

29 มิถุนายน 2569

**3Q26: The Final Push**



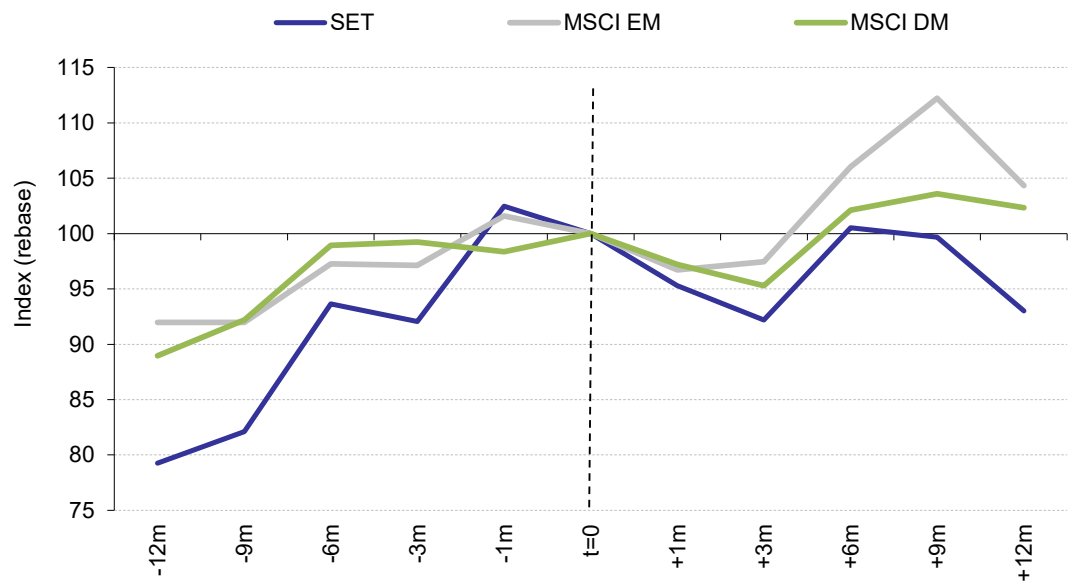
**ณัฐชาต เมฆมาลี, CFA, FRM**  
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์ : 31379  
e-mail : nuttachart@trinitythai.com

เราประเมินว่า ตลาดหุ้นทั่วโลกในไตรมาส 3/2569 มีแนวโน้มเข้าสู่ช่วงปลายของรอบการปรับขึ้น (late-cycle rally) โดยมีโอกาสเป็น "Final Push" ของรอบการฟื้นตัวที่เริ่มตั้งแต่ต้นปี หลังจากที่ดีขึ้น หุ่นในช่วงที่ผ่านมาได้ทยอยรับรู้ข่าวดีไปพอสมควรเช่น ภาวะ De-escalation ของสงครามอิหร่าน และช่วงเวลาของอัตราดอกเบี้ยนโยบายส่วนใหญ่ที่ยังคงอยู่ในระดับต่ำ หากในช่วงถัดไปเราเริ่มเห็นผลกระทบของสงครามฝังลึกลงไป ในราคาสินค้าและบริการต่างๆมากขึ้น อาจทำให้ตลาดเป็นกังวลกับปัจจัยนี้มากขึ้น และหากในกรณีเลวร้ายที่ธนาคารกลางสหรัฐฯมีการปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบายภายในสิ้นปีนี้ ประเมินจะเป็นเครื่องชี้ของการจบรอบของตลาดหุ้นทั่วโลกที่สำคัญ

เรื่องที่ดีอย่างหนึ่งในช่วงเริ่มต้นไตรมาส 3 ได้แก่ การที่นักลงทุน Price in ไปเกือบ 100% แล้วว่า Fed จะมีการปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบาย 0.25% ภายในไตรมาสนี้ ดังนั้นหากเป็นไปตามที่เราคาดว่า เหตุการณ์ดังกล่าวจะยังไม่เกิดขึ้น เชื่อว่าท้ายที่สุดตลาดหุ้นทั่วโลกมีโอกาสที่จะพยายามปรับขึ้นต่อ ในไตรมาสนี้ได้ สอดคล้องกับภาพของ Valuation โดยรวมที่ยังไม่ได้อยู่ในระดับที่สูงเกินไปนัก ยกตัวอย่างเช่นตลาดหุ้นสหรัฐฯที่ยังคงซื้อขายด้วยระดับ Forward PE ที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย พร้อมกับโมเมนตัมของการปรับประมาณการกำไรเชิงบวกที่ยังคงเกิดขึ้นต่อเนื่อง

สอดคล้องกับผลการศึกษาของเราในอดีตนับตั้งแต่ปี 1990 เป็นต้นมาที่ค้นพบว่า ตลาดหุ้นทั่วโลก รวมถึงหุ้นไทยมักจะพฤติกรรมการปรับตัวขึ้นเป็นขาสุดท้าย ก่อนหน้าที่ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) จะมีการปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบายเป็นครั้งแรกของวงจร (Figure 1) ซึ่งในรอบนี้เราคาดว่า จะเกิดขึ้น ในช่วงเดือนธันวาคมปีนี้

**Figure 1. ตลาดหุ้นโลกและตลาดหุ้นไทยในช่วงก่อนและหลังการขึ้นดอกเบี้ยครั้งแรกของ Fed**



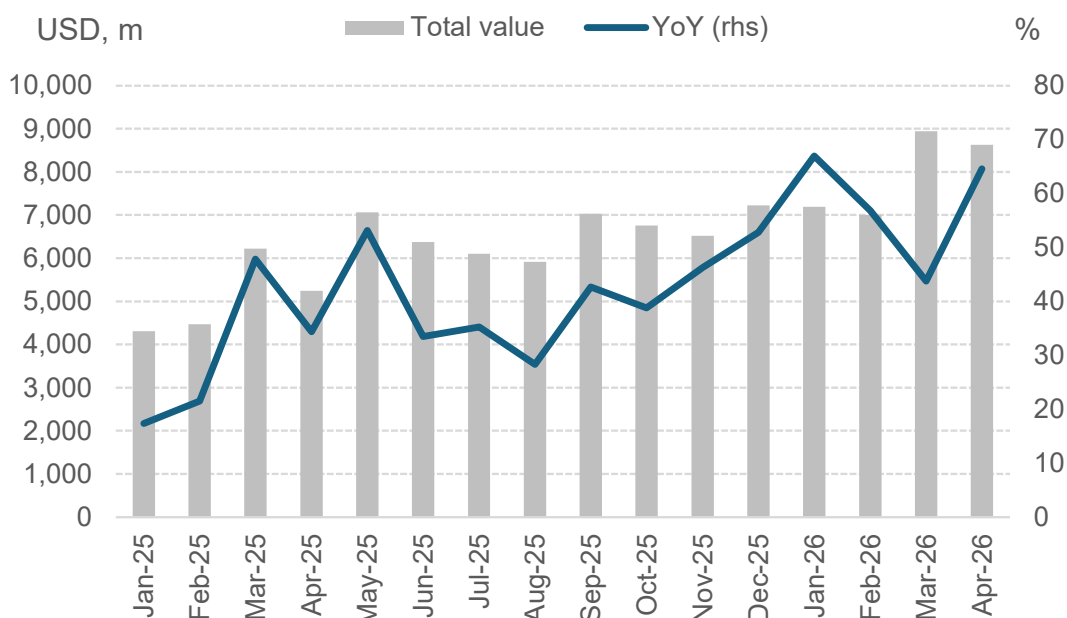
Source: Trinity Research

**บริษัทหลักทรัพย์ ตรีดี จำกัด เลขที่ 1 อาคารพาร์ค สยาม ชั้น 22 และห้อง 2301 ชั้น 23 ถนนคอนแวนต์ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500**

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ตรีดี จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

การปรับตัวเป็นขาขึ้นรอบสุดท้ายของตลาดหุ้นทั่วโลก มีโอกาสส่งผลให้ตลาดหุ้นไทยมีพฤติกรรมที่คล้ายกัน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงครึ่งแรกของไตรมาสที่เราประเมินว่าปัจจัยพื้นฐานของกลุ่มนี้ยังไม่ีอะไรเสียหาย ล่าสุดโมเมนตัมของการส่งออกกลุ่มอิเล็กทรอนิกส์ยังคงดูแข็งแกร่ง (Figure 2) และเราไม่คิดว่าสินค้ากลุ่มนี้จะถูกเรียกเก็บภาษีนำเข้าเพิ่มเติมจากสหรัฐฯในช่วงถัดไป แม้ว่ามีโอกาสที่สหรัฐฯจะบังคับใช้มาตรา 301 ต่อจากการสิ้นสุดลงของมาตรา 122 ในช่วงปลายเดือนกรกฎาคมนี้ (Figure 3) ส่วนปัจจัยในเชิงเทคนิคนั้น ประเมินว่าหุ้นใหญ่ในกลุ่มอย่าง DELTA มีโอกาสที่จะเห็นราคาทยอยฟื้นตัวได้ในช่วงต้นไตรมาส หลังจากผ่านพ้นกระบวนการ Capped weight ในช่วงปลายไตรมาส 2 ไปแล้ว นอกจากนี้ยังเป็นช่วงปลอดภัยของการถูกลดน้ำหนักในดัชนี MSCI EM ซึ่งอาจจะมีการประกาศออกมาในช่วงต้นเดือนสิงหาคม

Figure 2. ยอดการส่งออกสินค้าอิเล็กทรอนิกส์ของไทยยังคงแข็งแกร่ง



Sources: MoC, Trinity Research

Figure 3. คาดว่ามาตรา 301 ของสหรัฐฯจะไม่เหมารวมถึงสินค้ากลุ่มอิเล็กทรอนิกส์ของไทย

ตาราง: สรุปความคืบหน้ามาตรการ/การดำเนินการภายใต้ 301 ของสหรัฐฯ ที่เกี่ยวข้องกับไทย (ณ เม.ย. 2569)

ประเด็น	ประเทศที่ถูกไต่สวน	ลักษณะมาตรการ/การสอบสวน	อุตสาหกรรมที่ได้รับผลกระทบ	สถานะปัจจุบัน	กระบวนการถัดไป
กำลังการผลิตส่วนเกินเชิงโครงสร้าง (Structural Excess Capacity)	16 ประเทศ	มีการผลิตระดับที่ไม่สอดคล้องกับอุปสงค์ในประเทศหรือในตลาดโลก (Over-production) นำไปสู่การเกินดุลการค้ากับสหรัฐฯ ต่อเนื่อง	ยานยนต์และชิ้นส่วน เครื่องจักร และส่วนประกอบ และผลิตภัณฑ์เซมิคอนดักเตอร์	กระทรวงพาณิชย์และหน่วยงานที่เกี่ยวข้องได้ส่งความเห็นต่อประเด็นดังกล่าวให้สหรัฐฯ ตามกำหนดการ (15 เม.ย. 69)	- เข้าสู่กระบวนการรับฟัง Public Hearing (28 เม.ย.- 8 พ.ค. 69) - ให้ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียยื่นข้อโต้แย้งต่อประเด็นที่ถูกพาดพิง (6 - 15 พ.ค. 69)
การใช้แรงงานที่ถูกบังคับให้ทำงาน (Forced Labor)	60 ประเทศ	สหรัฐฯ ตรวจสอบนโยบายและการดำเนินเพื่อห้ามนำเข้าสินค้าที่ผลิตโดยแรงงานภาคบังคับ	ข้าว สิ่งทอ เส้นด้าย อุปกรณ์ป้องกันภัยส่วนบุคคล (PPE) และโซลาร์เซลล์	สหรัฐฯ ดำเนินการตามกำหนดการ (15 เม.ย. 69)	- ประชุมหารือระดับเทคนิคกับผู้แทน การค้าสหรัฐฯ (13-14 พ.ค. 69) - ทั้งนี้ คาดว่าสหรัฐฯ จะประกาศผล

หมายเหตุ: รวบรวมโดย สศช.

Source: NESDC

บริษัทหลักทรัพย์ ตรีเน็ต จำกัด เลขที่ 1 อาคารพาร์ค สยาม ชั้น 22 และห้อง 2301 ชั้น 23 ถนนคอนเวนนต์ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ตรีเน็ต จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

#### 4 ปัจจัยเสี่ยงสำคัญสำหรับการลงทุนไตรมาส 3

สำหรับการลงทุนในไตรมาสนี้ เราคิดว่าความเสี่ยงสำคัญที่อาจเข้ามากระทบกับทิศทางการลงทุน และเป็นความเสี่ยงที่ยังไม่ได้อยู่ในราคาปัจจุบันมากนัก จะได้แก่

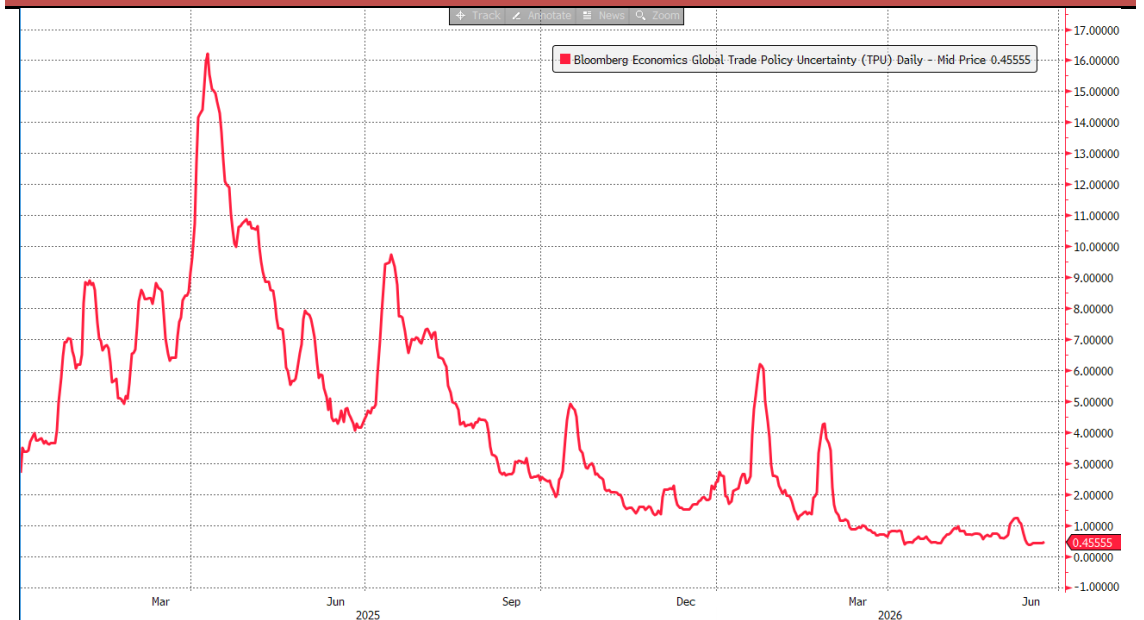
- 1) การกลับมาทวิความรุนแรงอีกครั้งของปัจจัยเสี่ยงภูมิรัฐศาสตร์ เช่น ความขัดแย้งระหว่างสหรัฐกับอิหร่าน โดยปัจจุบันหากพิจารณาจากรูปแบบ Forward curve ของราคาน้ำมันดิบในตลาด จะพบว่ากลับเข้าสู่ภาวะปกติเรียบร้อยแล้ว จากเดิมที่เคยอยู่ในโหมด Deep Backwardation (Figure 4) ซึ่งสะท้อนความกังวลของตลาดเกี่ยวกับข้อจำกัดทางด้านอุปทาน ด้วยเหตุนี้ หากปัจจัยเสี่ยงนี้กลับมาอีกครั้ง มีโอกาสทำให้ราคาน้ำมันดิบปรับสูงขึ้น จนนำมาสู่แรงกดดันในสินทรัพย์ต่างๆที่มีใช้น้ำมันอีกครั้ง
- 2) การกลับมาทวิความรุนแรงอีกครั้งของปัจจัยสงครามการค้า ซึ่งล่าสุดตลาดแทบจะมองข้ามปัจจัยเสี่ยงนี้ไปแล้ว (Figure 5) โดย ณ ปัจจุบัน สหรัฐฯกำลังอยู่ในช่วงของการบังคับใช้มาตรการ 122 ในการเก็บภาษีนำเข้า 10% กับสินค้าส่วนใหญ่ของหลายๆประเทศอยู่ หากผ่านพ้นช่วงปลายเดือนกรกฎาคม ซึ่งเป็นช่วงครบกำหนดอายุ 150 วันของมาตรการดังกล่าว มีโอกาสที่ประธานาธิบดีโดนัลด์ ทรัมป์ของสหรัฐฯจะนำมาตรา 301 มาบังคับใช้ที่มีสูง ซึ่งในส่วนของไทยนั้น มีโอกาสถูกเรียกเก็บภาษีเพิ่มเติมจากอัตรา 10% เป็น 12.5% โดยเฉพาะสินค้าที่เข้าข่ายการใช้กำลังการผลิตส่วนเกิน เช่น ยานยนต์และชิ้นส่วน ผลิตภัณฑ์ยาง รวมถึงสินค้าที่เข้าข่ายการใช้แรงงานที่ถูกบังคับ เช่น ข้าว สิ่งทอ และ โซลาร์เซลล์ เป็นต้น
- 3) ปรากฏการณ์การ Unwind Yen carry trade ซึ่ง ณ ปัจจุบันเหล่าบรรดา Hedge funds ทั้งหลายได้มีการสะสมสถานะ Short ในค่าเงิน JPY มากในระดับใกล้เคียงกับช่วงไตรมาส 3 ปี 2024 แล้ว (Figure 6) หากในช่วงถัดไป ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) มีการส่งสัญญาณที่ Hawkish หรือปรับขึ้นดอกเบี้ยเร็วกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ จนส่งผลให้ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯกับญี่ปุ่นเข้าใกล้หากันมากขึ้น (Figure 7) อาจเป็นปัจจัยกระตุ้นให้มีการโยกย้ายเงินกลับเข้าสู่ประเทศญี่ปุ่นมากขึ้น และทำให้ Hedge funds เหล่านี้มีการเร่งปิดสถานะ Short เงิน JPY ที่เคยเปิดไว้ เป็นปฏิกิริยาต่อเนื่องก่อให้เกิดแรงขายในสินทรัพย์อื่นๆทั่วโลกออกมาได้
- 4) ความเสี่ยงการเร่งตัวของเงินเพื่อทั่วโลกยืดยาวกว่าที่คาดไว้ ทั้งนี้ หากดูจากระดับคาดการณ์เงินเพื่อ ณ ปัจจุบันที่อยู่ต่ำมาก (Figure 8) ต้องบอกว่านักลงทุนในตลาดแทบจะไม่ได้ให้ราคากับปัจจัยเสี่ยงนี้เท่าไรแล้ว ด้วยเหตุนี้หากในช่วงถัดไป กระบวนการส่งผ่านทางด้านราคา จากราคาล้างงานโลกที่อยู่สูงก่อนหน้านี้ ไปสู่ระดับต้นทุนสินค้าและราคาสินค้าผู้บริโภคปลายทาง อยู่สูงยาวนานกว่าที่ตลาดคาดไว้ หรือมีการพลิกกลับสูงขึ้นของราคาน้ำมันในตลาดโลกอีกครั้ง ประเมินว่าจะเป็นความเสี่ยงที่กดดันการลงทุนในสินทรัพย์ต่างๆได้

Figure 4. Time spread (1M – 12M) ของราคาน้ำมันดิบ Brent ล่าสุด



Source: Bloomberg

Figure 5. ดัชนีความไม่แน่นอนทางการค้าปรับตัวลงสู่ระดับต่ำสุด

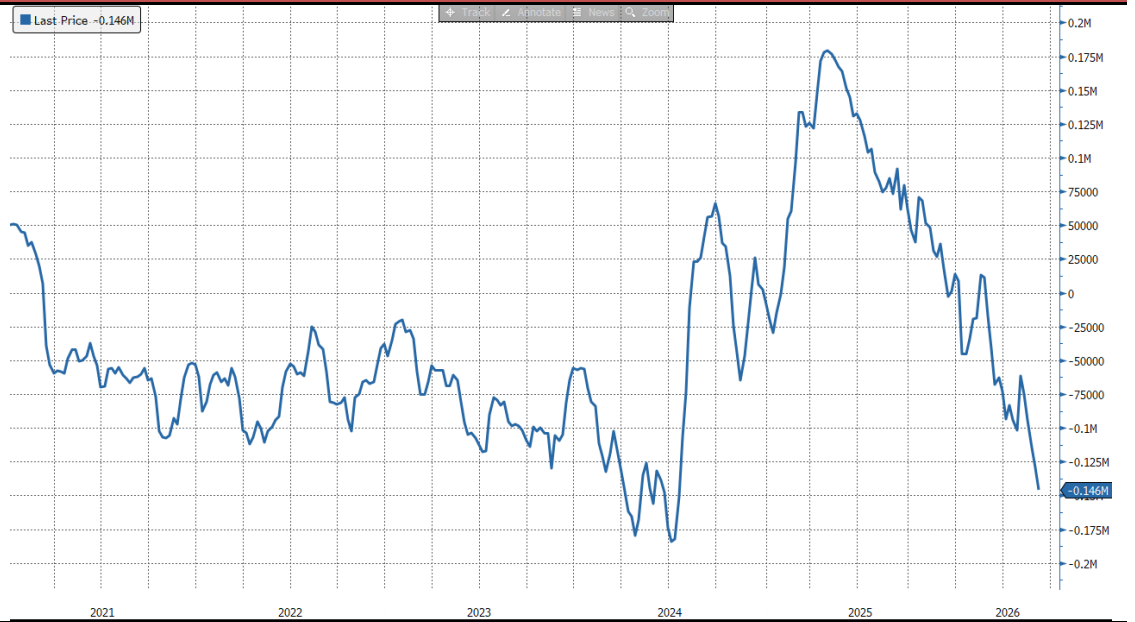


Source: Bloomberg

บริษัทหลักทรัพย์ ตรีเน็ต จำกัด เลขที่ 1 อาคารพาร์ค สยาม ชั้น 22 และห้อง 2301 ชั้น 23 ถนนคอนแวนต์ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

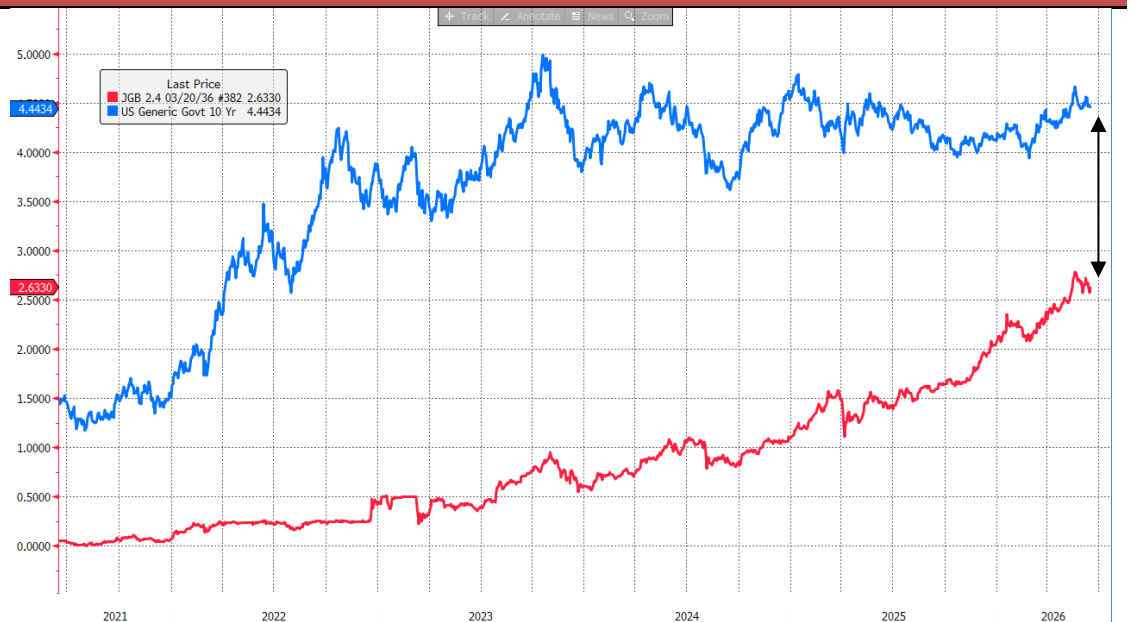
รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ตรีเน็ต จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

Figure 6. การเปิดสถานะ Short ค่าเงิน JPY อยู่ในระดับสูงใกล้เคียงกับช่วงไตรมาส 3 ปี 2024



Source: Bloomberg

Figure 7. ส่วนต่างระหว่าง Bond yield สหรัฐฯ (น้ำเงิน) กับ Bond yield ญี่ปุ่น (แดง) เริ่มปรับตัวเข้าใกล้กันมากขึ้น



Source: Bloomberg

บริษัทหลักทรัพย์ ตรีเน็ต จำกัด เลขที่ 1 อาคารพาร์ค สยาม ชั้น 22 และห้อง 2301 ชั้น 23 ถนนคอนแวนต์ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ตรีเน็ต จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

Figure 8. ค่าการณเงินเฟ้อสหรัฐฯในระยะ 1 ปีข้างหน้าปรับตัวลงทำจุดต่ำสุดใหม่อย่างต่อเนื่อง



Source: Bloomberg

### เงินเฟ้อระดับไหนถึงน่าเป็นกังวล

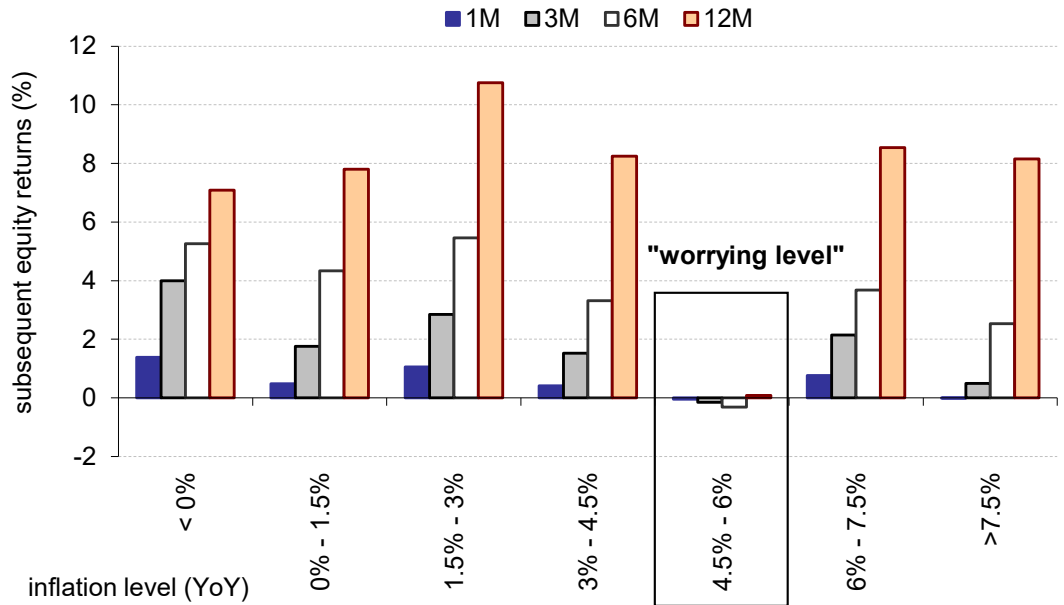
ในกรณีฐาน เราคาดการณ์ว่าอัตราเงินเฟ้อโลกโดยเฉพาะของสหรัฐฯมีโอกาสขยายตัวทำจุดสูงสุดของรอบในช่วงไตรมาสที่ 3 นี้ โดยเฉพาะหลังจากผ่านพ้นเทศกาลฟุตบอลโลกช่วงกลางปีไปแล้ว รวมทั้งผลกระทบจากราคาน้ำมันดิบที่ร่วงลงแรงตั้งแต่ปลายไตรมาส 2 ซึ่งหากเป็นไปตามที่เราคาด เชื่อว่า Fed มีโอกาสที่จะมองข้ามผ่านปัจจัยนี้ว่าเป็นเพียงปัจจัยชั่วคราวด้วยเช่นกัน หากเป็นเช่นนั้น ก็จะทำให้ Fed สามารถประวิงเวลาการขึ้นดอกเบี้ยและยังอยู่ในโหมด Wait & See ไปก่อนได้ ซึ่งถือเป็นสมมติฐานการลงทุนที่สำคัญของเราในไตรมาสที่ 3 นี้

อย่างไรก็ตาม อัตราเงินเฟ้อที่จะถูกรายงานออกมาระหว่างทางนั้น มีโอกาสที่จะทำให้เกิดความผันผวนขึ้นในตลาดหุ้นได้บ้าง หากมีการปรับขึ้นไปถึงจุดหนึ่ง โดยจากการศึกษาของเรานับตั้งแต่ปี 1980 เป็นต้นมาในฝั่งสหรัฐฯพบว่า การขยายตัวของดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI) ที่ระดับ 4.5-6.0% มักทำให้ตลาดหุ้นสหรัฐฯซึ่งสะท้อนผ่านดัชนี S&P500 มีการปรับตัวลดลงโดยเฉลี่ย ไม่ว่าจะลงทุนในช่วง 1, 3, 6 หรือ 12 เดือนหลังจากนั้นก็ตาม (Figure 9) ขณะเดียวกัน ระดับการขยายตัวของดัชนี CPI ในบ้านเราที่มักจะเริ่มทำให้ SET Index ได้รับผลกระทบในระยะสั้น (1-3 เดือน) จะอยู่ในช่วง 4-5% ส่วนระดับที่น่ากังวลอย่างสำคัญ จะอยู่ที่อัตรา 5% ขึ้นไป เนื่องจากมักนำมาซึ่งอัตราผลตอบแทนที่ติดลบทุกช่วงเวลาการลงทุน (Figure 10)

บริษัทหลักทรัพย์ ตรีเน็ต จำกัด เลขที่ 1 อาคารพาร์ค สยาม ชั้น 22 และห้อง 2301 ชั้น 23 ถนนคอนแวนต์ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

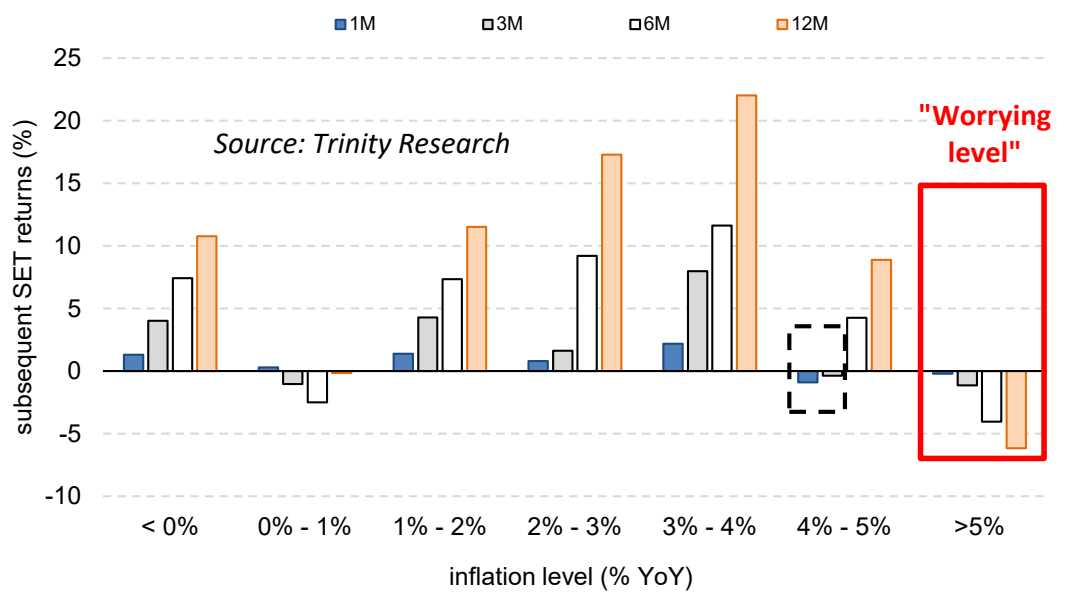
รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ตรีเน็ต จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

Figure 9. ระดับการเติบโตของดัชนี CPI ที่ทำให้ตลาดหุ้นสหรัฐฯได้รับผลกระทบเชิงลบ จะอยู่ในช่วง 4.5-6.0%



Source: Trinity Research

Figure 10. ระดับการเติบโตของดัชนี CPI ที่เริ่มทำให้ตลาดหุ้นไทยได้รับผลกระทบเชิงลบในระยะสั้น จะอยู่ในช่วง 4.0-5.0% และถ้าหากเกินกว่า 5% ขึ้นไป จะเห็นผลกระทบเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ



Source: Bloomberg

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด เลขที่ 1 อาคารพาร์ค สยาม ชั้น 22 และห้อง 2301 ชั้น 23 ถนนคอนแวนต์ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

## ช่วงเวลาของการปรับประมาณการกำไรที่ดีที่สุดได้ผ่านพ้นไปแล้ว

ปรากฏการณ์หนึ่งที่เห็นได้จากที่เราคาดการณ์ไว้ในช่วงไตรมาสที่ 2 ได้แก่การ Upgrade คาดการณ์กำไร (EPS) ของ SET Index ที่รุนแรงกว่าที่เราประเมินไว้ โดยเฉพาะกลุ่มพลังงาน และปิโตรเคมีที่ได้โอนิสงส์จากราคาน้ำมันดิบที่สูงขึ้น ไม่ว่าจะอย่างไรแล้ว ประเมินว่าปัจจัยดังกล่าว มีแนวโน้มผ่านพ้นช่วงเวลาที่ดีที่สุดไปแล้ว สะท้อนผ่านราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกที่มีการปรับตัวลงแรงล่าสุด นอกจากนั้นผลกระทบจากการส่งผ่านของราคาพลังงานไปยังต้นทุนการผลิตและราคาสินค้าปลายทางอื่นๆ น่าจะเริ่มเห็นผลชัดขึ้นในช่วงไตรมาสที่ 2-3 นี้ ซึ่งจะทำให้โมเมนตัมของการปรับประมาณการ EPS ของตลาดหุ้นไทยเริ่มชะลอลง ปัจจัยนี้จะกลายมาเป็นปัจจัยจำกัด Upside ของ SET Index โดยอัตโนมัติในช่วงถัดไป

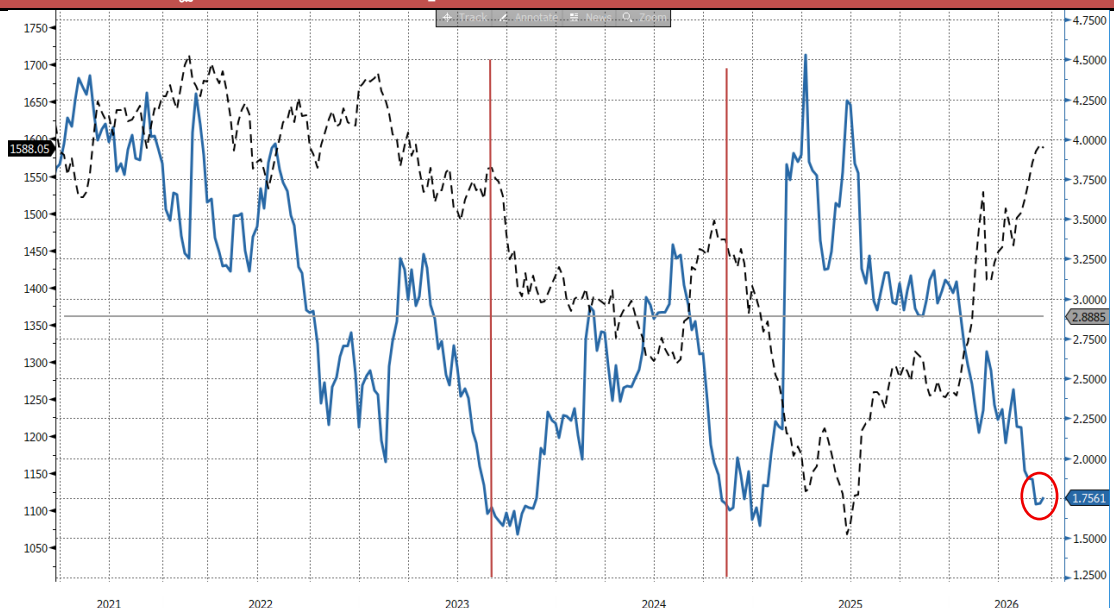
## สภาพคล่องตลาดหุ้นไทยมีสัญญาณเป็นกลาง

ในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ ประเมินว่าเราอาจจะยังไม่สามารถคาดหวังแรงซื้อจากนักลงทุนต่างชาติ ได้มากนัก เนื่องจากจากระดับมาตรฐาน Earning Yield Gap (EYG) ที่เทียบเคียงกับ Bond yield สหรัฐฯ ยังคงอยู่ต่ำมาก โดยปัจจุบันพบว่ามาตรฐานดังกล่าวลงมาอยู่ในระดับต่ำสุดใกล้เคียงกับเหตุการณ์ที่เคยเกิดขึ้นเมื่อเดือนสิงหาคมปี 2023 และเดือนพฤศจิกายนปี 2024 (Figure 11) ทั้งนี้ จากผลการศึกษาของเราในอดีตพบว่า เมื่อใดก็ตามที่ค่า EYG นี้ร่วงลงสู่ระดับ 1.75% หรือต่ำกว่า คล้ายๆกับช่วงเวลานี้ มักจะนำมาสู่แรงขายของนักลงทุนต่างชาติในระดับหลักหมื่นล้านบาท ซึ่งมักทำให้ดัชนี SET ในช่วงเวลาดังกล่าวเผชิญกับแรงกดดันด้วยเช่นกัน (Figure 12)

อย่างไรก็ดี เราประเมินว่า สภาพคล่องภายในประเทศจะยังคงมีแนวโน้มช่วยพยุงมูลค่าการซื้อขายในตลาดหุ้นไทยตลอดช่วงเวลาที่เหลือของปีได้ โดยมีปัจจัยสนับสนุนมุมมองดังกล่าว ได้แก่ การเติบโตอย่างต่อเนื่องของปริมาณเงินในระบบหรือ M2 (Figure 13) ซึ่งเครื่องชี้นี้มักมีความสัมพันธ์ในระดับสูงกับการมีส่วนร่วมของนักลงทุนทั่วไป (Retail) ในตลาดหุ้นไทย นอกจากนี้ ยังมีปัจจัยทางด้านแรงจูงใจของนักลงทุนในประเทศที่อาจอยู่ในภาวะแสวงหาผลตอบแทนและความเสี่ยงที่ยอมรับได้เพิ่มขึ้น (Risk-seeking behavior) หรือที่เรียกว่า ปรากฏการณ์ Searching for Yield ในสภาวะที่อัตราดอกเบี้ยนโยบายแท้จริงและอัตราดอกเบี้ยเงินฝากที่แท้จริง (Real Interest Rate) อยู่ในระดับติดลบ

โดยจากการศึกษาในอดีตของเราพบว่า ดัชนี SET Index มักให้ผลตอบแทนที่ดีในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยนโยบายที่แท้จริงอยู่ในแดนลบ แต่ไม่ควรต่ำกว่า -3.0% (Figure 14) ซึ่งสำหรับวัฏจักรปัจจุบัน หมายความว่า อัตราเงินเฟ้อ (CPI) ไม่ควรสูงเกิน 4% (ตรงกับที่เราล่าวไปในหัวข้อก่อนหน้านี้) หลักการเดียวกันนี้ยังสามารถนำมาใช้กับ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากระยะ 1 ปีที่แท้จริงได้เช่นกัน โดยอัตราดอกเบี้ยเงินฝากที่แท้จริงที่อยู่ในระดับติดลบ มักเป็นปัจจัยบวกต่อตลาดหุ้นไทย แต่ไม่ควรต่ำกว่าระดับ -4.0% (Figure 15) ซึ่งหมายความว่า ในวัฏจักรปัจจุบัน อัตราเงินเฟ้อไม่ควรสูงเกิน 4.75% (ตรงกับข้อสรุปของเราก่อนหน้านั้นเช่นกัน)

Figure 11. SET Index (ดำประ) มักปรับตัวลง หลังจากที Earning Yield Gap (EYG) ที่เทียบเคียงกับ Bond yield สหรัฐฯ (ฟ้า) ปรับตัวลดลงสู่ระดับ 1.75% หรือต่ำกว่า



Sources: Bloomberg, Trinity Research

Figure 12. ดัชนี SET และกระแสเงิน Fund flow มักมีสัญญาณติดลบ เมื่อใดก็ตามที่ EYG ปรับตัวลง มาที่ระดับ 1.75% หรือต่ำกว่า

Episode	EYG	+1M	+2M	+3M
25 Aug 2023	1.6530%	SET -3.39% Foreign -26.1bn	SET -10.16% Foreign -38.9bn	SET -10.43% Foreign -56.0bn
1 Nov 2024	1.7306%	SET -2.50% Foreign -13.7bn	SET -4.37% Foreign -24.2bn	SET -10.22% Foreign -35.5bn
5 Jun 2026	1.7095%	Current		

Source: Trinity Research

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด เลขที่ 1 อาคารพาร์ค สยาม ชั้น 22 และห้อง 2301 ชั้น 23 ถนนคอนแวนต์ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน



Source: Bloomberg

Figure 14. ดัชนี SET Index มักให้ผลตอบแทนที่ดีในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยนโยบายที่แท้จริงอยู่ในแดนลบ แต่ไม่ควรรต่ำกว่า -3.0%

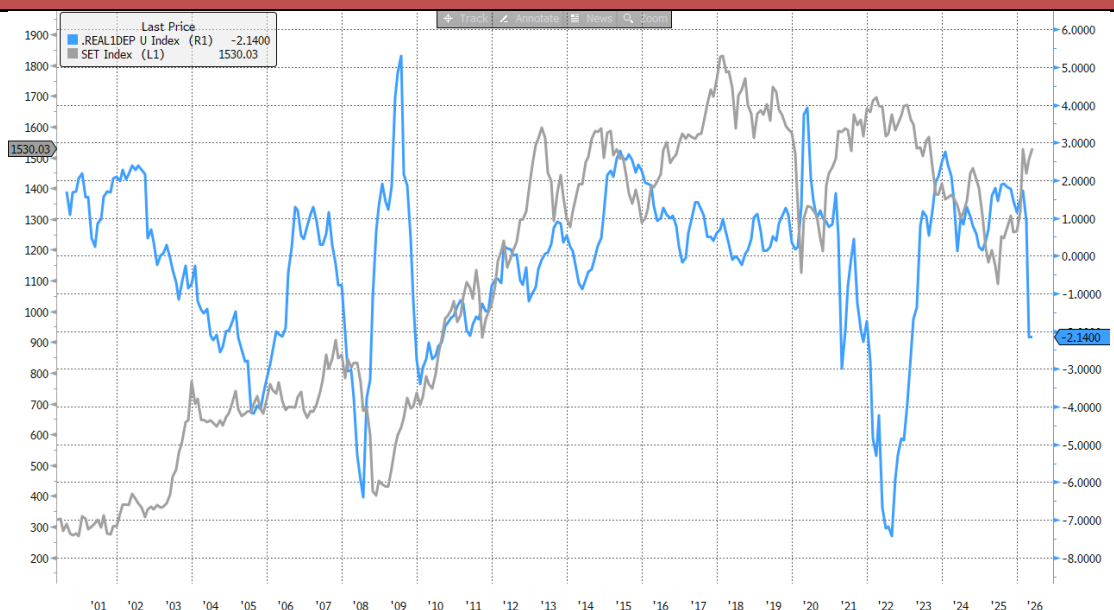
Period	Interval (months)	Real RP range (%)	SET holding period returns (%)	SET returns (% monthly compounded)
Nov 09 - Mar 12	29	-0.3 to -2.9	+74.6	+1.9
Sep 12 - Feb 13	6	0.0 to -0.9	+25.6	+3.9
Apr 14 - Aug 14	5	-0.1 to -0.6	+13.5	+2.6
Apr 21 - Jun 21	3	-0.8 to -2.9	0.0	0.0
Sep 21 - Apr 23	20	-0.9 to -7.2	-6.7	-0.3
Apr 26 - Current	2	-1.8 to -1.9	+8.3	+4.1

Source: Trinity Research

บริษัทหลักทรัพย์ ตรีเน็ต จำกัด เลขที่ 1 อาคารพาร์ค สยาม ชั้น 22 และห้อง 2301 ชั้น 23 ถนนคอนแวนต์ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ตรีเน็ต จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

Figure 15. อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก (1 ปี) แท้จริงที่ติดลบ (ฟ้า) มักนำมาสู่การปรับตัวที่ดีของ SET Index (เทา) แต่ไม่ควรต่ำกว่า -4.0%



Source: Bloomberg, Trinity Research

### Valuation ของตลาดหุ้นไทยอยู่ในสภาวะขัดแย้ง

จากการสำรวจของเราไปยังมาตรวัด Valuation ต่างๆของตลาดหุ้นไทย ณ เวลานั้น พบว่ามีหลายมาตรวัดที่แสดงผลที่หักล้างกันอยู่ หรือหากพิจารณาภายในมาตรวัดเดียวกัน ก็มีผลที่ขัดแย้งกันเองหากมีการแสดงโดยที่รวมผลของหุ้น DELTA กับไม่รวมผลของหุ้น DELTA โดยเราจะกล่าวถึงรายละเอียดดังนี้

#### 1) มาตรวัดที่รวมผลกระทบของหุ้น DELTA

ในส่วนของมาตรวัดที่ไม่ได้ตัดหุ้น DELTA ออกจากการคำนวณ จะพบว่ามีหลายมาตรวัดที่สะท้อนความแพงของหุ้นไทย ณ ขณะนี้ ไม่ว่าจะเป็นมาตรวัด EYG ที่กล่าวไปก่อนหน้านี้แล้ว หรือจะเป็นมาตรวัด Forward PE band ที่ปัจจุบันอยู่ในระดับสูงถึง +2SD จากค่าเฉลี่ย 3 ปีย้อนหลังอยู่ (Figure 16) ในทางกลับกัน เรากลับพบว่ามาตรวัดบางมาตรวัดอย่าง Implied Equity Risk Premium (Implied ERP) ปัจจุบันอยู่ในระดับสูงถึง 5.1% สูงกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาวที่ 3.9% พอสมควร (Figure 17) และจากการศึกษาของเราในอดีตมักพบว่า การลงทุนที่ระดับ Implied ERP มากกว่าระดับ 5% ขึ้นไปนี้ พบว่าดัชนี SET มักยังสามารถปรับตัวเป็นบวกได้ในช่วง 1-2 ไตรมาสข้างหน้า (Figure 18) ถือเป็นผลที่ขัดแย้งกับกรณีศึกษาของมาตรวัด EYG ก่อนหน้านั้นพอสมควร ทั้งนี้ อาจจะเป็นไปได้ว่ามาตรวัด Implied ERP นี้ มักให้มูลค่ากับเงินปันผลจ่ายและ ROE ค่อนข้างสูง (Figure 19) ซึ่งในช่วงหลังตลาดหุ้นไทยมักตอบโต้ในมิติของ 2 ตัวแปรนี้ จึงทำให้มาตรวัด Valuation นี้ยังคงดูน่าสนใจสำหรับการเข้าลงทุนนั่นเอง

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด เลขที่ 1 อาคารพาร์ค สยาม ชั้น 22 และห้อง 2301 ชั้น 23 ถนนคอนแวนต์ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

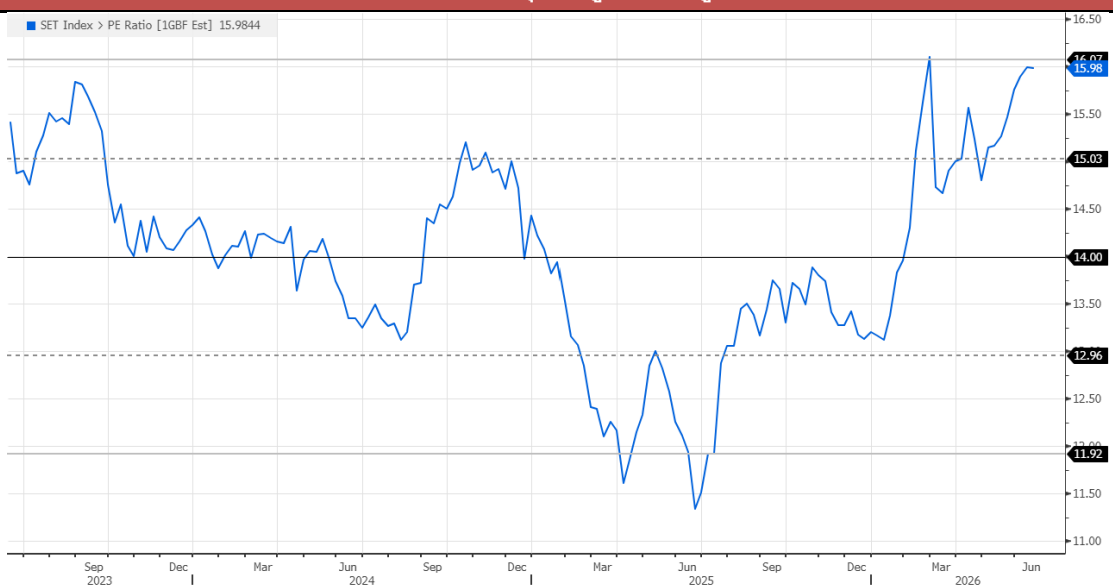
## 2) มาตรการที่ไม่รวมผลกระทบของหุ้น DELTA

จากการสำรวจของเราไปยังมาตรการ Valuation ที่เป็นมาตรการ Traditional ที่ทั่วไปในตลาดนั้นต่างพบว่าหากมีการถอดหุ้น DELTA ออกจากสมการการคำนวณแล้ว Valuation ของตลาดหุ้นไทยนั้นไม่ได้อยู่ในระดับที่แพงเลยแม้แต่น้อย กลับกัน ยังคงดูถูกมากไม่ว่าจะเป็นมาตรการ Forward PE ที่ปัจจุบันอยู่เพียง 12.2x เทียบเคียงเท่ากับระดับ -1SD จากค่าเฉลี่ย (Figure 20) ซึ่งส่งผลต่อเนื่องมายังภาพของ Earning Yield Gap ที่หัก DELTA ออกไป ที่สามารถยืนเหนือค่าเฉลี่ยได้อย่างไม่ยากเย็น (Figure 21)

ขณะเดียวกัน หากพิจารณาในส่วนของมุมมองเงินปันผล จะพบว่าหากหักหุ้น DELTA ออกไประดับ Dividend yield คาดหวังของตลาดหุ้นไทยปีนี้จะพุ่งสูงขึ้นมาอยู่ที่ 4.7% หรือเทียบเคียงเท่ากับระดับ +2SD จากค่าเฉลี่ย 5 ปีย้อนหลัง (Figure 22) ส่งผลต่อเนื่องไปสู่มาตรการ Dividend Yield Gap ที่หากหักผลของหุ้น DELTA ออกไป จะพบว่าปัจจุบันจะสามารถยืนเหนือค่าเฉลี่ยได้เช่นกัน (Figure 23)

ภายใต้บริบทที่ตัวชี้วัดด้านมูลค่าที่คำนวณโดยไม่รวมหุ้น DELTA ยังสะท้อนภาพรวมที่แข็งแกร่งและอยู่ในระดับที่น่าพอใจในทุกมิติ เรามองว่าในช่วงถัดไป มีความเป็นไปได้ที่จะเกิดการหมุนเวียนเม็ดเงินลงทุน (Rotation) ออกจากหุ้นขนาดใหญ่ที่มีมูลค่าตึงตัว เช่นหุ้น DELTA นี้ ไปยังหุ้นตัวอื่นๆที่ยังคงปรับตัวขึ้นน้อย (Laggard) และยังมีมูลค่าที่น่าสนใจกว่า (Undervalued) โดยเฉพาะในช่วงปลายไตรมาส 3 ต่อเนื่องถึงไตรมาส 4 ที่อิทธิพลของการเข้มงวดนโยบายการเงินทั่วโลกจะเริ่มมีมากขึ้น โดยเฉพาะจากฝั่งของธนาคารกลางสหรัฐฯ

Figure 16. Forward PE ของ SET Index ณ ปัจจุบันอยู่ในระดับสูงที่ +2SD จากค่าเฉลี่ย 3 ปีย้อนหลัง

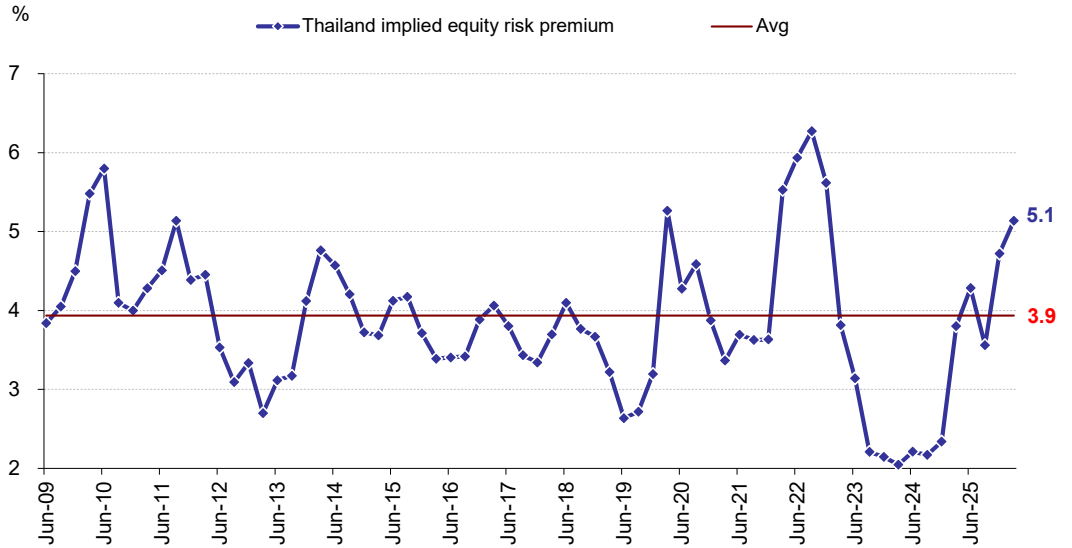


Source: Bloomberg

บริษัทหลักทรัพย์ ตรีเน็ต จำกัด เลขที่ 1 อาคารพาร์ค สยาม ชั้น 22 และห้อง 2301 ชั้น 23 ถนนคอนแวนต์ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

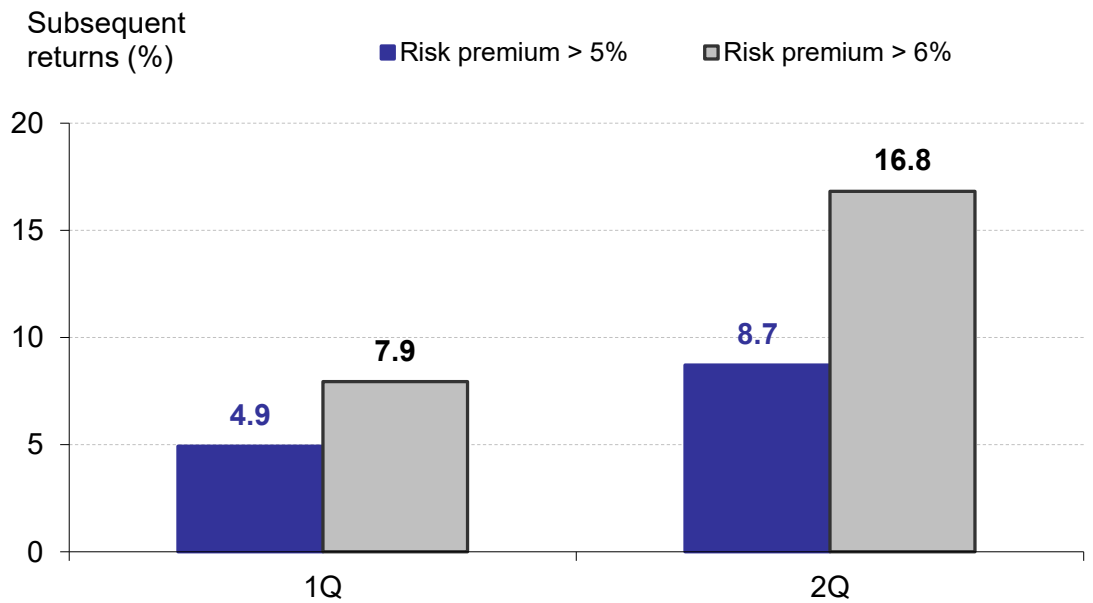
รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ตรีเน็ต จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

Figure 17. Implied Equity Risk Premium ของตลาดหุ้นไทยอยู่ในระดับสูงกว่าค่าเฉลี่ยพอสมควร บ่งชี้ถึงความน่าเชื่อถือของตลาดหุ้นไทยในมิตินี้



Source: Trinity Research

Figure 18. การลงทุนในตลาดหุ้นไทยช่วงที่ Implied ERP สูงกว่าระดับ 5% ขึ้นไป มักจะยังได้รับผลตอบแทนเฉลี่ยเป็นบวกในช่วง 1-2 ไตรมาสหลังจากนั้น



Source: Trinity Research

บริษัทหลักทรัพย์ ตรีเน็ต จำกัด เลขที่ 1 อาคารพาร์ค สยาม ชั้น 22 และห้อง 2301 ชั้น 23 ถนนคอนแวนต์ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

Figure 19. การคำนวณ Implied ERP ของเราอ้างอิงอยู่บนวิธี Dividend Discount Model (DDM) ที่มักให้ค่าใกล้เคียงกับเงินปันผลและ ROE ซึ่งเป็นตัวแปรที่ตลาดหุ้นไทยตอบใจอยู่ทุกวันนี้

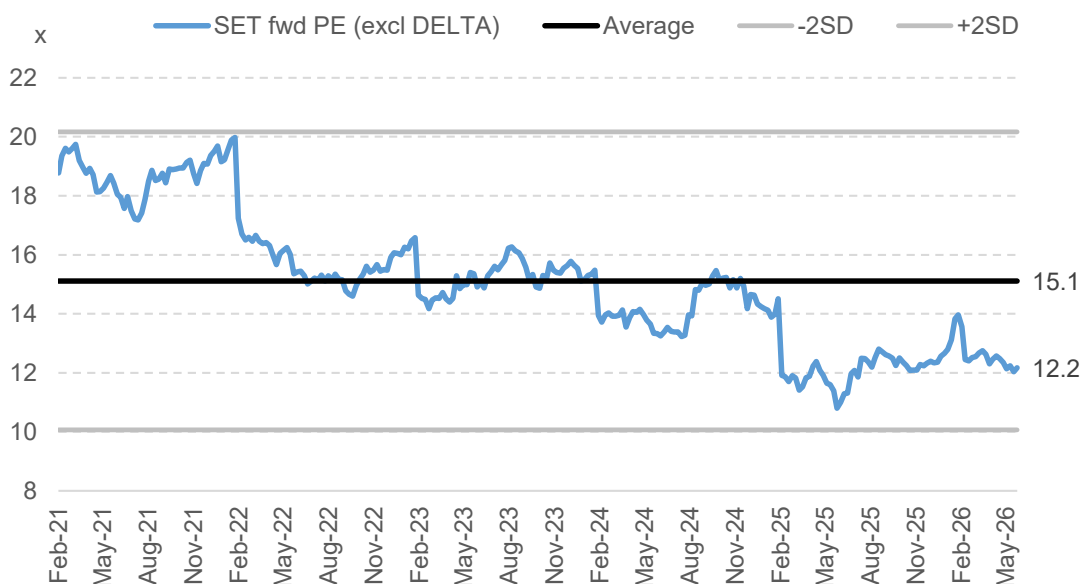
Two-stage Dividend Discount Model (DDM)

$$P_0 = \underbrace{\sum_{t=1}^5 \frac{E[D_t]}{(1+k)^t}}_{\text{Growth period}} + \underbrace{\frac{E[D_5](1+g_l)}{(k-g_l)(1+k)^5}}_{\text{Stable growth}}$$

Variables	Assumptions
Period of High Dividend Growth	5 years
Initial Growth Rate ( $g_s$ )	ROE × retention ratio
Stable Growth Rate ( $g_l$ )	10-yr Government Bond yield - Real RP

Source: Trinity Research

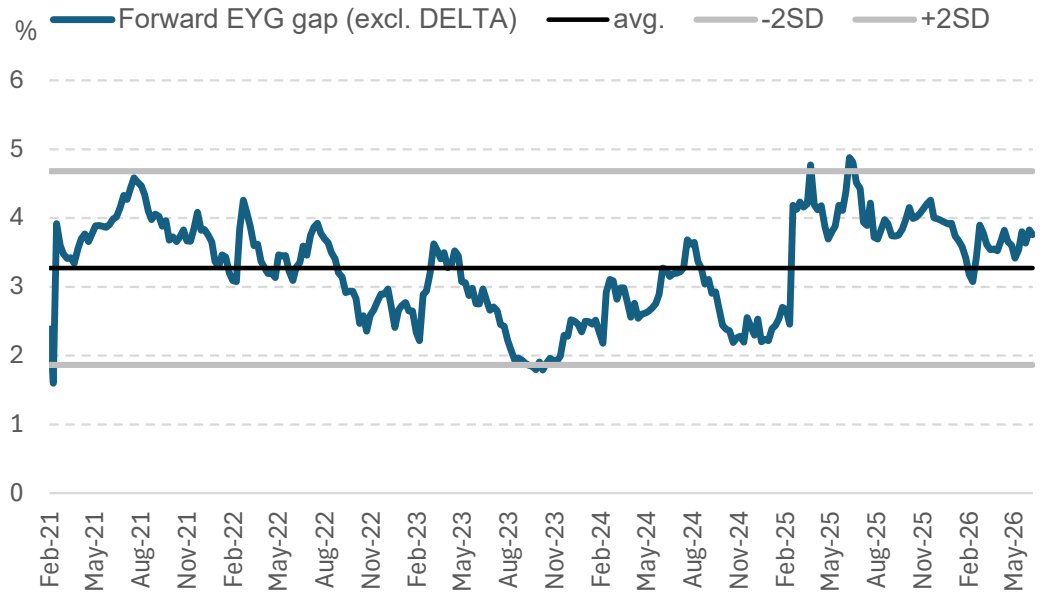
Figure 20. Forward PE ของ SET Index ที่ไม่รวมผลกระทบของหุ้น DELTA จะพบว่ายังคงอยู่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยพอสมควร



Sources: Bloomberg, Trinity Research

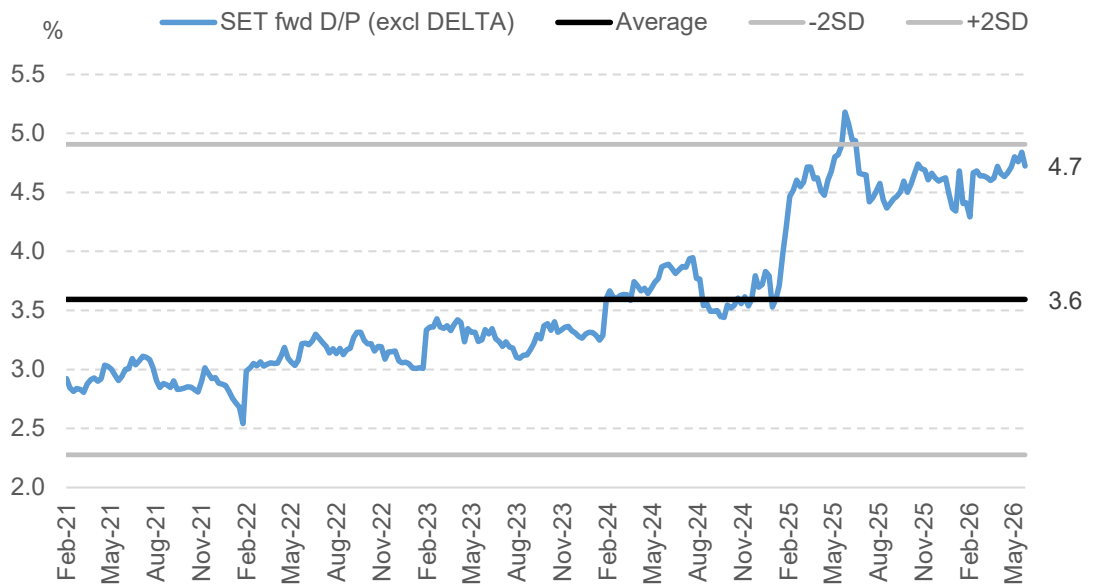
บริษัทหลักทรัพย์ ตรีเน็ต จำกัด เลขที่ 1 อาคารพาร์ค สยาม ชั้น 22 และห้อง 2301 ชั้น 23 ถนนคอนแวนต์ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

Figure 21. EYG ของตลาดหุ้นไทยที่หักผลของหุ้น DELTA ออกไป จะพบว่ายังคงสามารถยืนเหนือเส้นค่าเฉลี่ยได้



Sources: Bloomberg, Trinity Research

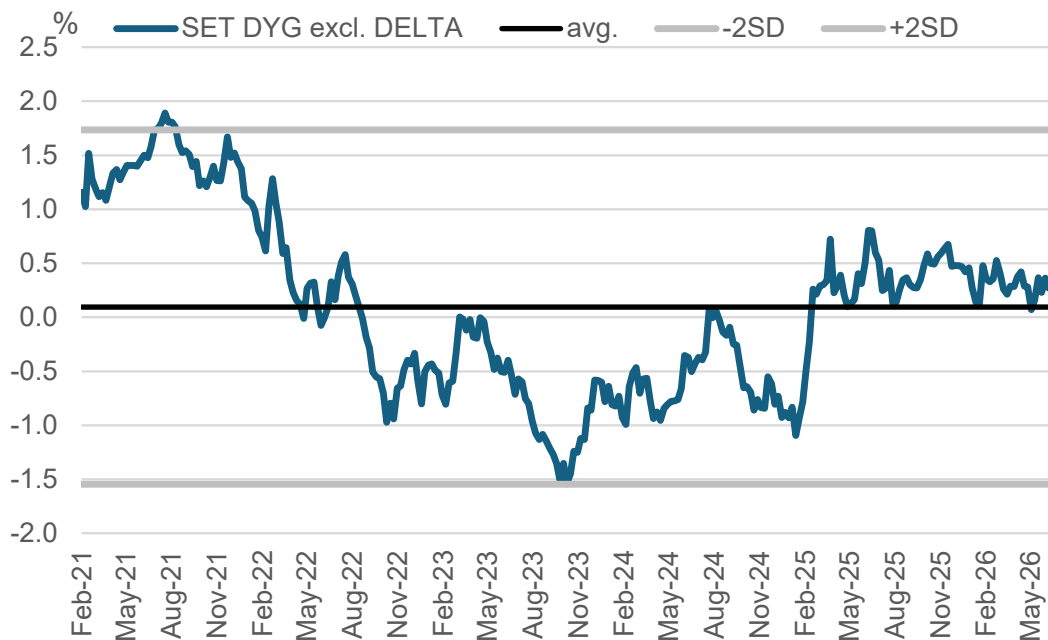
Figure 22. Forward Dividend Yield ของ SET Index ที่หักผลกระทบของหุ้น DELTA ออก พบว่าอยู่ในระดับสูงถึง +2SD จากเส้นค่าเฉลี่ย



Sources: Bloomberg, Trinity Research

บริษัทหลักทรัพย์ ตรีเน็ต จำกัด เลขที่ 1 อาคารพาร์ค สยาม ชั้น 22 และห้อง 2301 ชั้น 23 ถนนคอนแวนต์ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

Figure 23. Dividend Yield Gap (DYG) ของตลาดหุ้นไทยที่ไม่รวมผลของหุ้น DELTA ยังคงสามารถยืนเหนือค่าเฉลี่ยได้เช่นกัน



Sources: Bloomberg, Trinity Research

### ประเมินกรอบการแกว่งตัวของ SET Index

เราคำนวณระดับดัชนีแนวต้านสำคัญของ SET Index ในช่วงไตรมาส 3 ivo ที่ระดับ 1590 จุด อิงวิธี PE Model ที่มีการ Roll forward ไปใช้คาดการณ์ EPS ณ ช่วงกลางปี 2027 ที่ระดับ 100 บาท (ค่าเฉลี่ยของคาดการณ์ EPS ปีนี้ที่ 97 บาทและปีหน้าที่ 103 บาท) ซึ่งเมื่อมาคูณกับระดับ Forward PE ในแต่ละกรณีเดิมที่ไม่ได้มีการเปลี่ยนแปลงจากครั้งก่อน (อิงสมมติฐานระดับดอกเบียนโยบายของไทยปีนี้ที่ 1.0% เท่าเดิมไม่เปลี่ยนแปลง) จะได้ว่าระดับ SET Index ที่เหมาะสมในกรณีดีที่สุด, กรณีฐาน และกรณีแย่มาก จะอยู่ที่ระดับ 1590, 1480 และ 1380 จุดตามลำดับ (Figure 24) ทั้งนี้ เรามองว่าระดับดัชนี SET อาจไม่ได้มีความสำคัญต่อการพิจารณาลงทุนมากนัก โดยเฉพาะอย่างยิ่งหากเป็นพอร์ตที่ไม่ได้ลงทั้งดัชนีและเลือกลงทุนเป็นรายตัว เนื่องจากอิทธิพลของหุ้น DELTA ที่อยู่ในระดับสูงจนทำให้ดัชนีบิดเบือน ตามที่เรากล่าวมาก่อนหน้านี้ ทั้งนี้ หากดูจากระดับ SET Index ในกรณีดีที่สุดของเราที่ 1590 จุด พอดีจะอนุมาณได้ว่าในไตรมาส 3 นี้ โอกาสที่ดัชนี SET จะปรับตัวขึ้นทะลุจุดสูงสุดเดิมที่ 1610 จุดซึ่งเคยทำไว้ในไตรมาส 2 อาจยังเป็นเรื่องที่ยากอยู่

### ธีมการลงทุนที่น่าสนใจประจำไตรมาส 3

กลยุทธ์การลงทุนที่น่าสนใจสำหรับไตรมาส 3 จะยังคงได้แก่กลยุทธ์ Sector rotation และกลยุทธ์ Stock selection ต่อไป โดยในช่วงแรกของไตรมาสที่เราเชื่อว่ากลุ่มเทคโนโลยีของโลกยังมีโอกาสไปต่อ และโมเมนตัมการส่งออกของไทยยังอยู่ในเกณฑ์ดี อาจจำเป็นที่จะต้องยังคงสัดส่วนน้ำหนักการลงทุนส่วนหนึ่งไว้กับหุ้นกลุ่มขึ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์บ้าง แต่พอเข้าสู่ช่วงครึ่งหลังของไตรมาสในช่วงที่แนวโน้มการขึ้นดอกเบี้ยของ Fed อาจมีความเด่นชัดมากขึ้น อาจจำเป็นที่จะต้องโยกย้ายเม็ดเงินลงทุนเข้าสู่หุ้นกลุ่มอื่นมากขึ้น ซึ่งในส่วนของกลุ่มหุ้นที่เรามองว่าน่าสนใจประจำไตรมาสที่ 3 นี้จะได้แก่

- 1) กลุ่มหุ้นผู้ผลิตไฟฟ้าที่ได้รับประโยชน์จากราคาน้ำมันที่ปรับตัวลดลง และจากยุทธศาสตร์ของประเทศไทยในการก้าวสู่การเป็นศูนย์กลางการค้าเซ็นเตอร์ อาทิ GULF, BGRIM, GPSC
- 2) กลุ่มธนาคารที่มีแนวโน้มกลับมาได้รับความสนใจจากนักลงทุนอีกครั้ง ท่ามกลางการคาดการณ์ว่าอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลระหว่างกาลจะอยู่ในระดับสูง อาทิ BBL, KKP, KBANK, SCB
- 3) กลุ่มโรงพยาบาลที่ผ่านพ้นช่วงเวลาแย่สุดจากสงครามอิหร่าน และเตรียมเข้าสู่ High season อาทิ BH, BDMS, CHG
- 4) กลุ่มผู้ผลิตเครื่องดื่มที่ได้รับประโยชน์จากสภาพอากาศร้อน ซึ่งมีที่มาจากปรากฏการณ์ Super El Nino และต้นทุนบรรจุภัณฑ์ที่มีแนวโน้มปรับตัวลดลง อาทิ OSP, ICHI, SAPPE
- 5) กลุ่มผู้ประกอบการธุรกิจปศุสัตว์ที่ได้รับประโยชน์จากการฟื้นตัวของราคาสุกร และแนวโน้มต้นทุนอาหารสัตว์ที่ทยอยปรับตัวลดลง อาทิ CPF, TFG, BTG

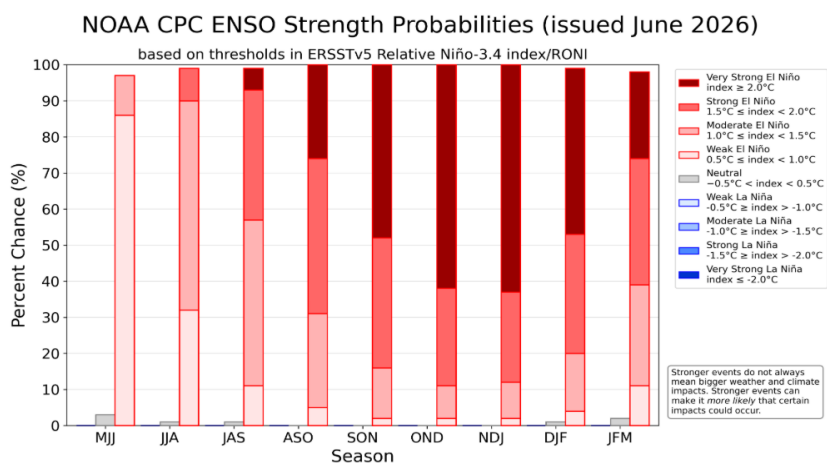
ทั้งนี้ จากการตรวจสอบของเราล่าสุดไปยังรายงานของหน่วยงาน National Oceanic and Atmospheric Administration (NOAA) พบว่า โอกาสที่จะเกิดเหตุการณ์ Super El Nino (Strong + Very Strong El Nino) ในช่วงไตรมาสที่ 3 ของปีนี้จะอยู่ที่ราว 40% ขณะที่พอเข้าสู่ไตรมาสที่ 4 โอกาสดังกล่าวจะพุ่งสูงขึ้นเป็น 90% (Figure 25) ทำให้เรามีความเชื่อมั่นต่อธีมการลงทุนที่ 4 จากสภาพอากาศที่มักร้อนกว่าปกติ ทั่วภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ และสำหรับธีมการลงทุนที่ 5 ในกลุ่มหุ้นปศุสัตว์นั้น คาดว่าราคาอาหารสัตว์อย่างกากถั่วเหลือง มีแนวโน้มจะปรับตัวลงตามราคาถั่วเหลืองในตลาดโลก ที่มักพบเห็นในช่วงปรากฏการณ์ Super El Nino เช่นกัน (Figure 26)

Figure 24. ระดับ SET Index ที่เหมาะสมตามวิธี PE Model ของเรา

Case	Multiple at 1.00% RP (Current)	2026E EPS	Fair SET	Avg of 2026E & 2027E EPS	Fair SET
Best	15.9x Fwd PE	97 baht	1540	100 baht	1590
Base	14.8x Fwd PE	97 baht	1440	100 baht	1480
Conservative	13.8x Fwd PE	97 baht	1340	100 baht	1380

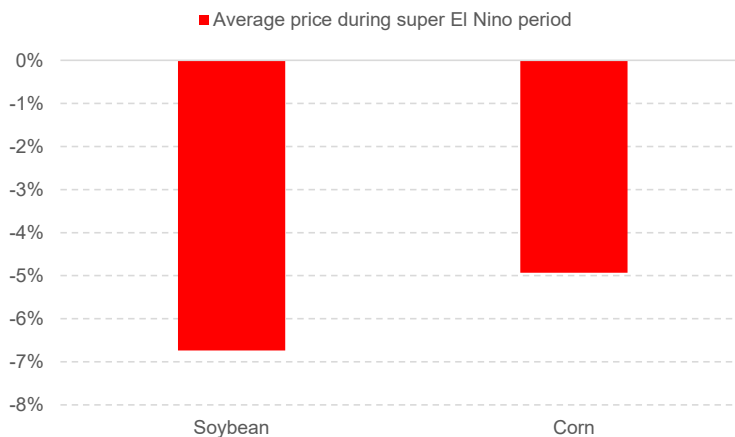
Source: Trinity Research

Figure 25. คาดการณ์ความรุนแรงของปรากฏการณ์ El Niño ในช่วงเดือนต่างๆ



Source: NOAA

Figure 26. ราคาสินค้าเกษตรในตลาดโลก เช่น ถั่วเหลืองและข้าวโพด มักมีแนวโน้มปรับตัวลงในช่วงที่เกิดปรากฏการณ์ Super El Niño เนื่องจากภาวะฝนตกชุกในทวีปอเมริกาเหนือ



Source: Trinity Research

บริษัทหลักทรัพย์ ตรีเน็ต จำกัด เลขที่ 1 อาคารพาร์ค สยาม ชั้น 22 และห้อง 2301 ชั้น 23 ถนนคอนแวนต์ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ตรีเน็ต จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

**Corporate Governance Report Rating**

ช่วงคะแนน Score	สัญลักษณ์ Range Number of Logo	ความหมาย	Description
90 - 100		ดีเลิศ	Excellent
80 - 89		ดีมาก	Very Good
70 - 79		ดี	Good
60 - 69		ดีพอใช้	Satisfactory
50 - 59		ผ่าน	Pass
ต่ำกว่า 50	No logo given	N/A	N/A

**Disclaimer :** การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมิได้มีการใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน ผลสำรวจดังกล่าวเป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองถึงความถูกต้องครบถ้วนของผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

**Anti-corruption Progress Indicators**

บริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย แบ่งเป็น 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC

**Disclaimer :** การเปิดเผยผลการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-Corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งได้อ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารและหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นบุคคลภายนอก โดยมีได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน

เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด เลขที่ 1 อาคารพาร์ค สยาม ชั้น 22 และห้อง 2301 ชั้น 23 ถนนคอนแวนต์ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มิวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยมิได้เป็นการชี้แนะหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน