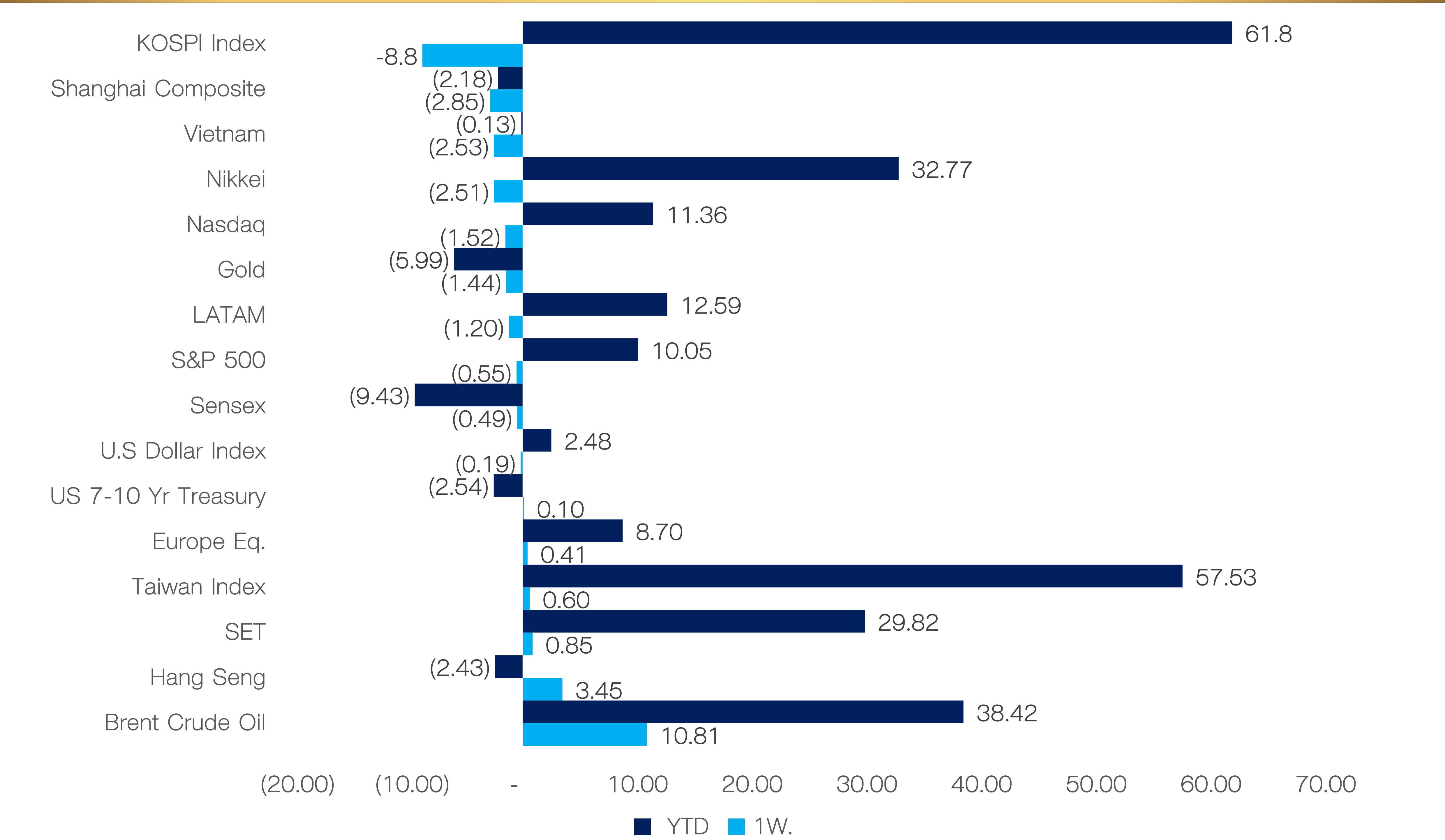


SILENT REVOLUTION

Executive Summary: AI Bubble: Reality Check or History Repeating?

LH Bank Advisory ประเมินว่า การปรับฐานของหุ้นกลุ่ม AI (โดยเฉพาะ Hardware) ไม่ใช่วิกฤตเฉียบพลัน แต่คือ "ความเปราะบางที่ส่งสัญญาณให้ปรับพอร์ต" จากแรงกดดันด้านกระแสเงินสดและมูลค่าหุ้นที่ดิ่งตัวเกินไป

- 3 สัญญาณเตือนสำคัญ 1.วิกฤตกระแสเงินสดอิสระ (FCF) ติดลบ: กลุ่ม Hyperscaler ลงทุนหนักล่วงหน้าแต่รับรู้รายได้ช้า ดัชนีอัตราส่วน CAPEX/OCF ใน Q2/2569 พุ่งแตะ 105.2% และคาดว่าจะสูงถึง 120-122% ในครึ่งปีหลัง 2.หนี้สินพุ่งสวนทางดอกเบี้ยสูง: การออกตราสารหนี้เร่งตัวสู่ 159,000 ล้านดอลลาร์ ท่ามกลางดอกเบี้ย Fed ที่ทรงตัวระดับสูง (คาดสิ้นปี 3.8%) ส่งผลให้ Credit Spread ของกลุ่ม AI กว้างขึ้น 35bps สวนทางตลาด IG โดยรวมที่แคบลง 4bps บีบให้บริษัทต้องทบทวนงบลงทุน 3.สัญญาณ Earnings Bubble ชัดเจน: เม็ดเงินลงทุน AI พุ่งแตะ 1.28% ของ GDP สหรัฐฯ ทะลุจุดสูงสุดยุค Dot-com ดัชนี EV/EBITDA ของดัชนี SOX สู่ 40.8 เท่า (เทียบกับ Operating Margin ที่ต้องโตกระโดดถึง 46% ซึ่งเป็นไปได้ยาก) ชำรอยบทเรียน Cisco ในอดีต
- คำแนะนำการปรับพอร์ต (Portfolio Action) เราคาดว่า Hyperscaler จะเริ่มชะลอลงทุนเพื่อบริหารเงินสด แนะนำกลยุทธ์ "เปลี่ยนผ่านสู่ Real AI Economy" ดังนี้ 1.ทยอยลดน้ำหนักกลุ่ม Hardware และอุปกรณ์ต้นน้ำ ที่ราคาแพงเกินไปจนเผชิญการชะลอคำสั่งซื้อ 2. ย้ายเงินเข้ากลุ่ม Software, Application Layer และองค์กรที่นำ AI ไปสร้างรายได้จริง ซึ่งจะได้ประโยชน์จากต้นทุนฮาร์ดแวร์ที่กำลังจะถูก 3.หากจะลงทุนใน Hyperscaler ให้คัดเฉพาะรายที่ Valuation น่าสนใจ และกระแสเงินสดแข็งแกร่งพอจะทนทานต้นทุนการเงินระดับสูง



Source : Bloomberg , LH Bank Advisory, as of 16 July 2026

DATE	COUNTRIES	MAJOR EVENTS	CONSENSUS	PREVIOUS
20-Jul-26	China	China Loan Prime Rate 5Y (Jul)		3.5%
	German	German PPI (MoM) (Jun)		0.3%
		German PPI (YoY) (Jun)		2.2%
	US	US Leading Index (MoM) (Jun)		0.1
21-Jul-26	UK	Unemployment Rate (May)		4.9%
		Average Earnings Index +Bonus (May)		4,4%
22-Jul-26	South Korea	PPI (YoY) (Jun)		8.5%
		PPI (MoM) (Jun)		0.5%
		PPI Output (MoM) (Jun)		0.5%
23-Jul-26	South Korea	GDP (QoQ) (Q2)		1.8%
		GDP (YoY) (Q2)		3.8%
	Europe	ECB Interest Rate Decision (Jul)		2.4%
		Deposit Facility Rate (Jul)		2.25%
	US	Initial Jobless Claims		215.00K
24-Jul-26	US	S&P Global Manufacturing PMI (Jul)		51.2
		S&P Global Services PMI (Jul)		53.9

AI Bubble: Reality Check or History Repeating?

ทุกครั้งที่ตลาดผันผวนและเกิดแรงเทขายกลุ่มเทคโนโลยี มักตามมาด้วยคำถามว่า “ฟองสบู่ AI กำลังจะแตกหรือไม่?” LH Bank Advisory มองว่าการปรับฐานที่เกิดขึ้นในช่วงนี้ เป็นสัญญาณสะท้อนความกังวลของตลาดต่อหุ้นกลุ่ม AI โดยเฉพาะกลุ่ม Hardware ที่อาจเผชิญกับการชะลอตัวของแผนลงทุนสินทรัพย์ถาวร (CAPEX) จากข้อมูลใน Figure 1 กระแสเงินสดของกลุ่มหุ้น Hyperscaler ได้พลิกกลับเข้าสู่โซนติดลบ จากการแข่งขันดุเดือดเพื่อแย่งชิงความเป็นผู้นำในธุรกิจ Data Center ต้องลงทุนก้อนใหญ่ล่วงหน้าที่สูง แต่ทยอยรับรู้รายได้เพียงทีละเล็กละน้อย ส่งผลให้อัตรากำไรส่วนเงินลงทุนต่อกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CAPEX/OCF) ใน Q2/2026 ที่ 105.2% และประมาณการ Q3-Q4 ที่ 120.5% / 122.8% ตามลำดับ กดดันให้กระแสเงินสดอิสระ (FCF) ติดลบในที่สุด ทำให้จากแผนเดิมที่ใช้เงินสด 80% กู้ยืม 20% ไม่เพียงพอ จึงปรับลดแผนเงินสดลง และเพิ่มส่วนหนี้สิน

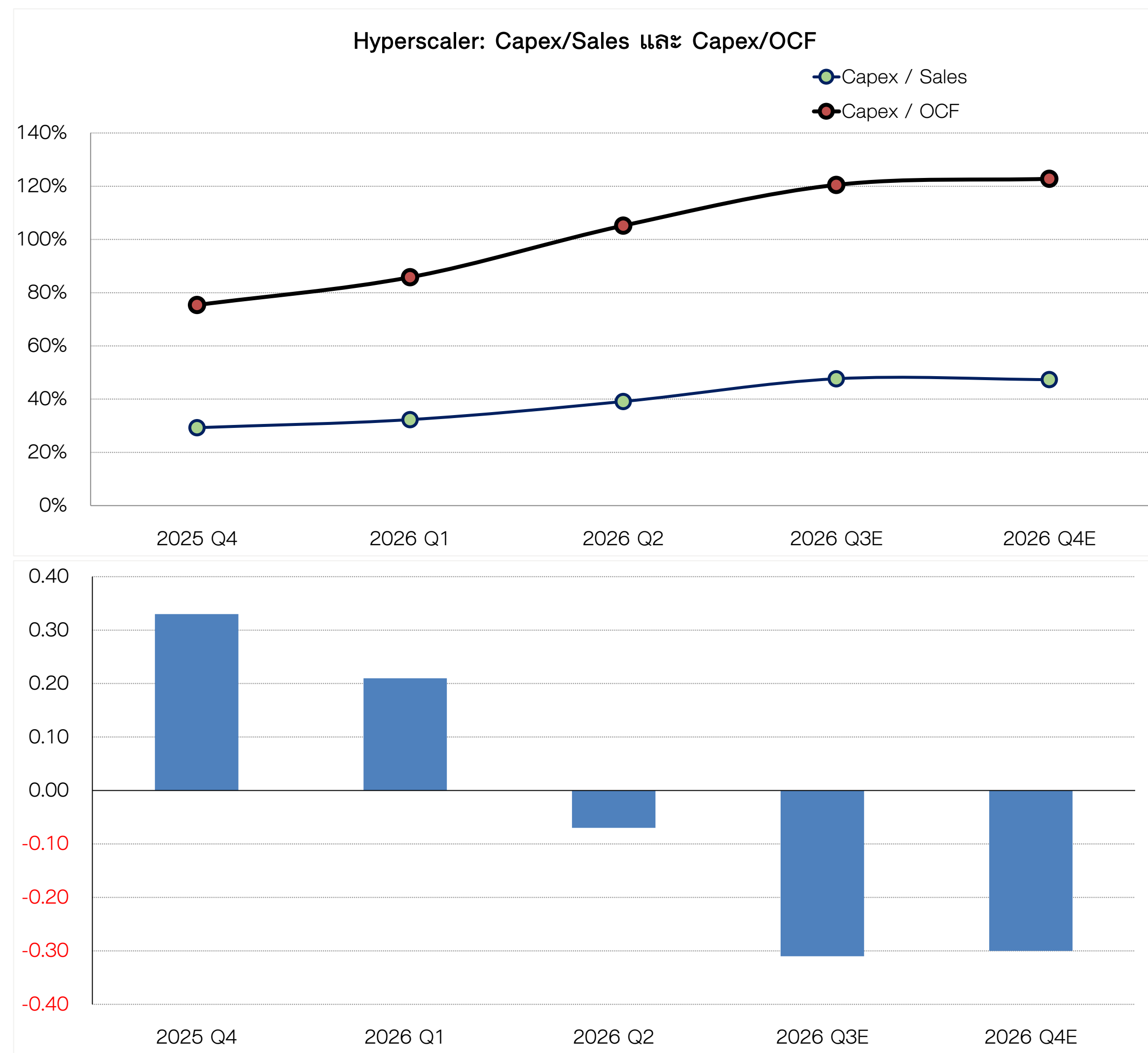
การออกตราสารหนี้ของกลุ่ม Hyperscaler เร่งตัวจากราว 20,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในปี 2025 เป็นราว 159,000 ล้านดอลลาร์ในปี 2026 (Morgan Stanley) ภายใต้ดอกเบี้ยนโยบายกรอบ 3.50-3.75% ที่ Fed คงไว้ต่อเนื่อง 4 การประชุม และล่าสุดปรับประมาณการปลายปีขึ้นจาก 3.4% เป็น 3.8% โดยตลาดเริ่มให้น้ำหนักการ “ขึ้น” มากกว่าลด ผลคือนักลงทุนตราสารหนี้เรียกร้องส่วนชดเชยความเสี่ยง (Credit Spread) ของกลุ่ม AI เพิ่มขึ้นสวนทางอุตสาหกรรมอื่น ในรอบ 1 ปี ต่กร้าตราสารหนี้ผู้นำ AI กว้างขึ้น 35bps ขณะที่ดัชนีตราสารหนี้ IG โดยรวมกลับแคบลง 4bps ทั้งที่กลุ่ม AI มีอันดับเครดิตดีกว่า บริษัทเทคโนโลยี จึงมีแนวโน้มพบทวงงบลงทุนเพื่อรักษาความแข็งแกร่งทางการเงิน

หากย้อนมองวิกฤต Dot-com ปี 1999-2000 การแห่ลงทุนสายไฟเบอร์หลักดันให้ CAPEX พุ่งสู่ 1.1% ของ GDP สหรัฐฯ ก่อนจบด้วยภาวะอุปทานล้นตลาด ขณะที่รอบนี้ เม็ดเงินลงทุน AI เร่งตัวแตะ 1.28% ของ GDP ทะลุจุดสูงสุดในอดีตไปแล้ว ดัชนี EV/EBITDA ของดัชนี SOX พุ่งสู่ 40.8 เท่าใน Q2/2026 ซึ่งระดับนี้จะลดลงเหลือ 21.8 เท่าได้ ก็ต่อเมื่อ Operating Margin ต้องกระโดดจาก 27.7% เป็น 46% เท่านั้น สะท้อนภาวะ Earnings Bubble อย่างชัดเจน ในเวลานั้นบทเรียนจาก Cisco ซึ่งขายอุปกรณ์ Fiber พบว่า แม้บริษัทจะรอดชีวิตและแข็งแกร่งจนถึงปัจจุบัน แต่ช่วงวิกฤตราคากลับดิ่งลงถึง 89% และไม่เคยกลับไปจุดเดิม

LH Bank Advisory มีมุมมองต่างจาก Consensus โดยคาดว่ากลุ่ม Hyperscaler บางรายอาจชะลอการลงทุนเพื่อกลับมาบริหารกระแสเงินสด ซึ่งหากเม็ดเงินลงทุนชะลอตัว โครงสร้างกำไรของอุตสาหกรรมจะเปลี่ยนไปอย่างมีนัยสำคัญสถานการณ์นี้ “**ไม่ใช่การเกิดวิกฤตเฉียบพลัน แต่คือความเปราะบางที่ส่งสัญญาณให้ปรับพอร์ต**” โดยแนะนำให้เปลี่ยนผ่านสู่ “เศรษฐกิจจริงจาก AI (Real AI Economy)” ด้วยการดึงเม็ดเงินไปสู่กลุ่มที่ได้ประโยชน์จากราคา Hardware ที่จะปรับฐานลงในอนาคต ซึ่งจะช่วยลดต้นทุนเทคโนโลยีและสร้างการเติบโตในวงกว้าง เช่นเดียวกับราคาไฟเบอร์ที่ถูกหลงเหลือยุค Dot-com จนกลายเป็นรากฐานให้ YouTube และ Netflix เติบโต ดังนั้นกลยุทธ์หลัก คือ ทยอยลดสัดส่วนกลุ่มฮาร์ดแวร์และอุปกรณ์ต้นน้ำ ที่ความต้องการลดลงหลังราคาของสินค้าทุนนี้สูงเกินกว่า ที่บริษัทผู้ซื้อจะเริ่มชะลอลงทุน หรือหากสนใจลงทุนเพิ่ม ให้เน้นต่อรองราคาเพื่อรอระดับราคาที่เหมาะสม สลับเม็ดเงินเข้าสู่ กลุ่ม Software, Application Layer และองค์กรที่นำ AI ไปสร้างรายได้จริง ทั้งนี้คัดสรร Hyperscaler คุณภาพสูง เลือกเฉพาะรายที่ Valuation น่าสนใจ และมีกระแสเงินสดแข็งแกร่งพอที่จะต้านทานต้นทุนทางการเงินระดับสูงได้

FIGURE 1

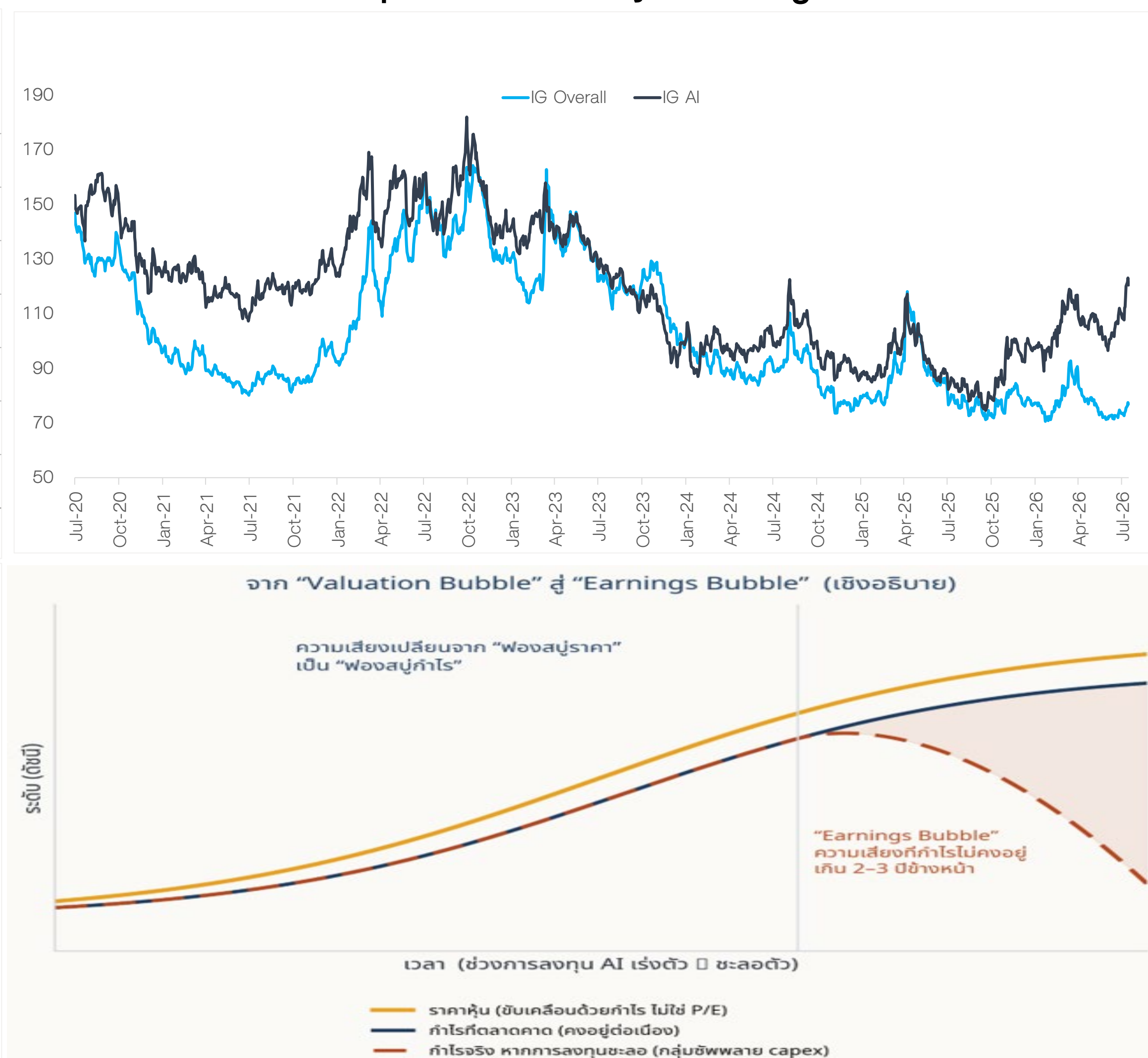
Hyperscaler Capex Breaks Above Operating Cash Flow



Source: Bloomberg, GS, LH Bank Advisory

FIGURE 2

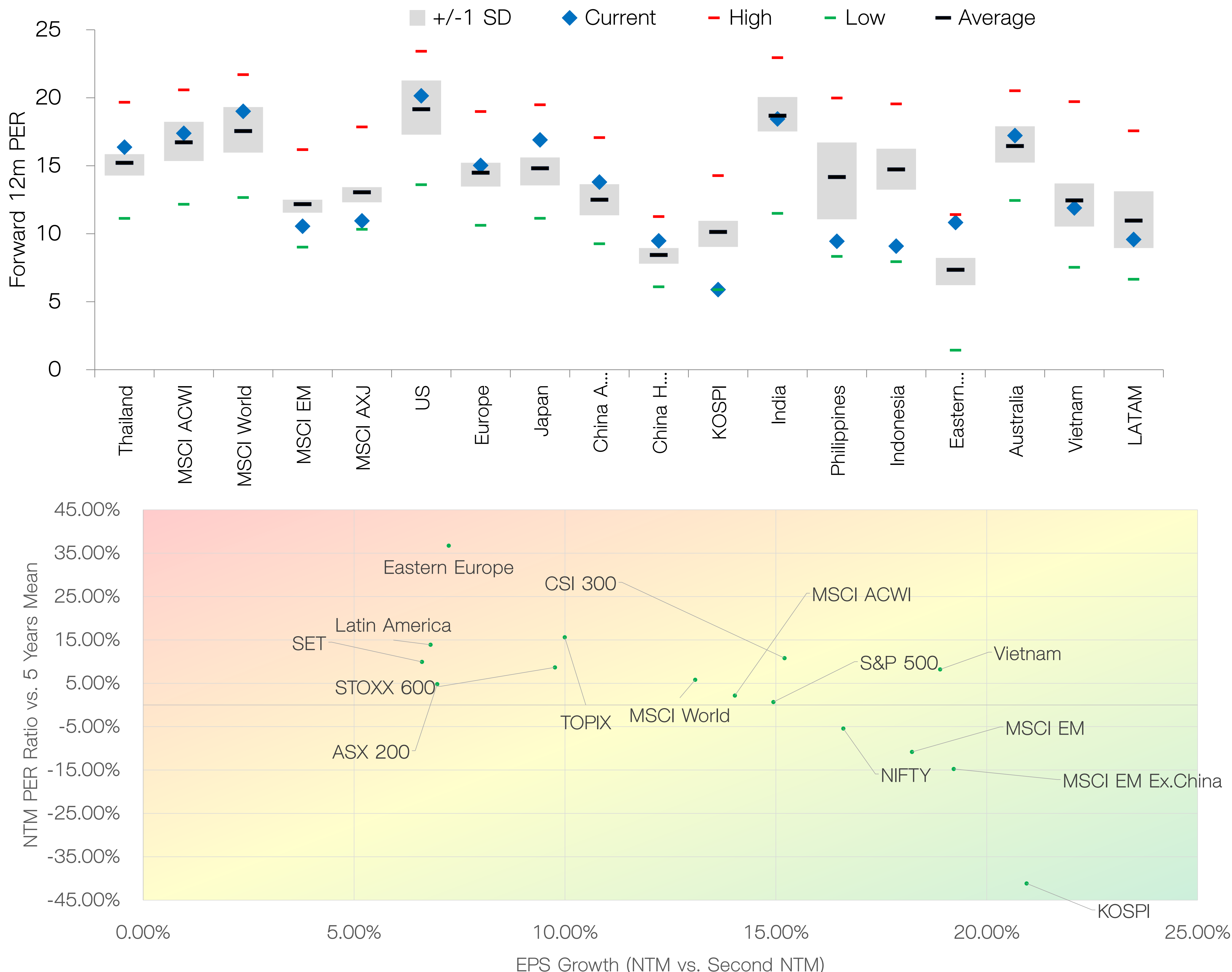
IG AI spreads steadily trending wider



Source: Bloomberg, LH Bank Advisory

ARCH LUMPINI WEEKLY REPORT

MARKET EVENT AND VALUATION



Source: Bloomberg, LH Bank Advisory as of 16 July 2026

ข้อจำกัดความรับผิดชอบ (Disclaimer)

- การลงทุนมีความเสี่ยง “ผู้ลงทุนต้องทำความเข้าใจลักษณะสินค้า เงื่อนไข ผลตอบแทน และความเสี่ยงก่อนตัดสินใจลงทุน”
- เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยธนาคาร แลนด์ แอนด์ เฮาส์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) ข้อมูลที่ปรากฏในเอกสารนี้นำมาจากแหล่งข้อมูลที่ ธนาคารเห็นว่ามีที่น่าเชื่อถือ แต่ไม่อยู่ในวิสัยที่จะสามารถตรวจสอบความถูกต้องได้โดยอิสระธนาคารไม่สามารถให้การรับประกันความถูกต้องหรือสมรรถนะของข้อมูลดังกล่าว 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)