

DEPOSITARY RECEIPT (DR) STRATEGY

1 October 2025

Earnings > Euphoria: AI Gets Commercial, GLP-1 Resets

- Margin leverage is high but far from past bubble, with Nasdaq anchored by earnings.
- Microsoft adds Claude, Anthropic leads in agents, OpenAI expands into checkout.
- Pharma resets with oral GLP-1s and durable moats.

Why This Rally Isn't Just Liquidity

ระดับการกู้ยืมเงินเพื่อซื้อหลักทรัพย์ เพิ่งสร้างสถิติสูงสุดใหม่ โดยหนี้จากการกู้ยืมเพื่อซื้อหลักทรัพย์ อยู่ที่ประมาณ 1.06 ล้านล้านเหรียญสหรัฐ ซึ่งทำให้สิ่งเหล่านี้ควรถูกจัดอยู่ใน 'รายการตรวจสอบภาวะฟองสบู่' แต่เมื่อดูอัตราส่วนหนี้จากการกู้ยืมเพื่อซื้อหลักทรัพย์ต่อดัชนี S&P 500 แล้ว ยังคงต่ำกว่าระดับสูงสุดที่เคยเกิดขึ้นในปี 2000 และ 2008 อย่างมาก ซึ่งชี้ให้เห็นว่าระดับการกู้ยืมนั้นสูงขึ้น แต่ยังไม่ถึงขั้นที่มากเกินไป ในขณะที่เดียวกัน กราฟเปรียบเทียบระหว่างดัชนี Nasdaq กับ การคาดการณ์กำไรต่อหุ้นในอนาคต (forward EPS) แสดงให้เห็นว่าศักยภาพในการทำกำไรกำลังตามทัน: มูลค่าที่เพิ่มขึ้นของดัชนีนั้นขยายตัวน้อยกว่าราคา เนื่องจากตัวเลข forward EPS ได้ปรับตัวสูงขึ้น เมื่อพิจารณาจากอัตราส่วนราคาต่อกำไร (P/E) แล้ว Nasdaq ในปัจจุบันยังคงอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าช่วงหลังโควิดที่เคยพุ่งแรงกว่าในปี 2020-2021 ซึ่งช่วยอธิบายได้ว่าทำไมการเพิ่มขึ้นของราคาจึงสอดคล้องกับปัจจัยพื้นฐานมากกว่าที่จะเกิดจากขับเคลื่อนสภาพคล่องอย่างเดียว

Claude in the Suite: Microsoft Opens the Copilot

Microsoft (MSFT) ได้เพิ่มโมเดล Claude ของ Anthropic เข้ามาใน Microsoft 365 Copilot ซึ่งเป็นการขยายทางเลือกของโมเดลภายในชุดโปรแกรม Microsoft 365 ในขณะที่เดียวกันก็ช่วยลดการพึ่งพาผู้ให้บริการ LLM เพียงรายเดียว (OpenAI) ด้าน Anthropic เองก็ได้เปิดตัว Claude Sonnet 4.5, ขยายขีดความสามารถของ Claude Code และเปิดตัว Agent SDK ซึ่งช่วยให้เวิร์กโฟลว์แบบ 'agentic' สามารถทำงานได้ยาวนานขึ้น เป็นอิสระมากขึ้น และเพิ่มประสิทธิภาพในการทำงานของนักพัฒนา จากการสัมภาษณ์นักพัฒนาของเรา หลายรายรายงานว่าปัจจุบัน Claude เป็นโมเดลที่ทำงานได้ดีที่สุดสำหรับงานโค้ดดิ้ง โดยเฉพาะอย่างยิ่งสำหรับงานประเภท agentic และในกลุ่มลูกค้าองค์กร Anthropic ดูเหมือนกำลังได้รับส่วนแบ่งตลาดและกำลังก้าวขึ้นมาเป็นผู้นำ (ภาพที่ 4 และ 5)

From Chat to Checkout

OpenAI ได้เปิดตัวฟีเจอร์ Instant Checkout ซึ่งใช้งานผ่าน Etsy (NASDAQ: ETSY) และกำลังจะเปิดให้ใช้งานบน Shopify (NASDAQ: SHOP) โดยใช้เทคโนโลยีของ Stripe ซึ่งช่วยให้สามารถซื้อสินค้าได้ด้วยบัตรเครดิตเพียงครั้งเดียวภายในช่องทางตลอดการรยกรยกเลิกคำสั่งซื้อสำหรับบัตรเครดิต/ธุรกิจขนาดเล็กถึงขนาดกลาง และผลักดันให้ OpenAI เข้าสู่ personal shopper/commerce workflows สำคัญๆ Reuters ประเมินรายได้ของ OpenAI ในช่วงครึ่งแรกของปี 2025 ไว้ที่ประมาณ 4.3 พันล้านเหรียญสหรัฐ (เพิ่มขึ้น 16% เมื่อเทียบกับรายปี) ซึ่งแสดงให้เห็นถึงความต้องการที่ยังคงแข็งแกร่ง นอกจากนี้ OpenAI ยังได้เปิดตัว ChatGPT Pulse ซึ่งเป็นฟีดรายวันเชิงรุกที่น่าเสนอให้สามารถปรับเป็นแบบส่วนตัวที่ต้องการ (ข่าวสาร, งานที่ต้องทำ, และบทสรุปปฏิทิน/อีเมล หากมีการเชื่อมต่อ) โดยจะดึงข้อมูลพื้นหลังเพียงวันละครั้งและนำเสนอสรุปสั้น ๆ ในตอนเช้า ซึ่งถูกสร้างขึ้นเพื่อเพิ่มการใช้งานรายวันและการสร้างนิสัยในการใช้งาน

GLP-1 Reset: From Hype Hangover to Pill Promise

บริษัทยา (NVO, LLY) ทั้งสองรายมีผลการดำเนินงานที่ช้าลงเนื่องจากปัจจัยลบที่ชัดเจน ในช่วงปี 2023 ถึงครึ่งแรกของปี 2025 การขาดแคลนส่วนผสมของยา GLP-1 และที่ไม่ได้รับการรับรองจาก FDA ทำให้ความต้องการของผู้บริโภคที่จ่ายเงินลดลง ในเวลาต่อมา Novo Nordisk (NVO) ได้ปรับลดการคาดการณ์ถึงสองครั้งในปี 2025, เปลี่ยน CEO และประกาศเลิกจ้างพนักงานประมาณ 9,000 คน ซึ่งส่งผลให้ราคาหุ้นลดลงประมาณ 54% ภายใน 1 ปี Eli Lilly (LLY) ยังคงอยู่ในตำแหน่งที่ต่ำกว่า แต่ผลการทดลองยา orforglipron (ชนิดรับประทาน) ต่ำกว่าที่คาดการณ์ไว้ ซึ่งทำให้ราคาหุ้นปรับตัวลงประมาณ 17% ในรอบ 1 ปี ในขณะที่สถานการณ์ดูเหมือนจะดีขึ้น: ยา Wegovy ชนิดรับประทานของ NVO แสดงให้เห็นการลดน้ำหนักที่ใกล้เคียงกับยาฉีด โดยมีกำหนดการตัดสินใจของ FDA ในไตรมาสที่ 4 ปี 2025 ส่วนยา orforglipron ของ LLY มีประสิทธิภาพเหนือกว่ายา semaglutide ชนิดรับประทานของ NVO ในการรักษาโรคเบาหวานประเภทที่ 2 (T2D) ซึ่งสนับสนุนส่วนแบ่งการตลาดของยาเม็ด เนื่องจากโอกาสที่ยาสามัญที่แท้จริงจะเข้าสู่ตลาดนั้นไม่น่าจะเกิดขึ้นก่อนทศวรรษ 2030 ทั้งสองบริษัทจึงยังคงมีข้อได้เปรียบที่ยั่งยืนอยู่

This Week's DR Pick: GRAB80 with TP of THB22.75 (\$7 at USD/THB 32.5)

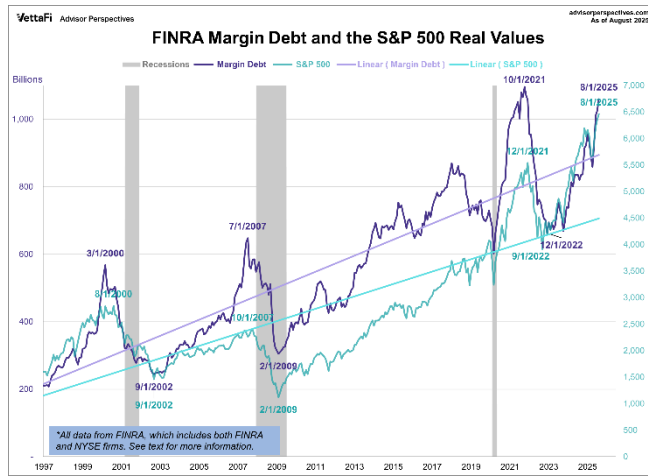
เราขอแนะนำให้ GRAB80 เป็นหุ้น DR ที่แนะนำประจำสัปดาห์ของเรา (ราคาเป้าหมาย 22.75 บาท) และเริ่มต้นการวิเคราะห์หุ้นดังกล่าว สถานการณ์นี้สะท้อนถึงจุดเปลี่ยนของกลยุทธ์การทำกำไรของ Sea Ltd. (SE) เมื่อปีที่แล้ว กล่าวคือ ธุรกิจได้ขยายขนาดจนพร้อมแล้ว, การให้สิ่งจูงใจได้ลดลงในเชิงโครงสร้าง, และตอนนี้ได้เห็นผลจากประโยชน์ที่เพิ่มขึ้นจากการดำเนินงานอย่างชัดเจน ซึ่งสนับสนุนการเพิ่มขึ้นของผลกำไรอย่างต่อเนื่อง

Analyst

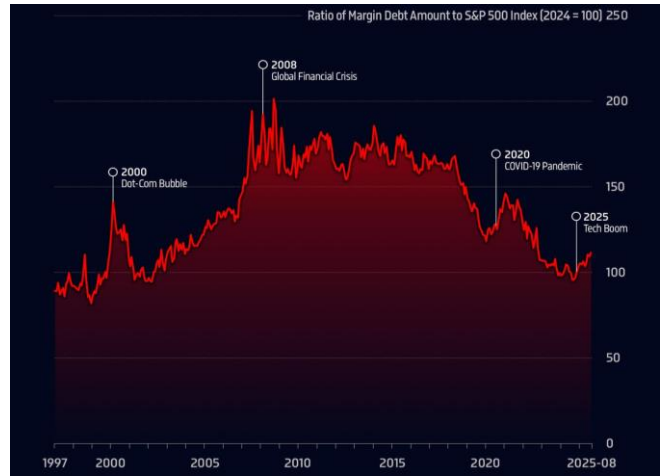
Suwat Sinsadok, CFA, FRM, ERP
suwat.s@globlex.co.th,
+662 687 7026

Assistant Analyst

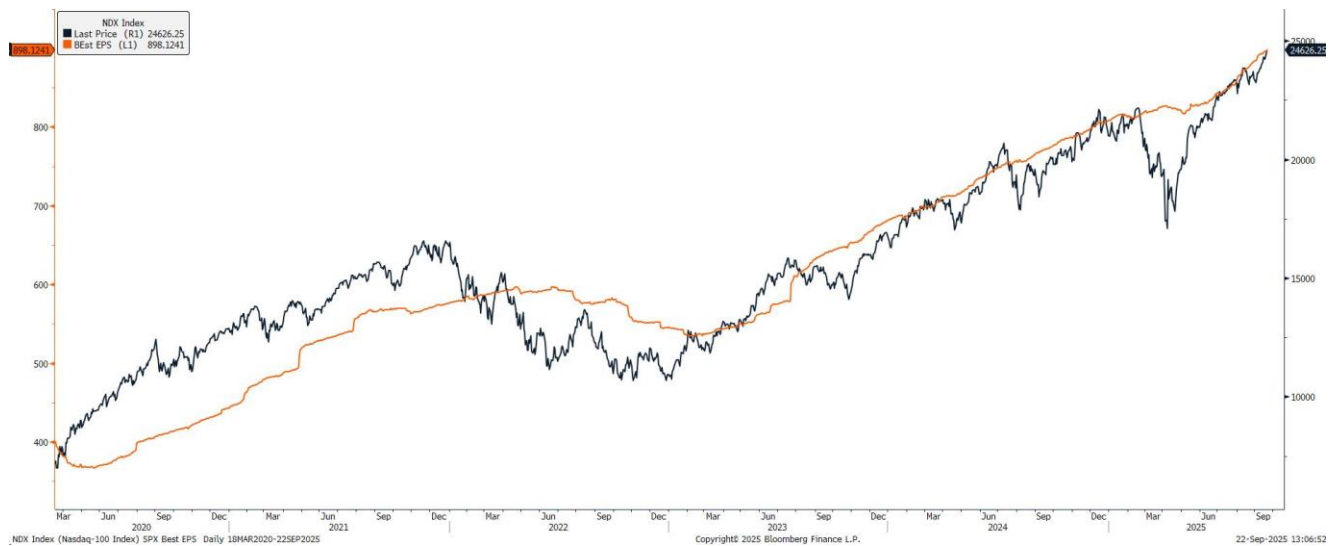
Peerayu Sirivorawong

Exhibit 1: Margin Debt and the S&P500 Real Values

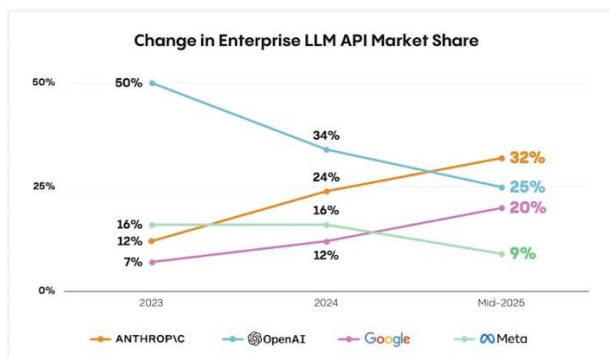
Sources: Advisorperspectives

Exhibit 2: Ratio of U.S. Margin Debt to S&P 500

Sources: Econovis

Exhibit 3: Nasdaq Index to Forward EPS

Sources: Bloomberg

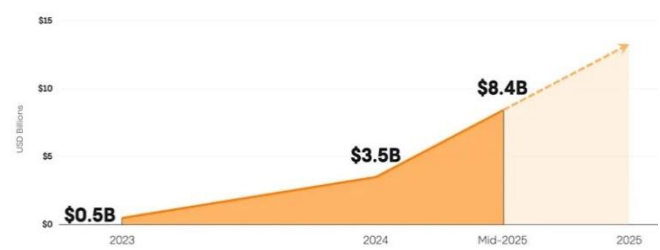
Exhibit 4: Change in Enterprise LLM Market Share

© 2025 Menlo Ventures

Sources: Menlo Ventures

Exhibit 5: Enterprise Spend on LLM**Enterprise* Spend on Foundation Model APIs Continues to Grow**

Enterprise spend in the first six months of 2025 has already more than doubled all of 2024



© 2025 Menlo Ventures

*Non-consumer companies, including both enterprise

Sources: Menlo Ventures

GENERAL DISCLAIMER

Analyst Certification

Suwat Sinsadok, Register No. 020799, Globlex Securities Public Company Limited

The opinions and information presented in this report are those of the Globlex Securities Co. Ltd. Research Department. No representation or warranty in any form regarding the accuracy, completeness, correctness or fairness of opinions and information of this report is offered by Globlex Securities Co. Ltd. Globlex Securities Co. Ltd. Accepts no liability whatsoever for any loss arising from the use of this report or its contents. This report (in whole or in part) may not be reproduced or published without the express permission of Globlex Securities Co. Ltd.

RECOMMENDATION STRUCTURE

Stock Recommendations

Stock ratings are based on absolute upside or downside, which we define as $(\text{target price}^* - \text{current price}) / \text{current price}$.

- BUY:** Expected return of 10% or more over the next 12 months.
HOLD: Expected return between -10% and 10% over the next 12 months.
REDUCE: Expected return of -10% or worse over the next 12 months.

Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause temporary mismatch between upside/downside for a stock based on market price and the formal recommendation.

* In most cases, the target price will equal the analyst's assessment of the current fair value of the stock. However, if the analyst doesn't think the market will reassess the stock over the specified time horizon due to a lack of events or catalysts, then the target price may differ from fair value. In most cases, therefore, our recommendation is an assessment of the mismatch between current market price and our assessment of current fair value.

Sector Recommendations

- Overweight:** The industry is expected to outperform the relevant primary market index over the next 12 months.
Neutral: The industry is expected to perform in line with the relevant primary market index over the next 12 months.
Underweight: The industry is expected to underperform the relevant primary market index over the next 12 months.

Country (Strategy) Recommendations

Overweight: Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on two or more of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Neutral: Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on one of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Underweight: Over the next 12 months, the analyst does not expect the market to score positively on any of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.