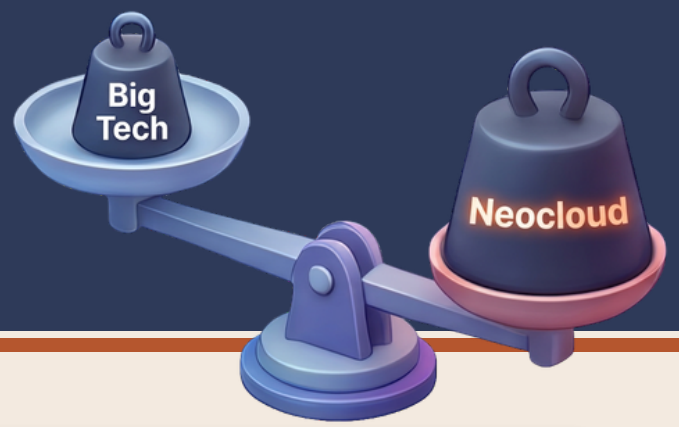
KGI PRIVATE WEALTH : ON OUR RADAR

Hyperscalers vs. Neocloud ความเหมือนที่ต่างกันคนละขั้ว



What's happened?

Hyperscalers และ Neocloud ต่างให้บริการ Cloud สำหรับ AI เหมือนกัน แต่หลัง Democrats ชนะเลือกตั้งกลางเทอมทั้งสองสภา **ราคาหุ้นกลับแยกทางกันชัดเจน**

- **หุ้นกลุ่ม Hyperscalers** แม้ปรับลงในวันที่ 5 พ.ย. แต่รวม 2 วัน**ยังบวกอยู่** (MSFT +2.9%, AMZN +3.8%, GOOG +0.9%)
- **หุ้นกลุ่ม Neocloud ลงต่อเนื่อง 2 วัน** (CRWV -18.7%, IREN -26.3%)

Why it's happening?



① **นโยบาย Democrats อาจทำให้การสร้าง Data Center ช้าลง แต่ผลกระทบไม่เท่ากัน**

- **Hyperscalers ปรับลงน้อยกว่า** เพราะยังมีธุรกิจเดิมสร้างรายได้ และการสร้างที่ช้าลงอาจช่วยลดภาระเงินสดจาก CapEx อีกทั้งมี Data Center ที่เปิดดำเนินการอยู่แล้ว จึงปรับไปขยายจากฐานเดิมได้แทนการสร้างใหม่ที่อาจเจอกฎเกณฑ์เข้มงวดขึ้น
- **Neocloud ถูกกดดันหนักกว่า** เพราะต้องพึ่งการขยาย Data Center เพื่อสร้างรายได้ และการขยายยังใช้หนี้จำนวนมาก จึงมีความเสี่ยงทั้งด้าน Cash Flow และ Balance Sheet สูงกว่า

② **ฐานะการเงินแตกต่างชัดเจน**

- ฝั่ง **Hyperscalers มี D/E ราว 0.2-0.3x** เทียบกับ Neocloud อย่าง **CoreWeave ที่ 8.94x** แม้ Hyperscalers เริ่มกู้มากขึ้น แต่ธุรกิจเดิมยังสร้างเงินสดและมีต้นทุนการเงินต่ำกว่า
- ขณะที่ Neocloud พึ่งหนี้สูงและรายได้ผูกกับ Data Center เช่น CoreWeave มีดอกเบี้ยจ่ายสุทธิ $640m ใน Q2 แต่ขาดทุนจากการดำเนินงาน $49m หากโครงการล่าช้า รายได้อาจมาช้า แต่ดอกเบี้ยยังเดินต่อ
- สะท้อนความเสี่ยงจาก CDS Spread ของ CoreWeave ที่กว้างขึ้น 547 bps ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา ขณะที่ Microsoft เพิ่มเพียง 8 bps*

**5Y CDS Spread เปรียบเทียบวันที่ 5 ส.ค. 2026 กับ 5 พ.ย. 2026 ที่มา: Bloomberg*

What's Next?





① **AI ยังผันผวน จนกว่ารายได้จะยั่งยืน** การกู้ยืมที่เพิ่มขึ้นกดดันบริษัทที่กระแสเงินสดไม่พอรองรับ CapEx หรือมีเรตติ้งต่ำ เพราะฉะนั้นเน้น Hyperscalers ที่มีกำไรและกระแสเงินสดดีกว่า Neocloud

② **จับตานโยบายระดับรัฐและแผน CapEx ปี 2027** แม้ Trump ยังมี Veto ซึ่งจำกัดกฎหมายระดับรัฐบาลกลาง แต่มาตรการระดับรัฐอาจทำให้การสร้าง Data Center ล่าช้าได้

③ **ติดตามโครงการที่จะเริ่มในปี 2028 ซึ่งมีความเสี่ยงล่าช้า** ขณะที่โครงการที่จะเปิดในปี 2027 เริ่มสร้างไปแล้วเกือบ 90%

Investment Implications



สถานการณ์แบบนี้ Selectivity ยังสำคัญ

- หุ้นเทค**แนะนำ Big Tech กลุ่ม Hyperscalers** ที่ยังมีงบดุลและความสามารถในการทำกำไรแข็งแกร่ง และหลีกเลี่ยงกลุ่ม Neocloud ที่มีภาระหนี้สูงและรายได้ผูกกับการขยาย Data Center
- กลุ่ม **Semiconductor เน้นหุ้นขนาดใหญ่** เช่น TSMC, Nvidia, AMD ซึ่งได้ประโยชน์จากส่วนแบ่งตลาดที่สูงและโดนกระทบจากแรงกดดันยอดขายในตลาด Smartphones และ PCs น้อยกว่าบริษัทอย่าง Qualcomm และ Intel
- กลุ่ม **Memory เน้นบริษัทที่สามารถผลิต HBM และ DRAM** เนื่องจากมี Pricing power และ Barrier to entry สูงกว่า NAND