
1Q25: Back to Square One

December 2024

Nuttachart Mekmasin, CFA, FRM
Trinity Securities



Top 10 issues in 1Q25

- 1) No doubt that 2025 will be a challenging year. Trump 2.0 with strong congress backup could anytime lead to a wide-range of extreme policies. Still, we are hopeful that much of the turbulence will not occur during the beginning of his tenure. As a result, 1Q25 could relatively be the best time of year for global equities.
- 2) We calculate an LTF redemption in January to be around 5.5bn baht. Though most taxpayers still suffer to their loss, we believe some of them would like to exit from domestic equity considering a low growth in nature and better alternatives elsewhere. However, effect on the SET Index should be muted as we believe extra liquidity is already prepared by local institutional investors.

Top 10 issues in 1Q25

- 3) In our view, the Trump trade we've experienced so far since after the U.S. election could temporarily dissipate when we are approaching the inauguration date. At that time investors may shift their stance from expectation-induced trades into more of a wait & see mode. This is well documented in 2017 when Trump firstly entered the White House.
- 4) As a result, we could see a shift in fund flows from winning assets post U.S. election such as U.S. equity, Bitcoin and the USD as well as stock styles such as cyclicals and small caps into a more laggard play such as EM equity, defensives, and big caps. Thailand could be back in global investor radar as early as mid-January.

Top 10 issues in 1Q25

- 5) During Trump 1.0 Thai exports looked totally fine and FDI applications spiked in 2019. Fast forward to today, lots of FDI applications and approvals that occurred in the past 2 years should translate to some actual investments in 2025. If truly happens, this should primarily bode well to private investments and earnings of industrial estate stocks.
- 6) Domestic consumption should get along well with rising consumer confidence in 1Q. Main reasons are I) Debt relief program, II) Potential re-emergence of Easy e-receipt, and III) Stabilized politics in the early part of year. Commerce sector remains our top sector pick in this quarter. Most of them are now trading at deep discount from average valuation.

Top 10 issues in 1Q25

- 7) SET Index was back to square one during late 4Q24. A fine-tuning process took place once after domestic institutions; who had been major liquidity supporters, turned into net sellers. Money flows parked in FCD has yet to flow back and foreigners continued to offload Thailand. EPS contraction remained the key hiccup for Thai equity appeal.
- 8) Major problem for SET Index in 2024 is concentration risk. The initiatives by SEC to encourage investors to use free-float (FF) adjusted index as their benchmark; if applied, should lead money flows out of low-float into high-float big caps such as Banking. The initial process of this rotation could be harmful to the SET index in our view.

Top 10 issues in 1Q25

- 9) Our bull-case scenario for SET Index in 2025 is 1560. This is based on key assumptions that the BoT can deliver rate cuts in 2025 by 0.50%. Though index upside looks limited, it might not matter much as we could see a rotation from expensive stocks into cheap ones. In fact, valuation of SET Index (excluding DELTA) looks completely fine.
- 10) We expect THB yield to stay low from institutional investors' hot demand. As a result, bond-liked assets and income stocks such as REITs/IFFs/Utilities should continue to look tempting based on dividend yield gap measures. It is recommended to maintain an overweight position in these securities.

What did not surprise us in 4Q24

- 1) An outperformance of DM especially the U.S. after Donald Trump victory
- 2) Declining THB yields after BoT delivered rate cut in October
- 3) SET upper band is at 1480-1500. Support is at 1370 & 1400
- 4) A fine-tuning process of SET towards EPS
- 5) Net selling from foreign investors

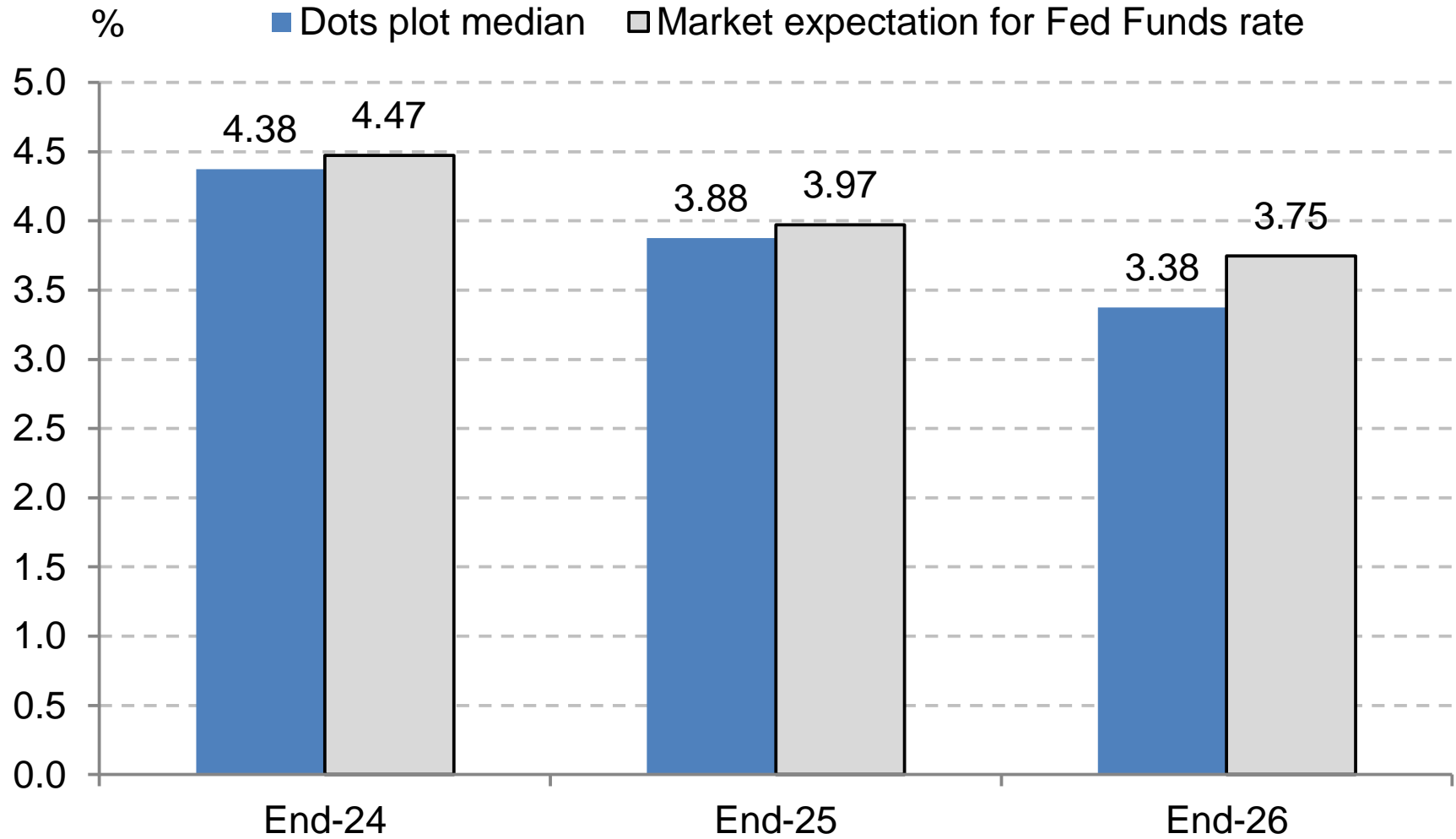
What surprised us so far in 4Q24

- 1) Trump easy victory, which bode well for Trump trade in very early stage
- 2) China getting all-in
- 3) THB yield falling steeper than the UST yield
- 4) A new height in FCD account

What's in the price and what's not

	In the price	Not in the price
Domestic	<ul style="list-style-type: none">- 0.25% BoT rate cut in 2025- CPAXT & CPALL earnings revision	<ul style="list-style-type: none">- Easy E-receipt- Minimum wage hike to 400 baht- Political turmoil
External	<ul style="list-style-type: none">- Trump trade- 0.25-0.50% Fed cut in 2025- 1.00-1.25% ECB cut in 2025- 0.50% BoJ rate hike in 2025	<ul style="list-style-type: none">- Intensifying trade/tech war- Global inflation revival- Geopolitical risks

Due to Trump effect and Fed hawkish cut, market does not seem quite dovish right now – which is good news



Expect LTF redemption in Jan '25 to be around 5.5 billion baht

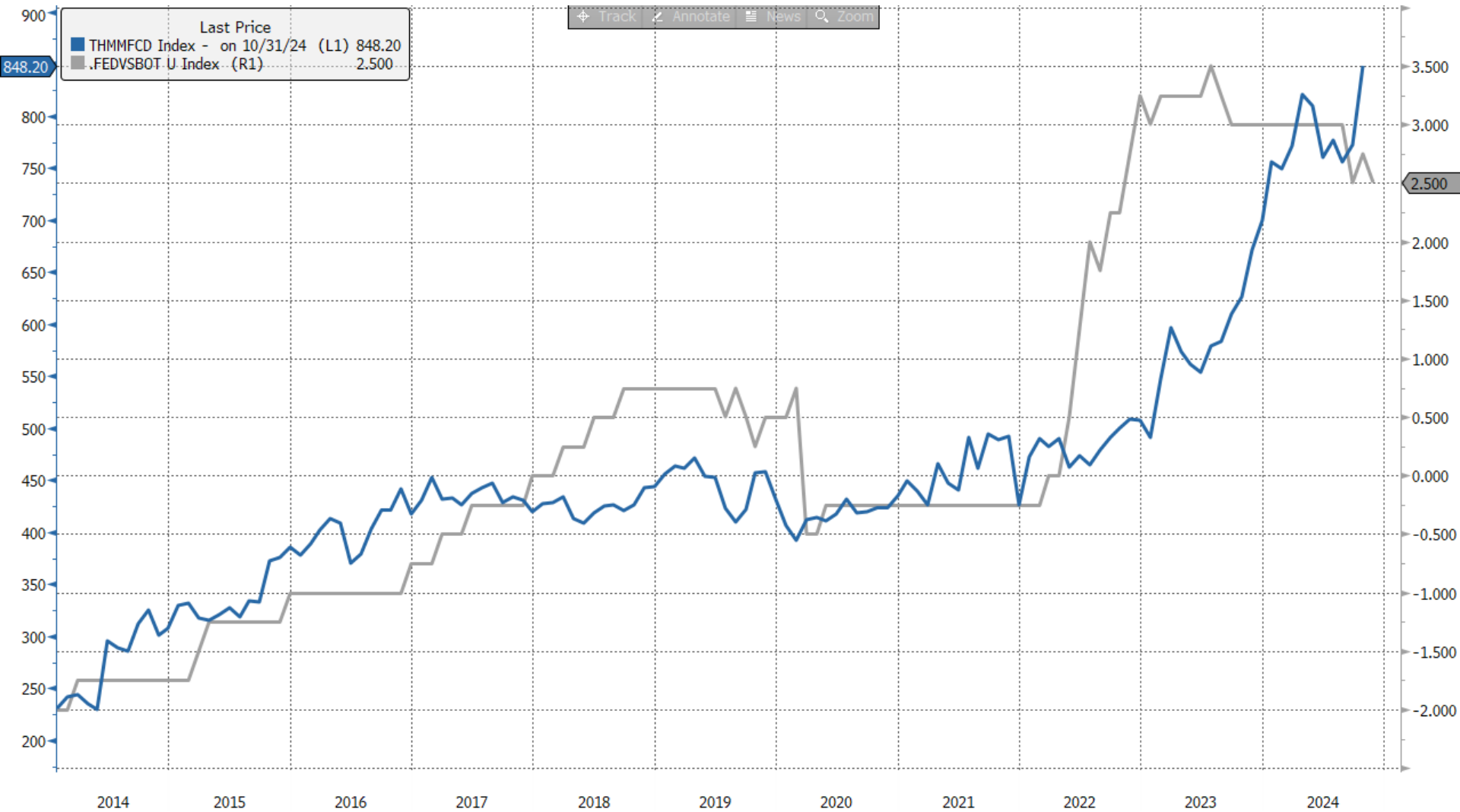
Year	LTF Subscription (THB, m)	Index cost (pts)	Avg index cost (pts) ¹	Eligible month for redemption	SET Index (opening) ²	Profit (%)	Redemption in Jan (THB, m)	Redemption (% of subscription 5/7 calendar years ago)
2019	59,029	1540 - 1750	1,606	Jan-25	1400	-12.8	5,466	9.3
2018	64,916	1545 - 1850	1,678	Jan-24	1416	-15.6	5,203	8.0
2017	60,462	1530 - 1760	1,683	Jan-23	1674	-0.5	7,014	11.6
2016 ⁴	62,043	1220 - 1560	1,484	Jan-22	1665	12.2	8,122	13.1
2015	63,457	1250 - 1620	1,381	Jan-19	1570	13.7	6,975	11.0
2014	61,651	1205 - 1605	1,516	Jan-18	1760	16.1	16,063	26.1
2013	46,201	1260 - 1650	1,406	Jan-17	1550	10.2	13,607	29.5
2012	36,577	1031 - 1402	1,288	Jan-16	1286	-0.1	3,822	10.4
2011	41,686	843 - 1148	1,023	Jan-15	1500	46.7	9,035	21.7
2010	37,111	679 - 1055	955	Jan-14	1291	35.2	3,741	10.1
2009	25,812	408 - 758	673	Jan-13	1401	108.2	7,956	30.8
2008	22,895	380 - 886	575	Jan-12	1036	80.2	9,248	40.4
2007	17,041	608 - 924	815	Jan-11	1042	27.8	4,562	26.8
2006	11,586	587 - 787	688	Jan-10	736	7.0	2,868	24.8
2005	7,921	630 - 746	687	Jan-09	460	-33.1	470	5.9
2004 ³	5,431	615 - 684	653	Jan-08	858	31.3	986	18.2

Note: Data forecasted as at 18 December 2024

Sources: SEC, Trinity Research



A new height in FCD



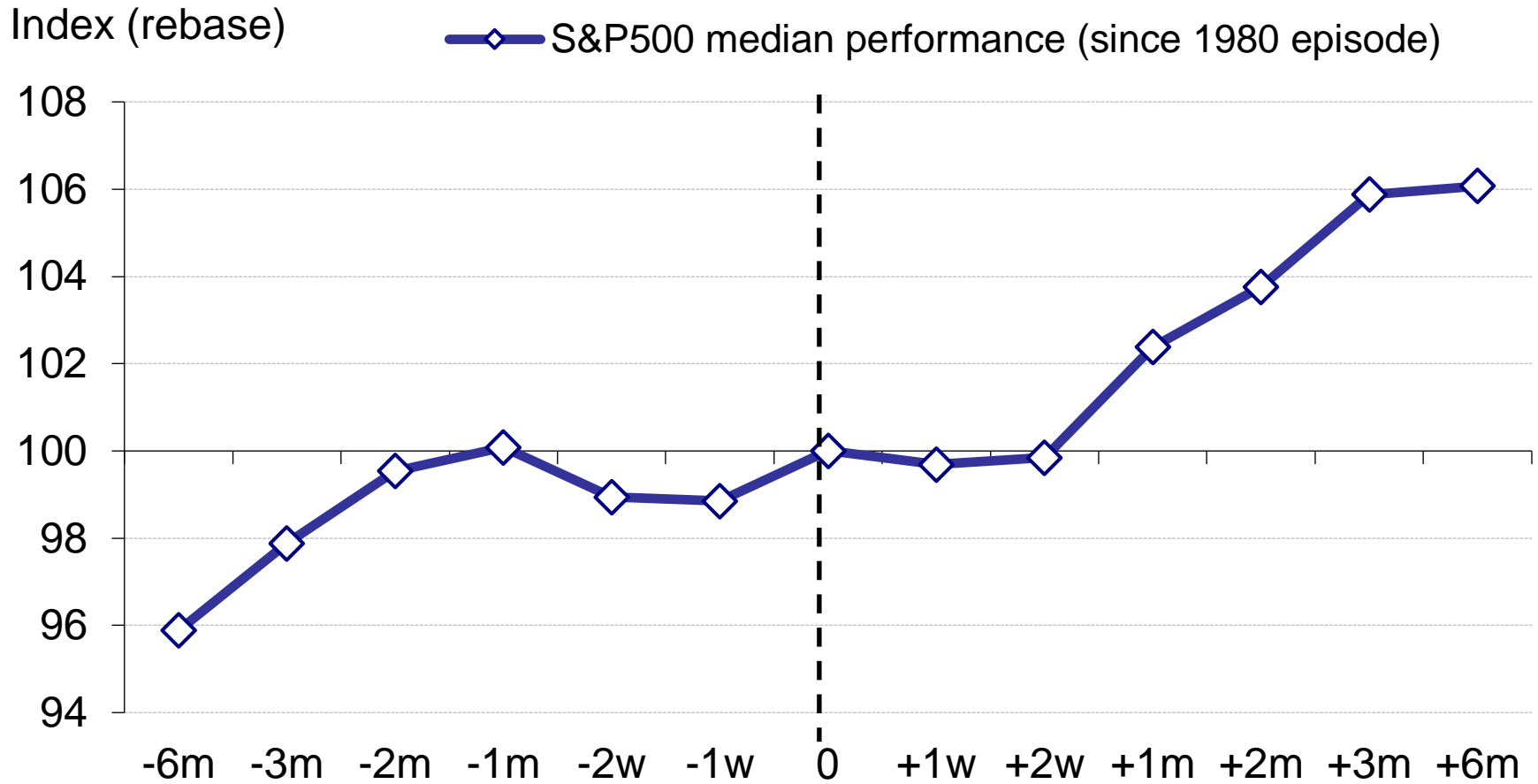
Note: Data as of 16 December 2024

Sources: Fed, Bloomberg, Trinity Research



Trump 2.0 & The implication to stocks

Historically, the S&P 500 tends to move sideways up during 3 months post the election

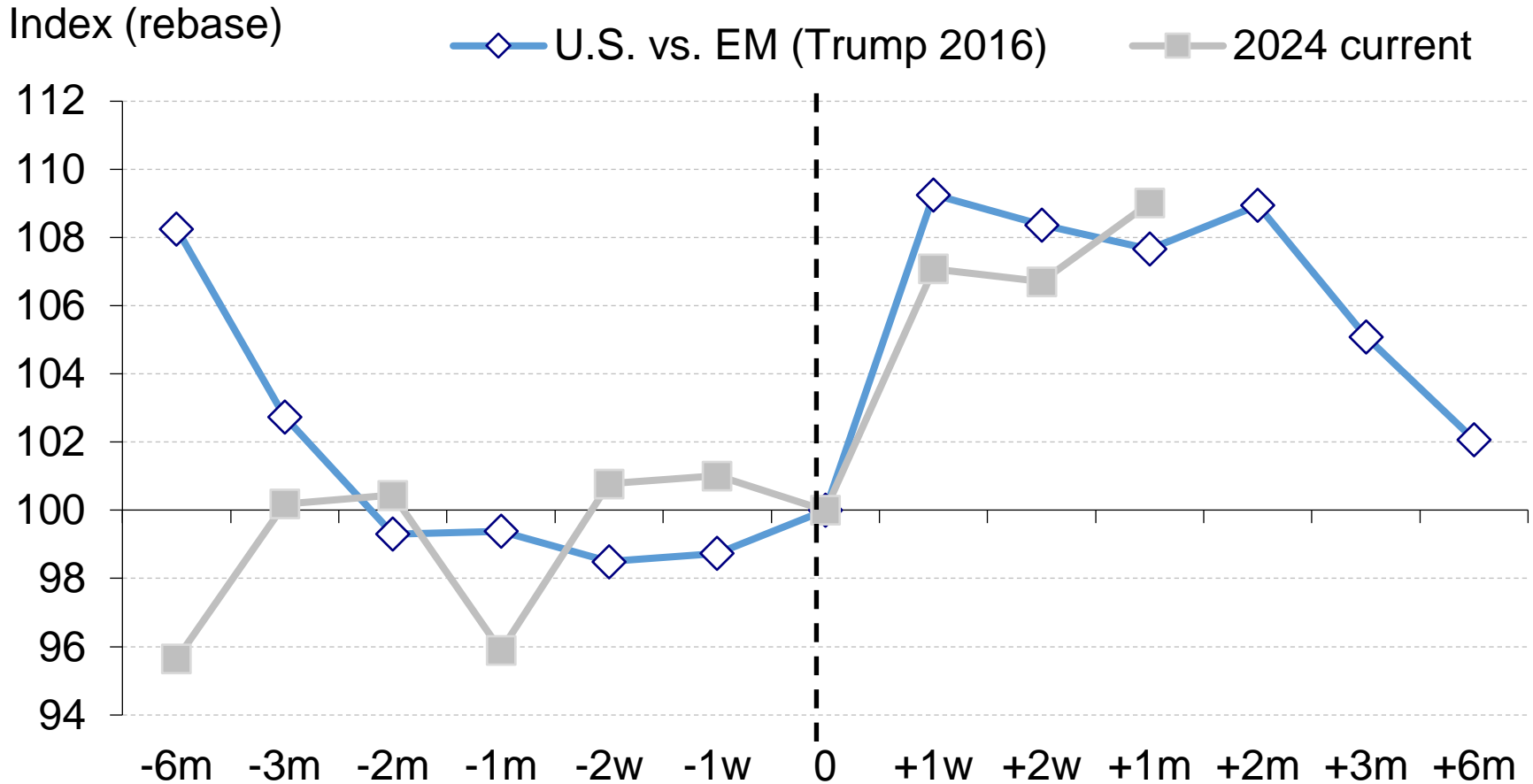


Note: t0 = election date; Data since 1980

Source: Trinity Research



Unsurprisingly, U.S. equity have outperformed EMs this time around

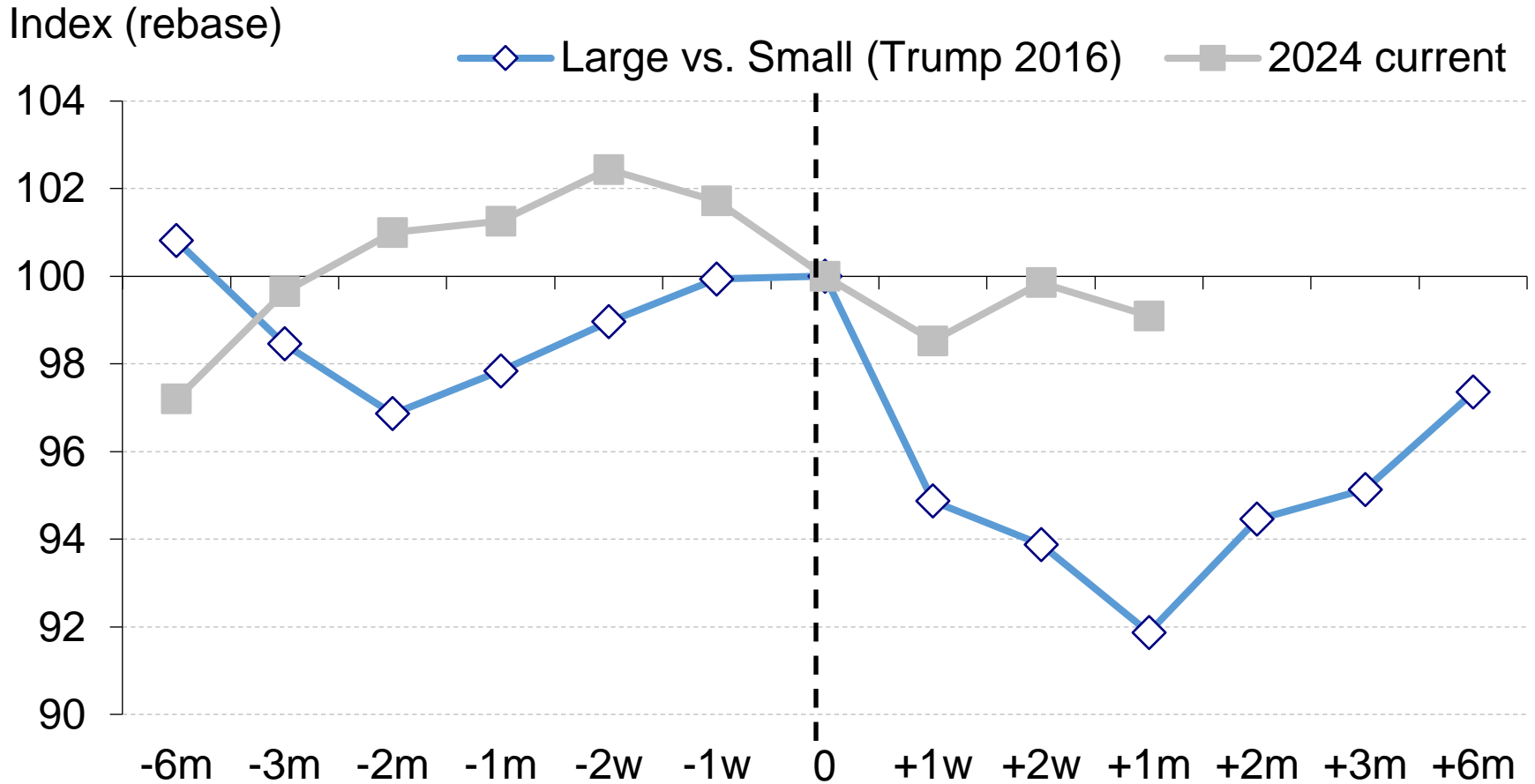


Note: Data as of 11 December 2024

Source: Bloomberg



Like 2016, U.S. small-cap stocks have outperformed large-caps

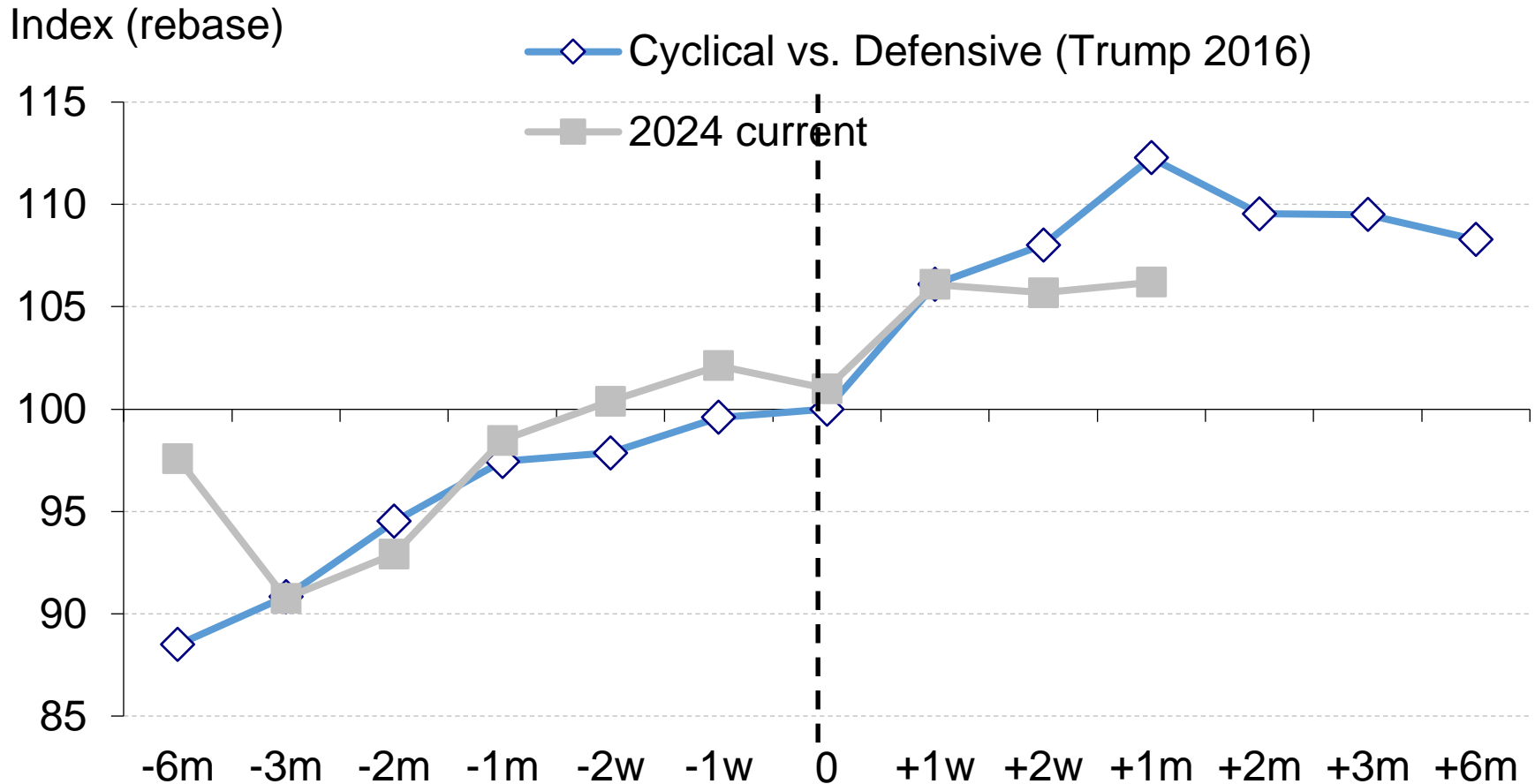


Note: Data as of 11 December 2024

Source: Bloomberg



Like 2016, U.S. cyclical stocks have outperformed defensive stocks

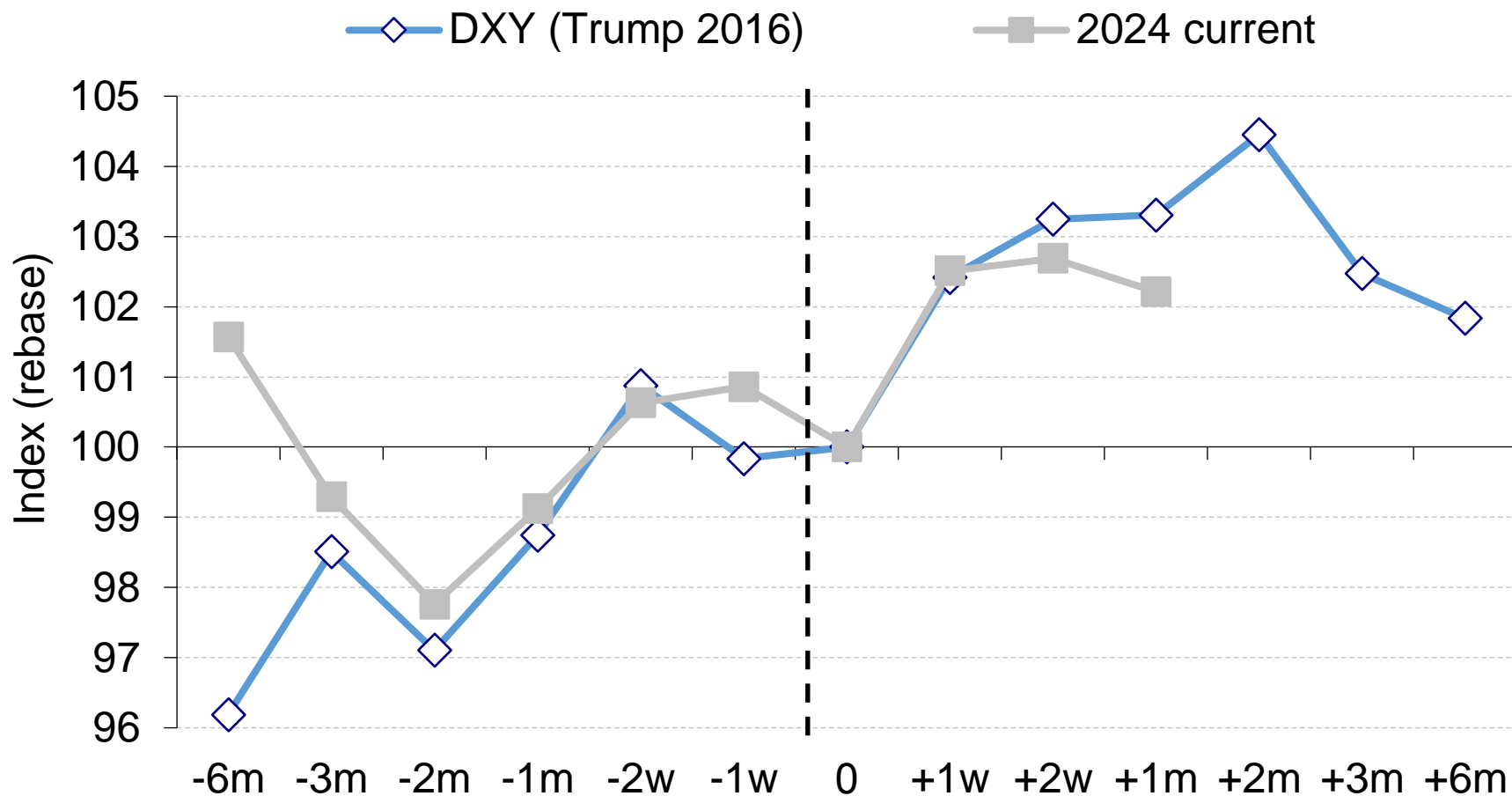


Note: Data as of 11 December 2024

Source: Bloomberg



Like 2016, USD have been strengthening



Note: Data as of 11 December 2024

Source: Bloomberg



Thai Economy – Still looking fine

Thai exports to the U.S. during 2016-2019

สินค้าส่งออก 10 อันดับแรกของไทยรายประเทศ
สหรัฐอเมริกา

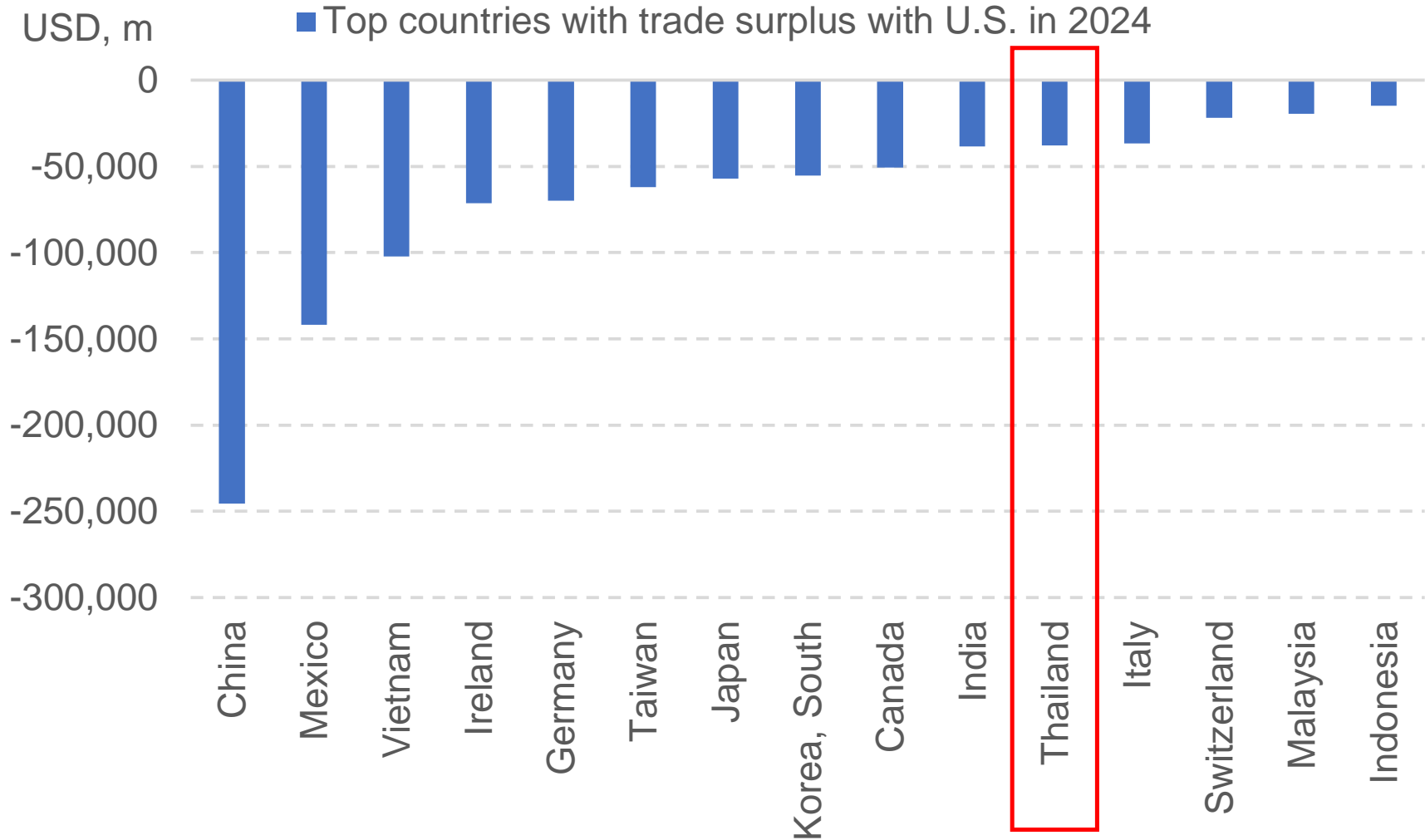
ชื่อสินค้า	มูลค่า : ล้านดอลลาร์สหรัฐ				อัตราการขยายตัว(%)				สัดส่วน (%)			
	2559	2560	2561	2562 (ม.ค.-ธ.ค.)	2559	2560	2561	2562 (ม.ค.-ธ.ค.)	2559	2560	2561	2562 (ม.ค.-ธ.ค.)
- เครื่องคอมพิวเตอร์ อุปกรณ์และส่วนประกอบ	4,891.5	5,339.5	5,757.2	5,519.0	-0.37	9.16	7.82	-4.14	19.97	20.10	20.53	17.61
- ผลิตภัณฑ์ยาง	1,973.1	2,525.7	2,941.4	3,543.5	15.95	28.00	16.46	20.47	8.05	9.51	10.49	11.30
- อัญมณีและเครื่องประดับ	.2	10.2	3.1	1,896.2	-93.71	6,243.9 0	-69.54	61,000. 36	0.00	0.04	0.01	6.05
- อัญมณีและเครื่องประดับ	1,259.3	1,173.5	1,357.8	1,272.4	-3.90	-6.81	15.71	-6.29	5.14	4.42	4.84	4.06
- รถยนต์ อุปกรณ์และส่วนประกอบ	885.8	791.1	915.0	987.5	31.77	-10.68	15.66	7.92	3.62	2.98	3.26	3.15
- เครื่องจักรกลและส่วนประกอบของเครื่องจักรกล	696.8	716.7	898.2	986.8	-15.10	2.85	25.33	9.87	2.84	2.70	3.20	3.15
- เหล็ก เหล็กกล้าและผลิตภัณฑ์	543.2	818.1	905.5	975.9	11.95	50.61	10.69	7.77	2.22	3.08	3.23	3.11
- เครื่องนุ่งห่ม	849.6	800.7	891.9	948.9	-10.85	-5.76	11.39	6.39	3.47	3.01	3.18	3.03
- อาหารทะเลกระป๋องและแปรรูป	861.7	997.7	920.1	929.7	-6.36	15.78	-7.78	1.04	3.52	3.75	3.28	2.97
- เครื่องรับวิทยุ โทรทัศน์ และส่วนประกอบ	1,049.3	1,060.8	803.6	880.4	-32.39	1.09	-24.24	9.56	4.28	3.99	2.87	2.81
รวม 10 รายการ	13,010.54	14,233.9	15,393.9	17,940.4	-02.38	09.40	08.15	16.54	53.11	53.57	54.90	57.23
อื่น ๆ	11,489.1	12,336.5	12,647.1	13,408.0	7.09245	07.38	2.52	6.02	46.89	46.43	45.10	42.77
รวมทั้งสิ้น	24,499.6	26,570.4	28,041.0	31,348.4	01.84	08.45	05.53	11.80	100.00	100.00	100.00	100.00

Thai exports to China during 2016-2019

สินค้าส่งออก 10 อันดับแรกของไทยรายประเทศ
จีน

ชื่อสินค้า	มูลค่า : ล้านดอลลาร์สหรัฐ				อัตราการขยายตัว(%)				สัดส่วน (%)			
	2559	2560	2561	2562 (ม.ค.-ธ.ค.)	2559	2560	2561	2562 (ม.ค.-ธ.ค.)	2559	2560	2561	2562 (ม.ค.-ธ.ค.)
- เม็ดพลาสติก	2,445.6	2,629.3	3,109.1	3,208.9	-9.98	7.51	18.25	3.21	10.28	8.91	10.26	11.00
- ผลิตภัณฑ์ยาง	998.6	2,884.2	2,840.3	2,406.6	-0.53	188.83	-1.52	-15.27	4.20	9.78	9.37	8.25
- ผลไม้สด แช่เย็น แช่แข็งและแห้ง	518.7	661.6	1,009.0	2,086.1	8.35	27.54	52.51	106.75	2.18	2.24	3.33	7.15
- เครื่องคอมพิวเตอร์ อุปกรณ์และส่วนประกอบ	1,627.2	2,124.7	2,123.5	1,933.8	-9.96	30.58	-0.06	-8.93	6.84	7.20	7.00	6.63
- เคมีภัณฑ์	1,414.2	1,857.6	2,746.3	1,810.0	-13.09	31.35	47.84	-34.09	5.94	6.30	9.06	6.21
- ยางพารา	2,092.2	2,910.2	1,959.8	1,616.6	-16.26	39.09	-32.66	-17.51	8.79	9.86	6.46	5.54
- สินค้าอุตสาหกรรมอื่น ๆ	1,628.2	1,894.2	1,310.7	1,501.9	35.79	16.34	-30.80	14.59	6.84	6.42	4.32	5.15
- ผลิตภัณฑ์มันสำปะหลัง	1,789.9	1,745.5	1,781.1	1,361.0	-21.20	-2.48	2.04	-23.59	7.52	5.92	5.87	4.67
- รถยนต์ อุปกรณ์และส่วนประกอบ	755.7	1,166.0	986.5	1,203.1	132.99	54.30	-15.40	21.96	3.18	3.95	3.25	4.12
- ไม้และผลิตภัณฑ์ไม้	1,368.5	1,656.5	1,362.5	1,114.4	32.78	21.04	-17.75	-18.21	5.75	5.61	4.49	3.82
รวม 10 รายการ	14,638.84	19,529.9	19,228.9	18,242.4	-02.13	33.41	-01.54	-5.13	61.51	66.19	63.43	62.54
อื่น ๆ	9,160.8	9,976.1	11,088.0	10,927.0	4.39789	08.90	11.15	-1.45	38.49	33.81	36.57	37.46
รวมทั้งสิ้น	23,799.6	29,506.0	30,316.9	29,169.5	00.28	23.98	02.75	-03.78	100.00	100.00	100.00	100.00

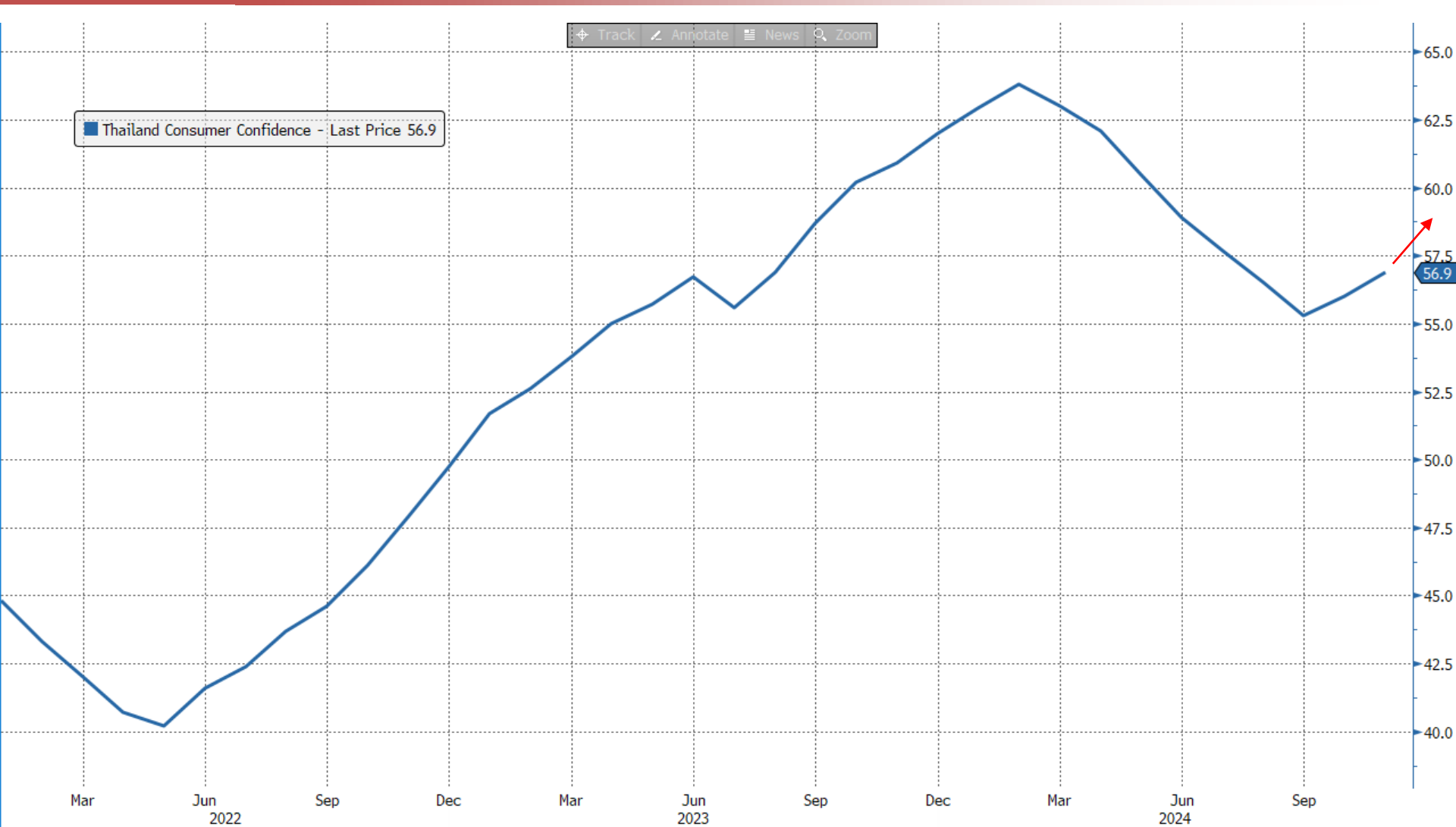
Thailand could initially survive from U.S. watchlist



Note: Data as at 10M24

Source: Census.gov

Thailand consumer confidence to continue its recovery path



Note: Data as of November 2024

Source: Bloomberg

Thailand private investment – A flip from negative to positive growth next year



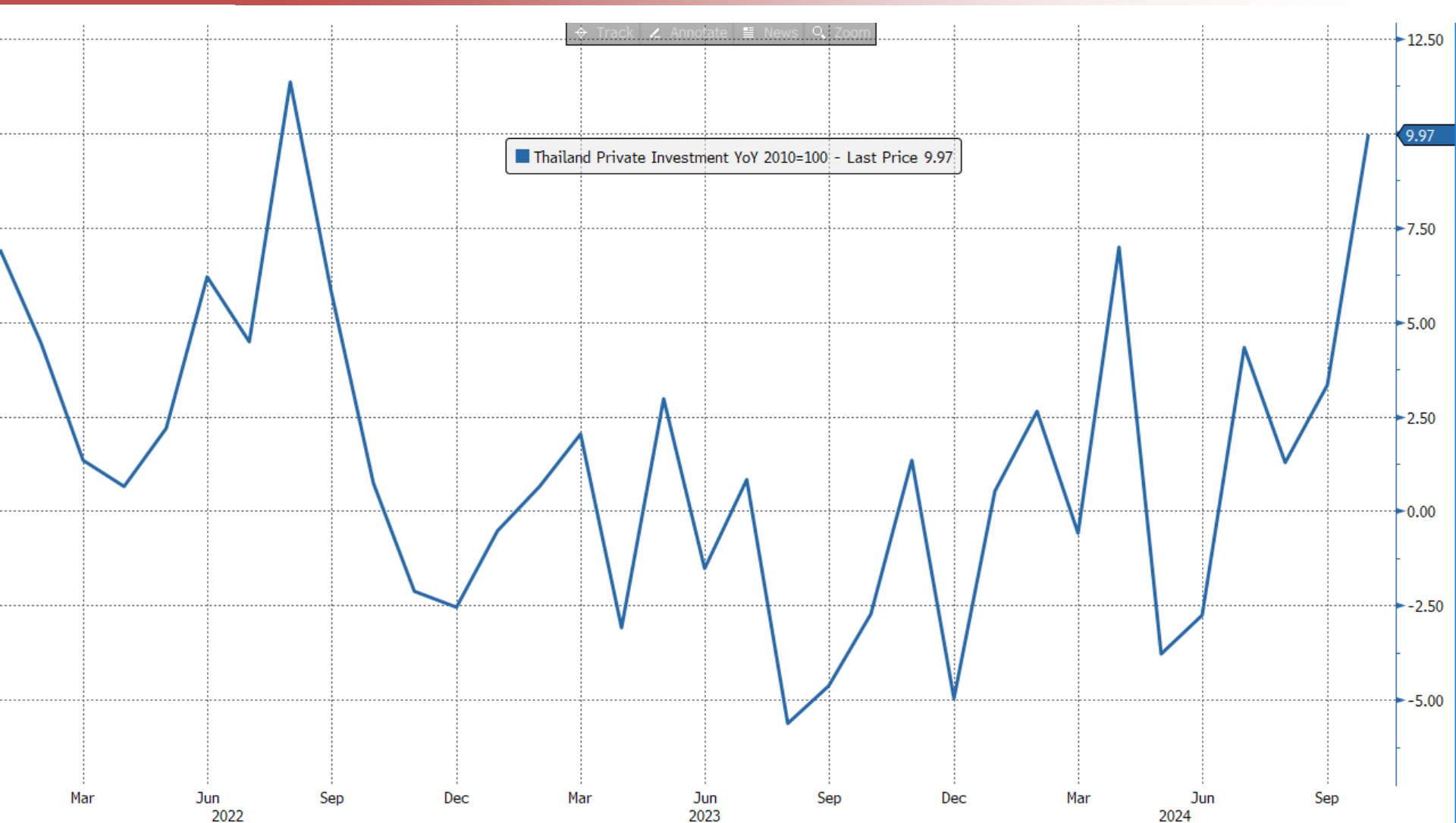
ธนาคารแห่งประเทศไทย
BANK OF THAILAND

ประมาณการเศรษฐกิจ ณ ธันวาคม 2567

ร้อยละต่อปี	2566*	2567	2568
อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจ	1.9	2.7	2.9
อุปสงค์ในประเทศ	3.5	2.8	2.4
การบริโภคภาคเอกชน	7.1	4.5	2.4
การลงทุนภาคเอกชน	3.2	-2.2	2.2
การอุปโภคภาครัฐ	-4.6	2.1	1.5
การลงทุนภาครัฐ	-4.6	2.9	5.1
ปริมาณการส่งออกสินค้าและบริการ	2.1	7.1	3.5
ปริมาณการนำเข้าสินค้าและบริการ	-2.3	6.3	1.8
ดุลบัญชีเดินสะพัด (พันล้านดอลลาร์ สรอ.)	7.4	9.0	15.0
มูลค่าการส่งออกสินค้า (%YoY)	-1.5	4.9	2.7
มูลค่าการนำเข้าสินค้า (%YoY)	-3.8	6.4	1.7
จำนวนนักท่องเที่ยวต่างประเทศ (ล้านคน)	28.2	36.0	39.5
ราคาน้ำมันดูไบ (ดอลลาร์ สรอ. ต่อบาร์เรล)	82.0	80.0	77.0
อัตราเงินเฟ้อทั่วไป	1.2	0.4	1.1
อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน	1.3	0.6	1.0

หมายเหตุ: * ข้อมูลจริง

Thailand private investment – momentum is picking up



Note: Data as of October 2024

Source: Bloomberg



Import of capital goods reached new height

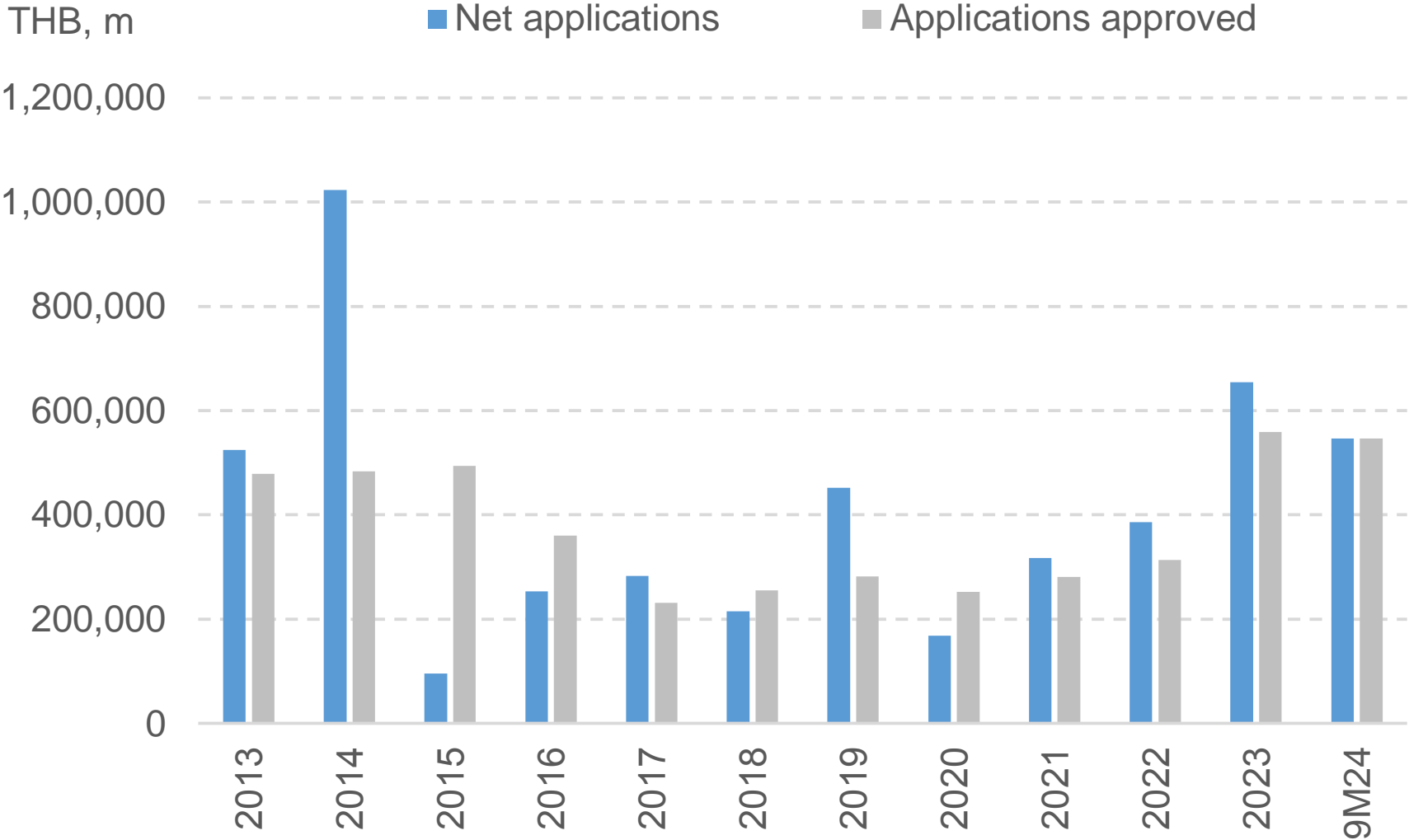


Note: Data as of October 2024

Source: Bloomberg



Real FDI should kick off in 2025



Note: Data as of September 2024

Source: BoI



FDI applications during 9M24

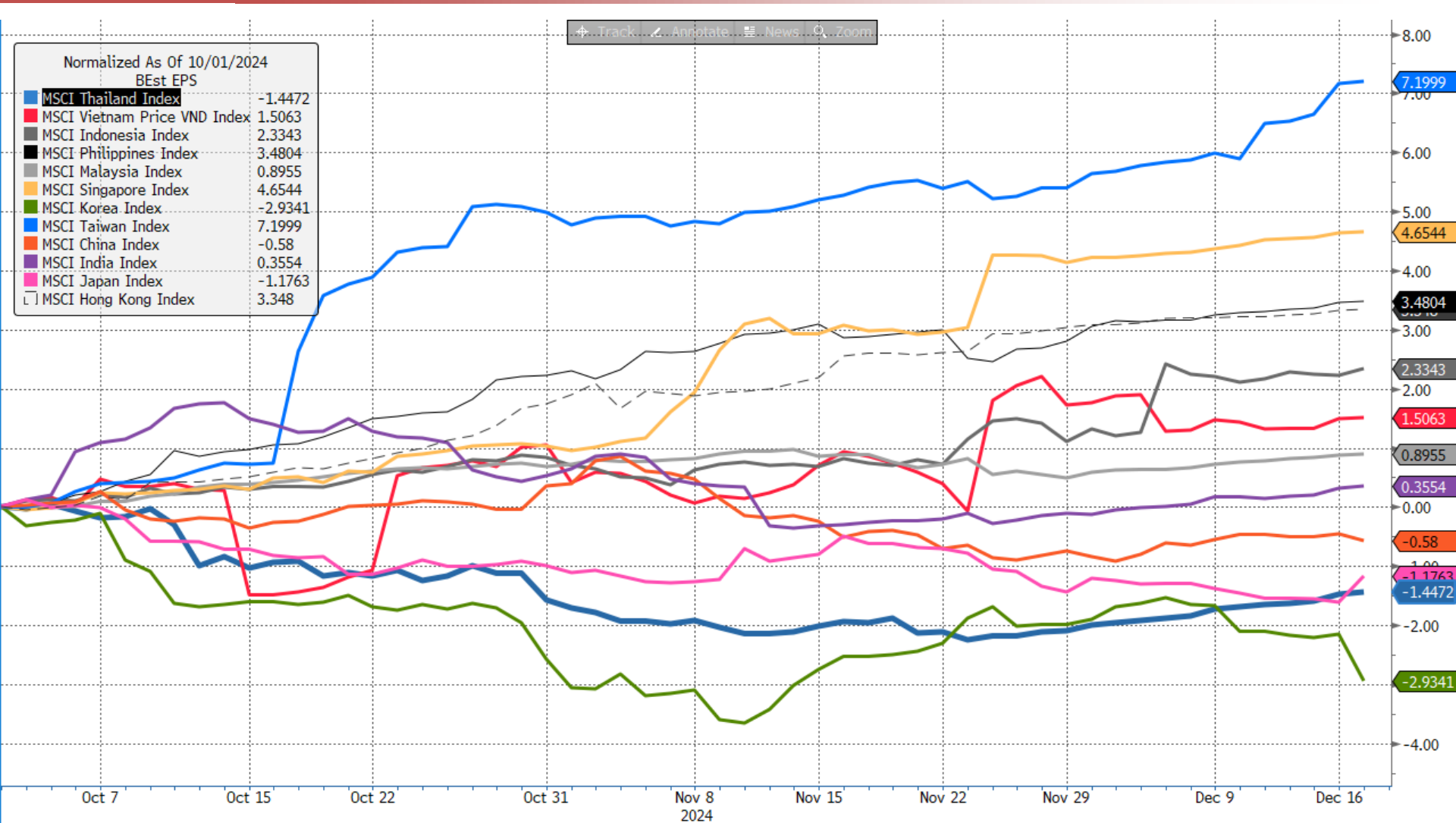
ประเภท	จำนวน (โครงการ)			เงินลงทุน (ล้านบาท)		
	(ม.ค. - ก.ย.)		% เปลี่ยน	(ม.ค. - ก.ย.)		% เปลี่ยน
	2566	2567		2566	2567	
การเกษตร อาหาร และ เทคโนโลยีชีวภาพ	65	86	+32	23,729	20,724	-13
การแพทย์	19	30	+58	1,814	6,328	+249
เครื่องจักรและยานยนต์	208	298	+43	52,960	97,438	+84
เครื่องใช้ไฟฟ้าและ อิเล็กทรอนิกส์	146	266	+82	206,033	181,350	-12
โลหะและวัสดุ	83	201	+142	21,138	41,835	+98
เคมีและปิโตรเคมี	77	154	+100	23,438	36,706	+57
สาธารณูปโภค	85	105	+24	21,864	15,918	-27
ดิจิทัล	46	70	+52	680	90,262	+13,176
อุตสาหกรรมสร้างสรรค์	40	63	+58	7,091	13,833	+95
บริการที่มีมูลค่าสูง	115	176	+53	36,917	42,223	+14
รวมทั้งสิ้น	884	1,449	+64	395,664	546,617	+38

Note: Data as of September 2024

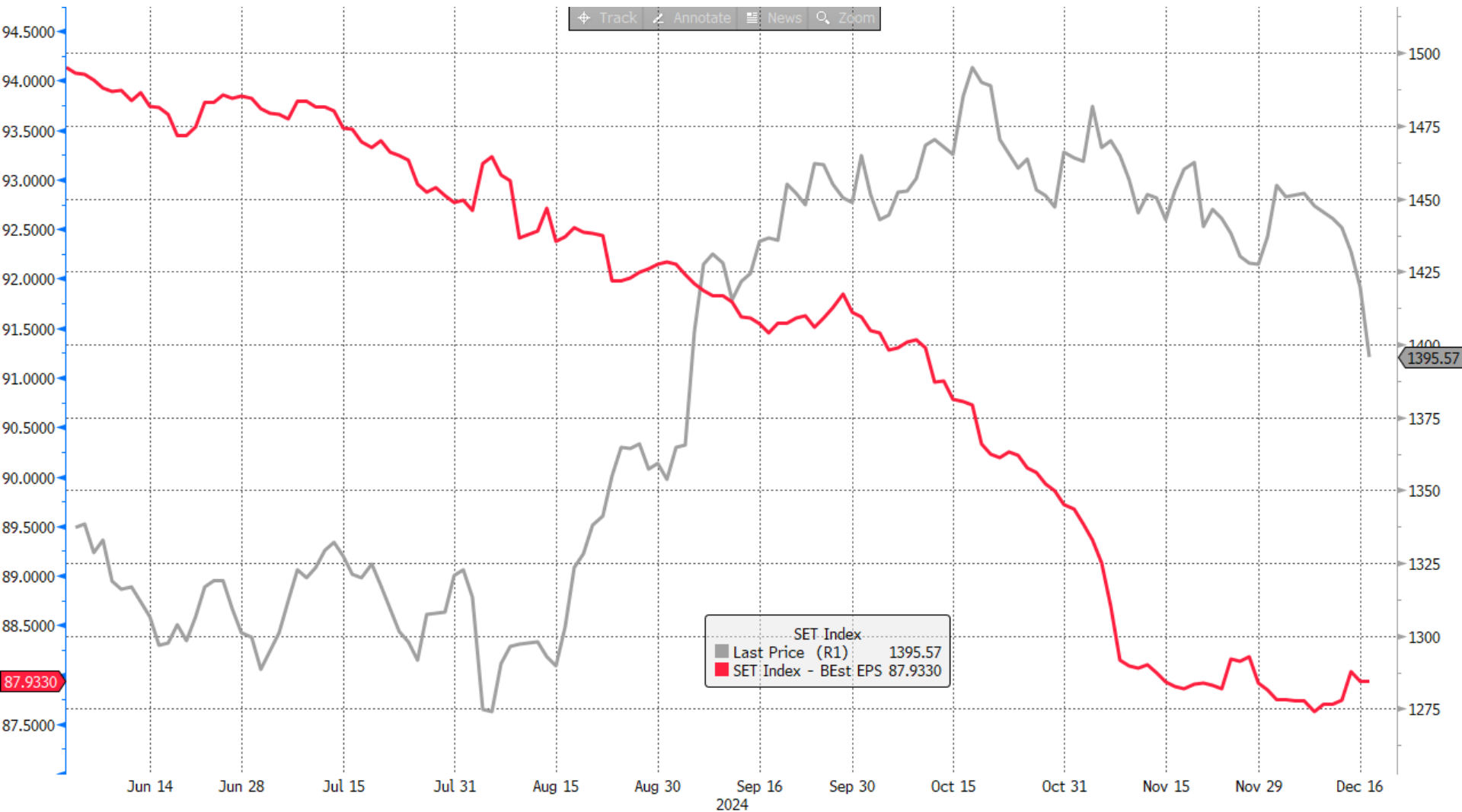
Source: BoI

SET Index Strategy & Investment Idea

EPS contraction still the key hurdle



Fine-tuning in process



Data as of 17 December 2024

Source: Bloomberg



SET target by end 2024 – No BoT cut scenario

Case	Multiple (2.25% RP)	2026E EPS	Fair SET (2.25% RP)	Upside / Downside
Bull	13.8x Fwd PE (Stretch)	107.0 baht	1480	+6.1%
Base	12.8x Fwd PE (Magic number)	107.0 baht	1370	-1.8%
Worst	11.9x Fwd PE (LT average)	107.0 baht	1270	-9.0%

SET target by end 2025 – 1 cut scenario

Case	Multiple (2.00% RP)	2026E EPS	Fair SET (2.00% RP)	Upside / Downside
Bull	14.2x Fwd PE (Stretch)	107.0 baht	1520	+8.6%
Base	13.2x Fwd PE (Magic number)	107.0 baht	1410	+0.7%
Worst	12.3x Fwd PE (LT average)	107.0 baht	1315	-6.1%

SET target by end 2025 – 2 cuts scenario *Our main assumptions

– 2025 Upper band is at 1560-1600. Support is at 1350 & 1300

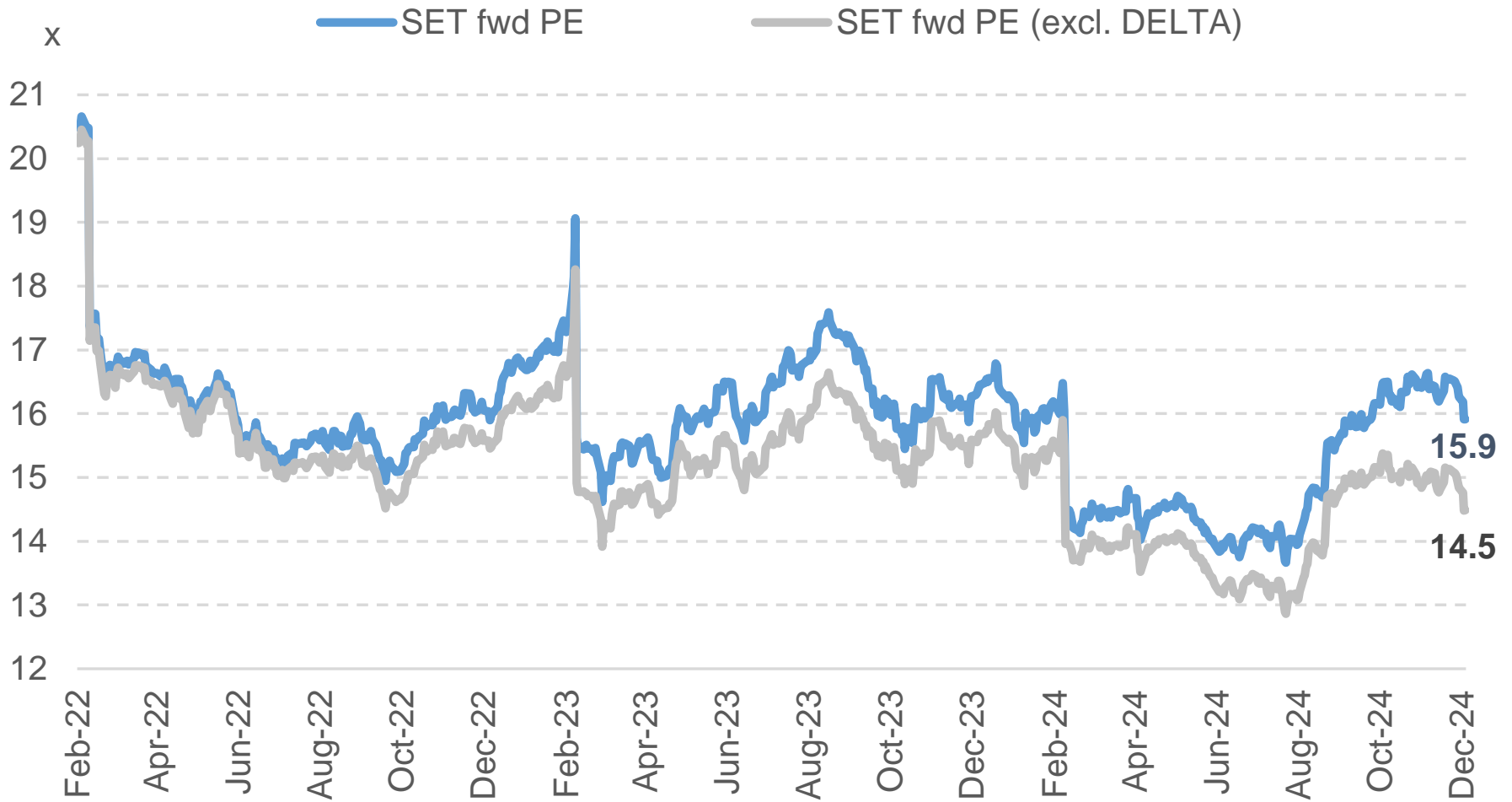
Case	Multiple (1.75% RP)	2026E EPS	Fair SET (1.75% RP)	Upside / Downside
Bull	14.6x Fwd PE (Stretch)	107.0 baht	1560	+11.4%
Base	13.6x Fwd PE (Magic number)	107.0 baht	1455	+3.9%
Worst	12.6x Fwd PE (LT average)	107.0 baht	1350	-3.6%



Note: Upside and downside calculations are based on level of 1400

Source: Trinity Research

SET valuation partly inflated by DELTA

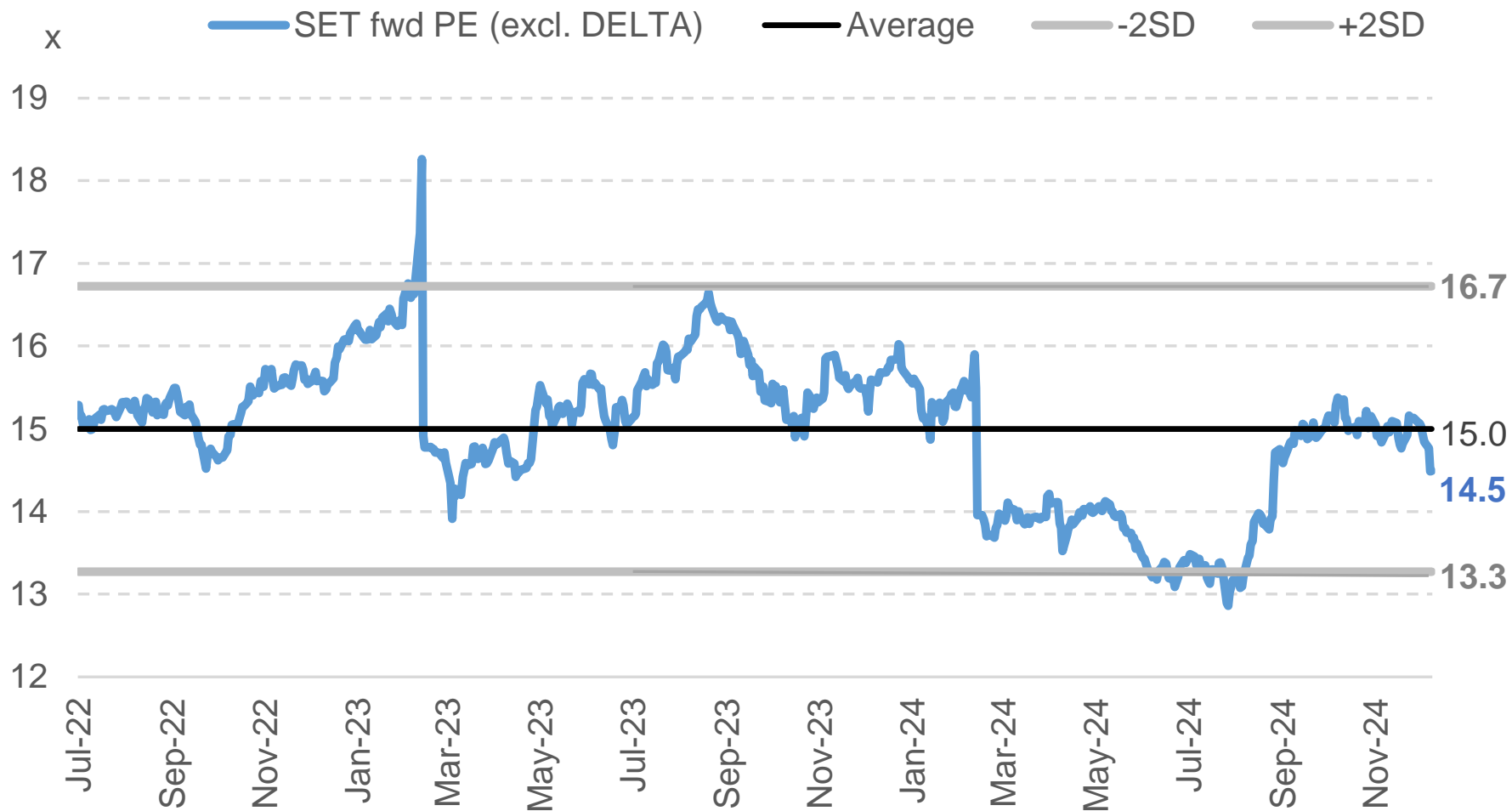


Data as of 17 December 2024

Sources: Bloomberg, Trinity Research



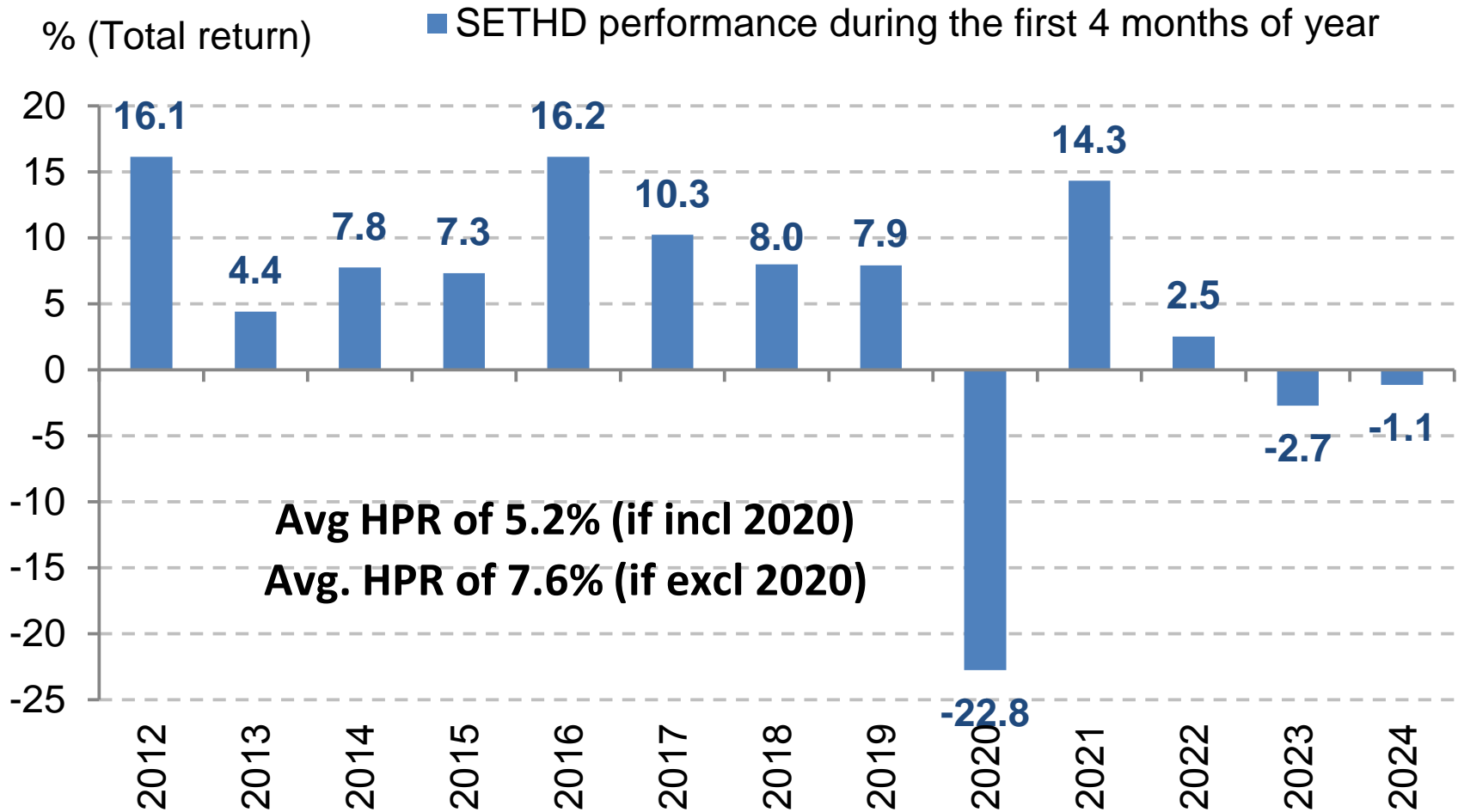
Valuation of SET (excl. DELTA) looks totally fine



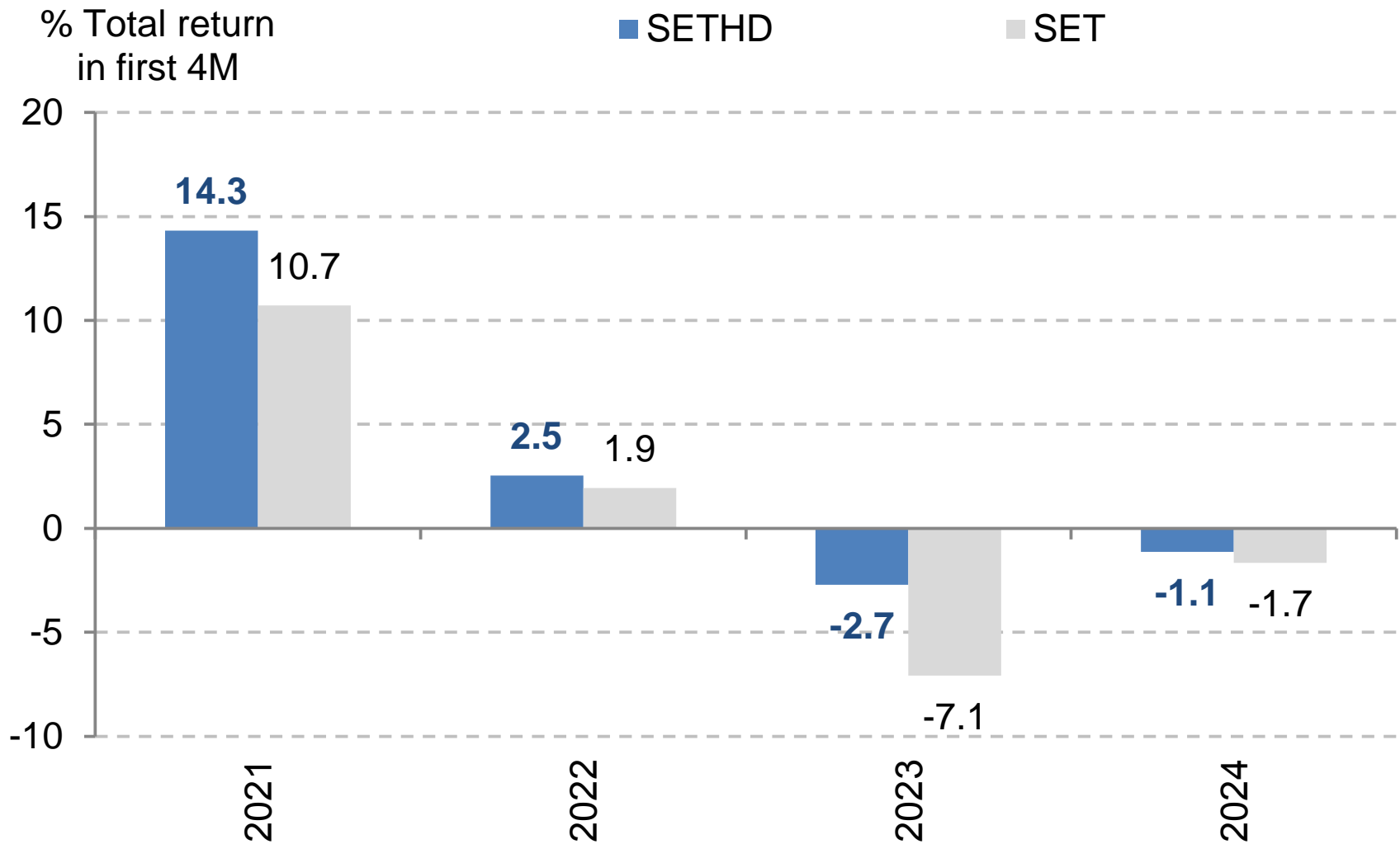
Investment theme & picks for 1Q25

- 1) Debt relief & Consumption-related: **AEONTS, CPALL, JMT**
- 2) SETHD: **PTT, TISCO**
- 3) FDI & PII: **WHA**
- 4) IFF & REIT: **DIF, LHHOTEL**
- 5) FF adjusted index beneficiaries: **SCB, BDMS**

Although absolute performance of SETHD during the first 4M has fallen lately ...



... SETHD still beat the main index quite easily

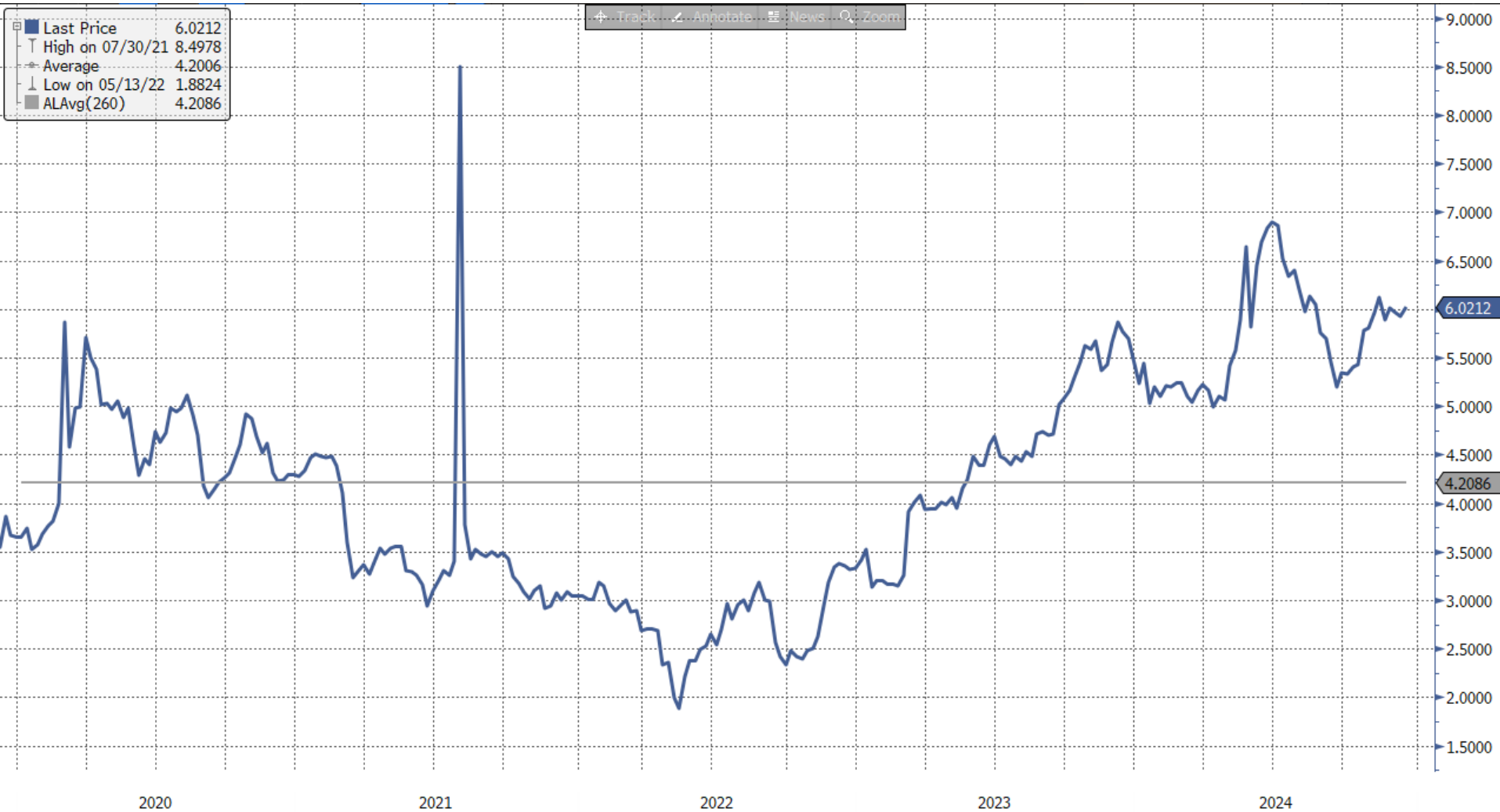


Note: Data since the construction of SETHD in 2011

Sources: Bloomberg, Trinity Research



Dividend yield gap of Thai REITs continued to stay above average



Note: Data as of 16 December 2024

Source: Bloomberg



Free Float Adjusted Index: Implication if applied

SEC on November 28, 2024



ลดปัญหาหุ้นใหญ่ กระจายน้อย ด้วยดัชนีหุ้นถ่วงน้ำหนักตาม Free Float

(เผยแพร่เมื่อวันที่ 28 พฤศจิกายน 2567)

การอ้างอิงดัชนีของกองทุนรวม/กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ ตัวเร่งปัญหาที่แก้ไขได้

Index fund เป็นทางเลือกสำคัญที่ช่วยให้ผู้ลงทุนสามารถลงทุนได้ตามสภาพตลาดโดยรวม ซึ่งบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน (บลจ.) ควรเลือกดัชนีที่ติดตาม (Track) ให้สอดคล้องกับความสามารถในการลงทุนได้จริง (Investable) ด้วย เมื่อตลาดหลักทรัพย์ได้จัดทำดัชนี SET50FF และ SET100FF ที่สะท้อนสภาพคล่องของหุ้นที่สามารถลงทุนได้จริงแล้ว และคำนวณโดยใช้ผลตอบแทนรวม (TRI) บลจ. ที่ประสงค์จะจัดตั้ง Index fund ใหม่ จึงควรเลือกดัชนีดังกล่าวในการติดตามลงทุน ส่วน Index fund ที่มีการจัดตั้งอยู่แล้วสามารถเปลี่ยนแปลงดัชนีที่ติดตามให้เป็นดัชนี FF ได้ ด้วยการแก้ไขนโยบายการลงทุน

สำหรับกองทุนรวมอื่นที่มีการอ้างอิงดัชนี SET Index SET50 หรือ SET100 เป็น benchmark ในการวัดผลตอบแทนกองทุน และต้องการลดแรงกดดันจากความผันผวนของหุ้นข้างต้นเพื่อรักษาประโยชน์ของผู้ถือหน่วยลงทุน บลจ. สามารถเปลี่ยนแปลง Benchmark เป็นดัชนี FF ได้ตามความเหมาะสม โดยเปิดเผยข้อมูล แจงวันที่มีผลให้ผู้ลงทุนทราบล่วงหน้า พร้อมทั้งอธิบายเหตุผลและผลกระทบ ผ่านช่องทางที่ระบุในหนังสือชี้ชวนของกองทุนรวม นอกจากนี้ สำหรับกรณีกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ คณะกรรมการกองทุน และ บลจ. ก็สามารถทบทวนและเปลี่ยนแปลง Benchmark เป็นดัชนี FF ได้ตามความเหมาะสมเช่นกัน

You'll never worried about DELTA again (SET50)



Note: Data as of 19 December 2024

Source: Bloomberg



You'll never worried about DELTA again (SET100)

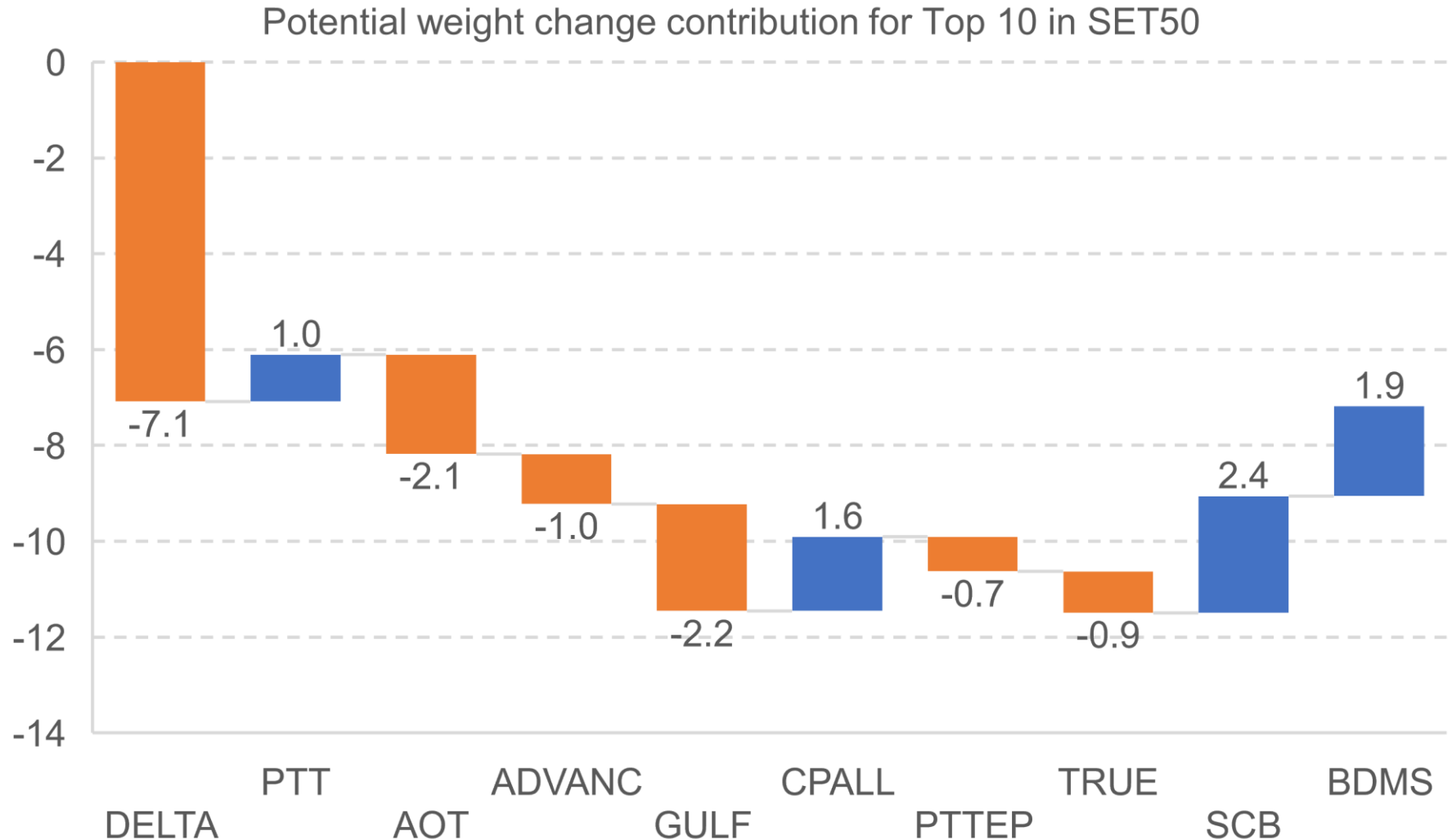


Note: Data as of 19 December 2024

Source: Bloomberg



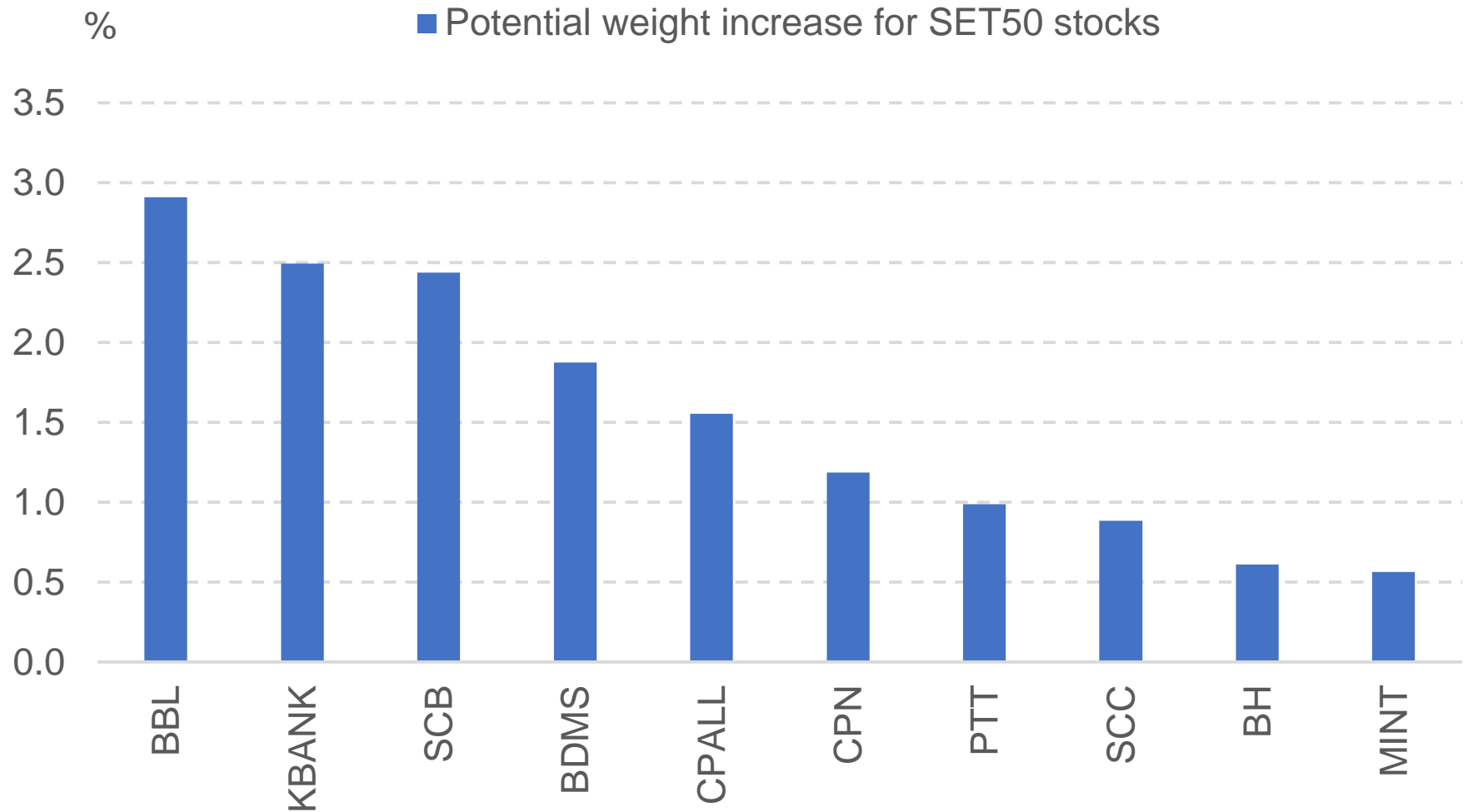
A switch from full market cap weight to FF adjusted will suppress SET Index initially



Note: Data as of 16 December 2024

Source: Trinity Research

Winners from Free-float adjusted index



Losers from Free-float adjusted index

