

30 มิถุนายน 2568

3Q25: Off the Radar ... but value re-emerged



นัฐชาต แมขมาสิน, CFA, FRM
 เลขทะเบียนนักวิเคราะห์ : 31379
 e-mail : nuttachart@trinitythai.com

ณ ปัจจุบัน ตลาดหุ้นไทยได้กลายเป็นจุดเล็กๆ ใน Universe การลงทุนของนักลงทุนต่างชาติไปเป็นที่เรียบร้อยแล้ว โดยก่อนหน้านี้เป็นเวลาหลายปี เราได้เห็นการทยอยปรับลดน้ำหนักการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติประเภท Active funds มาอย่างต่อเนื่อง จนล่าสุดแทบทุกเจ้าถือครองหุ้นไทยในระดับต่ำกว่าเกณฑ์มาตรฐานหรือไม่ได้ถือครองเสียเลยด้วยซ้ำ มาในปีนี้ต้องบอกว่าพัฒนาการดังกล่าวยิ่งแย่ไปกว่าเดิมเสียอีก เนื่องจากนักลงทุนต่างชาติประเภท Passive funds เริ่มจำเป็นต้องทยอยลดน้ำหนักหุ้นไทยลงมา เพียงเพราะว่าดัชนีหุ้นไทยถือเป็นดัชนีหุ้นที่ให้ผลตอบแทนแย่ที่สุดในโลกในช่วงครึ่งปีแรกที่กำลังจะผ่านพ้นไป ทำให้ขนาด Market cap ของหุ้นไทยมีส่วนในดัชนีหุ้นโลกน้อยลงตามลำดับ ล่าสุด น้ำหนักของหุ้นไทยในตะกร้าดัชนี MSCI Emerging Market (EM) ปรับลดลงต่ำกว่าระดับ 1% เป็นครั้งแรกในประวัติศาสตร์ (Figure 1) และยิ่งต่ำกว่าประเทศอาเซียนอื่นๆ อย่างเช่น มาเลเซียและอินโดนีเซียอีกด้วย หากในช่วงถัดไป ตลาดหุ้นไทยไม่สามารถให้ผลตอบแทนในระดับที่ใกล้เคียงกับตลาดหุ้นอื่นเป็นอย่างน้อย หรือไม่มีหุ้นขนาดใหญ่เข้ามาจดทะเบียนในตลาด จะทำให้ตลาดหุ้นเราอยู่นอกสายตาของนักลงทุนต่างชาติยาวนานต่อไปอีก

อย่างไรก็ดี สิ่งหนึ่งที่ทำให้ตลาดหุ้นไทยเริ่มกลับมาโดดเด่นในมุมมองของเรา ก็คือระดับ Valuation ที่กลับมาอยู่ในโซนที่น่าสนใจอีกครั้ง โดยเฉพาะในมิติของ Implied Equity Risk Premium (ERP) ที่กลับขึ้นมาขึ้นเหนือค่าเฉลี่ยได้แล้ว และอยู่ในจุดสูงสุดนับตั้งแต่ปี 2022 ด้วยเหตุนี้ แม้ว่าในระยะสั้นเราอาจจะยังไม่ได้เห็นสัญญาณในแง่ของ Fund flow มากนัก แต่เชื่อว่าแรงขายของนักลงทุนกลุ่มต่างๆ ก็จะอยู่ในกรอบจำกัดด้วยเช่นกัน จึงทำให้ภาพการแกว่งตัวของ SET Index ในไตรมาสที่ 3 นี้ น่าจะอยู่ในเชิง Upside จำกัด และ Downside ก็จำกัดด้วย

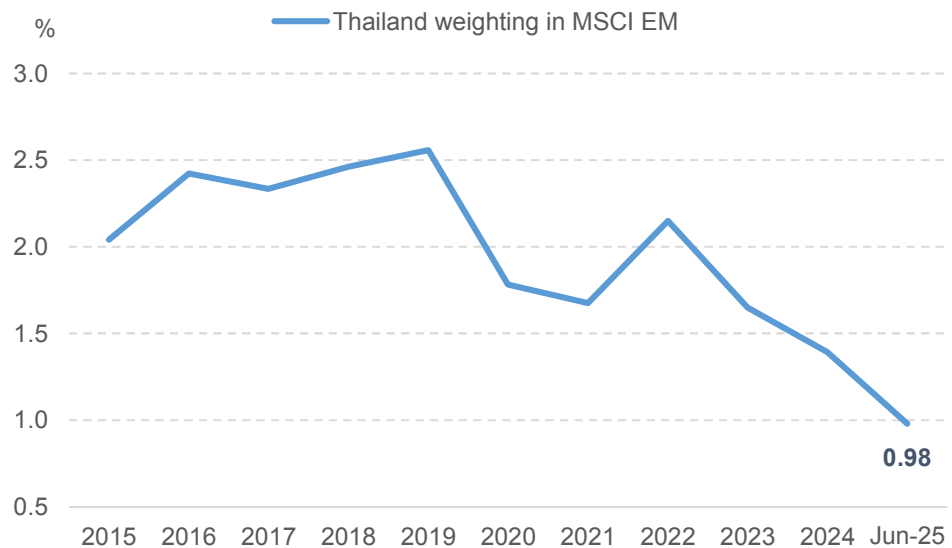
ประเมินกรอบการแกว่งตัวของ SET Index ไตรมาส 3 ในกรณีอนุรักษ์นิยมที่บริเวณ 1050-1180 จุด ส่วนในกรณีที่ Surprise ทั้งในด้านลบและด้านบวกจากประมาณการของเรา จะทำให้กรอบการแกว่งตัวของดัชนีขยับขยายออกเป็น 1000-1270 จุดได้ มองความเสี่ยง Upside risk ที่สำคัญที่อาจเกิดขึ้นได้แก่ การฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลกจนส่งผลบวกต่อค่าไรกลุ่มพลังงานปิโตรเคมี และชิ้นส่วนฯ รวมถึงจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่ฟื้นตัวเร็ว ซึ่งจะช่วยหนุนทั้งภาคการท่องเที่ยวและภาคการบริโภคในประเทศ ในทางกลับกัน ประเมินความเสี่ยง Downside risk ที่สำคัญที่อาจเกิดขึ้นได้แก่ อุบัติเหตุทางการเมืองที่อาจทำให้การพิจารณาพ.ร.บ.งบประมาณฉบับใหม่ถูกตีตกหรือเลื่อนออกไป รวมถึงสงครามการค้าที่กลับมาทวีความรุนแรง หากสหรัฐฯ เดินหน้าเก็บภาษีการค้าในอัตรา Reciprocal tariff ที่เคยประกาศออกมาก่อนหน้านี้

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

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันว่าคุณถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ตรีบีที จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนหรือชักชวนให้ลงทุน การซื้อขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

ในกรณีฐาน เรายังเชื่อว่าเสถียรภาพของการเมืองไทยในไตรมาสนี้น่าจะยังประทับประคองตัวต่อไปได้ แม้ว่ารัฐบาลจะมีเสียงปรมน้ำในสภาล่างก็ตาม แต่การออกไปของพรรคภูมิใจไทยก่อนหน้านี้ น่าจะสร้างความสัมพันธ์ระหว่างแกนนำพรรคเพื่อไทยกับพรรคร่วมรัฐบาลอื่นเป็นปึกแผ่นกันมากขึ้น ด้วยเหตุนี้ หากให้เลือกกลุ่มหุ้นที่น่าสนใจในไตรมาสนี้ เรามองว่าหุ้นกลุ่ม Domestic ที่ปรับตัวลงมาแรงก่อนหน้านี้เพราะความกังวลเกี่ยวกับเสถียรภาพทางการเมือง ถือเป็นกลุ่มที่น่าสนใจ เพียงแต่ว่าในเบื้องต้นนี้ เราเน้นความปลอดภัยส่วนหนึ่งไว้ก่อน ด้วยการ Selective ไปยังหุ้นกลุ่ม Domestic ที่มีคุณลักษณะ Defensive เพื่อป้องกันความเสี่ยง Tail risk ทางด้านการเมืองที่อาจอุบัติขึ้นมาได้ ไม่ว่าจะเป็นกรณีของรัฐบาลเสียงข้างน้อย การยุบสภา ก่อนหน้าการโหวตพ.ร.บ.งบประมาณ หรือการทำการรัฐประหาร เป็นต้น โดยสรุปกลุ่มหุ้นที่เราสนใจและแนะนำให้อัศจรรย์ในไตรมาสนี้จะได้แก่ กลุ่มสื่อสาร (ADVANC), กลุ่มโรงพยาบาล (BDMS), กลุ่มค้าปลีกจำเป็น (CPALL), และกลุ่มโรงไฟฟ้า (GULF)

Figure 1. น้ำหนักหุ้นไทยในตะกร้าดัชนี MSCI EM ลดลงต่ำกว่า 1% เป็นครั้งแรกในประวัติศาสตร์



Note: Data as of 20 June 2025

Source: Trinity Research

EM vs. DM ต่างคนต่างมีดี

จุดเด่นของตลาดหุ้นเกิดใหม่ (EM) ณ เวลานี้ ยังคงได้แก่มิติทางด้าน Valuation ที่ถูกกว่า เมื่อเปรียบเทียบกับตลาดหุ้นพัฒนาแล้ว (DM) โดยหากดูมาตรการวัด Relative forward PE ระหว่าง 2 ภูมิภาคนี้ล่าสุด จะพบว่า Forward PE ของตลาดหุ้น DM แพงกว่าตลาดหุ้น EM เมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยในอดีตถึงระดับ +2SD (Figure 2) นอกจากนี้ หากพิจารณาในมิติของการปรับเปลี่ยนประมาณการกำไร ก็จะพบอีกว่าตลาดหุ้น EM มีการถูกปรับเพิ่มประมาณการขึ้นในอัตราเร่งที่สูงกว่าอีกด้วย (Figure 3) ทั้งนี้ มีสถิติจากยุคสมัย Trump 1.0 ที่น่าสนใจที่ค่อนข้างสอดคล้องใกล้เคียงกับการปรับตัวในรอบ Trump 2.0 นี้ นั่นก็คือ การปรับตัว Outperform ของตลาดหุ้น EM เมื่อเทียบกับตลาดหุ้น DM ที่เกิดขึ้นมาตั้งแต่ช่วงไตรมาส 1 ของปีนี้ มีโอกาสที่จะดำเนินต่อไปจนกระทั่งสิ้นเดือนกรกฎาคมเป็นอย่างน้อย (Figure 4)

อย่างไรก็ดี ไม่ใช่ตลาดหุ้นพัฒนาแล้ว (DM) จะไม่ได้มีความน่าสนใจเสียทีเดียว โดยหากเทียบจากจุดสูงสุดของตลาดหุ้นทั่วโลกที่เคยขึ้นไปทำไว้ในช่วงเดือนกุมภาพันธ์ จะพบว่าตลาดหุ้นในฝั่งนี้ทั้ง สหรัฐฯ ยุโรป และญี่ปุ่น ยังคงมีการปรับตัวที่ Laggard เมื่อเปรียบเทียบกับตลาดหุ้นเกิดใหม่ (EM) (Figure 5) ซึ่งด้วยระดับความไม่แน่นอนของนโยบายการค้าโลกที่ ณ เวลานี้ลดลงมาอยู่ในระดับเดียวกันกับช่วงเดือนกุมภาพันธ์แล้ว (Figure 6) ทำให้เรามองว่า ก็พอมีเหตุผลเช่นกัน ที่จะทำให้ตลาดหุ้น DM นี้ ปรับตัวขึ้นไปสู่จุดสูงสุดเดิมที่เคยทำไว้ในช่วงก่อนหน้านี้ เราประเมินว่าหากทิศทางสงครามการค้าไม่ได้มีอะไรเลวร้ายมากขึ้นไปจากปัจจุบัน หรืออย่างน้อย สหรัฐฯ มีการประกาศเลื่อนเส้นตายการเจรจาการค้า 90 วันออกไปจากช่วงต้นเดือนกรกฎาคมนี้ จะเป็นประโยชน์ต่อเศรษฐกิจสหรัฐฯ และตลาดหุ้นสหรัฐฯ โดยตรง ซึ่งก็อาจจะทำให้เริ่ม “Buy America” ยังคงดำรงอยู่ และทำให้ตลาดหุ้นในกลุ่มนี้ปรับตัวแข็งแกร่งกว่าในช่วงต้นไตรมาสที่ 3 นี้ได้

Figure 2. Relative forward PE (DM/EM) บ่งชี้ว่า Valuation ของตลาดหุ้น DM แพงกว่าค่อนข้างมากแล้ว เมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยในอดีต



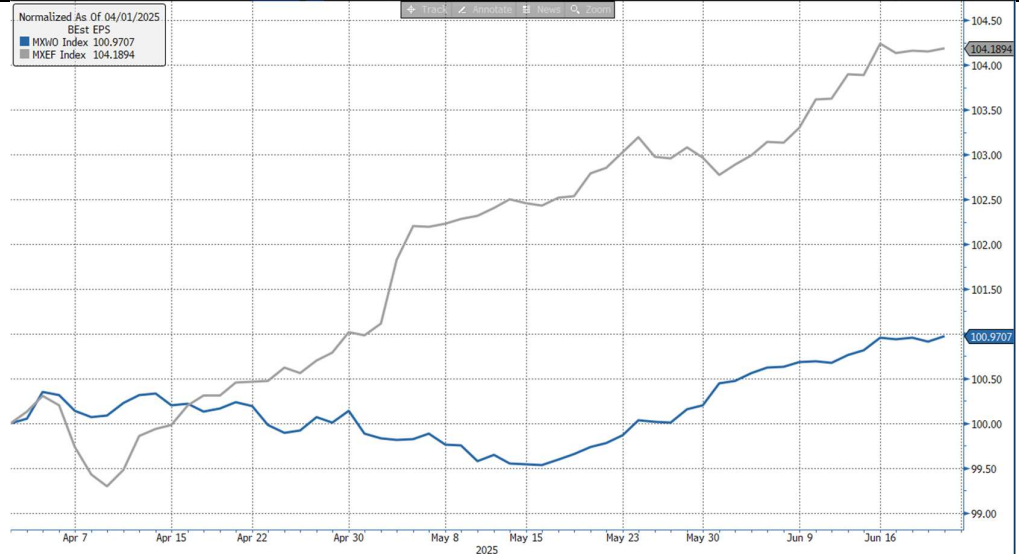
Note: Data as of 20 June 2025

Source: Bloomberg

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

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ กรีนิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

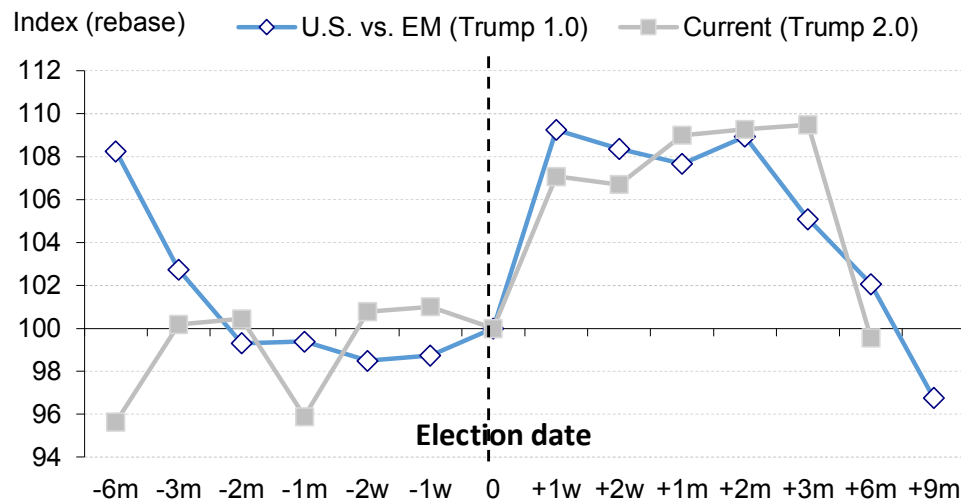
Figure 3. โมเมนตัมการปรับประมาณการกำไรของตลาดหุ้น EM (เทา) ยังคงดูแข็งแกร่งกว่าตลาดหุ้น DM (น้ำเงิน) โดยเปรียบเทียบ



Note: Data as of 20 June 2025

Source: Bloomberg

Figure 4. หากอิงจากช่วง Trump 1.0 การ Outperform ของตลาดหุ้น EM มีโอกาสดำเนินต่อไปได้อีกเล็กน้อย



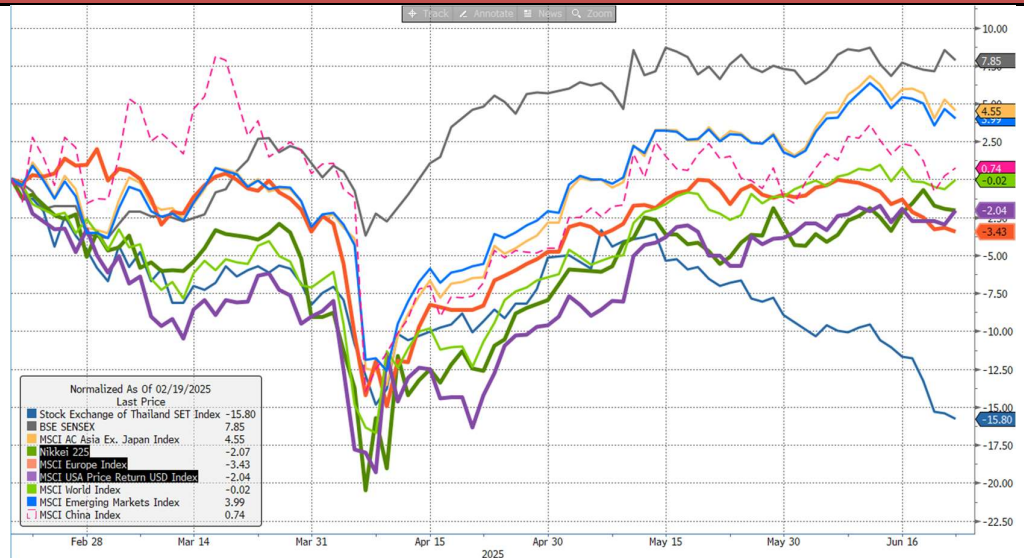
Note: Data as of 20 June 2025

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

Figure 5. หากนับจากจุดสูงสุดเมื่อเดือนกุมภาพันธ์ จะพบว่าตลาดหุ้นพัฒนาแล้ว (DM) ยังคงปรับตัว Laggard ตลาดหุ้นเกิดใหม่ (EM) อยู่



Note: Data as of 23 June 2025

Source: Bloomberg

Figure 6. ดัชนีความไม่แน่นอนทางการค้าโลก ลดลงมาอยู่ในระดับเดียวกันกับเมื่อตอนต้นปีแล้ว



Note: Data as of 23 June 2025

Source: Bloomberg

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

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่าง ๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใด ๆ ที่ปรากฏในรายงาน

จับตาดังกล่าวเมืองไทยอย่างใกล้ชิด

เริ่มตั้งแต่เดือนแรกของไตรมาส เราจะเริ่มเห็นความชัดเจนมากขึ้นของปัจจัยการเมืองไทย ไม่ว่าจะเป็นเหตุการณ์ที่ดำเนินมาอย่างต่อเนื่อง อย่างเช่น ความสัมพันธ์ที่ร้าวฉานระหว่างไทยกับกัมพูชา การเจรจาการค้าระหว่างไทยกับสหรัฐฯ คดีฮั่วสว. หรือ คดีของคุณทักษิณขึ้น 14 เป็นต้น

หรือจะเป็นในฝั่งของประเด็นใหม่ที่อยู่อย่าง ท่าทีของรัฐบาลที่จะนำร่างพ.ร.บ. Entertainment Complex เข้าสู่การพิจารณาของสภาฯว่าจะเกิดขึ้นเป็นญัตติแรกๆในสภามัชสามัญที่กำลังจะเปิดขึ้นนี้หรือไม่ รวมถึงท่าทีของศาลรัฐธรรมนูญ ต่อการยื่นฟ้องของวุฒิสภาให้มีการถอดถอนท่านนายกฯออกจากการดำรงตำแหน่ง

สำหรับอิทธิพลของปัจจัยการเมืองที่จะมีต่อหุ้นไทยในการลงทุนไตรมาส 3 นั้น ประเมินว่าตลาดใดก็ตามที่ไม่ได้มีความเสี่ยงที่การพิจารณาพ.ร.บ.งบประมาณจะถูกเลื่อนออกไปจาก Timeline เดิม (พิจารณาวันที่ 2-3 ในช่วงกลางเดือนสิงหาคม: Figure 7) เชื่อว่าจะเป็นภาพที่นักลงทุนในตลาดยอมรับได้ แต่หากเกิดข้อผิดพลาดจนทำให้การพิจารณาดังกล่าวถูกเลื่อนออกไป ประเมินจะมีผลกระทบต่อ SET Index ที่สำคัญ เนื่องจาก ณ เวลานั้น เศรษฐกิจไทยต้องการตัวช่วยการใช้จ่ายภาครัฐ (G) นี่เป็นอย่างมาก ในสถานะที่เครื่องยนต์อื่นแทบจะดับเกือบหมดแล้ว

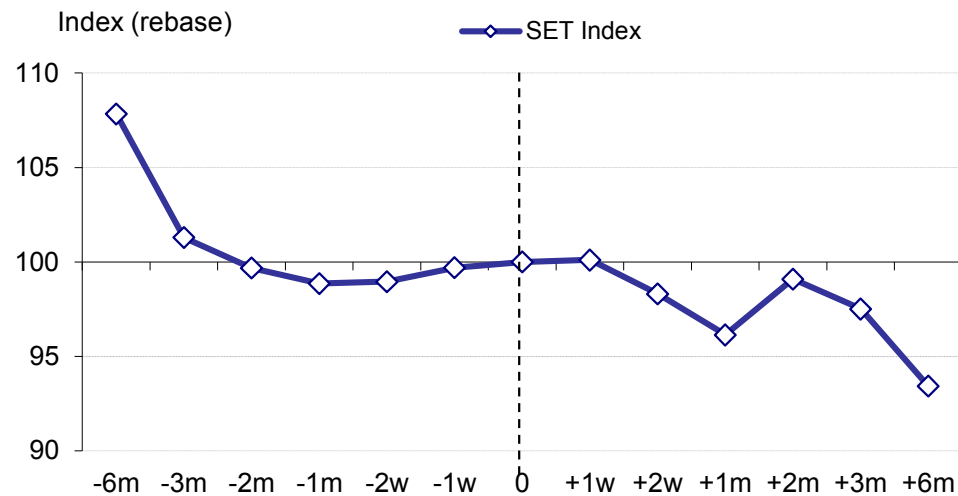
ในส่วนของการชูปสนั้น มองว่าหากมีการเกิดขึ้นก่อนหน้าการโหวตพ.ร.บ.งบประมาณ จะเป็นผลเสียต่อ SET Index อย่างแน่นอน เนื่องจากกระบวนการจัดการเลือกตั้งและการตั้งรัฐบาลใหม่จะกินระยะเวลาประมาณ 120 วันเป็นอย่างน้อย ซึ่งนั่นอาจทำให้การใช้จ่ายภาครัฐเข้ามาไม่ทันการในปีนี้ และจะส่งผลให้ดัชนี SET ชีบลงเหมือนกับช่วงเวลาก่อนการชูปสนานใหญ่ในอดีต (Figure 8) ในทางกลับกัน หากในรอบนี้มีการชูปสนาเกิดขึ้นหลังการโหวตพ.ร.บ.งบประมาณผ่านพ้นไปแล้ว เราเชื่อว่าจะเป็นสิ่งที่นักลงทุนยอมรับได้ และบางส่วนอาจมองเป็นเรื่องที่ดีเนื่องจากประชาชนอาจกลับมาไม่กระแสดความตื่นตัวต่อปัจจัยการเมืองไทยอีกครั้ง หลังจากก่อนหน้านี้ ต้องยอมรับว่า Performance ของรัฐบาลชุดปัจจุบันในรอบ 2 ปีที่ผ่านมาอาจเรียกได้ว่าสอปก ซึ่งกระแสดความสนใจต่อการเลือกตั้งครั้งใหม่นี้ อาจกลายมาเป็นตัวจุดประกายความคาดหวังของ SET Index ให้กลับมา หรือที่เราเคยเรียกกันในอดีตว่าปรากฏการณ์ “Election Rally” นั่นเอง

Figure 7. Timeline ของการจัดทำพ.ร.บ.งบประมาณปี 2569



Source: Budget Bureau

Figure 8. ในอดีตนับตั้งแต่ปี 1995 คำนี SET มักแกว่งขึ้นลงเวลามีเหตุการณ์ยุบสภาเกิดขึ้น



Note: Data since 1995

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

มุมมองของเราต่อภาพ SET Index

เราประเมินกรอบการแกว่งตัวของ SET Index ในไตรมาส 3 อยู่ที่ 1050-1180 จุดสำหรับกรอบแคบ และ 1000-1270 จุดสำหรับกรอบกว้าง อิงสมมุติฐานเริ่มต้นสำคัญที่สุดนั้นก็คือ อัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทยที่จะลดลงมาอยู่ที่ระดับ 1.50% เป็นอย่างน้อยในช่วงครึ่งหลังของปีนี้

ในส่วนของ Upside นั้น ประเมินกรอบแนวด้านสำคัญสูงสุดของดัชนี SET ในไตรมาสที่ระดับ 1270 จุด อิงประมาณการ EPS ปี 2025 จาก Bloomberg consensus ล่าสุดที่ราว 91 บาท และตัวคูณ PE ที่ 14 เท่า ซึ่งมาจากการกรณีสถานตามวิธี PE Model ของเรา สำหรับแนวด้านแรกที่เรามั่นใจว่าดัชนี SET จะเดินหน้าไปถึงได้ก็คือระดับ 1180 จุด ซึ่งอิงกับประมาณการ EPS เดียวกันที่ 91 บาท แต่อิงกับตัวคูณ PE ในกรณีอนุรักษ์นิยมที่ 13 เท่า (Figure 9)

ระดับ SET Index ที่ 1180 จุดนี้ ยังถูกรองรับได้ด้วยมิติทางด้าน Valuation วิธี Implied Equity Risk Premium (Implied ERP) ซึ่งก่อนหน้านี้ บ่งชี้ถึงความไม่น่าสนใจของหุ้นไทยมาโดยตลอด นับตั้งแต่ต้นปี 2023 เป็นต้นมา แต่ทว่าล่าสุดที่เราใช้ข้อมูลงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนเมื่อช่วงไตรมาส 1/2025 บวกกับข้อมูลราคาและตัวแปรต่างๆของดัชนี ณ วันที่ 20 มิถุนายนที่ผ่านมา จะได้ว่าระดับ Implied ERP นี้ ได้สามารถขึ้นมาขึ้นเหนือค่าเฉลี่ยระยะยาวได้แล้ว โดยอยู่ที่ 4.4% (Figure 10) บ่งชี้ถึงความน่าสนใจของตลาดหุ้นไทยที่กลับมาอีกครั้ง หรือพูดง่าย ๆ ก็คือว่า “ข่าวร้ายได้เข้าไปอยู่ในราคาหุ้นไทยมากแล้ว ณ วันนี้”

ทั้งนี้ หากเราย้อนกลับเพื่อดูว่าดัชนี SET ระดับไหน ที่จะทำให้ค่า Implied ERP นี้กลับเข้าสู่ค่าเฉลี่ย จะได้ว่า SET Index จะสามารถขึ้นไปได้ที่ระดับ 1180 จุดนั่นเอง นอกจากนั้น จากการทำ Back-testing ของเราในอดีตยังพบว่า นับตั้งแต่ปี 2009 เป็นต้นมา หากเราลงทุน SET Index ในช่วงที่ระดับ Implied ERP นี้อยู่สูงกว่า 4% คล้ายตอนนี้ อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยในช่วง 1 และ 2 ไตรมาสหลังจากนั้นจะอยู่ที่ 3.5% และ 7.9% ตามลำดับ (Figure 11) ซึ่งหากเรานำระดับ 7.9% นี้ มาคูณกับดัชนี SET ปัจจุบันที่อยู่ราว 1090 จุด ก็จะได้อัตราดัชนีเป้าหมายที่ 1180 จุดเช่นกัน

ในฝั่งของ Downside นั้น ประเมินว่าหากสถานการณ์การเมืองไม่ได้พัฒนาการไปในทางเลวร้าย จนนำไปสู่การเลื่อนการพิจารณาพ.ร.บ.งบประมาณปี 2569 หรือการนับหนึ่งใหม่ของพ.ร.บ.ดังกล่าว คาดการณ์ระดับ SET Index ที่เป็นจุดต่ำสุดเดิมที่ 1050 จุดจะเป็นแนวรับที่รับอยู่ได้ แต่หากเกิดกรณีเลวร้ายดังกล่าวขึ้นจริง ประเมินว่าดัชนีที่ 1000 จุดจะเป็นแนวรับสำคัญที่รับอยู่ เนื่องจากการใช้วิธีคำนวณดัชนีจุดต่ำสุด (Trough) ของเราที่เคยใช้คำนวณทั้งในช่วงวิกฤติ Covid และช่วงการประกาศภาษี Reciprocal tariff บ่งชี้ว่า หากประมาณการ EPS ในตลาดไม่ได้ปรับลดลงไปกว่าระดับ 90.5 บาท ดัชนี SET จะสามารถยืนเหนือระดับ 1000 จุดนี้ได้

ทั้งนี้ รายละเอียดการคำนวณดัชนีจุดต่ำสุด (Trough) ของเรามีดังนี้

1) การใช้ระดับ -1SD band ของ SET Forward PE ตั้งแต่ปี 2006 ซึ่งวิธีนี้เป็นวิธีเดียวกันกับที่เราเคยใช้หา Downside ของดัชนี SET ที่ 970 จุดในช่วงวิกฤติ Covid ปี 2020 และยังเป็นระดับที่ดัชนีเคยลงไปทดสอบ 3 รอบ ในช่วงปี 2010, 2011, และ 2014 (Greece default / European debt crisis / China & EM Concerns) โดยปัจจุบันค่าดังกล่าวอยู่ที่บริเวณ 11.06x (Figure 12) หากนำตัวเลขดังกล่าวมาคูณกับ 2025E EPS จาก Bloomberg consensus ที่ปัจจุบันอยู่ที่ราว 91 บาท จะได้ระดับดัชนี SET ผลลัพธ์ที่ 1006 จุด

2) การใช้ระดับจุดต่ำสุด Intraday-low ของ Forward PE ที่เคยเกิดขึ้นในช่วง Covid วันที่ 13 มีนาคม 2020 ซึ่ง ณ วันนั้นมีค่าอยู่ที่ 11.23x หากนำตัวเลขดังกล่าวมาคูณกับ 2025E EPS จาก Bloomberg consensus ที่ปัจจุบันอยู่ที่ราว 91 บาท จะได้ระดับดัชนี SET ผลลัพธ์ที่ 1022 จุด

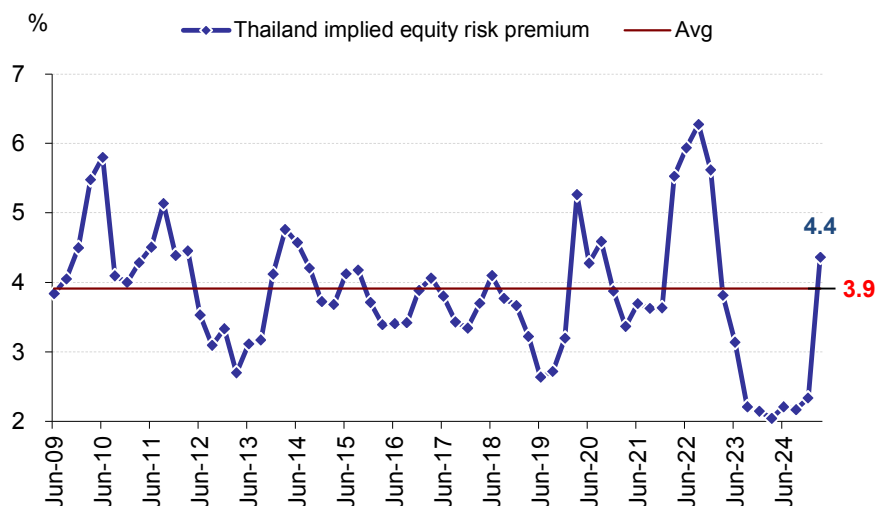
Figure 9. ระดับ SET Index ที่เหมาะสมในแต่ละกรณีตามวิธี PE Model ของเรา

Case	Multiple at 1.50% RP	2025E EPS (latest from BB)	Fair SET (Current)	Upside / Downside
Base	14.0x Fwd PE	91 baht	1274	+18.0%
Conservative	13.0x Fwd PE	91 baht	1183	+9.5%

Note: Upside / Downside are calculated base on SET Index at 1080

Source: Trinity Research

Figure 10. Implied Equity Risk Premium (ERP) ของตลาดหุ้นไทยล่าสุด ขึ้นมาขึ้นเหนือค่าเฉลี่ยได้เป็นครั้งแรกนับตั้งแต่ปี 2022



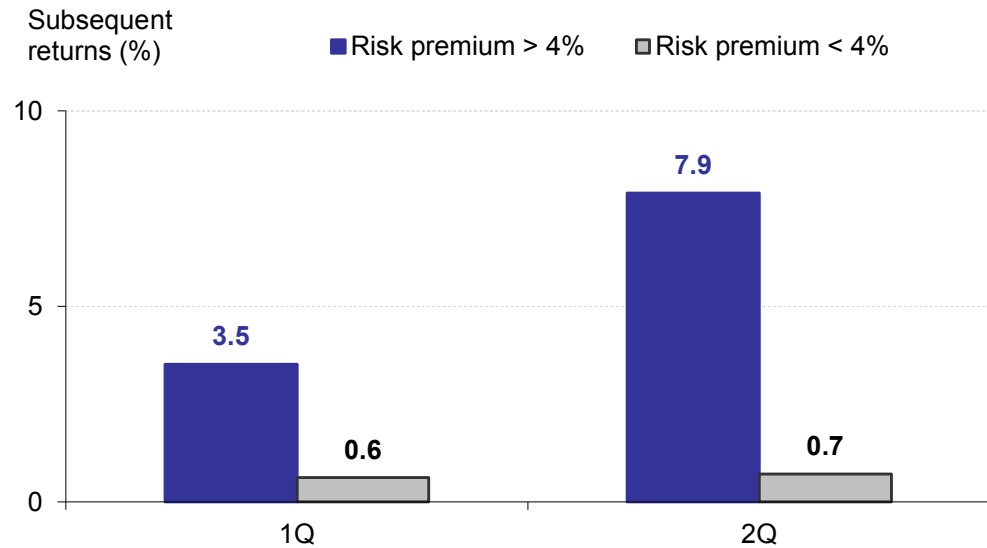
Note: Data as of 20 June 2025

Sources: SET, Bloomberg, 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

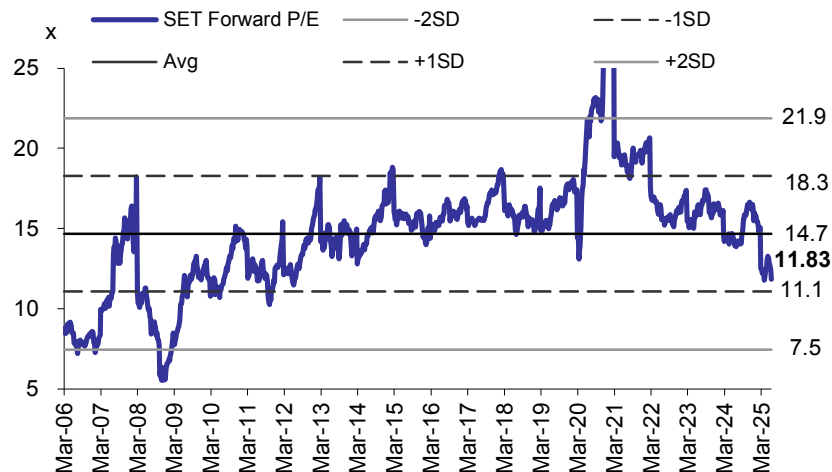
Figure 11. การลงทุนตลาดหุ้นไทยในช่วงที่ Implied ERP สูงกว่า 4% มักให้ผลตอบแทนเฉลี่ยช่วง 1-2 ไตรมาสข้างหน้าในเกณฑ์ดี



Note: Data as of 1Q25

Sources: SET, Bloomberg, Trinity Research

Figure 12. SET forward PE band ตั้งแต่ปี 2006



Note: Data as of 27 June 2025

Source: Trinity Research

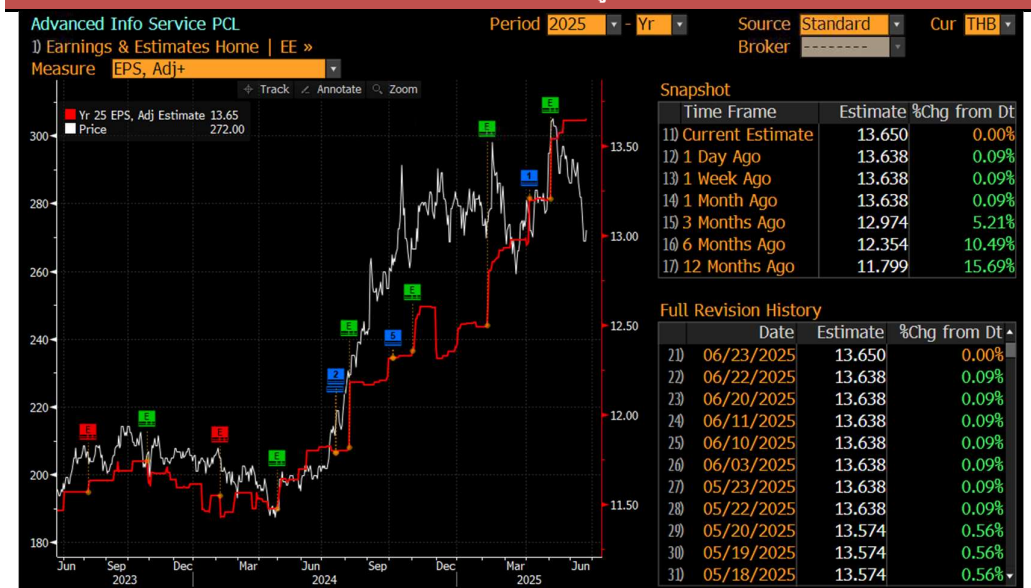
บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด เลขที่ 1 อาคารพาร์ค สยาม ชั้น 22 และห้อง 2301 ชั้น 23 ถนนคอนแวนต์ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่าง ๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

กลยุทธ์การลงทุนและกลุ่มหุ้นแนะนำ

จากมุมมองข้างต้นที่เราประเมินว่าในไตรมาสที่ 3 นี้ SET Index จะมีทั้งกรอบ Upside และ Downside ที่จำกัด ทำให้ดูเหมือนว่าตลาดหุ้นไทยจะยังเป็นตลาดที่เหมาะสมกับการ Trading เก่งกำไรต่อไป โดยใช้กลยุทธ์ “ขึ้นขาย - ลงซื้อ” ตามกรอบดัชนีแนวด้าน-แนวรับที่กำหนดไว้สำหรับกลุ่มหุ้นแนะนำประจำไตรมาสนี้ จากสมมติฐานหลักของเราที่ประเมินว่าจะไม่มีอุบัติเหตุทางการเมืองเกิดขึ้น และพ.ร.บ.งบประมาณปี 2569 น่าจะผ่านการพิจารณาไปได้ตาม Timeline เดิม ทำให้เราชื่นชอบกลุ่มหุ้น Domestic ที่ตกลงมาแรง แต่เพื่อความปลอดภัย จึงแนะนำ Selective ไปยังกลุ่มที่มีคุณลักษณะ Defensive ไว้ก่อน ไม่ว่าจะเป็น กลุ่มสื่อสาร โรงพยาบาล ค้าปลีกจำเป็น และโรงไฟฟ้าเป็นต้น ทั้งนี้ เราขอเลือกผู้เล่นในแต่ละกลุ่มที่เป็น Big player ซึ่งครอง Market share ในระดับสูง มี Valuation ปัจจุบันอยู่ในโซนต่ำ นอกจากนั้น บางตัวยังเห็นการปรับเพิ่มประมาณการกำไรสวนทางกับตลาด และมี Upside potential จากราคาเป้าหมาย Consensus สูงสุดใกล้เคียงกับระดับประวัติการณ์อีกด้วย โดยสรุป หุ้น Top pick ที่เราเลือกมาสำหรับการลงทุนประจำไตรมาส 3 นี้ได้แก่ ADVANC, BDMS, CPALL และ GULF (Figure 13-16)

Figure 13. ADVANC: โหมเมนต์การปรับประมาณการกำไรอยู่ในทิศทางที่ดี

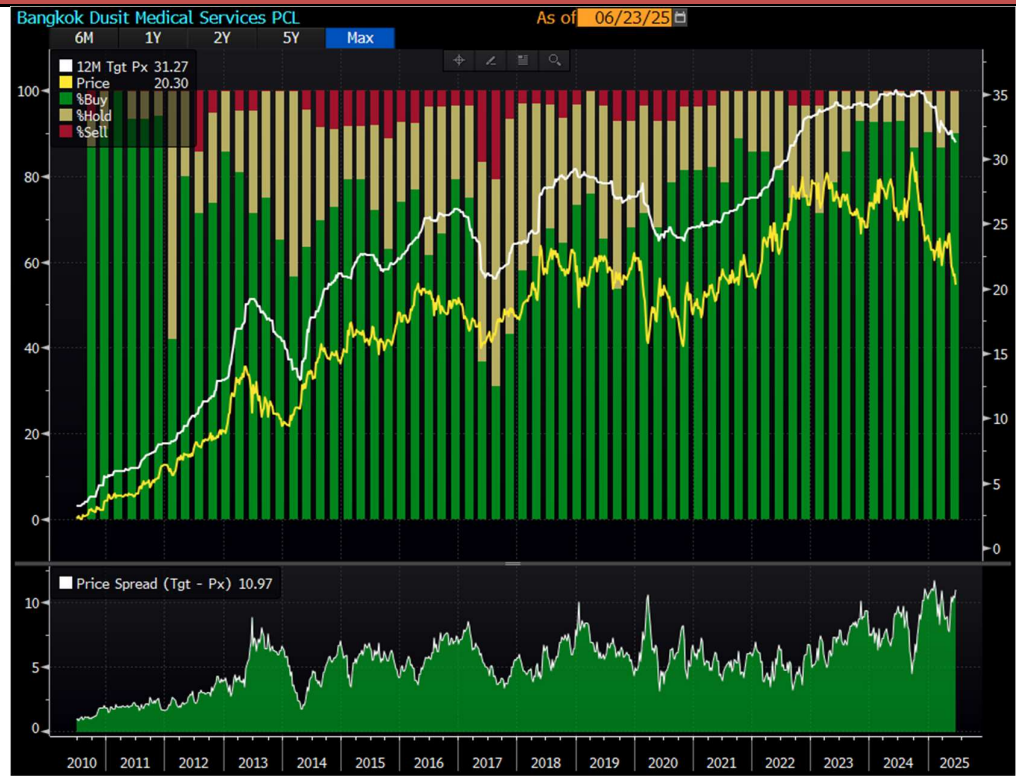


Source: Bloomberg

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

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ตรีดี จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่าง ๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

Figure 14. BDMS: Upside potential (Target price – Current price) อยู่ใกล้เคียงจุดสูงสุดเป็นประวัติการณ์



Source: Bloomberg

Figure 15. CPALL: โมเมนตัมการปรับประมาณการกำไรอยู่ในทิศทางที่ดี

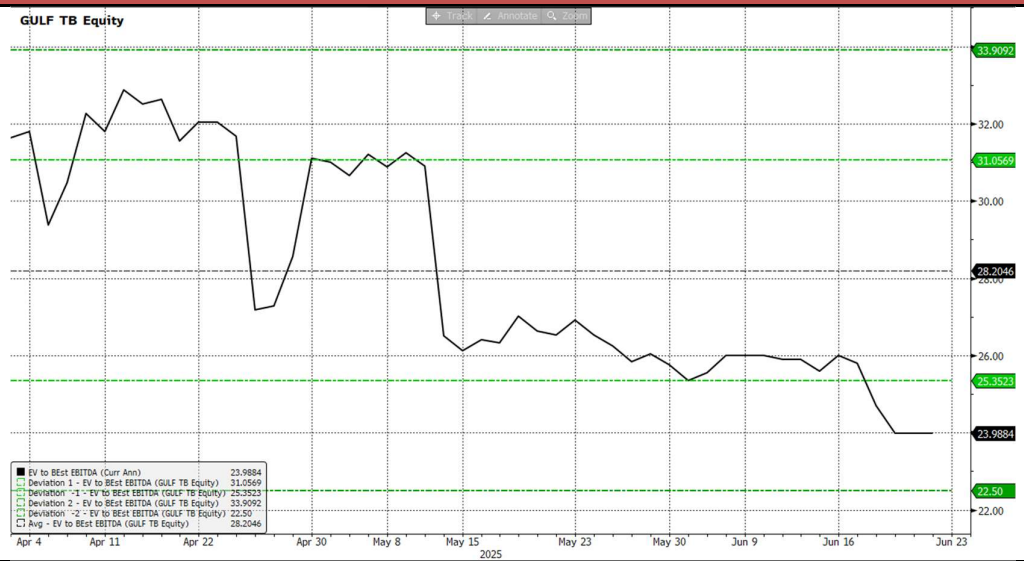


Source: Bloomberg

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

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ตรีดี จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่าง ๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใด ๆ ที่ปรากฏในรายงาน

Figure 16. GULF: Valuation อยู่ต่ำกว่าระดับ -1SD จากค่าเฉลี่ยแล้ว



Source: Bloomberg

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

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่าง ๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้นำมาหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ 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 และได้มีการใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน 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 และได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน

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 ผู้จัดทำของฉบับนี้ไม่มีการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการแต่อย่างใด ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการแนะนำหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน