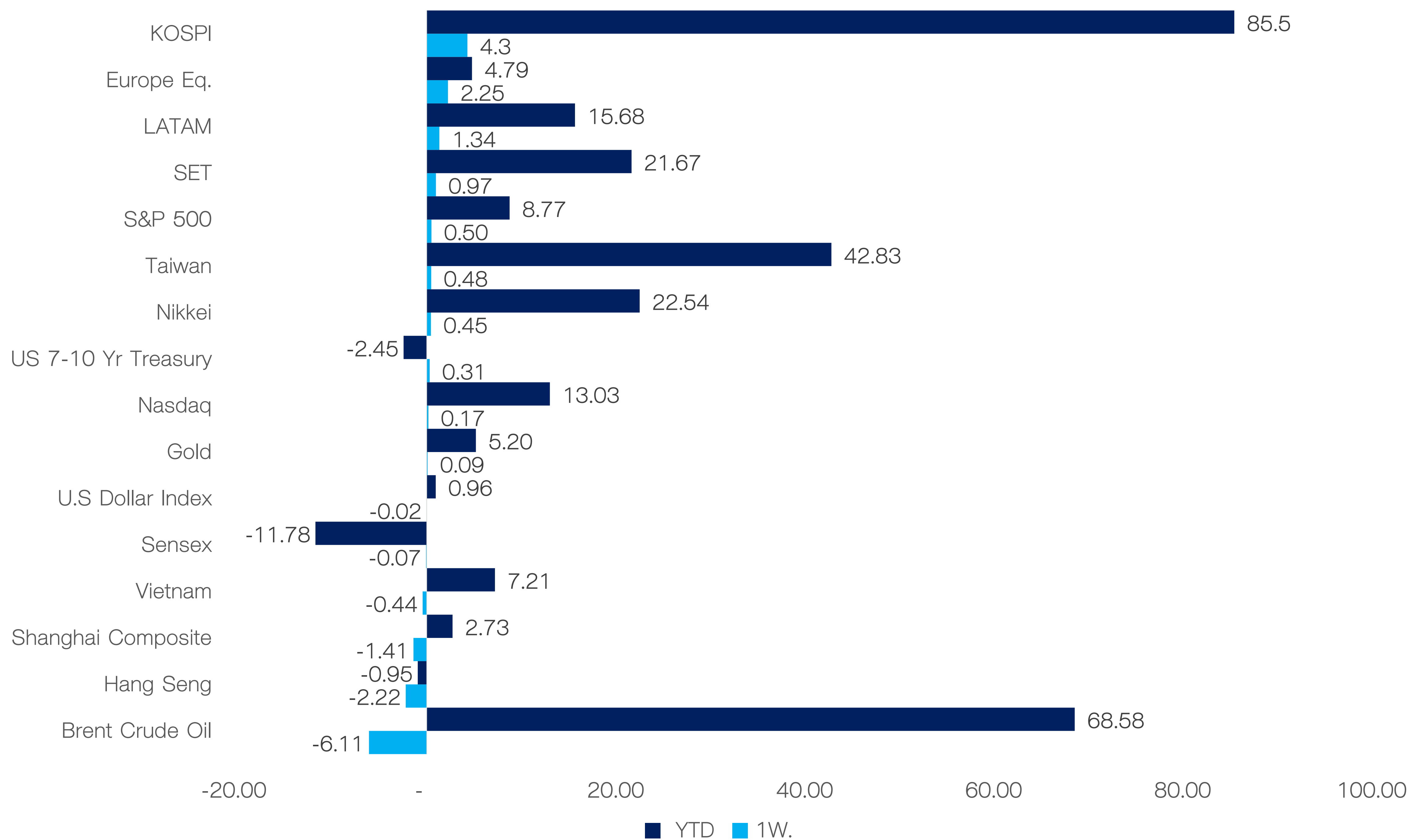




THE HYPERSCALERS HOPE?

- ผลประกอบการของกลุ่ม Hyperscalers เช่น Alphabet และ Amazon เติบโตอย่างโดดเด่นในช่วง 1Q26 จนผลักดันราคาหุ้นขึ้นแรง เนื่องจากตลาดได้ “Price in” ความคาดหวังด้านกำไรไปล่วงหน้าแล้ว อย่างไรก็ตาม รายได้ที่เติบโตแรงส่วนหนึ่งไม่ได้มาจากธุรกิจหลัก แต่เป็น “กำไรทางบัญชี” จากการตีมูลค่าการลงทุนในบริษัท AI (Other Income) ซึ่งยังไม่ใช้เงินสดจริง ทำให้ภาพกำไรดูดีเกินจริง หากตัดส่วนนี้ออกไป กำไรจากการดำเนินงานเติบโตเพียงราว 30%YoY ใกล้เคียงกับปีก่อน นอกจากนี้กระแสเงินสดจากการดำเนินงานส่วนใหญ่ถูกนำไปใช้ลงทุนใน Capex เกือบทั้งหมด ส่งผลให้เงินเหลือสำหรับการซื้อหุ้นคืนมีจำกัด และเมื่อรวมกับ Bond Yield สหรัฐฯ ที่อยู่ในระดับสูง (~4.6%) ก็มีแนวโน้มกดดันความสามารถในการทำกำไรในอนาคต
- Goldman Sachs คาดว่าในปี 2027 กระแสเงินสดจากการดำเนินงานอาจไม่เพียงพอต่อการลงทุน Capex หากยังคงเร่งลงทุนในระดับเดิม บริษัทอาจต้องกู้เงินเพิ่ม แม้ปัจจุบันโครงสร้างหนี้ยังแข็งแกร่ง (Net Debt/EBIT ต่ำเพียง ~0.3 เท่า) จึงยังมีศักยภาพกู้ได้อีก แต่ความเสี่ยงจะไปอยู่ที่กลุ่ม Supply Chain เช่น Semiconductor และ Memory ที่อาจเผชิญ Bullwhip Effect เมื่อการลงทุนชะลอ ทำให้รายได้ที่เคยรับรู้ล่วงหน้าเริ่มสะท้อนการชะลอตัวของ Backlog และนำไปสู่การปรับฐานของราคาได้ ดังนั้นจึงควรระมัดระวังและควบคุมสัดส่วนการลงทุน โดยเฉพาะในหุ้นต้นน้ำและกลางน้ำของห่วงโซ่ AI ที่มีความอ่อนไหวต่อวัฏจักรการลงทุนสูง

ASSET IN REVIEW



Source : Bloomberg , LH Bank Advisory, as of 21 May 2026

MARKET EVENT

| DATE | COUNTRIES | MAJOR EVENTS | CONSENSUS | PREVIOUS |
|-----------|-----------|----------------------------------|-----------|----------|
| 26-May-26 | US | CB Consumer Confidence (May) | | 92.8 |
| 27-May-26 | US | ADP Employment Change Weekly | | 1.3% |
| 28-May-26 | US | API Weekly Crude Oil Stock | | -9.100M |
| | | Core PCE Price Index (YoY) (Apr) | | 3.2% |
| | | GDP (QoQ) (Q1) | | 2.0% |
| | | PCE Price index (YoY) (Apr) | | 3.5% |
| 29-May-26 | Japan | Tokyo Core CPI (YoY) (May) | | 1.5% |
| | UK | Nationwide HPI (YoY) (May) | | 3.0% |
| | | Goods Trade Balance (Apr) | | -87.45B |
| | US | Chicago PMI (May) | | 49.2 |

ผลกระทบต่อ Hyper-scalers เติบโตอย่างก้าวกระโดด แต่เต็มไปด้วยความคาดหวัง

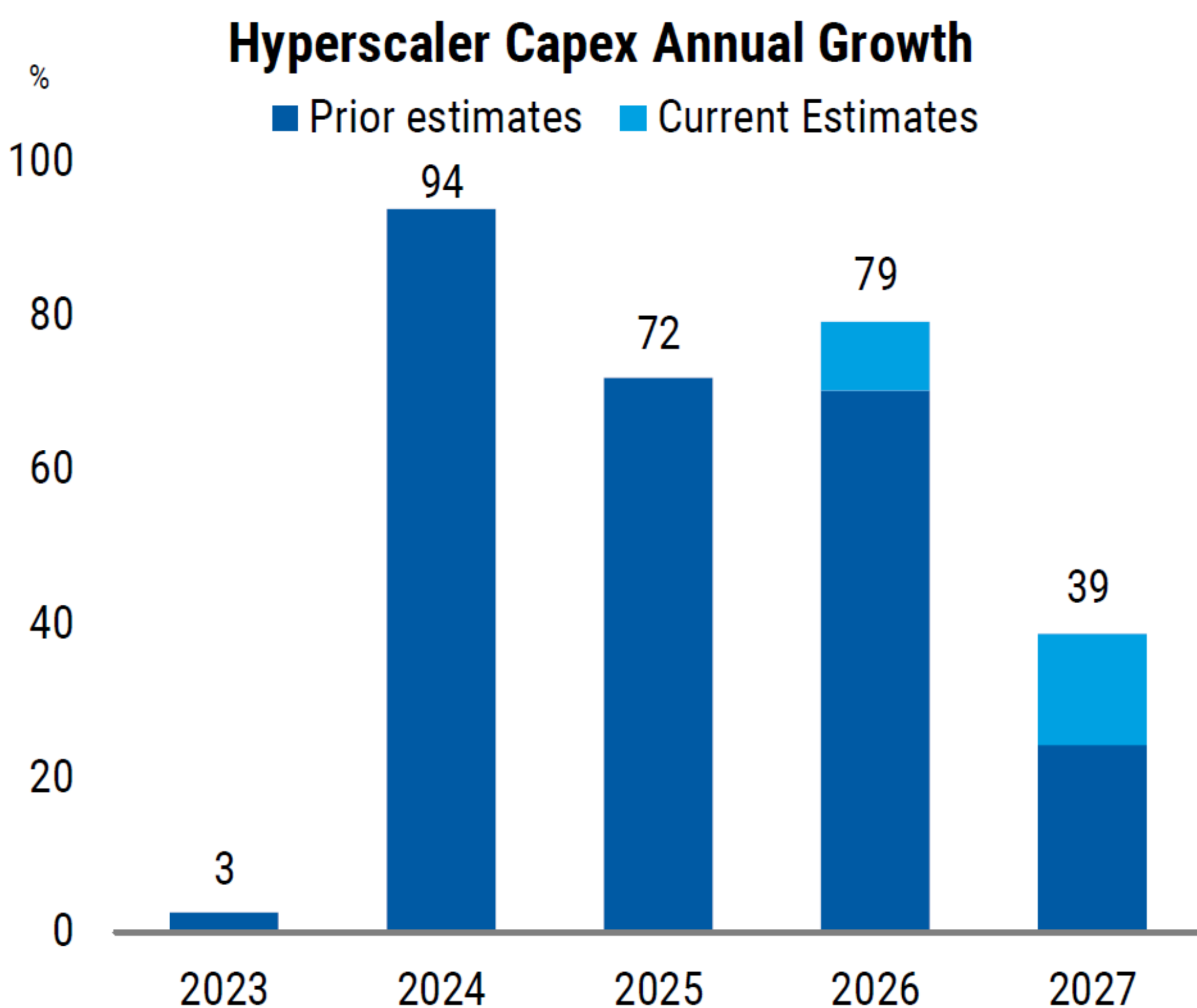
ช่วงที่ผ่านมาตลาดหุ้นได้ Price In เรื่อง Earnings Hope ใน 1Q26 ไปพอสมควรแล้ว โดยราคาหุ้นในกลุ่ม AI-Related ได้พุ่งขึ้นอย่างก้าวกระโดด อย่าง Global X Artificial Intelligence & Technology ETF (AIQ ETF) พุ่งขึ้นกว่า 70%YoY หรือหุ้นเทคโนโลยีขนาดใหญ่ อย่าง Alphabet และ Amazon ปรับตัวขึ้นกว่า 100%YoY และ 70%YoY ตามลำดับ หลังจากที่ Earnings ออกมาเติบโตกว่า 80%YoY ซึ่งดูเหมือนจะสมเหตุสมผล อย่างไรก็ตาม วิกฤติทาง LH Bank Advisory ประเมินว่าผลกระทบที่ประกาศออกมานั้น มีความคาดมากกว่าที่นักลงทุนประเมินไว้ ด้วยปัจจัยดังต่อไปนี้

- **กำไรที่รับรู้ส่วนใหญ่มาจากรายได้อื่นๆ (Other Income)** ซึ่งผลประกอบการ 1Q26 ของหุ้น Alphabet และ Amazon เมื่อพิจารณาจากงบกระแสเงินสด พบว่ากำไรเติบโตขึ้นอย่างร้อนแรง แต่สัดส่วนรายได้กว่า 30% มาจากรายได้อื่นๆ (Other Income) ซึ่งเกิดจากการบันทึกกำไรทางบัญชี จากการตีมูลค่าของบริษัท Private Equity ด้าน AI ที่เข้าไปลงทุน โดยที่ยังไม่มีกระแสเงินสดเข้ามาจริง ซึ่งเมื่อตัดรายได้ส่วนนี้ออกไป พบว่ากำไรจากการดำเนินงานเติบโตขึ้นเพียง 30%YoY เท่านั้น ซึ่งใกล้เคียงกับการเติบโตในปี 2025
- **อีกทั้งกระแสเงินสดจากการดำเนินการส่วนใหญ่นำไปลงทุนในงบ Capex** ซึ่งในปี 2026 งบลงทุน Capex ของกลุ่มหุ้นเทคโนโลยีรายใหญ่จะใช้เงินเกือบ 100% ของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานทั้งหมด ทำให้แทบไม่มีเงินเหลือพอที่จะซื้อหุ้นคืน เว้นแต่ว่าจะลดงบลงทุนลงอย่างรวดเร็ว, ดึงเงินสดสำรองออกมาใช้, หรือยอมกู้หนี้เพิ่มขึ้นจำนวนมาก ซึ่งด้วยงบลงทุนที่มากขึ้นในขณะนี้ ด้วย Bond Yield 10 ปี ของสหรัฐฯ เติบโตมาอยู่ในระดับ 4.6% นั้นมีแนวโน้มที่จะกดดันความสามารถในการทำกำไร ทั้ง ROE และ ROA ได้ในอนาคต
- **สอดคล้องกับ Goldman Sach คาดว่าในปี 2027 กำไรจากการดำเนินงานอาจไม่เพียงพอต่อการลงทุนในงบ CapEx** ซึ่งหากรักษาระดับการลงทุนไว้ในระดับเดิม รายได้จากการดำเนินงานจะไม่เพียงพอต่อการทำ Capex นั้นหมายถึงบริษัทจำเป็นต้องกู้เงินเพิ่ม หากบริษัทเทคโนโลยีขนาดใหญ่ต้องการรักษาระดับการลงทุนในปี 2027 ให้ได้เท่ากับปี 2026 พวกเขาจะต้องใช้เงินลงทุนสูงถึง 1.4 ล้านล้านดอลลาร์ แต่ตลาดคาดการณ์ว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานของพวกเขาจะมีเพียง 9.8 แสนล้านดอลลาร์เท่านั้น หากไม่มีการปรับเพิ่มรายได้และกระแสเงินสดอย่างรุนแรง บริษัทเหล่านี้จะต้องกู้หนี้เพิ่มขึ้นถึง 4 แสนล้านดอลลาร์ ด้วยเหตุนี้ Goldman Sachs จึงคาดว่าในที่สุดแล้ว อัตราการเติบโตของงบลงทุนของกลุ่มนี้จะต้องชะลอตัวลงในปี 2027

อย่างไรก็ตามกลุ่ม Hyper-scalers มีสัดส่วนการกู้ที่ค่อนข้างต่ำมาก เมื่อเทียบกับสัดส่วนหนี้สุทธิต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี แล้วอยู่ที่ระดับต่ำมากเพียง 0.3 เท่า ซึ่งแสดงว่ายังมีความสามารถที่จะกู้เงินเพิ่มได้อีก ดังนั้นแม้จะมีการกู้เงินเพิ่มเติมอาจไม่ส่งผลกระทบต่องบการเงินของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ ต่างกับกับกลุ่มที่อยู่ในห่วงโซ่อุปทาน อย่างกลุ่ม Semiconductor หรือ Memory ที่ได้รับผลกระทบจาก Bullwhip Effect เมื่อ Capex ไม่ได้เพิ่มในระดับเดิม ซึ่งกลุ่มเหล่านี้ที่รับรู้รายได้ล่วงหน้าไปแล้ว จะส่งผลให้ราคาเริ่มกลับมา Price In ในส่วนของ Backlog ที่จะชะลอตัวลง ซึ่งมีโอกาสเกิดการปรับฐานได้ในที่สุด จึงแนะนำให้ควบคุมสัดส่วนการลงทุนในหุ้น Supply Chain ของกลุ่ม AI โดยเฉพาะกลุ่มต้นน้ำ และกลุ่มกลางน้ำ

FIGURE 1

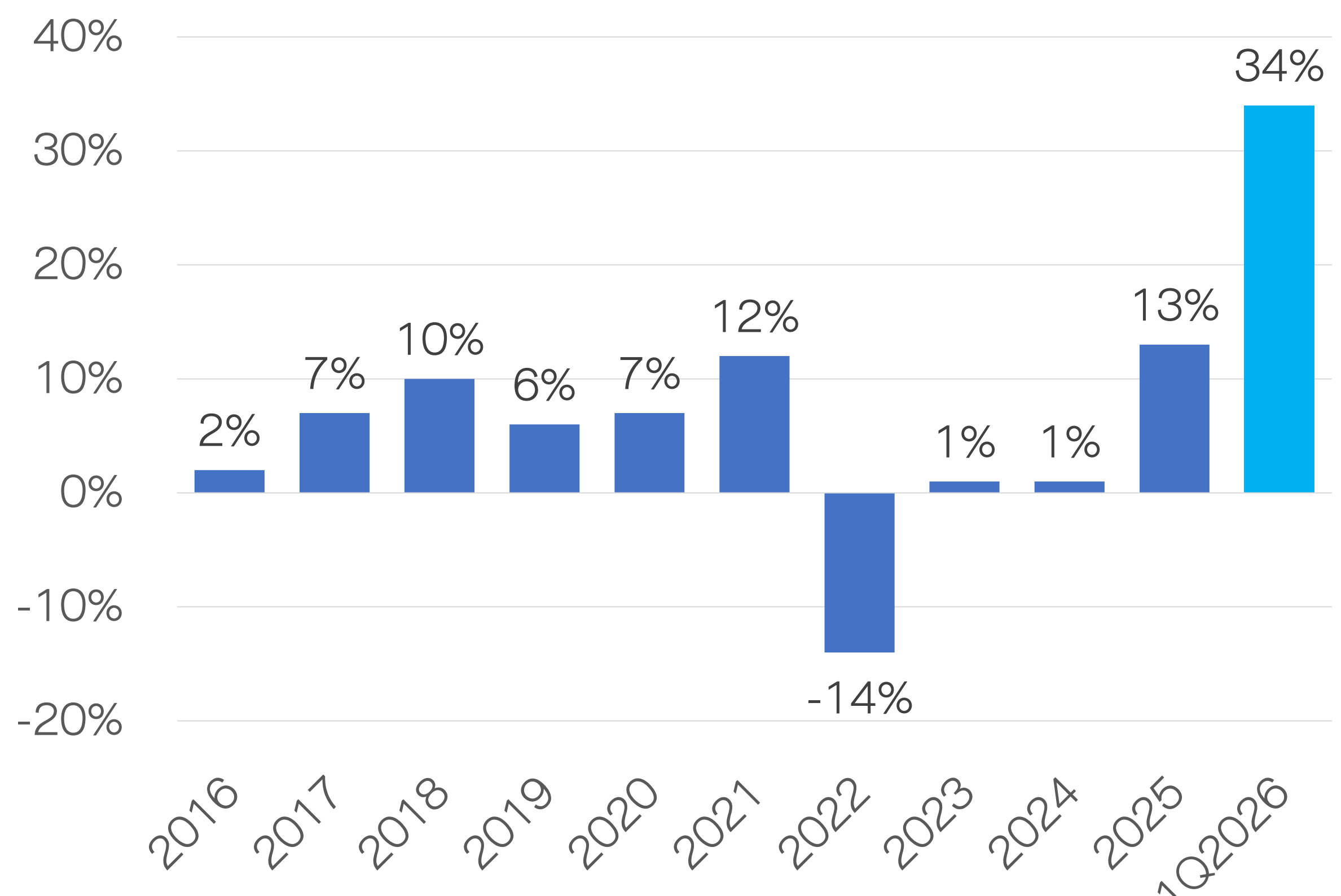
Level versus growth rate: The growth rate of hyperscaler capex is expected to slow in 2027



Source: BEA, Morgan Stanley Research, LH Bank Advisory

FIGURE 2

AI Hyperscalers "Other Income" as contribution of total net income



Source: JPMorgan, Bloomberg, LH Bank Advisory

MARKET RECOMMENDATION

EQUITY

| | | |
|----------------------|--|---|
| <p>US</p> | <p>ONE-ELITE 11 KKP EWUS500-UH</p> | <p>การปรับขึ้นทำจุดสูงสุดใหม่ของดัชนี S&P 500 และ Nasdaq ในช่วงก่อนหน้าเริ่มเผชิญกับบททดสอบสำคัญจากภาวะแวดล้อมทางการเงินที่ตึงตัวขึ้นอย่างรวดเร็ว โดยอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปีที่ขยับขึ้นแตะระดับ 4.66% ส่งผลให้กดดันการลงทุนในหุ้นกลุ่มเติบโต แม้ผลประกอบการไตรมาสแรกของ Nvidia จะรายงานรายได้สูงเกินคาด แต่การแกว่งตัวของราคาหุ้นหลังการรายงานผลประกอบการชี้ให้เห็นว่านักลงทุนเริ่มมองข้ามผลกำไรระยะสั้น LH Bank Advisory แนะนำกลยุทธ์ Buy on Dip</p> |
| <p>Europe</p> | <p>ONE-EUROPE ES-EG</p> | |

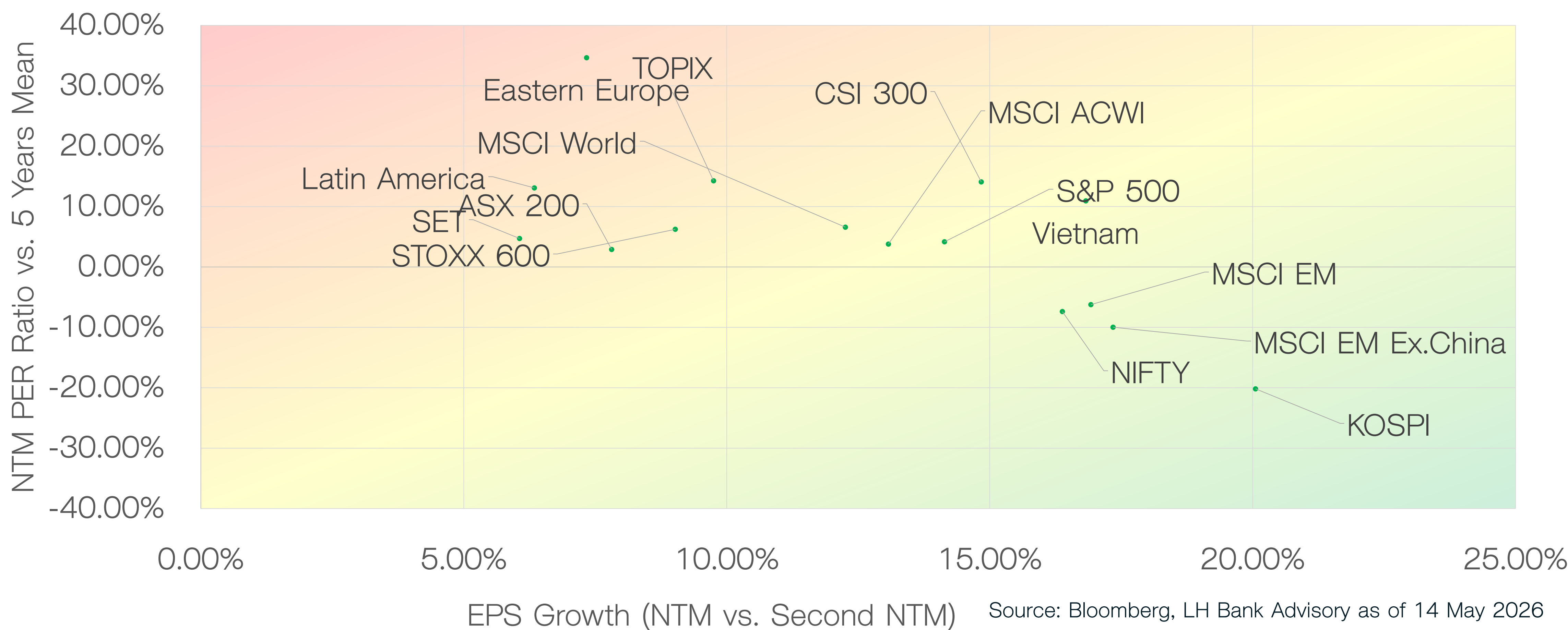
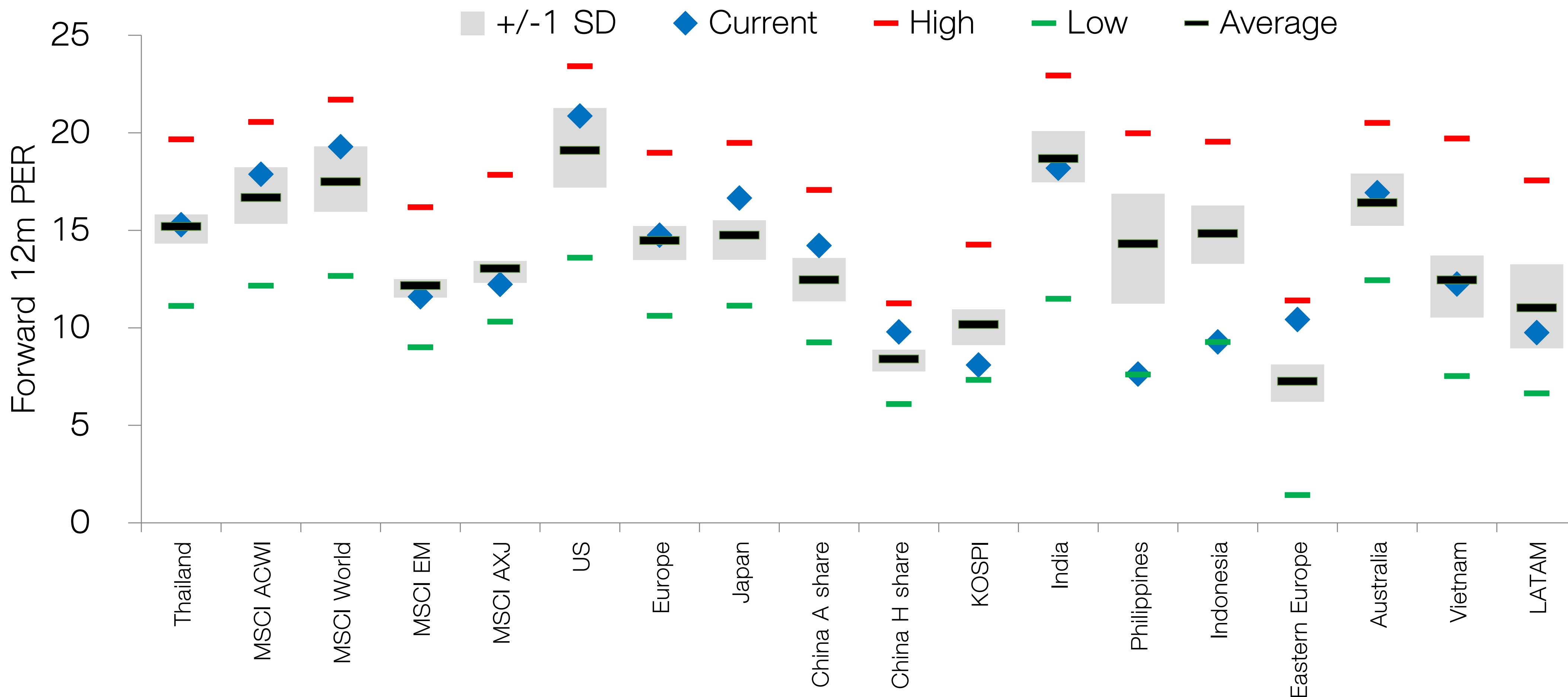
FIXED INCOME

| | | |
|-----------------------------|---|--|
| <p>Domestic Bond</p> | <p>KKP PLUS KFAFIXED</p> | <p>Bond Yield 10 ปีของไทย อยู่ในระดับ 2.39% เนื่องจากสถานการณ์ความตึงเครียดในตะวันออกกลางเริ่มคลี่คลายมากขึ้น ส่งผลให้คาดการณ์เงินเฟ้อจะเพิ่มขึ้น แต่ไม่รุนแรงนัก อีกทั้งเงินเฟ้อไทยยังคงอยู่ในระดับต่ำ ทำให้ยังไม่ตัดความเป็นไปได้ในการปรับลดอัตราดอกเบี้ยในปีนี้อ่างไรก็ตามแนะนำให้ทยอยสะสมตราสารหนี้ไทย</p> |
| <p>Foreign Bond</p> | <p>LHGIGO PRINCIPAL MYRFI-UH</p> | <p>พันธบัตรสหรัฐฯ 10 ปี อยู่ในระดับ 4.6% จาก Bond Yield เริ่มชะลอตัวลง เนื่องจากความขัดแย้งในบริเวณช่องแคบมีแนวโน้มผ่อนคลายมากขึ้น ส่งผลให้เงินเฟ้อยังไม่ปรับเพิ่มขึ้นแรง แต่มีแนวโน้มที่จะเกิด Mild Stagflation ซึ่งหากลงมาอยู่ในระดับก่อนหน้าที่จะเกิดสงคราม มองว่าตลาดตราสารหนี้ค่อนข้างมี Upside ดังนั้นแนะนำให้ทยอยสะสมตราสารหนี้ระยะยาวทั่วโลก</p> |

ALTERNATIVE ASSET

| | | |
|-----------------------------|--|--|
| <p>Property/REIT</p> | <p>PRINCIPAL GIF MGPROP-AC</p> | <p>ความผันผวนจากดอกเบี้ยทั่วโลกยังคงกดดันกลุ่มนี้ โดยเฉพาะในกลุ่มที่เป็น Office REIT ที่เจอปัญหาความต้องการลดลงขนาดข้างดอกเบี้ยด้วย ให้เป็น Selective โดยเลือกเฉพาะกลุ่มที่ยังได้ประโยชน์ตรงๆ เช่น Industrial REITs หรือ Data Center ที่ยังมีโอกาสเติบโตมากกว่า คงภาพรวมไว้เป็นกลางสำหรับสินทรัพย์ในกลุ่มนี้</p> |
| <p>Gold</p> | <p>SCBGOLDH</p> | <p>Bond Yield เริ่มปรับตัวขึ้น รับเงินเฟ้ออยู่ในระดับสูงหลังการขาดแคลนน้ำมัน ทั้งนี้ในช่วงสั้นแนะนำให้ติดตามราคาทองคำ หากทะลุ 4,700 \$/OZ อาจจะมีโอกาสกลับตัวเป็นขาขึ้น อย่างไรก็ตามยังคงไม่แนะนำในฐานะสินทรัพย์เก็งกำไร และยังคงไม่น่าสนใจ</p> |
| <p>Oil</p> | <p>KT-ENERGY</p> | <p>ท่ามกลางวิกฤต Supply Shock พลังงาน (คลังน้ำมันดิบโลกวูบ 8.5 ล้านบาร์เรล/วัน) สินทรัพย์ต้นน้ำทั้งสองตัวสะท้อนภาพแนวโน้มขาขึ้นในกรอบ Uptrend Channel อย่างชัดเจน โดยการลงทุน Natural gas และน้ำมันเป็นการเก็งกำไรในกรอบซึ่งปัจจุบัน กำลังเหลือ Upside น้อยลงไม่แนะนำให้ไล่ราคา</p> |
| <p>Thematic</p> | <p>LHAI-A ES-GRID</p> | <p>ข่าวการยื่นฟ้องและกำหนดช่วงเวลาเสนอขายที่จะเริ่มช่วงต้นเดือนมิถุนายน จะเป็นแรงส่งเชิงบวก (Positive Sentiment Catalyst) ขนาดใหญ่ต่อกองทุน LHSPACE แนะนำให้ใช้จังหวะนี้ในการทยอยเข้าสะสมเพื่อเกาะกระแสการเติบโตของเศรษฐกิจอวกาศยุคใหม่ที่มี SpaceX เป็นผู้นำร่องในตลาดหุ้น</p> |

MARKET EVENT AND VALUATION



ข้อจำกัดความรับผิดชอบ (Disclaimer)

- การลงทุนมีความเสี่ยง “ผู้ลงทุนต้องทำความเข้าใจลักษณะสินค้า เงื่อนไข ผลตอบแทน และความเสี่ยงก่อนตัดสินใจลงทุน”
- เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยธนาคาร แลนด์ แอนด์ เฮาส์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) ข้อมูลที่ปรากฏในเอกสารนี้มาจากแหล่งข้อมูลที่ธนาคารเห็นว่ามีความน่าเชื่อถือ แต่ไม่อยู่ในวิสัยที่จะสามารถตรวจสอบความถูกต้องได้โดยอิสระธนาคารไม่สามารถให้การรับประกันความถูกต้องหรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าว และอาจรับผิดชอบในความผิดพลาดในการแสดงข้อเท็จจริง หรือข้อมูลที่ผ่านการวิเคราะห์รวมทั้งไม่สามารถรับผิดชอบต่อความเสียหายอันอาจเกิดขึ้นจากการใช้ข้อมูลนี้ของผู้หนึ่งผู้ใด ความเห็นที่แสดงในเอกสารนี้ประกอบด้วยความเห็นในปัจจุบันของ ธนาคาร ซึ่งสามารถเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า
- ธนาคาร มิได้ให้คำปรึกษาด้านบัญชี ภาษี หรือกฎหมาย โดยผู้ลงทุนควรปรึกษาเรื่องดังกล่าวกับที่ปรึกษา และ/หรือ ผู้ให้คำปรึกษาก่อนการตัดสินใจใดๆ ที่เกี่ยวเนื่องกับข้อมูลในเอกสารนี้ ผู้ลงทุนควรพิจารณาว่าการลงทุนดังกล่าวมีความเหมาะสมกับตนเอง และควรได้รับคำปรึกษาจากผู้ให้คำปรึกษาด้านการลงทุนที่ได้รับอนุญาต
- ผลตอบแทนในอดีตมิได้แสดงถึงผลตอบแทนในอนาคต และมูลค่าของเงินลงทุน รวมถึงรายได้จากการลงทุนสามารถลดลงและเพิ่มขึ้นได้ ผลตอบแทนในอนาคตไม่สามารถรับประกันได้ และผู้ลงทุนอาจได้รับเงินคืนน้อยกว่าเงินลงทุนเริ่มแรก แม้กระทั่งในกรณีที่ผลิตภัณฑ์ดังกล่าวเป็นประเภทคุ้มครองเงินต้นก็ตาม เนื่องจากยังคงมีความเสี่ยงที่ผู้ออกตราสารไม่สามารถชำระหนี้บางส่วนหรือทั้งหมดตามสัญญาได้ ความเห็นที่แสดง ณ ที่นี้ เป็นความเห็นปัจจุบันตามวันที่ระบุในเอกสารนี้เท่านั้น
- ไม่มีการรับประกันว่ากลยุทธ์การลงทุนนี้จะมีประสิทธิภาพภายใต้ภาวะตลาดทุกประเภทและผู้ลงทุนแต่ละท่านควรที่จะประเมินความสามารถของตนในการที่จะลงทุนในระยะยาว โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงที่ตลาดปรับตัวลดลง
- ผู้ลงทุนสามารถทำการศึกษาและขอรับข้อมูลสาระสำคัญของกองทุนรวม รวมถึงนโยบายการลงทุน ความเสี่ยง และผลการดำเนินงานย้อนหลังได้จากผู้แนะนำการลงทุน ของธนาคาร
- คำแนะนำข้างต้น มิได้ใช้กับผลิตภัณฑ์ประกันชีวิตควบการลงทุน (Unit Linked Products)