซ่าและการเพิ่มจำนวนเที่ยวบิน ค่าโรมิแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น YoY ต่อเนื่องใน 2Q24	โดยปกติแล้วการผลิตรถยนต์ในประเทศไทยมักจะอยู่ในระดับต่ำในไตรมาส 2 เนื่องจากมีวันหยุดยาว (-QoQ) เราคาดว่ากำไรของกลุ่มยานยนต์จะอยู่ในระดับทรงตัว YoY แต่ลดลง QoQ ใน 2Q24 สำหรับ YoY การผลิตรถยนต์ที่ชะลอตัวโดยมีคำสั่งซื้อใหม่เข้ามาไม่มากจะทำให้กำไรอยู่ในระดับทรงตัว ในขณะที่กำไรที่ลดลง QoQ เกิดจากปัจจัยฤดูกาล	สำหรับ 2Q24 เราคาดว่ากำไรจะเพิ่มขึ้น YoY (NII ดีขึ้นจาก NIM ที่สูงขึ้น, credit cost ลดลง) แต่จะทรงตัว QoQ (NIM ที่ลดลงจากแนวโน้มที่จะมีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะถูกลดชดเชยโดย credit cost ที่ลดลง)	กำไรของกลุ่มพาณิชย์จะเติบโต YoY ใน 2Q24 โดยได้รับการสนับสนุนจาก SSS growth และมาร์จินที่กว้างขึ้นจากนักท่องเที่ยวที่เข้ามามากขึ้น และการกลับมาเบิกจ่ายงบประมาณภาครัฐในช่วงปลาย 2Q24 แต่จะลดลง QoQ จากปัจจัยฤดูกาล	สำหรับ 2Q24 เราคาดว่ากำไรของกลุ่มวัสดุก่อสร้างจะยังคงอ่อนแอ ซึ่งเป็นผลมาจากการที่ผู้บริโภคใช้จ่ายระดับต่ำในภาวะอัตราดอกเบี้ยสูง และหนี้ครัวเรือนระดับสูง อย่างไรก็ตาม ข่าวดีเกี่ยวกับการเบิกจ่ายงบประมาณภาครัฐที่คาดว่าจะประกาศราวเดือนเม.ย.-พ.ค. 2024 น่าจะเป็นปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญสำหรับกลุ่มนี้ นอกจากนี้ กลุ่มวัสดุก่อสร้างยังน่าจะได้รับประโยชน์จากต้นทุนถ่านหินและค่าสาธารณูปโภคที่มีแนวโน้มปรับตัวลดลงด้วย
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	พลังงาน	เงินทุน	อาหารและเครื่องดื่ม	การแพทย์
เราคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวเพียงเล็กน้อยเพราะได้รับผลกระทบจากภาวะอัตราดอกเบี้ยสูงทั่วโลก ปัจจัยสำคัญที่ต้องจับตา ได้แก่ วงจรการเปลี่ยนมาใช้ AI สมาร์ทโฟน และ AI PC ใหม่ ซึ่งคาดว่าจะทำให้ความต้องการชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ปรับตัวเพิ่มขึ้น สำหรับแนวโน้ม EV เราคาดว่าจะเกิดอาการสะดุดในระยะสั้นจากสงครามราคาและการอุดหนุน EV ลดน้อยลงในเยอรมนีและฝรั่งเศส อย่างไรก็ตาม แนวโน้มระยะกลางถึงระยะยาวยังคงเป็นบวก บริษัทผลิตชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ของไทย โดยเฉพาะ DELTA ที่โรงงานแห่งใหม่นั้นผลิตผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับ EV น่าจะได้รับประโยชน์จากแนวโน้มนี้ที่คาดว่าจะเห็นการเติบโตของ KCE ใน 2H24 จากความต้องการเติมสต็อกและแนวโน้มที่ต้นทุนค่าไฟฟ้าจะลดลง นอกจากนี้ กำไรของ HANA น่าจะฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งใน 2H24 จากการติดตั้งเครื่อง HEI สำหรับผลิตภัณฑ์ซิลิคอนคาร์ไบด์ (SiC) อย่างรวดเร็ว	<b>น้ำมันและก๊าซ:</b> คาดว่า OPEC+ จะรักษาระดับการผลิตกำลังการผลิตไว้ได้ในระดับปัจจุบัน แต่ความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ยังคงเป็นความเสี่ยงที่สำคัญ ความต้องการเชื้อเพลิงสำหรับการขนส่งที่สูงขึ้นน่าจะช่วยสนับสนุน market GRM โดยเฉพาะน้ำมันเบนซิน กำลังการกลั่นน้ำมันใหม่ต้องใช้เวลาในการ ramp up การผลิต <b>สาธารณูปโภค:</b> ต้นทุนเชื้อเพลิง (ก๊าซและถ่านหิน) ที่ลดลงจะช่วยลดแรงกดดันด้านต้นทุนสำหรับผู้ผลิตไฟฟ้าและหนุนมาร์จินให้เพิ่มขึ้น ราคาขายไฟฟ้าจะยังอยู่ที่ระดับปัจจุบันแม้ว่าต้นทุนเชื้อเพลิงจะลดลง เพื่อชดเชยภาระหนี้ของ กฟผ.	เราคาดว่าบริษัทเงินทุนส่วนใหญ่จะรายงานกำไร 2Q24 ในระดับทรงตัว YoY (สินเชื่อเติบโตดี NIM ลดลง credit cost สูงขึ้น) แต่จะเพิ่มขึ้นเล็กน้อย QoQ (สินเชื่อเติบโตแข็งแกร่ง NIM ลดลง และ credit cost ลดลงเล็กน้อย)	<b>อาหาร:</b> เราคาดว่ากำไร 2Q24 จะเติบโต YoY หลักๆ เกิดจากต้นทุนอาหารสัตว์ที่ลดลงในอัตราที่เร็วกว่าราคาสัตว์บกในประเทศที่ลดลง การส่งออกไก่เนื้อได้ดีขึ้น และต้นทุนวัตถุดิบที่ลดลง และเพิ่มขึ้น QoQ จากปัจจัยฤดูกาล <b>เครื่องดื่ม:</b> คาดอุปสงค์ปรับตัวดีขึ้นทั้ง YoY และ QoQ โดยได้รับการสนับสนุนจากผลกระทบทางฤดูกาลและฐานต่ำ นอกจากนี้ประสิทธิภาพที่มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นจาก COGS โดยเฉลี่ยที่ลดลง	โดยปกติแล้วไตรมาส 2 เป็นช่วงโลว์ซีซั่นของกลุ่มการแพทย์ (-QoQ) อย่างไรก็ตาม กำไรจะมีแนวโน้มเติบโตแข็งแกร่ง YoY อย่างต่อเนื่อง อันเป็นผลมาจากบริการผู้ป่วยไทยและต่างชาติที่เติบโตมากขึ้นและ EBITDA margin ที่แข็งแกร่ง
โรงแรม	ICT	ขนส่งทางบก	ปิโตรเคมี	อสังหาริมทรัพย์
โดยปกติแล้วไตรมาส 2 เป็นช่วงโลว์ซีซั่นของกลุ่มท่องเที่ยว (-QoQ) อย่างไรก็ตาม ค่าโรมิแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น YoY อย่างต่อเนื่อง โดยได้แรงหนุนจากอัตราค่าห้องพักเฉลี่ย (ARR) และอัตราการเข้าพักที่สูงขึ้น แต่แนวโน้มการเติบโตจะกลับคืนสู่ระดับปกติ เนื่องจากผลกระทบของการของผู้ประกอบการโรงแรมฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งมาตั้งแต่ 4Q22	กำไรจะเติบโต QoQ และ YoY อย่างต่อเนื่อง หลักๆ ได้แรงหนุนจากการลดต้นทุนและความสามารถในการแข่งขันที่ดีขึ้นในแง่ของการกำหนดราคา จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เพิ่มขึ้นจะเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่จะช่วยหนุนให้รายได้ของกลุ่มปรับตัวเพิ่มขึ้น	จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เพิ่มขึ้นจะช่วยสนับสนุนให้ปริมาณรถที่ใช้ทางด่วนและจำนวนผู้โดยสาร MRT และ BTS ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องใน 2Q24 การเปิดโครงการ ONE Bangkok บางส่วนในช่วงปลาย 1Q24 จะช่วยสนับสนุน traffic ด้วยเช่นกัน นอกจากนี้รถไฟสายสายสีชมพูและสายสีเหลืองก็น่าจะมีผู้โดยสารเพิ่มขึ้น ซึ่งจะช่วยสนับสนุนเครือข่าย traffic โดยรวม	แนวโน้มอุปสงค์ PET ดีขึ้นก่อนฤดูร้อนในตลาดเอเชียและตะวันตก การฟื้นตัวของอุปสงค์โดยรวมจะเป็นไปแบบค่อยเป็นค่อยไป เว้นแต่จะมีการดำเนินการตามมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจที่ส่งผลกระทบต่อมากขึ้นในจีน โดยเฉพาะภาคอสังหาริมทรัพย์ อุปทานผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีจะถูกจำกัดโดยวัตถุดิบตั้งต้นที่มีจำกัด เนื่องจากความต้องการสารผสมน้ำมันเบนซินเพิ่มขึ้น	คาดว่ายอด presales จะเพิ่มขึ้นใน 2Q24 จากการผลิตอัตราดอกเบี้ยหลังจากมีการชะลอการเข้าซื้อเพื่อรอให้อัตราดอกเบี้ยลดลง เราคาดว่ายอด presales และการเปิดตัวโครงการใหม่จะปรับตัวเพิ่มขึ้นใน 2H24 หลังจากที่มีการลดอัตราดอกเบี้ยและเปิดตัวโครงการมากขึ้น

Source: InnovestX Research

# โมเมนตัมกำไรใน 1Q24 และ 2Q24

กลุ่ม	1Q24		2Q24		เหตุผล
	YoY	QoQ	YoY	QoQ	
พลังงาน (น้ำมันและก๊าซ)	-	+	=	+	พลังงาน - ค่ากำไรสุทธิปรับตัวดีขึ้น QoQ ใน 1Q24 เพราะ GRM เพิ่มขึ้น QoQ จากความต้องการน้ำมันเบนซินและน้ำมันดีเซลที่แข็งแกร่ง ความต้องการน้ำมันเครื่องบินจะลดลงจากช่วงไฮซีซั่น ราคาน้ำมันที่มีเสถียรภาพมากขึ้นบ่งชี้ถึงความเสี่ยงที่ลดลงสำหรับกำไรสุทธิจากกำไรหรือขาดทุนสต็อก กำไรจะปรับตัวดีขึ้น นต่อเนื่องใน 2Q24 จากความต้องการใช้น้ำมันเพื่อการขนส่งที่สูงขึ้น
พาณิชย์	+	-	+	-	SSS ที่เติบโตจากมาตรการ E-Receipt (1 ม.ค.-15 ก.พ.) จำนวนนักท่องเที่ยวที่เพิ่มขึ้น และการกลับมาเบิกจ่ายงบประมาณภาครัฐในช่วงปลาย 1Q24 เป็นปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	+	=	+	+	เราคาดว่ากำไรสุทธิจะยังอยู่ในระดับทรงตัว QoQ ใน 1Q24 แต่จะฟื้นตัวใน 2Q24 โดยมีสาเหตุมาจากระดับสินค้าคงคลังที่ต่ำและผลกระทบเชิงบวกของวงจรการเปลี่ยนมาใช้ AI สมาร์ทโฟน และ AI PC ใหม่ต่อผลการดำเนินงานของกลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์
เครื่องดื่ม	+	+	+	+	คาดการณ์ความต้องการเครื่องดื่มเพิ่มขึ้นเนื่องจากเป็นไฮซีซั่น ประสิทธิภาพด้านต้นทุนเพิ่มขึ้นจากต้นทุนวัตถุดิบและต้นทุนการผลิตที่ลดลง เช่น อลูมิเนียม และค่าไฟฟ้า
การแพทย์	+	+	+	-	โดยปกติแล้วไตรมาส 2 เป็นช่วงไฮซีซั่นของกลุ่มการแพทย์ อย่างไรก็ตาม กำไรจะมีแนวโน้มเติบโตแข็งแกร่ง YoY อย่างต่อเนื่องอันเป็นผลมาจากบริการผู้ป่วยไทยและต่างชาติที่เติบโตมากขึ้นและ EBITDA margin ที่แข็งแกร่ง
ท่องเที่ยว	+	+	+	-	โดยปกติแล้วไตรมาส 2 เป็นช่วงไฮซีซั่นของกลุ่มท่องเที่ยว กำไรมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น YoY อย่างต่อเนื่องโดยได้แรงหนุนจากอัตราค่าห้องพักเฉลี่ย (ARR) และอัตราการเข้าพักที่สูงขึ้น แต่แนวโน้มการเติบโตจะกลับคืนสู่ระดับปกติ เนื่องจากผลประกอบการของผู้ประกอบการโรงแรมฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งมาตั้งแต่ 4Q22
สาธารณูปโภค	+	+	+	-	สาธารณูปโภค - ความต้องการใช้ไฟฟ้าจากภาคอุตสาหกรรมจะฟื้นตัว QoQ ใน 1Q24 จากช่วงไฮซีซั่นใน 4Q23 ต้นทุนเชื้อเพลิงที่ลดลงและค่า Ft ที่สูงขึ้น QoQ จะส่งผลบวกต่อ EBITDA margin ของธุรกิจ SPP ใน 1Q24 ค่า Ft คาดว่าจะยังอยู่ที่ระดับปัจจุบันใน 2Q24 แม้ว่าต้นทุนเชื้อเพลิงจะลดลง อันเป็นผลมาจากความพยายามลดภาระหนี้สินของ กฟผ. ที่มีสาเหตุมาจากต้นทุนพลังงานสูงในปี 2022
อสังหาริมทรัพย์	+	-	+	+	Backlog ยังแข็งแกร่งจากโครงการแนวราบ แรงกดดันจะมาจากอัตราค่าไถ่ขึ้นต้นจากการขายสินค้าคงคลัง
ธนาคาร	+	+	+	=	สำหรับ 2Q24 เราคาดว่ากำไรจะเพิ่มขึ้น YoY (NII ดีขึ้นจาก NIM ที่สูงขึ้น, credit cost ลดลง) แต่จะทรงตัว QoQ (NIM ที่ลดลงจากแนวโน้มที่จะมีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะถูกชดเชยโดย credit cost ที่ลดลง)
ปิโตรเคมี	+	+	+	+	อุปสงค์จะปรับตัวดีขึ้น QoQ ใน 1Q24 จากช่วงไฮซีซั่นใน 4Q23 และการระบายสต็อกจะลดลงอย่างต่อเนื่อง มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมในจีน (ถ้ามี) เพื่อฟื้นฟูภาคอสังหาริมทรัพย์และความเชื่อมั่นผู้บริโภคจะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยกระตุ้นให้มาร์จิ้นเพิ่มขึ้น ความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์และแนวโน้มเศรษฐกิจโลกที่ไม่แน่นอนยังคงเป็นปัจจัยกดดันที่สำคัญ อุปทานเพิ่มเติมที่ลดลงเป็นบวกมากขึ้นต่อกลุ่มฯ
วัสดุก่อสร้าง	=	=	=	=	เราคาดว่ากำไรของกลุ่มวัสดุก่อสร้างจะยังคงอ่อนแอใน 1H24 ซึ่งเป็นผลมาจากการที่ผู้บริโภคใช้จ่ายระดับต่ำในภาวะอัตราดอกเบี้ยสูงและหนี้ครัวเรือนระดับสูง อย่างไรก็ตาม ข่าวดีเกี่ยวกับการเบิกจ่ายงบประมาณภาครัฐที่คาดว่าจะประกาศราวเดือนเม.ย.-พ.ค. 2024 น่าจะเป็นปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญสำหรับกลุ่มนี้
ประกัน	-	+	-	=	กำไรของบริษัทในกลุ่มประกันจะมีทิศทางที่แตกต่างกัน สำหรับ TLI และ BLA เราคาดว่ากำไรสุทธิของเบี้ยประกันที่อ่อนแอ combined ratio ที่ดีขึ้น (จากการเปลี่ยนแปลงสัดส่วนผลิตภัณฑ์และการโอนกลับสำรองค่าเผื่อความผันผวน (PAD) เนื่องจากกรมธรรม์ครบกำหนด) และ ECL ที่ลดลงใน 1H24 ผลตอบแทนจากดอกเบี้ยและเงินปันผลคาดว่าจะดีขึ้น YoY และทรงตัว HoH ใน 1H24 ROI น่าจะผันผวนตามกำไร/ขาดทุนจากเงินลงทุน
เงินทุน	+	+	+	+	เราคาดว่าบริษัทเงินทุนส่วนใหญ่จะรายงานกำไร 2Q24 ในระดับทรงตัว YoY (สินเชื่อเติบโตดี NIM ลดลง credit cost สูงขึ้น) แต่จะเพิ่มขึ้นเล็กน้อย QoQ (สินเชื่อเติบโตแข็งแกร่ง NIM ลดลง และ credit cost ลดลงเล็กน้อย)
อาหาร	=	+	+	+	ต้นทุนอาหารสัตว์ที่ลดลง YoY ในอัตราที่เร็วกว่าราคาสัตว์ในประเทศที่ลดลง YoY การส่งออกไก่เนื้อที่แข็งแกร่งขึ้น ราคาวัตถุดิบหมูที่ลดลง จะช่วยสนับสนุนให้กำไรสุทธิ YoY ใน 2Q24
ICT	+	+	+	+	เราคาดว่ากำไรสุทธิ 1Q24 จะเติบโต QoQ และ YoY การเติบโต QoQ จะเกิดจากค่าใช้จ่าย SG&A ที่ลดลงจากปัจจัยฤดูกาลและการลดต้นทุนอย่างต่อเนื่อง ในขณะที่การเติบโต YoY ได้แรงหนุนจากรายได้จากรัฐกิจโทรศัพท์เคลื่อนที่และธุรกิจ FBB ที่สูงขึ้นและต้นทุนที่ลดลง
ขนส่งทางบก	+	+	+	+	ใน 1Q24 การเติบโต QoQ จะได้รับแรงหนุนจากการไม่มีขาดทุนจากการด้อยค่าที่ BTS ในขณะที่การเติบโต YoY เกิดจากปริมาณ traffic ที่ดีขึ้น สำหรับ 2Q24 การเติบโต QoQ และ YoY จะได้รับการสนับสนุนจากปริมาณ traffic ที่เพิ่มขึ้นเช่นเดียวกัน
ยานยนต์	=	+	=	-	เราคาดว่ากำไรของกลุ่มยานยนต์จะยังอยู่ในระดับทรงตัว YoY แต่ลดลง QoQ ใน 2Q24 สำหรับ YoY การผลิตรถยนต์ที่ชะลอตัว โดยมีคำสั่งซื้อใหม่เข้ามาไม่มากจะทำให้กำไรอยู่ในระดับทรงตัว ในขณะที่กำไรที่ลดลง QoQ เกิดจากปัจจัยฤดูกาล

Source: InnovestX Research

# สรุปแนวโน้มรายกลุ่มอุตสาหกรรมใน 2Q24

	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	ปัจจัยกระตุ้น	ปัจจัยเสี่ยง
พาณิชย์	8	7	8	8	8	การบริโภคภาคเอกชนที่เพิ่มขึ้น มักท่องเที่ยวที่เข้ามามากขึ้น และการกลับมาเบิกจ่ายงบประมาณภาครัฐ	ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ คือ การเปลี่ยนแปลงในกำลังซื้อ อัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น และการเปลี่ยนแปลงนโยบายรัฐบาล
พลังงาน (น้ำมันและก๊าซ)	6	7	7	7	8	อุปสงค์ภายในประเทศที่ปรับตัวดีขึ้นบ้างซึ่งมาจากรัฐบาลที่ขึ้นสำหรับผู้ประกอบการโรงกลั่นไทย ราคาน้ำมันที่มีเสถียรภาพและ downside risk ที่ลดลงจากขาดทุนสต็อก ปริมาณการขายที่สูงขึ้นของธุรกิจ E&P จากโครงการ G1/61	ภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว และการฟื้นตัวที่ช้ากว่าคาดของอุตสาหกรรมท่องเที่ยว การระงับใช้จุดขนถ่ายน้ำมัน และต้นทุนค่าระวางที่สูงขึ้น
สาธารณูปโภค	8	7	7	7	8	ต้นทุนเชื้อเพลิงที่ลดลง และการฟื้นตัวของอุปสงค์ในภาคอุตสาหกรรม	ค่า Ft ที่ต่ำกว่าคาดจะส่งผลกระทบต่อมาร์จิ้นของธุรกิจ SPP การส่งออกที่ชะลอตัวลง จะส่งผลกระทบต่อการผลิตภาคอุตสาหกรรม
เครื่องดื่ม	7	7	7.5	7	7.5	ได้รับการสนับสนุนจากช่วงไฮซีซั่น คาดว่ายอดขายจะเพิ่มขึ้นทั้ง YoY และ QoQ ด้วยประสิทธิภาพการดำเนินงานที่ดีขึ้นอันเป็นผลจาก COGS ที่ลดลง	การแข่งขันในตลาดเครื่องดื่มบำรุงกำลังคาดว่าจะยังสูง ยอดขายจากกลุ่มประเทศ CLMV ยังคงผันผวน
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	6.5	7	6.5	6.5	7	คาดว่ากำไร 2Q24 จะปรับตัวดีขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไปโดยได้รับการสนับสนุนจากวงจรการเปลี่ยนมาใช้ AI สมาร์ทโฟน และ AI PC ใหม่ ซึ่งคาดว่าจะทำให้ความต้องการชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ปรับตัวเพิ่มขึ้น.	เหตุการณ์ที่คาดเดาไม่ได้ที่จะเข้ามาขัดขวาง โดยเฉพาะความกังวลเรื่องสงครามเทคโนโลยีระหว่างจีนกับสหรัฐฯ และสงครามราคาในธุรกิจ EV
การแพทย์	7	7	7	7	7	บริการผู้ป่วยไทยและต่างชาติที่เติบโตเพิ่มขึ้นและบริการประกันสังคมที่เติบโตเพิ่มขึ้น แหล่งรายได้ใหม่: การอัพเกรดบริการและสิ่งอำนวยความสะดวก การขยายกิจการไปยังพื้นที่ EEC อำนาจในการกำหนดราคาสูงเพื่อส่งผ่านต้นทุนที่สูงขึ้น	ผู้ป่วยชะลอการเข้ามาใช้บริการ การขาดแคลนนุเคราะห์ และการแข่งขันรุนแรง
ขนส่งทางบก	4	5	5	5	7	การขึ้นค่าโดยสาร MRT และข้อสรุปโครงการรถไฟฟ้าสายสีส้มตะวันตก	รัฐบาลใหม่ประกาศจัดประมูลโครงการรถไฟฟ้าสายสีส้มตะวันตกใหม่ และไม่มีมาตรการต่อสัมปทานเดินรถไฟฟ้าสายสีเขียว
ท่องเที่ยว	8	8	8	7	7	ARR ที่สูงขึ้น ซึ่งเป็นปัจจัยด้านราคาที่จะช่วยกระตุ้นให้ RevPar ปรับตัวเพิ่มขึ้น โดยไม่มีต้นทุนเพิ่มเติม	เศรษฐกิจโลกชะลอตัว ต้นทุนที่สูงขึ้นจากแรงกดดันเงินเฟ้อ ต้นทุนเริ่มแรกจากการลงทุนใหม่ สายการบิน: ราคาน้ำมันเชื้อเพลิงเครื่องบินที่สูงขึ้น
อสังหาริมทรัพย์	6	6	6.5	6.5	6.5	คาดยอด presales พุ่งตัว YoY และ QoQ จาก pent-up demand หลังลดอัตราดอกเบี้ย	อุปสงค์ที่อ่อนตัวลง ในขณะที่การแข่งขันสูงขึ้น อาจสร้างแรงกดดันต่ออัตรากำไรขึ้นต้น
ปิโตรเคมี	5	5	5	6	6	มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของจีน การฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลกหลังจากหยุดพักขึ้นดอกเบี้ย การระบายสต็อกลดลง การลดอัตราการผลิตโดยผู้ผลิตที่มีต้นทุนสูง	อุปทานก๊าซจากแหล่งเอราวัณต่ำกว่าคาด ต้นทุนวัตถุดิบสูง อุปสงค์ฟื้นตัวช้าลง
อาหาร	3	4	4	5	6	ต้นทุนอาหารสัตว์ที่ลดลง YoY ในอัตราที่เร็วกว่าราคาสัตว์ปีกในประเทศที่ลดลง YoY การส่งออกไก่เนื้อที่แข็งแกร่งขึ้น ราคาวัตถุดิบหมูที่ลดลง	ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ คือ ราคาผลิตภัณฑ์ที่ลดลงเนื่องจากมีอุปทานใหม่ กำลังซื้อที่เปราะบาง ต้นทุนอาหารสัตว์และอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น
ICT	5	5	6	5	6	Synergy ด้านต้นทุนและการฟื้นตัวของรายได้	เศรษฐกิจที่อ่อนแอกว่าคาด ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อรายได้ของรายได้ และความเสี่ยงด้านหลักเกณฑ์
ประกัน	6	6	6	6	5	มาร์จิ้นจากการรับประกันปรับตัวดีขึ้น VNB และ EV สูงขึ้น	Downside risk ต่อการเติบโตของเบี้ยประกันรับอันเป็นผลมาจากกำลังซื้อที่ลดลง ตลาดทุนผันผวน และ bond yield ที่ลดลง
ธนาคาร	6	6	6	6	5	NIM ที่จะลดลงจะถูกชดเชยโดย credit cost ที่ลดลง Falling NIM to be offset with easing credit cost.	ความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์จากเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวไม่ทั่วถึง และความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์
วัสดุก่อสร้าง	5	5	4	4	5	แนวโน้มกำไร 2Q24 ยังคงได้รับแรงกดดันจากหนี้ครัวเรือนระดับสูงและภาวะอัตราดอกเบี้ยสูง แต่คาดว่าจะมีข่าวดีเกี่ยวกับการเบิกจ่ายงบประมาณภาครัฐที่คาดว่าจะประกาศราวเดือนเม.ย.-พ.ค. 2024	กิจกรรมทางเศรษฐกิจที่อ่อนแอเป็นเวลานานท่ามกลางภาวะอัตราดอกเบี้ยสูง และความล่าช้าในการเบิกจ่ายงบประมาณภาครัฐ
เงินทุน	3	4	4	5	5	การเติบโตของสินเชื่อแข็งแกร่ง แต่ NIM จะลดลง พร้อมกับ NPL เกิดใหม่ที่ลดลง อย่างค่อยเป็นค่อยไป	ความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์จากเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวไม่ทั่วถึง ต้นทุนทางการเงินสูงขึ้น และการแข่งขันที่สูงขึ้นจากธนาคารต่างๆ
ยานยนต์	5	4	4	4	4	ออเดอร์ใหม่ให้ผลิตชิ้นส่วนสำหรับรถ ICE และ EV	ความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจ ค่าครองชีพที่สูงขึ้น และอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น ซึ่งอาจจะส่งผลกระทบต่อความต้องการซื้อรถยนต์ พร้อมกับการคุมเข้มสินเชื่อรถยนต์

# น้ำหนักการลงทุนและ valuation รายกลุ่มอุตสาหกรรมใน 2Q24

Sector	Recommended sector weighting	Current SET weight	2023 returns	YTD returns	Growth		Net profit CAGR 22-25	P/E		P/B		Dividend yield		Ev/Ebitda (x)	
					24F	25F		24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
Agribusiness	Neutral	0.5%	-22%	12%	4%	8%	-9%	10.4	9.6	0.8	0.7	1.9	2.1	6.5	6.0
Air Transportation	Neutral	5.7%	-21%	12%	166%	28%	n.m.	39.9	31.1	7.0	6.2	0.0	0.0	19.5	16.0
Automotive	Underweight	0.6%	-16%	-2%	7%	7%	4%	7.0	6.6	0.8	0.7	6.7	7.1	2.7	2.2
Bank	Neutral	10.5%	-1%	-3%	4%	5%	8%	7.0	6.7	0.6	0.6	6.4	6.8	-	-
Building Materials	Neutral	3.2%	-16%	-8%	-2%	25%	14%	13.1	10.5	0.8	0.8	3.6	4.5	8.9	7.5
Commerce	Overweight	10.1%	-21%	3%	14%	15%	15%	25.5	22.1	1.6	1.6	2.0	2.3	11.2	10.3
Electronics	Overweight	5.9%	4%	-20%	6%	13%	10%	41.1	36.2	7.7	6.7	0.8	0.9	31.6	28.6
Energy	Neutral	20.8%	-18%	-2%	7%	11%	7%	10.6	9.5	0.9	0.9	4.5	4.9	4.9	4.6
Food & beverage	Overweight	5.4%	-13%	-5%	185%	56%	-15%	29.6	19.0	1.0	1.0	0.4	0.9	10.1	9.3
Healthcare	Neutral	5.6%	-7%	1%	11%	8%	6%	27.4	25.4	4.8	4.5	2.5	2.7	16.5	15.3
Hotel	Neutral	1.8%	-13%	6%	37%	13%	37%	26.2	23.2	2.2	2.1	1.3	1.5	10.7	10.1
Land Transportation	Overweight	1.1%	-17%	-9%	166%	28%	n.m.	39.9	31.1	7.0	6.2	0.0	0.0	23.3	22.5
Petrochemical	Neutral	2.1%	-25%	-5%	397%	34%	20%	10.5	7.9	0.6	0.6	3.9	4.9	6.2	5.1
REITs / PF / IF	Neutral	1.6%	-15%	-3%	1371%	-1%	10%	n.m.	7.7	0.5	0.6	0.2	0.2	6.8	6.5
Residential/IE	Neutral	6.0%	-15%	-3%	-7%	8%	-1%	11.4	10.5	1.0	0.9	4.8	5.2	12.6	11.4
Telecoms	Neutral	8.7%	-10%	3%	129%	17%	11%	29.0	24.8	4.9	4.7	3.0	3.4	6.9	6.4
Utilities	Overweight	4.5%	-24%	3%	34%	26%	44%	26.4	20.9	2.4	2.2	0.0	0.0	20.3	20.2

Source: Bloomberg, InnovestX Research



# SET Index scenario และหุ้นเด่น



# เหตุการณ์ทางเศรษฐกิจที่กำลังจะเกิดขึ้น

## ส่วนที่ยากที่สุดใกล้จะจบลงแล้ว



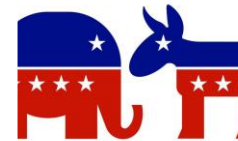
2Q24

- US ECB และไทยลดดอกเบี้ย
- จีนดำเนินมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจต่อเนื่อง
- เศรษฐกิจจีนและไทยทรงตัว
- การเบิกจ่ายงบประมาณของไทยเร่งตัวขึ้น
- หลักเกณฑ์การขายชอร์ตที่เข้มงวดมากขึ้นจาก ตก.



3Q24

- กลุ่มเทคโนโลยีกลับมาเติบโตในระดับปกติ
- เงินเพื่อกลับสู่ระดับปกติ
- ธนาคารกลางทั่วโลกลดอัตราดอกเบี้ย
- การปรับเปลี่ยนน้ำหนักการลงทุนจากหุ้นเติบโตไปยังหุ้นคุณค่า DM ไปยัง EM และกลุ่มเทคโนโลยี ไปยังกลุ่มที่ไม่เกี่ยวกับเทคโนโลยี



4Q24

- การเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ
- ความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์สูงขึ้น
- เศรษฐกิจจีนกลับมาเติบโตในระดับปกติ
- NPLs ในกลุ่มธนาคารรัฐของจีน
- การปรับอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศไทย

Source: InnovestX Research

# SET Index Scenario สำหรับปี 2024

## มองตลาดปรับเพิ่มขึ้นแต่จะมีความผันผวนตลอดทั้งปี

### 1Q24

ตลาดทั่วโลกได้รับแรงหนุนจากความแข็งแกร่งอย่างต่อเนื่องของเศรษฐกิจสหรัฐฯ ค่าไรที่ต่ำกว่าคาดใน 4Q23 เงินเยนที่อ่อนค่า และมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของจีนเพื่อรับมือกับเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงในสหภาพยุโรปและจีน และการเลื่อนการคาดการณ์การปรับลดอัตราดอกเบี้ย รวมถึงความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ ตลาดไทยปรับตัว underperform เนื่องจากเศรษฐกิจและค่าไรที่ต่ำกว่าคาดท่ามกลางความกังวลอย่างต่อเนื่องเกี่ยวกับการเติบโตในจีน

ตลาดโลก +6.1%  
ตลาดตราสารหนี้ -1.2%  
ทองคำ +5.6%  
SET Index -2.1%

### 2Q24

แม้ว่าภาวะถดถอยจะเป็นสิ่งที่หลีกเลี่ยงไม่ได้ แต่ Fed น่าจะใกล้กลับทิศทางนโยบาย (Fed pivot) ในขณะที่คาดว่าดัชนีดอลลาร์และ yield จะอ่อนตัวลง การฟื้นตัวของเศรษฐกิจจีนและตลาดอสังหาริมทรัพย์ที่มีเสถียรภาพเป็นปัจจัยสำคัญ sentiment ในตลาด EM ปรับตัวดีขึ้น เราคาดว่าจะเห็นการปรับเปลี่ยนน้ำหนักการลงทุนจาก DM ไปยัง EM เพราะดอลลาร์อ่อนค่า การลดอัตราดอกเบี้ยจะสนับสนุนสินทรัพย์ความเสี่ยง ในขณะที่ตราสารหนี้เริ่มปรับตัว outperform หุ่น

ตลาดไทยน่าจะ outperform จากการเบี่ยงจ่ายงบประมาณที่เร่งตัวขึ้นและโมเมนตัมค่าไรที่ดีขึ้น

### 3Q24

การเติบโตของกำไรกลุ่มเทคโนโลยีเริ่มทรุดตัวหลังจากทำฐานต่ำในปี 2022 ความต้องการใช้ AI และการสร้างรายได้เป็นปัจจัยสำคัญที่จะทำให้เกิดการ rally อีกครั้ง ตลาดจะเปลี่ยนมาโฟกัสที่ valuation ของกลุ่มเทคโนโลยี และปัจจัยขับเคลื่อนการเติบโตใหม่ๆ นอกเหนือจาก AI เราคาดว่าจะเห็นการปรับเปลี่ยนน้ำหนักการลงทุนจากหุ้นเติบโตไปยังหุ้นคุณค่าและหุ้นวัฏจักรไม่รวมกลุ่มเทคโนโลยี อันเป็นผลมาจาก sentiment ที่ดีขึ้นจาก Fed pivot และอัตราเงินเฟ้อที่กลับสู่ระดับปกติ

ตลาดไทยจะปรับตัว sideway up จากการปรับเปลี่ยนน้ำหนักการลงทุนและความหวังเกี่ยวกับมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจชุดใหม่ เราคิดว่าค่าไรน่าจะต่ำสุดไปแล้ว ในขณะที่ความเร็วของการฟื้นตัวอาจลดลงเนื่องจากยังมีความเสี่ยงที่เศรษฐกิจจีนจะเติบโตในระดับต่ำ

### 4Q24

เป้า SET Index อยู่ที่ 1,550

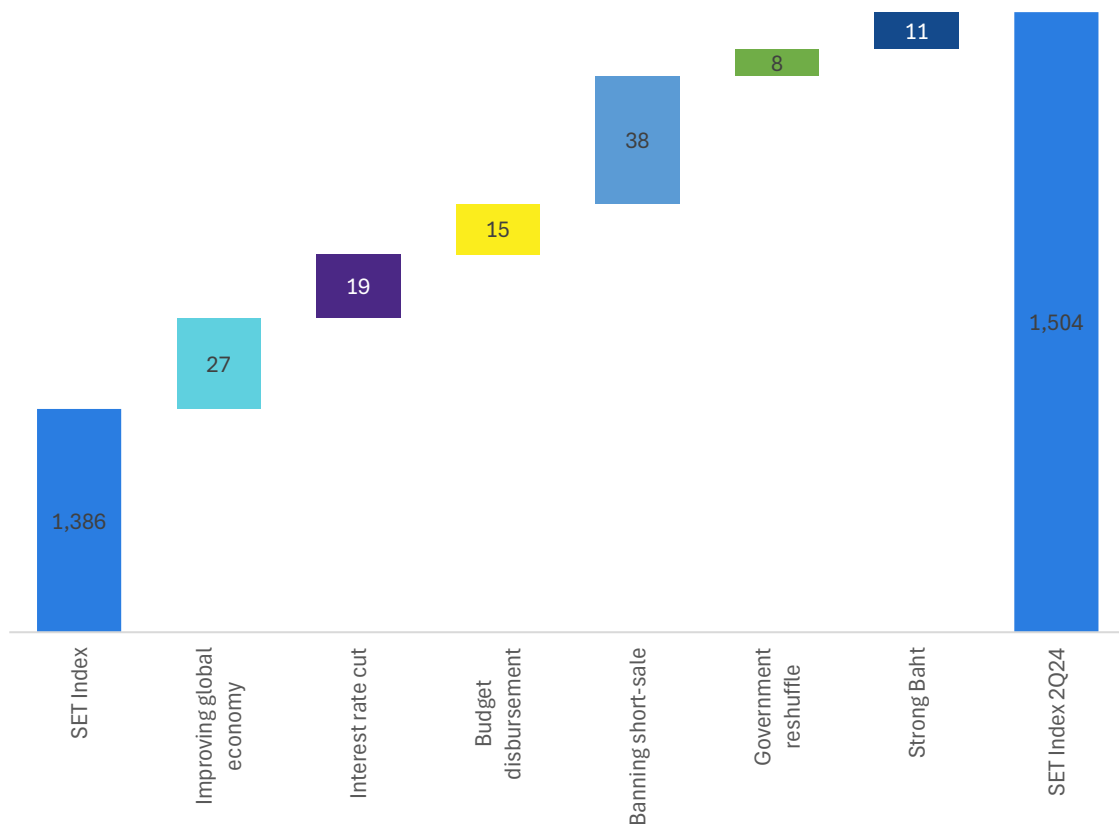
รูปแบบตามฤดูกาลมีแนวโน้มที่จะช่วยสนับสนุนตลาดควบคู่ไปกับการ rally หลังการเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ ทั้งนี้ไม่ว่าใครจะชนะการเลือกตั้ง ความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ระหว่างจีนกับสหรัฐฯ จะยังคงไม่เปลี่ยนแปลง นอกจากนี้ตลาดยังมีมุมมองเชิงบวกเกี่ยวกับแนวโน้มการเติบโตในปี 2025

จุดเข้าซื้อที่สำคัญอยู่ที่ระดับต่ำกว่า 1,400

Source: Bloomberg, SET, InnovestX Research

# SET Index scenario ในปี 2024

Factor contribution on SET Index in 2Q24



Source: Bloomberg, SET, InnovestX Research

เราคิดว่ามีปัจจัยบวกหลายประการที่จะช่วยหนุนให้ SET Index ปรับตัวขึ้นใน 2Q24 ได้แก่

- 1) เศรษฐกิจโลกดีกว่าคาด** – ส่งผลเชิงบวกต่อกำไร ซึ่งจะหนุนให้ SET ปรับตัวขึ้นได้ 27 จุด
- 2) การลดอัตราดอกเบี้ย** – หนุนให้กำไรปรับเพิ่มขึ้นได้อีก 1.3% ในกรณีที่มีการลดอัตราดอกเบี้ยลง 25bps ซึ่งจะหนุนให้ SET ปรับตัวขึ้นได้ 19 จุด
- 3) การเร่งเบิกจ่ายงบประมาณ** – กระตุ้นการเติบโตของ GDP และกำไรในระยะสั้น ซึ่งจะหนุนให้ SET ปรับตัวขึ้นได้ 15 จุด
- 4) มาตรการคุมเข้มการขายชอร์ตและโปรแกรมเทรด** เช่น การห้ามขายชอร์ต เพื่อชะลอแรงขายและลดแรงกดดันต่อ valuation ซึ่งจะหนุนให้ SET ปรับตัวขึ้นได้ 38 จุด
- 5) การปรับ ครม.** – จากข้อมูลในอดีต ผลตอบแทนเฉลี่ย 3 เดือนหลังการปรับ ครม. ครั้งใหญ่เพิ่มขึ้น 0.4% ซึ่งจะหนุนให้ SET ปรับตัวขึ้นได้ 8 จุด
- 6) เงินบาทแข็ง** ด้วยแรงหนุนจากดอลลาร์อ่อนค่า ซึ่งเป็นบวกต่อ SET Index และจะหนุนให้ SET ปรับตัวขึ้นได้ 11 จุด ในกรณีที่บาทแข็งค่า 1%

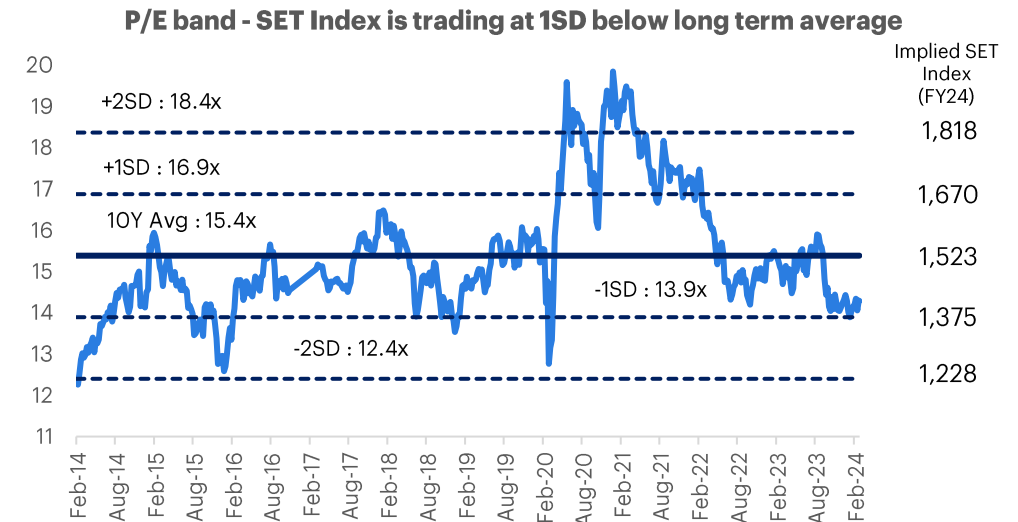
เนื่องจากปัจจัยบวกเหล่านี้คาดว่าจะเกิดขึ้นหลังการปรับตัว underperform ตลาดอื่นๆ ในเอเชียตั้งแต่ต้นเดือนก.พ. 2024 เราคาดว่า SET Index จะปรับตัวขึ้นใน 2Q24 หากการคาดการณ์ทั้งหมดถูกต้อง เราเชื่อว่า SET Index จะปรับขึ้นถึง 1,500 จุด ภายในสิ้น 2Q24

# เป้า SET Index: 1,550 จุด สำหรับปี 2024

## จุดเข้าซื้อที่สำคัญอยู่ที่ระดับต่ำกว่า 1,400 จุด

	Book value (2024)	Target PB		Market Cap	
		SD band	Justified PB	SD band	Justified PB
Energy	3,429,747	1.1	1.0	3,629,647	3,429,747
Utilities	85,547	2.3	2.8	198,027	239,531
Bank	2,988,883	0.8	0.8	2,291,314	2,322,362
Trans	513,009	2.7	3.0	1,397,164	1,539,028
ICT	576,862	3.0	2.9	1,730,587	1,672,901
Food	670,205	2.2	2.0	1,459,263	1,340,410
Commerce	795,381	3.2	3.3	2,525,130	2,624,758
Petro	539,964	0.8	0.7	421,705	377,975
Healthcare	227,907	4.5	4.5	1,019,686	1,025,582
Electronics	164,256	3.0	4.5	491,391	739,151
Property	802,719	1.0	1.3	797,817	1,043,535
Tourism	150,062	2.2	2.4	329,215	360,149
Media	98,253	2.2	1.4	216,579	137,554
Con Mat	573,609	1.3	1.4	762,177	803,052
Finance	361,785	2.3	2.1	825,703	759,749
Others	882,719	0.8	0.8	706,176	706,176
<b>Implied target</b>				<b>1,524</b>	<b>1,550</b>

Yield Gap	EPS FY2024				
	-5%	-1%	Base (EPS 97)	+1%	+5%
+1SD (2.9%)	1,552	1,617	1,634	1,650	1,715
Avg (3.6%)	1,397	1,456	1,470	1,485	1,544
-1SD (4.2%)	1,270	1,323	1,337	1,350	1,404
-2SD (4.9%)	1,164	1,213	1,225	1,238	1,287
Forward P/E					
-2SD (12.5x)	1,148	1,196	1,208	1,220	1,268
-1SD (13.9x)	1,284	1,338	1,351	1,365	1,419
Avg (15.4x)	1,420	1,480	1,495	1,510	1,570
+1SD (16.9x)	1,556	1,622	1,638	1,655	1,720



Source: Bloomberg, InnovestX Research



# หุ้นเด่นใน 2Q24 ของเรา – AOT GFPT GULF KCE และ SCGP

## ผลประกอบการทำจุดต่ำสุดไปแล้ว และราคามีการตอบสนองค่อนข้างจำกัด

จากการวิเคราะห์ของเรา มีคุณสมบัติของหุ้น 4 ประการที่จะช่วยสร้างผลตอบแทนที่ดีกว่าตลาดใน 2Q24 โดยที่เรามองหาหุ้นที่มี:

- 1) ฐานะการเงิน (งบดุล) ที่ดีซึ่งจะช่วยป้องกันผลกระทบจากสภาวะที่มีความไม่แน่นอนสูงและความท้าทายเชิงมหภาคในวงกว้าง
- 2) โมเมนตัมเชิงบวกจากวงจรการผลิตทั่วโลกที่ปรับตัวดีขึ้นพร้อมสัญญาณเบื้องต้นของการเติมสต็อก
- 3) ผลประกอบการฟื้นตัวในปี 2024 ด้วยแรงหนุนจากอุปสงค์ที่เติบโตอย่างมีเสถียรภาพและแรงกดดันด้านต้นทุนที่ลดลง
- 4) ได้รับประโยชน์จากการเบิกจ่ายงบประมาณการคลังภาครัฐที่เร่งตัวขึ้นใน 2H24
- 5) ได้รับประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ยที่ลดลงทั้งผลประกอบการและ valuation ใน 3Q24

จากนี้ไปจนถึง 2Q24 เนื่องจากความเสี่ยงที่จะเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยในสหรัฐฯ และ Downside จากเศรษฐกิจจีนลดลงพร้อมกับแนวโน้มการเติบโตที่ไม่ชัดเจน เราคาดว่าหุ้นที่มีฐานะการเงินแข็งแกร่งและผลประกอบการมีแนวโน้มฟื้นตัวต่อเนื่องอย่างชัดเจนจะให้ผลตอบแทนที่ดีกว่าตลาด เราชอบบริษัทที่มีกำไรเติบโตสูงกว่าตลาด และมีโมเมนตัมเชิงบวกจากผลประกอบการที่ฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง เราโฟกัสไปที่บริษัทที่ได้รับประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ยที่ลดลงและการเบิกจ่ายงบประมาณที่เร่งตัวขึ้น ดังนั้นเราจึงเลือก AOT GFPT GULF KCE และ SCGP เป็นหุ้นเด่นใน 2Q24

### Valuation ของหุ้นเด่น

Company	Rating	Target Price	ETR			PE (x)			EPS growth(%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA		
			23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F
AOT	Outperform	80.00	22.14	102.729	40.680	32.096	n.m.	152.529	26.745	8.600	7.427	6.515	8.189	19.316	21.359	0.541	1.229	1.558	40.374	21.761	17.613		
GFPT	Outperform	14.50	17.89	11.449	10.355	9.557	(36.928)	10.557	8.357	0.834	0.780	0.731	8.016	7.782	7.895	1.271	1.931	2.093	7.122	6.458	6.015		
GULF	Outperform	63.00	40.00	33.515	26.199	20.967	30.066	27.928	24.954	4.504	4.184	3.819	13.069	16.559	19.047	1.966	2.279	2.860	30.478	41.072	33.610		
KCE	Outperform	52.00	33.33	29.372	20.302	18.978	(31.194)	44.676	6.977	3.353	3.050	2.782	12.647	15.734	15.334	1.538	1.970	2.108	15.913	12.904	12.854		
SCGP	Outperform	51.00	77.39	23.465	12.609	11.502	(10.389)	86.090	9.625	1.184	1.091	1.018	4.654	9.006	9.158	1.947	2.124	3.043	8.171	6.387	5.669		

Source: InnovestX Research

# มุมมองการลงทุนรายสินทรัพย์ (ASSET ALLOCATION)



# มุมมองการลงทุนไตรมาส 2/2024

สินทรัพย์เสี่ยงปรับตัวขึ้นจากปัจจัยเฉพาะตัว อย่างผลประกอบการในตลาดหุ้นสหรัฐฯ โดยเฉพาะกลุ่ม 7 มหัศจรรย์ที่ยังโดดเด่น โดยดัชนี S&P 500 รายงานกำไรออกมาดีกว่าที่ตลาดคาดหวัง 7% สูงกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาวที่ 6% ในขณะที่ตลาดหุ้นจีนเริ่มมีสัญญาณฟื้นตัวจากจุดต่ำสุดจากความคาดหวังด้านการบริโภคที่ฟื้นตัวและนโยบายใหม่ๆ ของรัฐบาล

สำหรับการลงทุนใน 2Q24 INVX คาดว่า “ปัจจัยด้านการเมืองภายในประเทศ” จะเริ่มมีความสำคัญมากยิ่งขึ้น เนื่องจากหลายประเทศเริ่มเข้าสู่การเลือกตั้งอย่างอินเดียในช่วงเดือนเมษายนและสหภาพยุโรปในช่วงเดือนมิถุนายน ในขณะที่สหรัฐอเมริกาจะมีการพิจารณาคดีของนายโดนัลด์ ทรัมป์ ซึ่งมีผลต่อมุมมองด้านคุณสมบัติในการสมัครเป็นผู้แข่งขันประธานาธิบดีในช่วงสิ้นปี

ในระยะกลาง-ยาว (TAA 3 – 6 เดือน) INVX ยังเน้นการลงทุนในตราสารหนี้โลก/ไทย คุณภาพดีเป็นหลัก ในขณะที่รองลงมาเราชอบการลงทุนในตราสารทุนในตลาดเกิดใหม่อย่างตลาดหุ้นเวียดนาม , ไทย และเกาหลีใต้ จาก Valuation ที่ถูกและทิศทางดอกเบี้ยที่มีโอกาสปรับลงก่อน FOMC สำหรับการลงทุนในตลาดพัฒนาแล้วยังเน้นกลยุทธ์ถอยมาตั้งรับเพื่อทำการซื้อขายระยะสั้นในกรอบ (<1 – 3 เดือน) ในด้านภาพระยะกลางด้วย (>3 - 6 เดือน) Valuation ปัจจุบันอาจจะไม่มีเต็มต่อมากนักแต่ด้วยการรายงานกำไรที่ดีกว่าที่ตลาดคาดหวังทั้งตลาดหุ้นสหรัฐฯ และญี่ปุ่นจึงทำให้ตลาดหุ้นยังสามารถปรับตัวขึ้นได้ ดังนั้นนักลงทุนควรต้องอาศัย การทำการหมุนกลุ่มอุตสาหกรรม (Sector Rotation) และทำการเลือกกลุ่มลงทุนแบบเฉพาะทาง (Selection) ภายใต้การจัด Barbell Portfolio ซึ่งประกอบไปด้วยหุ้นคุณภาพที่มีอัตราเติบโตของกำไรสูง (Quality Growth) และกลุ่มที่มี Valuation และมีแนวโน้มฟื้นตัวได้ตาม PMI ในขณะที่สินทรัพย์ทางเลือกนั้น INVX ยังมองว่ามีความน่าสนใจน้อยที่สุดและมีมุมมองกับทองคำเป็นลบในด้านของสินทรัพย์ที่ใช้ในการกระจายความเสี่ยง

## มุมมองการลงทุนรายสินทรัพย์

	Underweight	N	Overweight
เงินสด/ สินทรัพย์เทียบเท่าเงินสด	●	● ←	●
ตราสารหนี้	●	●	●
ตราสารหนี้โลก	●	●	●
ตราสารหนี้ไทย	●	●	●
ตราสารหนี้เอกชน Investment Grade	●	●	●
ตราสารหนี้เอกชน High Yield	●	●	●
ตราสารทุน	●	● →	●
ตลาดพัฒนาแล้ว	●	●	●
สหรัฐอเมริกา	●	● →	●
ยุโรป	●	●	●
ญี่ปุ่น	●	●	●
ตลาดกำลังพัฒนา	●	● →	●
เอเชียไม่รวมญี่ปุ่น	●	●	●
จีน	●	●	●
ไทย	●	● →	●
ตราสารทางเลือก	● ←	●	●
ทองคำ	● ←	●	●
สินค้าโภคภัณฑ์	●	●	●
Property/ REIT	●	●	●



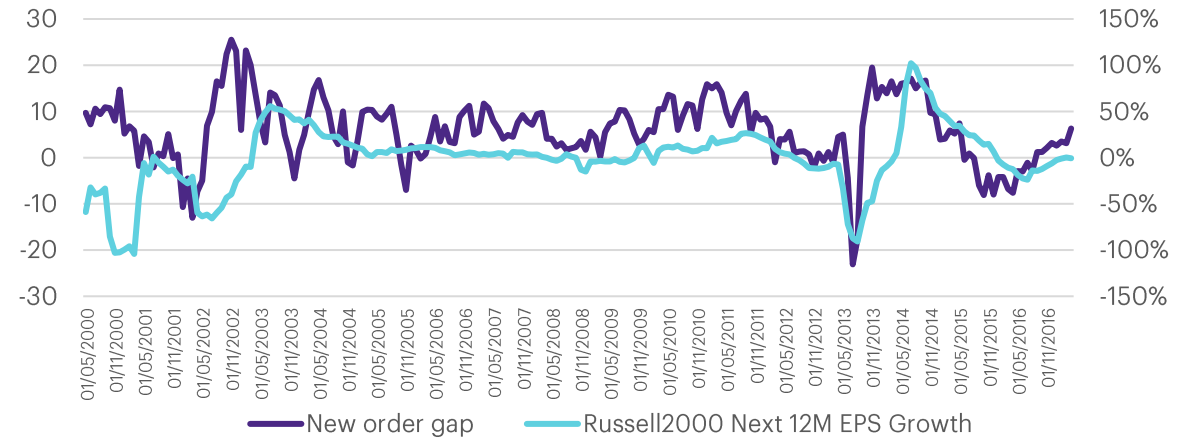


# ตลาดหุ้นสหรัฐฯ มี Momentum แต่ Valuation ตึงตัว เน้นกลยุทธ์ Selection

## Neutral

- ตลาดหุ้นสหรัฐฯ ยังคงอยู่ในภาวะ “Earning ดี แต่ Valuation สูง” ทำให้การลงทุนบนตลาดหุ้นสหรัฐฯ พึ่งตัวแค่เพียงหุ้นขนาดใหญ่อย่างกลุ่ม Magnificent 7 ในขณะที่ปัจจุบันนักลงทุนในตลาดเริ่มปรับมุมมองการลดดอกเบี้ยจากเดิม 5 – 6 ครั้ง เหลือเพียง 3 – 4 ครั้งในปี
- ในด้านปัจจัยพื้นฐานตลาดหุ้นสหรัฐฯ โดยรวมยังมีการปรับประมาณการกำไรต่อเนื่อง สอดคล้องกับทิศทางการฟื้นตัวของยอดคำสั่งซื้อใหม่ในดัชนี ISM man. PMI เราจึงปรับคำแนะนำสู่ระดับ “ลงทุนเท่ากับตลาด” และเน้นเลือกลงทุนในกลุ่มคุณภาพและหุ้นขนาดกลาง-เล็ก
- ปัจจุบันตลาดหุ้นสหรัฐฯ ซื้อขายบนกรอบ FWD P/E Band 5 ปี ณ ระดับ +0.75 S.D. ในขณะที่หุ้นขนาดกลาง-เล็กซื้อขายในกรอบ FWD P/E Band 5 ปี ณ ระดับ -0.5 S.D.

Russell2000 next 12M EPS Growth พึ่งตัวในทิศทางเดียวกับ New order gap



Source: Bloomberg as of 23 Feb 24

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
20/3/2567				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	96.0%
1/5/2567	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	25.3%	73.8%
12/6/2567	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	14.3%	52.0%	33.1%
31/7/2567	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	8.2%	35.4%	41.5%	14.7%
18/9/2567	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	5.7%	26.7%	39.5%	23.2%	4.7%
7/11/2567	0.0%	0.0%	0.1%	2.9%	16.2%	33.1%	31.4%	14.0%	2.3%
18/12/2567	0.0%	0.1%	2.0%	11.7%	27.4%	32.0%	19.8%	6.2%	0.8%
29/1/2568	0.0%	1.2%	7.6%	20.8%	30.0%	25.0%	12.0%	3.1%	0.3%
12/3/2568	0.4%	3.4%	12.1%	23.9%	28.3%	20.5%	9.0%	2.2%	0.2%

Source: CME as of 5 Mar 24

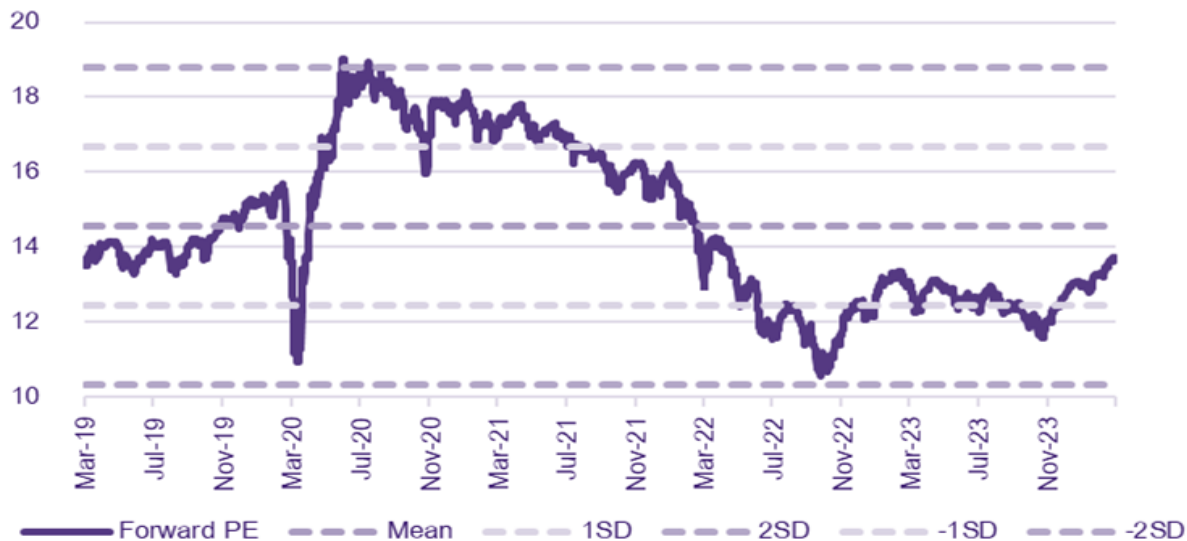




# ยุโรปยังมีความเสี่ยงด้านเศรษฐกิจ แ่นำกลยุทธ์ Selection ในหุ้นยุโรปขนาดเล็ก

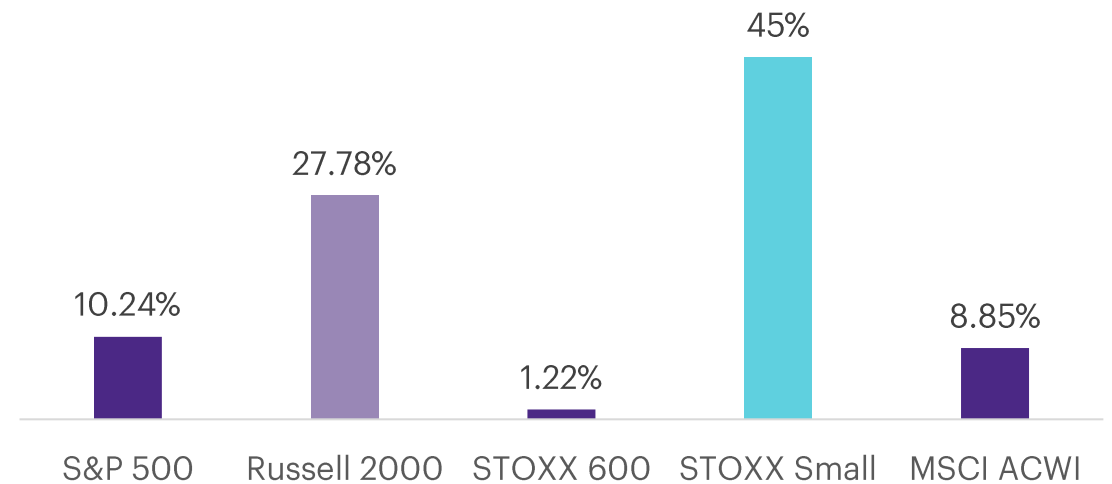
**Underweight** - ในระยะสั้นตลาดหุ้นยุโรปมีแนวโน้มเคลื่อนไหวตาม Sentiment จากทางฝั่งตลาดหุ้นสหรัฐฯ แต่ภาพรวมตลาดหุ้นยุโรปยังถูกกดดันจากเศรษฐกิจยุโรปที่ชะลอตัวอยู่ คาด ECB มีแนวโน้มที่จะคงดอกเบี้ยนโยบายในช่วงครึ่งปีแรก เพื่อยืนยันว่าเงินเฟ้อลดลงสู่กรอบเป้าหมายจริง โดยข้อมูล Wage growth ถือเป็นตัวแปรสำคัญที่ ECB ติดตาม ส่งผลให้ FWD P/E มีการ Re-rate ค่อนข้างยาก หากทำไม่ได้ถูกปรับประมาณการขึ้น โดย INVX ยังคงคำแนะนำลงทุนด้วยน้ำหนักน้อยกว่าตลาด เนื่องจาก หากเทียบกับตลาดหุ้น DM ด้วยกันแล้ว ตลาดหุ้นยุโรปมีความน่าสนใจน้อยกว่าตลาดหุ้นสหรัฐฯ และญี่ปุ่น ดังนั้น INVX แนะนำกลยุทธ์ Selection ในหุ้นยุโรป โดยมองหุ้นยุโรปขนาดเล็กที่มีความน่าสนใจ จากราคา Laggard และ Valuation น่าสนใจ รวมถึงมีอัตราการเติบโตของกำไรในอีก 12 เดือนที่โดดเด่น

Europe (STOXX600)



Source: Bloomberg as of 5 Mar 24

กำไรหุ้นขนาดเล็กอยู่ในระดับที่สูง โดย STOXX Small cap โดดเด่นที่สุด



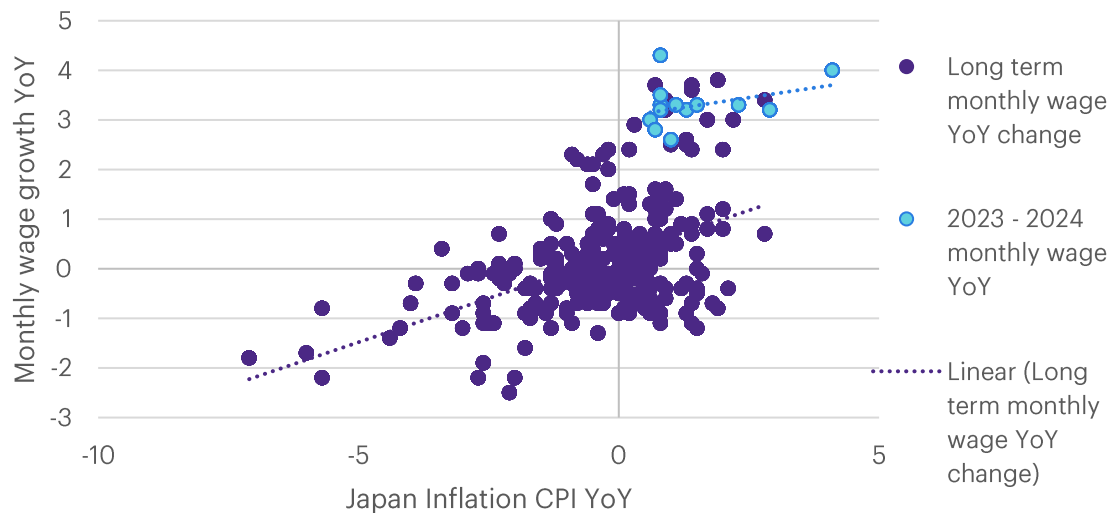
Source: Bloomberg as of 5 Mar 24



# ตลาดหุ้นญี่ปุ่น Earnings ดี แต่ Valuation ต่ำ

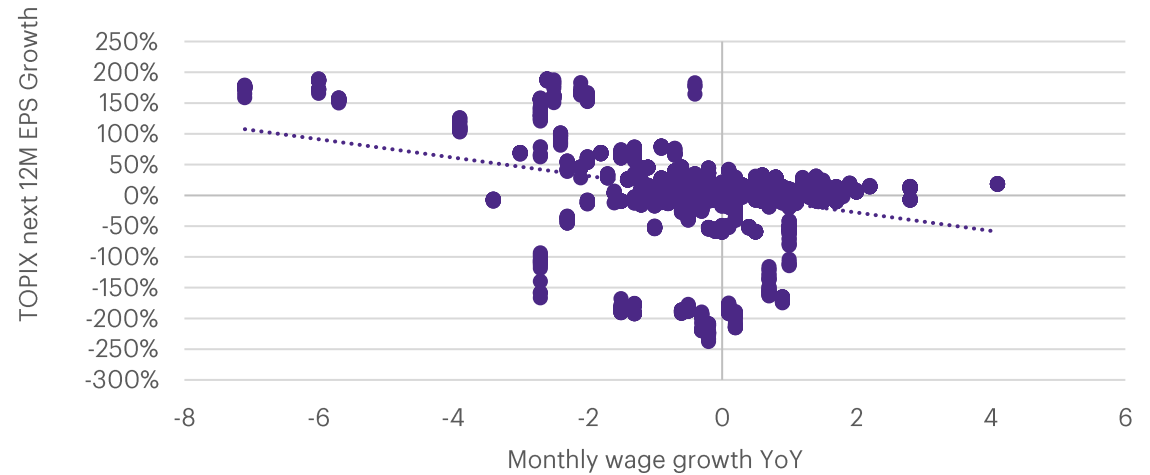
**Neutral** - ตลาดหุ้นญี่ปุ่นมีการรายงานผลประกอบการออกมาเริ่มมีสัญญาณที่ดีกว่าที่นักวิเคราะห์ในตลาดคาด (Positive earning surprise ประกอบกับ BOJ ยังคงยืนยันมุมมองการคงดอกเบี้ยไปจนกว่าการเจรจาค่าแรงช่วงเดือนมีนาคมจะสิ้นสุดลง จึงทำให้ตลาดหุ้นเดิหน้าปรับตัวสู่จุดสูงสุดใหม่ โดย INVX ยังคงคำแนะนำลงทุนในตลาดหุ้นญี่ปุ่นเท่ากับตลาดด้วย 3 เหตุผล 1.โดยปกติของการขึ้นค่าแรง (Shunto) จะตามมาด้วยการปรับเพิ่มขึ้นของเงินเฟ้อ ทำให้มีแนวโน้มที่ BOJ จะเปลี่ยนทิศทางนโยบายการเงินได้ , 2.ในระยะยาวการขึ้นค่าแรงจะกดดันกำไรตลาดโดยรวม และ 3.ตลาดหุ้นญี่ปุ่นซื้อขายในระดับ FWD P/E +1.5 SD ในกรอบ 5 ปี ถือว่าสูงที่สุดในกลุ่มประเทศพัฒนาแล้ว

ในระยะยาวการปรับขึ้นค่าแรง มักจะตามมาด้วยเงินเฟ้อ



Source : Bloomberg as of 5 Mar 24

กำไรตลาดหุ้นญี่ปุ่นในระยะยาวมักจะถูกกดดันจากการขึ้นค่าแรงต่อเนื่อง

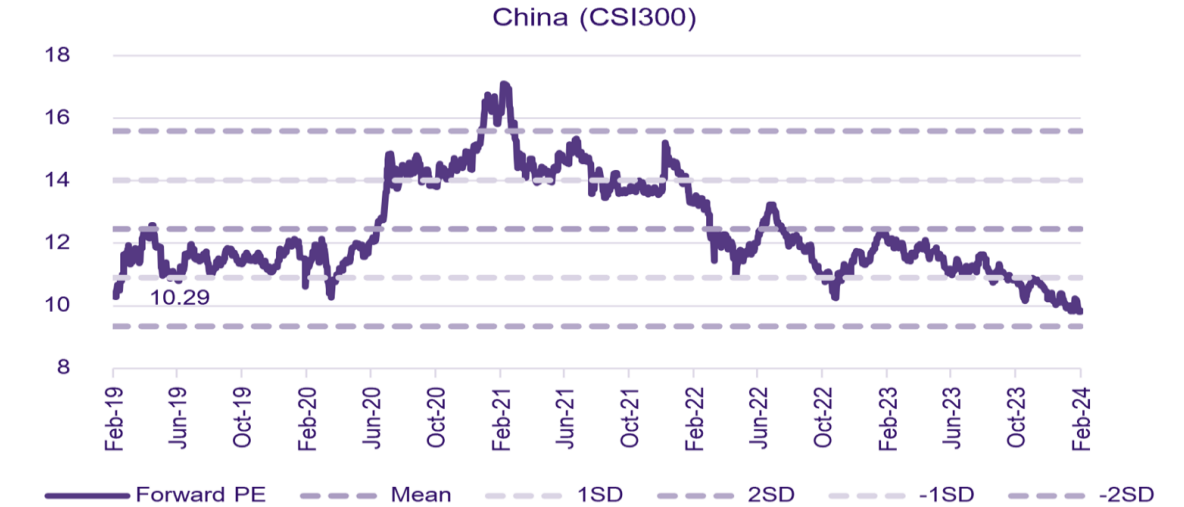


Source: Bloomberg as of 5 Mar 24



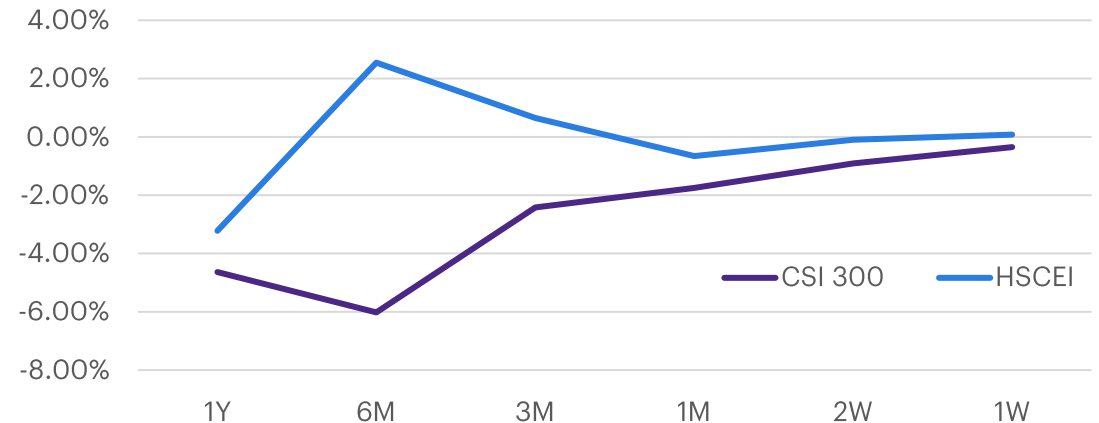
# ตลาดหุ้นจีน Valuation ถูก แต่มีความผันผวนจากการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจ

**Neutral** - ตลาดหุ้นจีนยังมีความผันผวนค่อนข้างสูง จากภาพการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจที่มีแนวโน้มฟื้นตัวอย่างช้า ๆ หลังผลการประชุมสองสภาของรัฐบาลจีน ยังไม่ได้มีการส่งสัญญาณถึงมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจอย่างมีนัยสำคัญ อีกทั้ง GDP เป้าหมายยังต่ำกว่าในอดีตโดย Earnings ของตลาดหุ้นจีนยังมี Downside risks อยู่จากเศรษฐกิจที่มีแนวโน้มฟื้นตัวอย่างช้า ๆ และภาคการส่งออกจีนที่คาดว่าจะโดนกีดกันจากชาติตะวันตก โดย INVX ยังคงคำแนะนำลงทุนด้วยน้ำหนักเท่ากับตลาด โดยให้เน้นหุ้นกลุ่มการบริโภคภายในประเทศและกลุ่มที่ได้รับสนับสนุนจากรัฐบาลจีน แม้ว่าระดับ Valuation ในปัจจุบันของตลาดหุ้นจีนถูก แต่คาดว่าจะมีความผันผวนจากเศรษฐกิจที่อ่อนแอมองว่าในระยะ 3-6 เดือน ตลาดหุ้นจีนมีโอกาสเคลื่อนไหวผันผวนในลักษณะเคลื่อนไหวในกรอบแคบ



Source: Bloomberg as of 5 Mar 24

ตลาดหุ้นจีนยังถูกปรับประมาณการกำไรลงอย่างต่อเนื่อง



Source: Bloomberg as of 5 Mar 24



# ตลาดหุ้นเกาหลีใต้ได้แรงหนุนจากการส่งออก Semiconductor ที่โตต่อเนื่อง

**เกาหลีใต้ (Overweight)** – ตลาดหุ้นเกาหลีใต้ปรับตัวขึ้นต่อเนื่อง หลังการรายงานยอดส่งออก Semiconductor เติบโตต่อเนื่อง 4 เดือนเมื่อเทียบกับช่วงปีก่อนหน้าติดต่อกัน ประกอบกับ 2024 guidance จาก SAMSUNG ยังมีมุมมองเชิงบวกว่าฟื้นตัวต่อเนื่องจากปี 2023 ปัจจุบันตลาดหุ้นเกาหลีใต้ซื้อขายในกรอบ FWD P/E Band 5 ปี ณ ระดับ -0.25 S.D. สำหรับการลงทุนระยะกลางยาวในตลาดหุ้นเกาหลีใต้ยังน่าสนใจจาก Valuation และการเติบโตของกำไรให้อีก 1 ปีข้างหน้าถึง 68.46% สูงกว่าหุ้นโลกที่ 7.32% และตลาดเกิดใหม่โดยรวมที่ 22.77%



Source : Trading economics as of 5 Mar 24

TRADINGECONOMICS.COM



Source : Bloomberg as of 5 Mar 24

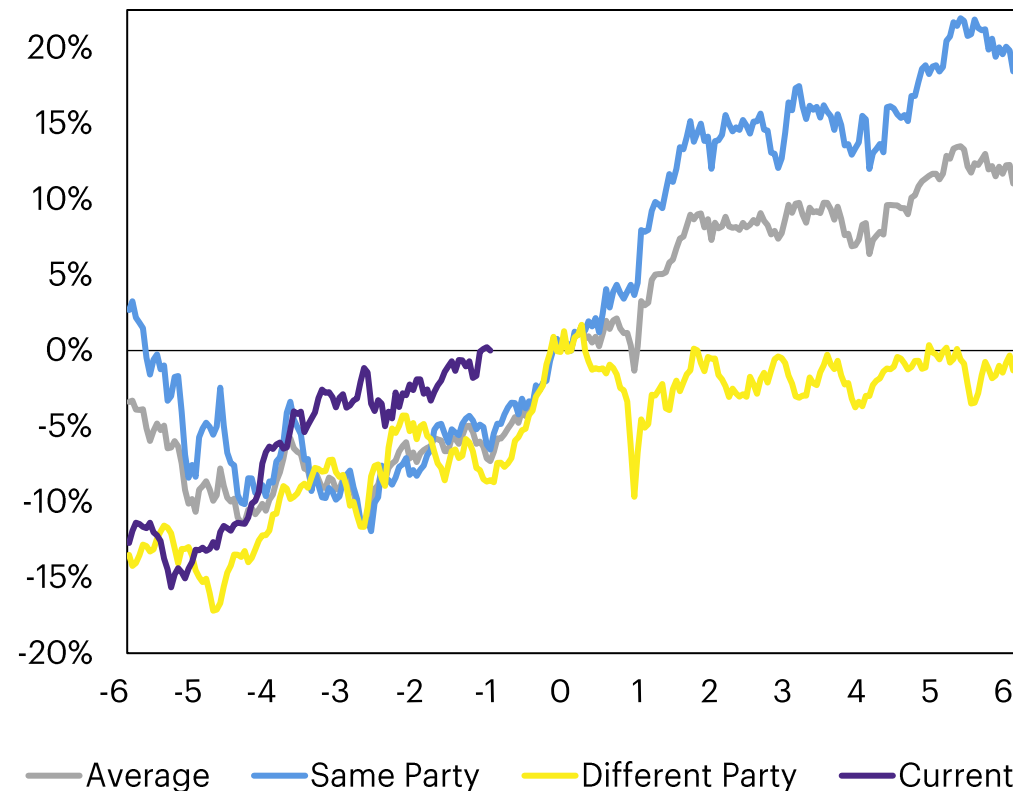




# ตลาดหุ้นอินเดียมี Valuation ต่ำตัว ลุ้นการปรับตัวขึ้นต่อหลังการเลือกตั้ง

**อินเดีย (Neutral)** - ปัจจุบันตลาดหุ้นอินเดีย (NIFTY) ปรับตัวขึ้นแตะระดับจุดสูงสุดเมื่อ 22200 จุด จากการเติบโตโดดเด่นทั้งด้านเศรษฐกิจและอัตราการเติบโตของกำไรตลาด ส่งผลให้ด้าน Valuation ปัจจุบันตลาดหุ้นอินเดียซื้อขายในกรอบ FWD P/E band 5 ปี ใกล้แตะระดับ +1 S.D. โดยในไตรมาส 2 นักลงทุนจับตาประเด็นการเลือกตั้ง นายกรัฐมนตรีอินเดียที่คาดว่าจะมีขึ้นในเดือนเมษายน ซึ่งจากสถิติในอดีต บ่งชี้ว่า หากรัฐบาลพรรคเดิมชนะการเลือกตั้ง ตลาดหุ้นอินเดียจะตอบรับเชิงบวก โดยให้ผลตอบแทนเฉลี่ย 20% หลังการเลือกตั้ง 6 เดือน อย่างไรก็ตาม ภาพระยะกลางสะท้อนว่าตลาดหุ้นรับข่าวประเด็นผลการเลือกตั้งไปบางส่วนแล้ว และ Valuation อยู่ในระดับสูง ซึ่ง INVX คงคำแนะนำการลงทุนในอินเดียด้วยน้ำหนักเท่ากับตลาดเนื่องจาก Momentum ตลาดระยะสั้นหากการเลือกตั้งอินเดียจบลงอาจจะมีการพักตัวในระยะสั้น

Nifty Index Performance Around India Election



Source: Bloomberg as of 5 Mar 24

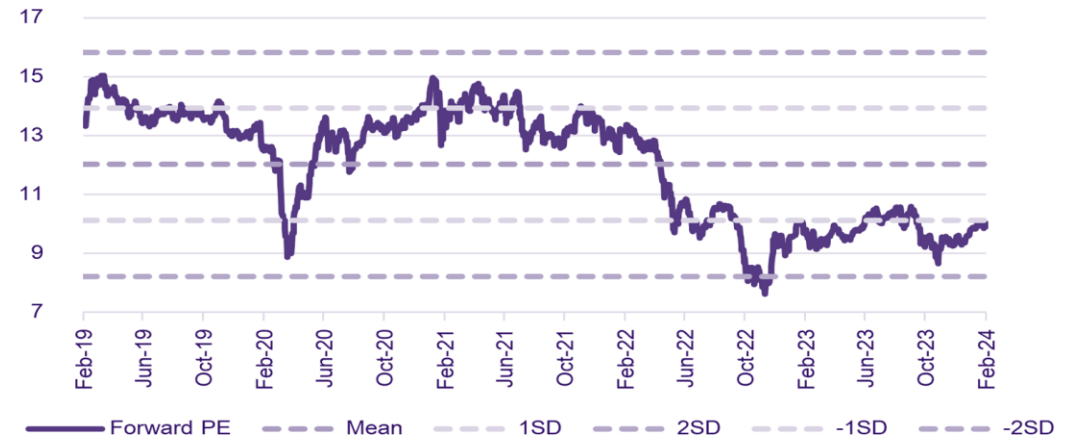
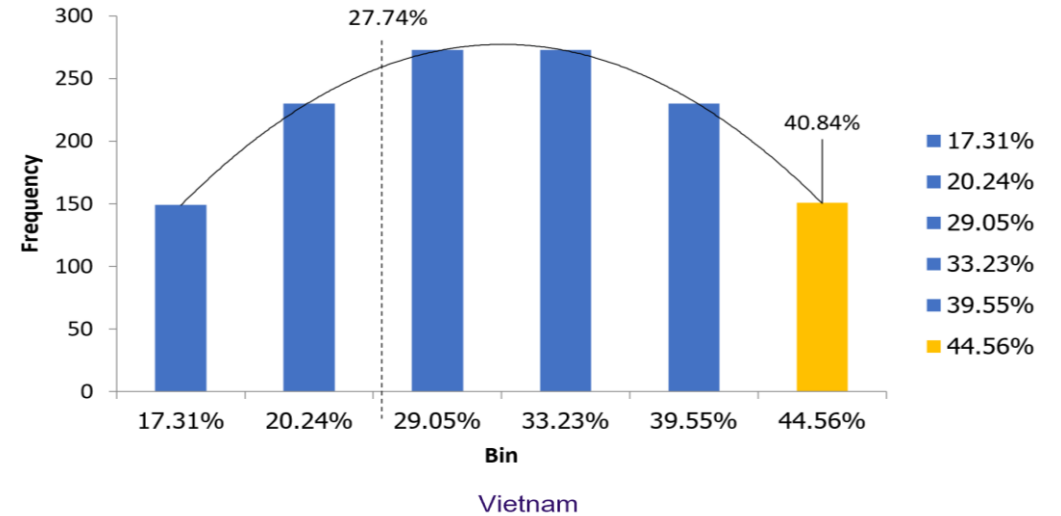
หมายเหตุ : การคำนวณย้อนหลังตั้งแต่ปี 1990 ถึงปัจจุบัน



# ตลาดหุ้นเวียดนาม Valuation ถูก พื้นฐานแกร่ง

**เวียดนาม (Overweight)** - ตลาดหุ้นเวียดนามปรับตัวขึ้นได้ดี หลังมุมมองการเติบโตกำไรของตลาดหุ้นค่อนข้างโดดเด่น คาดว่าเศรษฐกิจเวียดนามในปี 2024 จะขยายตัวได้ดี โดยรัฐบาลเวียดนามคาดการณ์การเติบโต GDP ปี 2024 จะเติบโตประมาณ 6-6.5% โดยเวียดนามยังคงได้รับประโยชน์จากการเปลี่ยนแปลงห่วงโซ่อุปทานโลกสอดคล้องกับการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานที่ขยายตัวขึ้น ด้าน Valuation ยังถือว่าไม่แพงเมื่อเทียบกับอดีตและภูมิภาคอื่น แม้ราคาปรับตัวขึ้นมาต่อเนื่อง โดยปัจจุบันตลาดหุ้นเวียดนามซื้อขายในกรอบ FWD P/E band 5 ปี ณ ระดับ -1 S.D. ปัจจุบัน Bloomberg consensus ประเมินการเติบโตของกำไรต่อหุ้นในอีก 12 เดือนข้างหน้าที 41% INVX ให้คำแนะนำการลงทุนในเวียดนามด้วยน้ำหนักมากกว่าตลาด เนื่องจากตลาดหุ้นเวียดนามถือเป็นตลาดหุ้นที่มีแนวโน้มเติบโตโดดเด่นในระยะยาว

VNINDEX 5 Years 12 Months Fwd EPS Growth Histogram



Source : Bloomberg



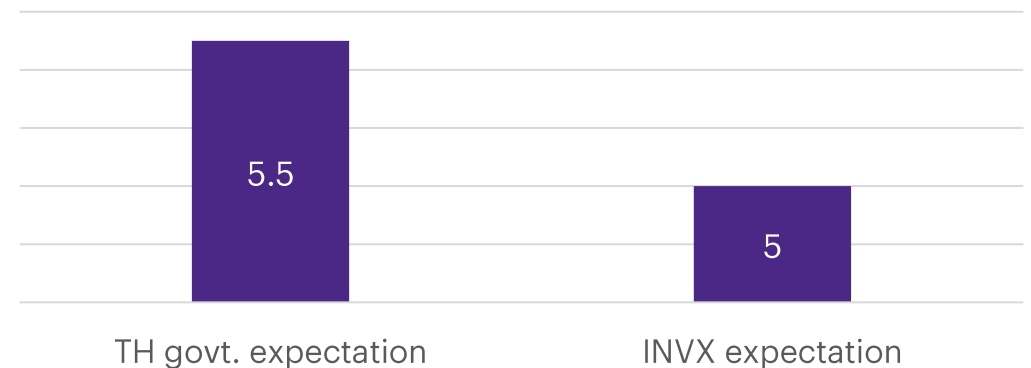
# ตลาดหุ้นไทยปรับตัวลงมาอยู่ในระดับน่าสนใจ เศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัว

**ไทย (Overweight)** – ตลาดหุ้นไทยปรับตัวลงต่อเนื่องในช่วงที่ผ่านมา หลังภาพรวมเศรษฐกิจไทยยังส่งสัญญาณอ่อนแอ อย่างไรก็ตาม เรามองว่ามีแนวโน้มที่เศรษฐกิจไทยจะฟื้นตัวได้ในช่วงที่เหลือของปี จากภาคการท่องเที่ยวที่เติบโตต่อเนื่องและการผ่านร่างงบประมาณของรัฐบาล โดยการผ่านร่างงบประมาณจะช่วยกระตุ้นการใช้จ่ายใช้สอยภายในประเทศ ได้ในระยะสั้น อีกทั้งโครงการ Landbridge หากมีแนวโน้มที่จะเกิดขึ้น จะเป็นการช่วยต่อ S-Curve ของไทยในรอบหลายปี โดย INVX ให้คำแนะนำการลงทุนในหุ้นไทยด้วยน้ำหนักมากกว่าตลาด หลังดัชนีปรับตัวลงมาอยู่ในระดับที่น่าสนใจ มอง Downside ค่อนข้างจำกัด จาก Valuation ของตลาดหุ้นไทยอยู่ในระดับที่ถูก โดย FWD P/E Band 5 ปี อยู่ต่ำกว่า -1 S.D. คาดหุ้นไทยมีโอกาสฟื้นตัวได้หากมีการพิจารณางบประมาณเร็วขึ้นกว่าช่วงกลางปีและจะทำให้มุมมองการเติบโตของ GDP ดูดีขึ้นกว่าในช่วงครึ่งปีแรก



Source : Bloomberg as of 5 Mar 24

## Landbridge impact to GDP



Source : Bloomberg as of Feb 24

# ตราสารหนี้

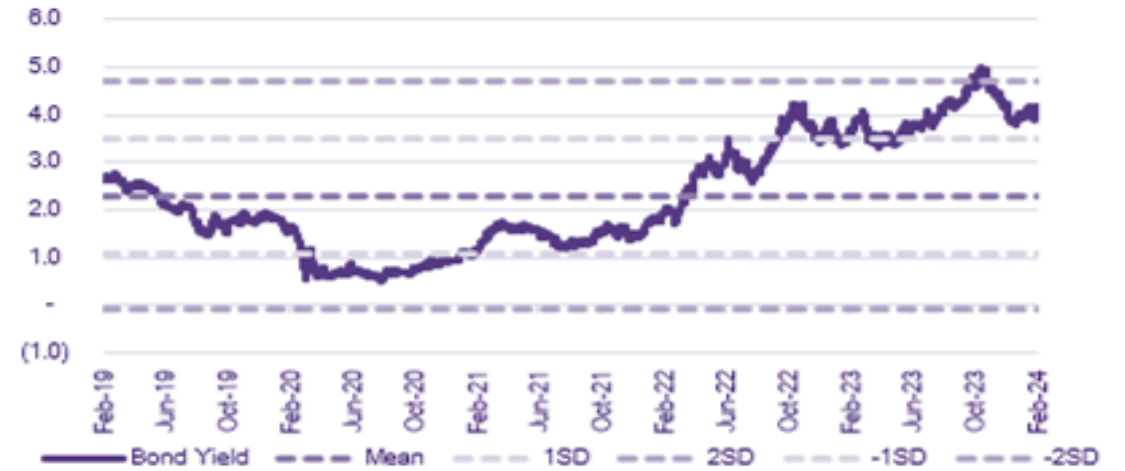
## Global Fixed Income (Overweight)

การลงทุนในตราสารหนี้โดยรวมทั้งโลกนั้น INVX ประเมินว่าเป็นสิ่งที่ “ควรมี” ในพอร์ตโฟลิโอสำหรับนักลงทุนเกือบทุกประเภท เนื่องจากการลงทุนตราสารหนี้ที่นอกจากจะให้ผลตอบแทนคงที่และยังจะเป็นตัวช่วยกระจายความเสี่ยงในเวลาตลาดผันผวนอีกด้วย INVX แนะนำให้นักลงทุนทยอยสะสมการลงทุนในตราสารหนี้ทั้งไทยและต่างประเทศ โดยเน้นลงทุนเมื่อ UST 10Y ของสหรัฐฯ อยู่ที่ระดับ 4.1% - 4.25% ขึ้นไป โดยเราแนะนำลงทุนใน Global fixed income สำหรับการลงทุนระยะกลาง-ยาว สำหรับด้านของ Credit นั้น เรายังคงแนะนำให้ลงทุนระวางความเสี่ยงด้านการผิดนัดชำระหนี้และหลีกเลี่ยงการลงทุนตราสารหนี้ที่มีคุณภาพสินทรัพย์ในระดับต่ำ (เรตติ้งต่ำกว่า BBB ลงมา) ทั้งในไทยและต่างประเทศ

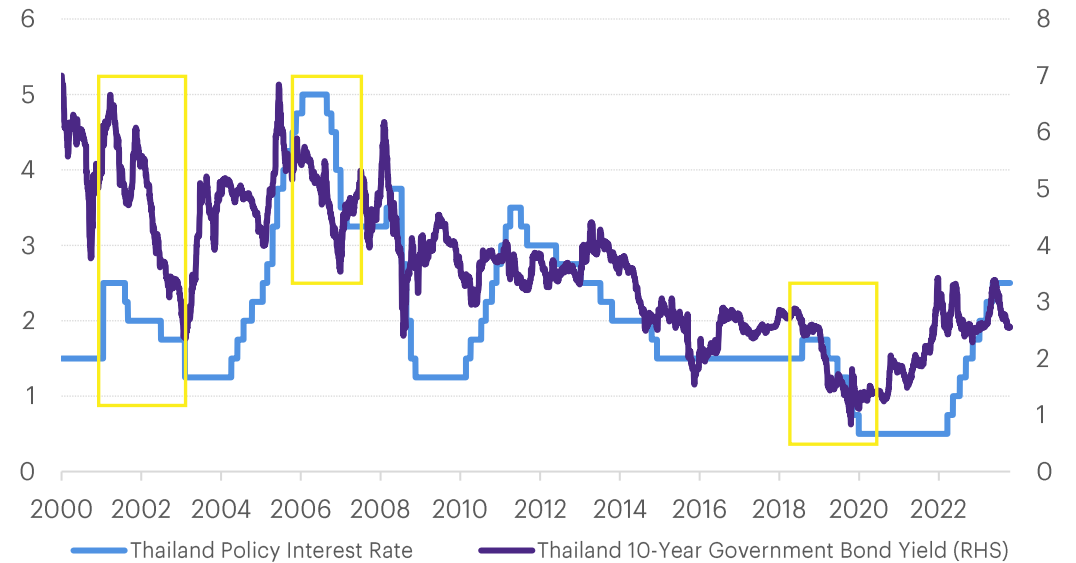
## Local Fixed Income (Overweight)

INVX ประเมินการลงทุนในตราสารหนี้ไทยด้วยน้ำหนักการลงทุนที่มากกว่าตลาดเล็กน้อย จากการศึกษาของเราพบว่าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยมักจะปรับตัวลงก่อน ธปท. ปรับลดดอกเบี้ยในเกือบทุกรอบเศรษฐกิจ ประกอบกับเงินเฟ้อที่ติดลบจะยิ่งสร้างแรงกดดันให้กับ ธปท. จะต้องเดินหน้าปรับลดดอกเบี้ยในปีนี้ แนะนำให้ลงทุนในตราสารหนี้ภาครัฐฯ ผสมกับภาคเอกชนคุณภาพดี Rating > BBB ขึ้นไป สำหรับนักลงทุนที่ต้องการสภาพคล่องสูงและเพื่อกระจายความเสี่ยงให้กับพอร์ตโฟลิโอ

## อัตราผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯ อายุ 10 ปี

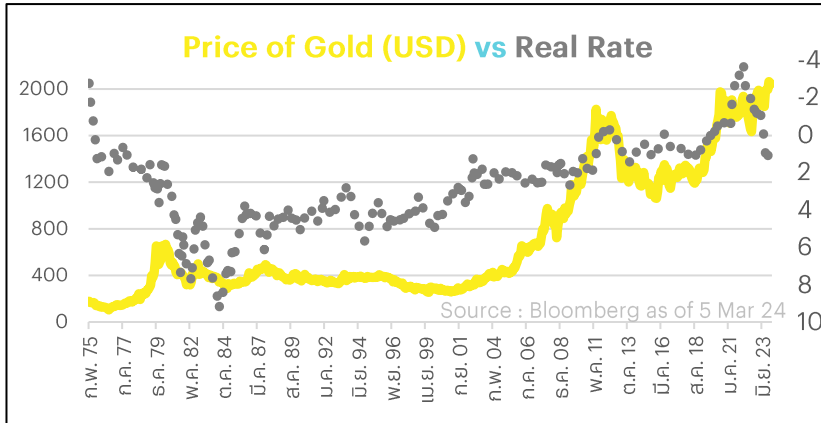


Source: Bloomberg as of 5 Mar 24

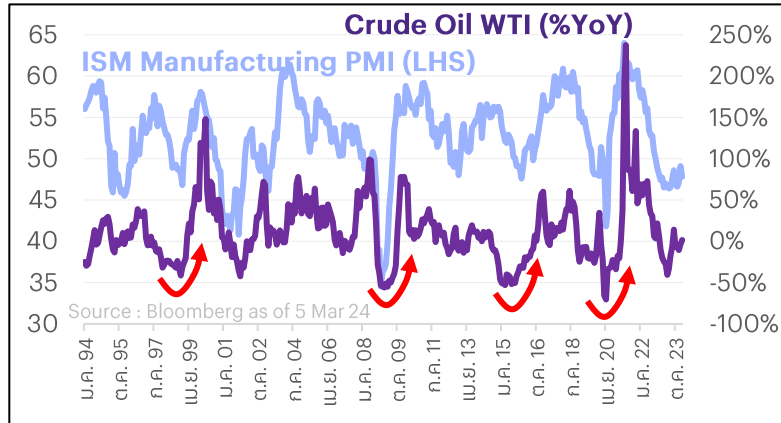


Source: Bloomberg as of 5 Mar 24

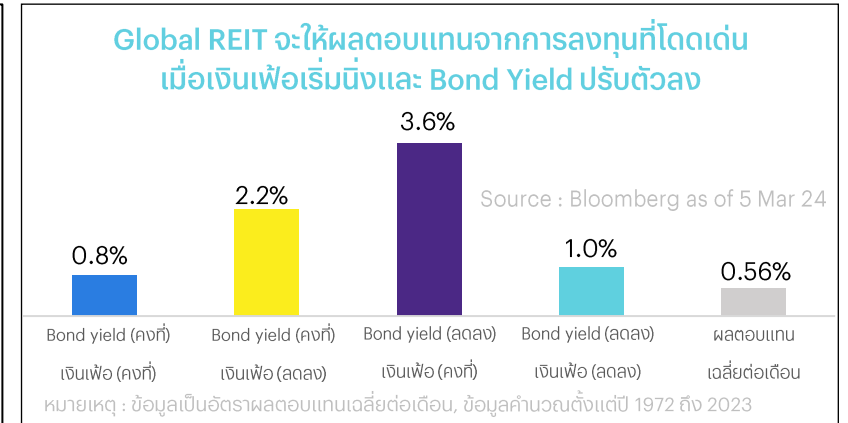
# มุมมองสินทรัพย์ทางเลือก



**Gold (Underweight)** ราคาทองคำปรับตัวขึ้นทะลุ 2,100 ดอลลาร์สหรัฐฯ ทำจุดสูงสุดใหม่ (All-time high) ได้รับแรงซื้อในฐานะสินทรัพย์ปลอดภัย จากสถานการณ์ความตึงเครียดในตะวันออกกลางยังคงยืดเยื้อ โดยมองว่าในระยะสั้น ทองคำได้รับประโยชน์ในฐานะสินทรัพย์ปลอดภัย จากความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ที่ยืดเยื้อ INVX มองว่าราคาทองคำมีการปรับตัวขึ้นมาค่อนข้างสูง ขณะที่ปัจจัยพื้นฐานยังคงถูกกดดันจากอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real yield) ที่อยู่ในระดับสูง ทำให้ Upside ของราคาทองคำค่อนข้างจำกัด หากความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ไม่ได้ทวีความรุนแรงขึ้นดังนั้น INVX จึงปรับมุมมองการลงทุนในทองคำลง โดยให้น้ำหนักน้อยกว่าตลาด ทั้งนี้ อาจมีการปรับมุมมองขึ้นอีกครั้ง หากราคาทองคำปรับตัวลงมาอยู่ในระดับที่น่าสนใจ



**Oil (Neutral)** ในฝั่งอุปทาน สงครามในตะวันออกกลางที่ยังคงจำกัดตัวอยู่ในวงแคบไม่ได้ส่งผลกระทบต่อกำลังการผลิตน้ำมันดิบ และความกังวลต่อเหตุการณ์ดังกล่าวได้ถูกสะท้อนอยู่ในราคาในช่วงที่ผ่านมาไปแล้ว นอกจากนี้ กลุ่ม OPEC+ มีการขยายเวลาการลดกำลังการผลิตน้ำมันดิบลงไปจนถึงสิ้น 2Q24 เพื่อพยุงราคาน้ำมันดิบไว้ ทั้งนี้ ราคาน้ำมันดิบถูกกดดันจากฝั่งอุปสงค์ที่ยังคงชะลอตัวอยู่ โดยประเทศจีนซึ่งเป็นผู้บริโภคน้ำมันดิบอันดับสองของโลก เศรษฐกิจยังคงฟื้นตัวช้า อีกทั้ง ภาคการผลิตโลก (Global Manufacturing) ยังอยู่ในบริเวณหดตัว สะท้อนจากตัวเลข PMI ทำให้คงมุมมอง Neutral ต่อราคาน้ำมันดิบ มองเผื่ออาจมี upside อยู่แต่ค่อนข้างจำกัดในระยะข้างหน้า หากอุปสงค์ไม่ได้ฟื้นตัวอย่างมีนัยยะสำคัญ



**Global REITS (Neutral)** ธนาคารกลางสหรัฐฯ (เฟด) มีแนวโน้มปรับลดดอกเบี้ยลงในปีนี้ โดยตลาดคาดการณ์การปรับลดดอกเบี้ยของเฟดจะอยู่ช่วงปลายไตรมาส 2 หรือต้นไตรมาส 3 ซึ่งจะส่งผลให้ส่วนต่างอัตราผลตอบแทนระหว่าง REIT และพันธบัตรรัฐบาลขยายตัวกว้างขึ้น เป็นบวกต่อกลุ่ม REITs ในระยะกลางยาว โดย INVX มีมุมมองบวกต่อปัจจัยด้าน Valuation แต่ในด้านจังหวะการลงทุนนั้นใน 2Q24 Commercial real estate แม้จะมีสัดส่วนไม่ได้มากนักเมื่อเทียบกับขนาดเศรษฐกิจของสหรัฐฯ แต่ด้าน Sentiment นักลงทุนในตลาดจะยังเป็นตัวแปรที่กดดันการลงทุนใน REIT โดยรวม INVX คงคำแนะนำลงทุนใน REITs/ Prop fund ด้วยน้ำหนักเท่ากับตลาด และเน้นใน Global REITs เป็นหลัก เนื่องจากปัจจัยพื้นฐานของ Global REITs มีความแข็งแกร่งกว่าทางฝั่งไทย



# ผลิตภัณฑ์การลงทุนแนะนำ



# Portfolio Model

	Low Risk			Low-Moderate Risk			Moderate Risk			Moderate-High Risk			High Risk		
	SAA	TAA	Diff	SAA	TAA	Diff	SAA	TAA	Diff	SAA	TAA	Diff	SAA	TAA	Diff
<b>Equity</b>	<b>10.0%</b>	<b>10.0%</b>	<b>-</b>	<b>30.0%</b>	<b>30.0%</b>	<b>-</b>	<b>40.0%</b>	<b>40.0%</b>	<b>-</b>	<b>60.0%</b>	<b>60.0%</b>	<b>-</b>	<b>75.0%</b>	<b>75.0%</b>	<b>-</b>
Developed Markets	7.0%	6.0%	-1.0%	21.0%	19.5%	-1.5%	28.0%	26.5%	-1.5%	42.0%	40.0%	-2.0%	53.0%	50.0%	-3.0%
KT-GESG-A		2.5%			8.5%			11.0%			17.0%			21.0%	
UGQG		2.5%			8.5%			11.0%			17.0%			21.0%	
B-INNOTECH		1.0%			2.5%			4.5%			6.0%			8.0%	
Emerging Markets	3.0%	4.0%	1.0%	9.0%	10.5%	1.5%	12.0%	13.5%	1.5%	18.0%	20.0%	2.0%	22.0%	25.0%	3.0%
Asia ex. Japan	1.5%	2.0%	0.5%	4.5%	5.5%	1.0%	6.0%	7.0%	1.0%	9.0%	10.0%	1.0%	11.0%	13.0%	2.0%
TMBAGLF		1.0%			3.0%			3.5%			4.5%			6.0%	
SCBKEQTG		0.5%			1.5%			2.0%			3.0%			4.0%	
PRINCIPAL VNEQ-A		0.5%			1.0%			1.5%			2.5%			3.0%	
Thai	1.5%	2.0%	0.5%	4.5%	5.0%	0.5%	6.0%	6.5%	0.5%	9.0%	10.0%	1.0%	11.0%	12.0%	1.0%
TISCOHD-A		1.5%			3.5%			4.5%			6.5%			8.0%	
ASP-SME		0.5%			1.5%			2.0%			3.5%			4.0%	
<b>Fixed Income</b>	<b>30.0%</b>	<b>30.0%</b>	<b>-</b>	<b>46.0%</b>	<b>47.0%</b>	<b>1.0%</b>	<b>55.0%</b>	<b>56.5%</b>	<b>1.5%</b>	<b>32.0%</b>	<b>34.0%</b>	<b>2.0%</b>	<b>15.0%</b>	<b>18.0%</b>	<b>3.0%</b>
Global	5.0%	5.0%	-	10.0%	10.5%	0.5%	15.0%	16.0%	1.0%	10.0%	11.5%	1.5%	5.0%	7.0%	2.0%
UGIS-N		5.0%			10.5%			16.0%			11.5%			7.0%	
Local	25.0%	25.0%	-	36.0%	36.5%	0.5%	40.0%	40.5%	0.5%	22.0%	22.5%	0.5%	10.0%	11.0%	1.0%
KKP ACT FIXED		25.0%			36.5%			40.5%			22.5%			11.0%	
<b>Alternatives</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>4.0%</b>	<b>3.0%</b>	<b>-1.0%</b>	<b>5.0%</b>	<b>3.5%</b>	<b>-1.5%</b>	<b>8.0%</b>	<b>6.0%</b>	<b>-2.0%</b>	<b>10.0%</b>	<b>7.0%</b>	<b>-3.0%</b>
REITs	-	-	-	2.0%	2.0%	-	2.5%	2.5%	-	4.0%	4.0%	-	5.0%	5.0%	-
KFGPROP-A		-			2.0%			2.5%			4.0%			5.0%	
Gold	-	-	-	2.0%	1.0%	-1.0%	2.5%	1.0%	-1.5%	4.0%	2.0%	-2.0%	5.0%	2.0%	-3.0%
K-GOLD-A(A)		-			1.0%			1.0%			2.0%			2.0%	
<b>Liquidity</b>	<b>60.0%</b>	<b>60.0%</b>	<b>-</b>	<b>20.0%</b>	<b>20.0%</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
ASP-DPLUS		30.0%			20.0%			-			-			-	
T-CASH		30.0%			-			-			-			-	

# Quarterly Fund Highlights (Equity)



## Fund Highlights

- โดดเด่นด้านการคัดเลือกหุ้นพื้นฐานดีที่อยู่ใน SETHD Index
- มีการพิจารณาหุ้นที่มีประวัติการจ่ายปันผลที่ดีและสม่ำเสมอในช่วง 3-5 ปีที่ผ่านมา
- มองเห็นโอกาสในการเติบโตของเงินปันผลที่สะท้อนการเติบโตของรายได้และผลประกอบการของบริษัท
- มีกลยุทธ์การลงทุนแบบ Barbell Strategy โดยเลือกหุ้นที่มี Dividend Yield สูงและผสมผสานระหว่างหุ้นที่มี High Beta และ Low Beta
- พอร์ตการลงทุน ณ สิ้นเดือน ธ.ค. 2023
  - ถือหุ้นอยู่ 23 ตัว มี Weighted Average Market Capitalization อยู่ที่ประมาณ 310,000 ล้านบาท
  - Top Holdings: PTT, ADVANC, INTUCH, KTB, TU
- กองทุนสร้างผลตอบแทนเฉลี่ยต่อปีที่ 6.1% ตั้งแต่มีการจัดตั้งกองทุนรวมในปี 2012 โดยเอาชนะ SETHD TRI ที่สร้างผลตอบแทนเฉลี่ยต่อปีในช่วงเวลาเดียวกันที่ 4.1%

## Why Thai Equity?

- เศรษฐกิจไทยจะฟื้นตัวได้ในช่วงที่เหลือของปี จากภาคการท่องเที่ยวที่เติบโตต่อเนื่องและการผ่านร่างงบประมาณของรัฐบาล
- อีกทั้งโครงการ Landbridge หากมีแนวโน้มที่จะเกิดขึ้น จะเป็นการช่วยต่อ S-Curve ของไทยในรอบหลายปี
- ดัชนีปรับตัวลงมาอยู่ในระดับที่น่าสนใจ มอง Downside ค่อนข้างจำกัด จาก Valuation ของตลาดหุ้นไทยอยู่ในระดับที่ถูก
- มองว่าหุ้นไทยมีโอกาสฟื้นตัวได้หากมีการพิจารณางบประมาณเร็วขึ้นกว่าช่วงกลางปีและจะทำให้มุมมองการเติบโตของ GDP ดูดีขึ้นกว่าในช่วงครึ่งปีแรก



## Fund Highlights

- โดดเด่นด้านการคัดเลือกโดยผู้จัดการกองทุนที่มีประสบการณ์สูงและบริหารกองทุนตั้งแต่มีการจัดตั้งกองทุนรวม
- มีกลยุทธ์การลงทุนในการคัดเลือกหุ้นไทยขนาดกลางและเล็กจำนวนน้อยตัว
- พอร์ตการลงทุน ณ สิ้นเดือน ธ.ค. 2023
  - ถือหุ้นอยู่ 31 ตัว มี Weighted Average Market Capitalization อยู่ที่ประมาณ 38,900 ล้านบาท
  - Top Holdings: SAPPE, WHA, TCAP, SISB, TISCO
- พอร์ตการลงทุนมีสัดส่วนการลงทุนใน MAI อยู่ 15.4%
- กองทุนสร้างผลตอบแทนเฉลี่ยต่อปีที่ 9.1% ตั้งแต่มีการจัดตั้งกองทุนรวมในปี 2017 โดยเอาชนะ SET TRI ที่สร้างผลตอบแทนเฉลี่ยต่อปีในช่วงเวลาเดียวกันที่ 1.27%



## Fund Highlights

- ลงทุนหุ้นเกาหลีผ่านกองทุนหลัก iShares MSCI South Korea ETF ซึ่ง อ่า ง อิง ดั ช มี MSCI Korea 25/50 ประกอบด้วยบริษัทเกาหลีใต้ขนาดกลาง-ใหญ่ โดยครอบคลุมถึง 85% ของมูลค่าตลาดหุ้นในเกาหลีใต้ทั้งหมด
- ดัชนีดังกล่าวประกอบไปด้วยบริษัทผู้เป็นผู้ผลิต Memory Chip เบอร์ต้น ๆ ของโลกอย่าง Samsung และ SK Hynix รวมถึงยังมีบริษัทอื่น ๆ ที่มีชื่อเสียงทั่วโลกอย่าง Hyundai และ Naver อีกด้วย



## Why Korea Equity?

- ตลาดหุ้นเกาหลีใต้ปรับตัวขึ้นต่อเนื่อง หลังการรายงานยอดส่งออก Semiconductor เติบโตต่อเนื่อง 4 เดือนเมื่อเทียบกับช่วงปีก่อนหน้าติดต่อกัน
- Guidance ของ SAMSUNG ในปี 2024ยังมีมุมมองเชิงบวกกว่าปี 2023
- ตลาดหุ้นเกาหลีใต้ยังน่าสนใจจาก Valuation และการเติบโตของกำไรให้อีก 1 ปีข้างหน้า 68.46%



## Fund Highlights

- กองทุนสร้างผลตอบแทนอันดับ 1 ในปี 2023 ในกลุ่มกองทุนเวียดนามในไทยเทียบกับกองทุนหุ้นเวียดนามในไทย
- ลงทุนโดยตรงในประเทศเวียดนามเฉลี่ยกว่า 80% ขึ้นไป
- บริหารโดยทีมผู้จัดการกองทุนชาวไทยและเวียดนาม 7 ท่าน ทำให้สามารถเข้าถึงแหล่งข้อมูลในเวียดนามได้โดยตรง รวมถึงการทำ Company Visit บริษัทเวียดนามที่เข้าลงทุน
- คัดเลือกหุ้นที่มีพื้นฐานดี มีธรรมาภิบาล

## Why Vietnam Equity?

- เศรษฐกิจเวียดนามในปี 2024 จะขยายตัวได้ดี โดยรัฐบาลเวียดนามคาดการณ์การเติบโต GDP ปี 2024 จะเติบโตประมาณ 6-6.5%
- เวียดนามยังคงได้รับประโยชน์จากการเปลี่ยนแปลงห่วงโซ่อุปทานโลกสอดคล้องกับการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานที่ขยายตัวขึ้น
- ด้าน Valuation ยังถือว่าไม่แพงเมื่อเทียบกับอดีตและภูมิภาคอื่น แม้ราคาปรับตัวขึ้นมาต่อเนื่อง
- คาดการณ์การเติบโตของกำไรต่อหุ้นในอีก 12 เดือนข้างหน้า 41%

# Quarterly Fund Highlights

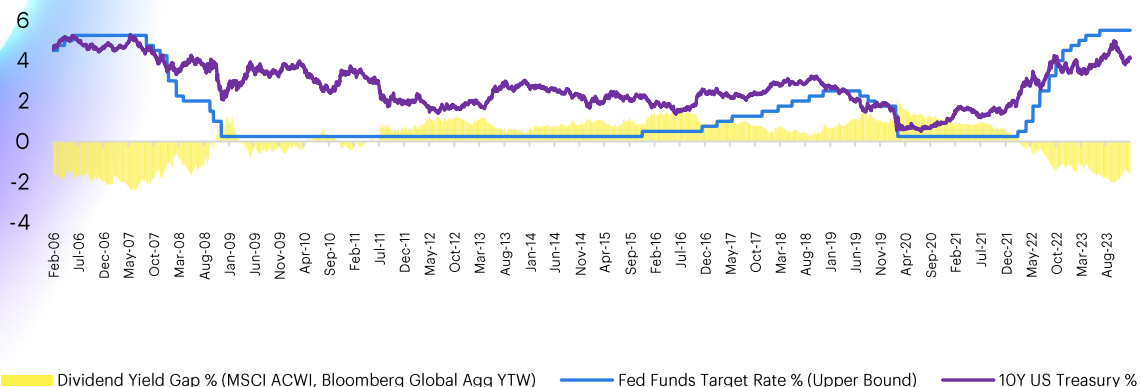
## Global Fixed Income

### Why Fixed Income?

#### The End of Rate Hike Cycle

- อัตราดอกเบี้ยนโยบายปรับตัวขึ้นมาอยู่ในระดับที่สูงที่สุดในรอบ 22 ปี และอัตราผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯ ปรับตัวขึ้นมาอยู่ในระดับที่สูงที่สุดในรอบ 16 ปี
- ธนาคารกลางหลักทั่วโลกหยุดทำนโยบายการเงินแบบเข้มงวด และมีแนวโน้มที่จะเปลี่ยนมาใช้นโยบายการเงินแบบผ่อนคลายมากขึ้น ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อการลงทุนในตราสารหนี้เนื่องจากราคาของตราสารหนี้มีทิศทางที่ผันผวนกับระดับอัตราดอกเบี้ยในตลาด
- ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนเงินปันผลของหุ้นโลกเทียบกับอัตราผลตอบแทนตราสารหนี้โลกปรับตัวลงแคบสุดในรอบ 16 ปี บ่งชี้ว่าปัจจุบันการลงทุนในตราสารหนี้โลกให้อัตราผลตอบแทนที่น่าสนใจกว่าหุ้นโลกเมื่อเทียบกับความเสี่ยงที่ได้รับ
- โลกการลงทุนยังคงเผชิญกับความไม่แน่นอนด้านการเมืองที่จะมีการเลือกตั้งในหลายประเทศ และเหตุการณ์ความไม่สงบในหลายพื้นที่ การลงทุนตราสารหนี้คุณภาพจะสูงช่วยลดความผันผวนให้กับพอร์ตการลงทุนโดยรวม

Fed Fund Target Rate, US Treasury 10Y, Dividend Yield Gap



## Recommended Fund

**UGIS-N**

*FX Hedged*

**PIMCO**

**GIS Income Fund**

**Morningstar Rating**

☆☆☆☆☆

**KFSINCFX-A**

*FX Unhedged*

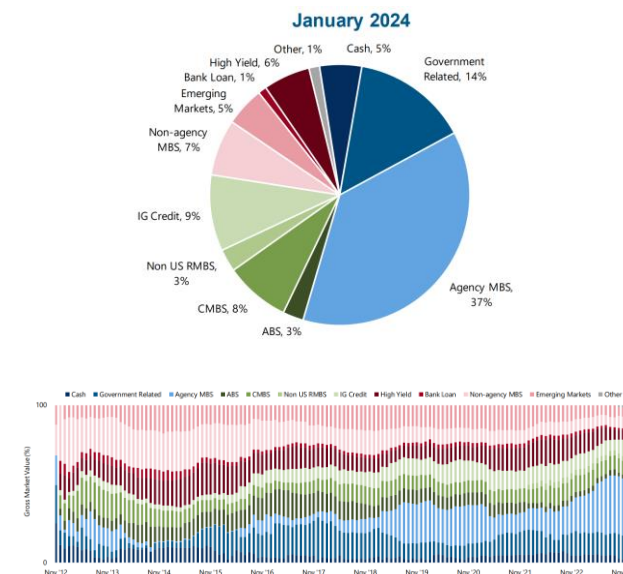
### Master Fund Highlights

- ลงทุนในตราสารหนี้คุณภาพสูงทั่วโลกผ่านกองทุนหลักอย่าง PIMCO GIS Income Fund โดยปัจจุบันพอร์ตการลงทุนของกองทุนหลักมีการกระจายการลงทุนไปมากกว่า 5,000 สินทรัพย์ เพื่อกระจายความเสี่ยงและหาโอกาสในการสร้างผลตอบแทนเพิ่มเติม
- ทีมผู้จัดการกองทุนหลักมีประสบการณ์การลงทุนเฉลี่ยรวมกันถึง 28 ปี และกองทุนจัดตั้งมาแล้วถึง 12 ปี พร้อมสร้างผลตอบแทนเฉลี่ยต่อปีได้ 5.01% ตั้งแต่จัดตั้ง
- ผู้จัดการกองทุนหลักยังมีความเชี่ยวชาญสูง พร้อมปรับพอร์ตการลงทุนให้เหมาะสมกับสภาวะตลาดอย่างสม่ำเสมอ
- กองทุนหลักเน้นเลือกลงทุนในตราสารที่สามารถสร้างกระแสเงินสดได้อย่างสม่ำเสมอ โดยมีกลยุทธ์การลงทุนที่ยืดหยุ่นและเน้นการสร้างสมดุลให้กับพอร์ต

### Master Fund Key Characteristics

- Avg quality credit rating: AA-
- Eff duration: 3.22 yrs
- Est YTM: 6.83%

### Master Fund component



# Bullish Sharkfin Note

## iShares 7-10 Year Treasury Bond ETF (IEF)

“โอกาสสร้างผลตอบแทนในภาวะดอกเบี้ยขาลง พร้อมคุ้มครองเงินต้น\*”

1

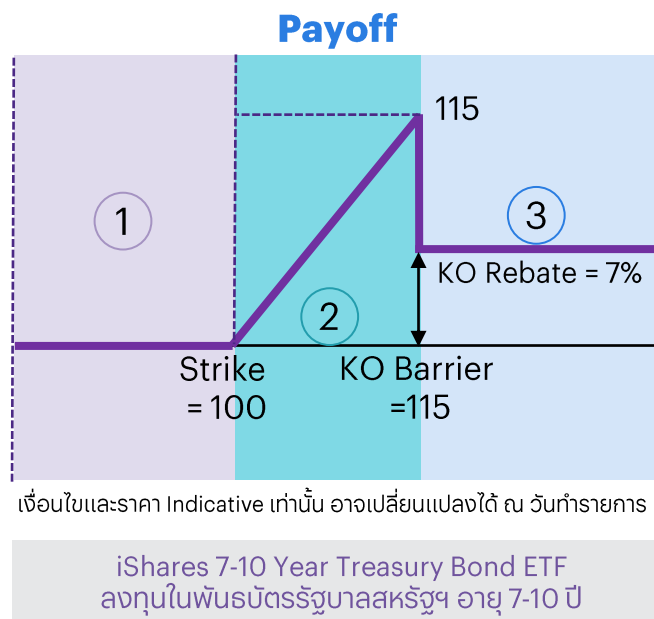
ไม่เคยเกิดเหตุการณ์ KO และ ราคา IEF วันสุดท้าย เท่ากับหรือต่ำกว่า Strike **รับเงินต้นคืน 100%\***

2

ไม่เคยเกิดเหตุการณ์ KO และ ราคา IEF วันสุดท้าย สูงกว่า Strike **รับเงินต้นรับคืน 100%\* + %การเปลี่ยนแปลงราคา IEF**

3

เกิดเหตุการณ์ KO (ราคา IEF เคยขึ้นสูงเกินราคา KO ณ วันใดๆ) **รับเงินต้นรับคืน 100%\* + KO Rebate 7%**



อายุ 1 ปี

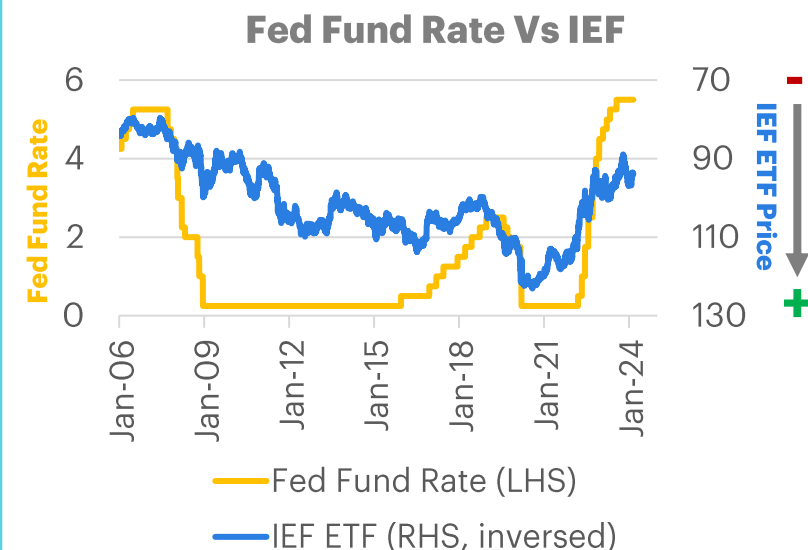
คุ้มครองเงินต้น 100%\*

อัตราที่มีส่วนร่วม (PR) 100%

KO Barrier 15%

KO Rebate 7%

### Why IEF?



เมื่ออัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Fed Fund Rate) ปรับตัวลดลง ราคาตราสารหนี้ (IEF ETF) มีแนวโน้มปรับตัวไปในทางบวก



• Follow us



**Innovestx**

 @innovestx



# ทีมผู้จัดทำ

พยนต์ พงศาตรี  
ผู้ช่วยกรรมการผู้จัดการ  
ฝ่าย Product Specialist



วิศกรณ์ ศิริวรรณ, CFA  
นักกลยุทธ์การลงทุน

ธนาวดี รัตนแสง  
ผู้ช่วยนักวิเคราะห์



สิทธินัย ดวงรัตนดารา  
นักกลยุทธ์อาวุโสตลาดหุ้นไทยและต่างประเทศ  
ฝ่ายกลยุทธ์การลงทุน

ดร.ปิยศักดิ์ มานะสันต์  
นักเศรษฐศาสตร์อาวุโส  
ฝ่ายกลยุทธ์การลงทุน



ณัฐจิวริน ไตรภาพสกุล  
นักวิเคราะห์อาวุโสกลุ่มหุ้นขนาดกลางและขนาดเล็ก  
ฝ่ายกลยุทธ์การลงทุน



สุทธินัย คู่มวรชัย  
นักวิจัยการลงทุนอาวุโส  
ฝ่ายกลยุทธ์การลงทุน

เอกสิทธิ์ อุไรบุรณ  
ผู้ช่วยนักวิเคราะห์



**InnovestX**  
WEALTH PRODUCTS AND STRATEGY

**InnovestX Research**



## Disclaimer

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าจะเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอช จำกัด (“บริษัท”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือ สมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการ นำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทุกระณ ดั้งนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจ ก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆ กับบริษัทใดๆ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

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

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอช จำกัด (“INVX”) ซึ่งมี บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของ ทรัสต์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ แอล เอช โอเทล ความเห็น ข่าวกวีจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอ ขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการ เชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความ เห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาญาณของตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจาก แหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

INVX สงวนสิทธิในการใช้ดุลพินิจของตนแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้ แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับความยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX ก่อน

การซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น (Futures and Options) มีความเสี่ยงสูงที่อาจก่อให้เกิดผลขาดทุนอย่างมีนัยสำคัญ จึงไม่เหมาะสมกับบุคคลทุกคน ทั้งนี้ ก่อนการตัดสินใจซื้อขายฟิวเจอร์ สและออปชั่น ท่านควรพิจารณาถึงฐานะทางการเงิน วัตถุประสงค์ในการลงทุน ประสบการณ์ในการลงทุนของท่าน ตลอดจนความเสี่ยงที่ท่านสามารถยอมรับได้อย่างรอบคอบ เนื่องจากมีความเป็นไปได้ที่ท่านอาจสูญเสียเงินลงทุนมากกว่าเงินลงทุนเริ่มแรก ท่านควรพิจารณาถึงความเสี่ยง ทั้งหมดที่อาจเกิดขึ้นจากการซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น และท่านควรตัดสินใจลงทุนด้วยตนเอง และ/หรือ ในกรณีที่มีข้อสงสัย ท่านควรขอคำแนะนำจากที่ปรึกษาทางการลงทุน

เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้กับเฉพาะบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขาย จำหน่าย คัดลอก นำออกแสดง หรือนำไปแสวงหาประโยชน์ใน เชิงพาณิชย์ ไม่ว่าด้วยวิธีการ ใด ๆ โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX เป็นการล่วงหน้า

© สงวนลิขสิทธิ์ 2565 บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอช 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, AUCTION, 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, HMPPRO, 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, SEAFSCO, SEA OIL, SECURE, SELIC, SENA, SENX, SFP<sup>2</sup>, SFT, SGC, SGF, SGP, SHR, SICT, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKR, SM, SMPC, 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, 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 (ได้รับรางวัล)

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, 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, HMPPRO, 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, SEA OIL, SE-ED, SELIC, SENA, SGC, SGP, SIRI, SITHAI, SKR, SMIT, SMK, SMPC, SNC, SNP, SORKON, SPACK, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSP, SSSC, SST, STA, STGT, STOWER, SUSCO, SVI, SYMC, SYNEX, TAE, TAKUNI, TASCO, TCAP, 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 (ประกาศเจตนา)

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, ADVICE, 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, AUCTION, 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, GGD, 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, CREDIT, CSP, CSR, CSS, CTW, CWT, D, DCON, DDD, DHOUSE, DITTO, DOD, DPAINT, DTCENT, DTCI, DV8, EASON, ECL, EE, EFORL, EMC, ETL, EURO, 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, KC, KCG, KCM, KDH, KEX, KIAT, KISS, KJL, KK, KKC, KLINIQU, KOOL, KTIS, KTM, KUMWEL, KUN, KWC, KWI, KWM, KYE, LALIN, LDC, LEE, LIT, LOXLEY, LPH, LST, MANRIN, MASTER, MATI, MCA, M-CHAI, MCS, MDX, MEB, MEGA, METCO, MGC, MGI, MGT, MICRO, MIDA, MJD, MK, ML, MORE, MOSHI, MTRW, MUD, MVP, NAM, NAT, NC, NCH, NCL, NDR, NETBAY, NEW, NEWS, NFC, NL, NNCL, NOK, NOVA, NPK, NSL, NTSC, NTV, NUSA, NV, NVD, NYT, OHTL, ONEE, ORN, PACE, PACO, PAF, PANEL, 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, RJH, ROCK, ROCTEC, ROH, ROJANA, RP, RSP, RPH, RSP, S, S11, SABUY, SAF, SAFARI, SAFE, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SAUCE, SAV, SAWAD, SAWANG, SBNEXT, SCAP, SCGD, SCI, SCL, SCP, SDC, SE, SEAFSCO, SECURE, SFT, SGF, SHANG, SHR, SIAM, SICT, SIMAT, SINGER, SINO, SISB, SJWD, SK, SKN, SKY, SLM, SLP, SMART, SMD, SMT, SNNP, SO, SOLAR, SONIC, SPA, SPCG, SPG, SPVI, SQ, SR, SRS, SSC, SSS, STANLY, STARK, STC, STEC, STECH, STHAI, STI, STP, STPI, SUC, SUN, SUPER, SUTHA, SVR, SVT, SWC, SYNEX, TACC, TAN, TAPAC, TC, TCC, TCJ, TCOAT, TEAM, TEAMG, TEKA, TFM, TGPRO, TH, THAI, THANA, THE, THG, THMUI, 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.