

JP TRUST
LEARNING

หนังสือ AI

และความแข็งแกร่ง
ของหุ่นยนต์

52 บริษัท

บทเล่าจากงานวิจัย JP Trust Learning
ฉบับ 18 ตุลาคม 2026

สารบัญ

จากความกังวลของเจ้าหนี้ สู่ฐานะของหุ้นเทคโนโลยี 52 บริษัท

เปิดเรื่อง เมื่อคนให้กู้เริ่มกังวล	03
---------------------------------------	----

บทที่ 1 รู้จัก CoreWeave และภาระที่อยู่เบื้องหลังการเติบโต	05
---	----

บทที่ 2 หุ้นเทคโนโลยีแต่ละบริษัทเกี่ยวข้องกับหุ้น AI อย่างไร	12
---	----

บทที่ 3 บริษัทไหนมีฐานะพอรับแรงกระแทก	20
--	----

บทที่ 4 ภาพรวมและสิ่งที่งานวิจัยยังตอบไม่ได้	28
---	----

ปิดเรื่อง มองให้เห็นทั้งแหล่งเงินและเวลาที่เงินจะกลับมา	31
--	----

ภาคผนวก รายชื่อและรายละเอียดการประเมิน	32
---	----

ข้อมูล ณ วันที่ 17-18 ตุลาคม 2026
เพื่อการศึกษา ไม่ใช่คำแนะนำการลงทุน

เปิดเรื่อง

เมื่อคนให้กู้ เริ่มกังวล

ถ้าบริษัทกู้เงินก้อนใหญ่มาลงทุนใน AI แล้ววันหนึ่ง คนให้
กู้เริ่มไม่แน่ใจว่าจะได้เงินคืน จะเกิดอะไรขึ้นคะ?

วันที่ 14 ตุลาคม 2026 เราเห็นเหตุการณ์ที่ชวนให้ถามเรื่องนี้ค่ะ หุ้น CoreWeave บริษัทที่ให้เช่าคอมพิวเตอร์สำหรับทำ AI ร่วงลงราว 15% ภายในวันเดียว ขณะที่หุ้น AI และหุ้นชิปก็ปรับตัวลงทั้งกลุ่ม

วันนั้นมีหลายเรื่องเกิดขึ้นพร้อมกัน ตัวเลขเงินเพื่อสหรัฐเร่งขึ้น ทำให้ตลาดกังวลว่า ดอกเบี้ยอาจขึ้นอีก ซึ่งจะเพิ่มต้นทุนให้บริษัทที่ต้องกู้เงินก้อนใหม่ ขณะเดียวกัน ข่าวก็ รายงานถึงความกังวลเรื่องหนี้ของ CoreWeave ด้วย เราจึงยังฟันธงไม่ได้ว่าราคาหุ้นที่ ลง เกิดจากเรื่องใดเรื่องหนึ่งโดยเฉพาะ

แต่สิ่งที่เรามองว่าน่าจับต้ายิ่งกว่าราคาหุ้น คือราคาของ “หุ้นกู้” CoreWeave ค่ะ

หุ้นกู้คือการที่บริษัทออกเอกสารมาขอยืมเงินจากนักลงทุน คนที่ซื้อหุ้นกู้จึงเป็นเจ้าหนี้ ของบริษัท มีสิทธิรับดอกเบี้ยตามที่ตกลง และรับเงินต้นคืนเมื่อครบกำหนด สิ่งที่เจ้าหนี้ อยากรู้ที่สุดก็คือ เมื่อถึงเวลา บริษัทจะคืนเงินได้ครบไหม

ระหว่างที่ยังไม่ครบกำหนด หุ้นกู้ซื้อขายเปลี่ยนมือกันได้ ราคาจึงขึ้นลงได้เช่นกัน ข่าว รายงานว่าในวันนั้น หุ้นกู้ชุดหนึ่งของ CoreWeave หากสมมติว่ามูลค่าเต็มอยู่ที่ใบละ 100 บาท มีคนยอมรับซื้อเพียงราว 80 บาท ทั้งที่เพิ่งออกขายเมื่อเดือนมิถุนายน 2026 ที่ราคาเต็ม เท่ากับว่าผ่านไปประมาณสี่เดือน ราคาลดลงราว 20 บาทแล้ว

ลองมองจากทั้งสองฝั่งนะคะ คนที่ถืออยู่ หากเริ่มไม่แน่ใจว่าจะได้เงินคืนครบ ก็อาจ ยอมขายถูกลงเพื่อเอาเงินออกมาก่อน ส่วนคนที่จะรับซื้อต่อ ก็ต้องการราคาที่ต่ำพอจะ ชดเชยความเสี่ยงที่รับมา

ราคาที่ลดลงมากจึงอาจสะท้อนว่าเจ้าหนี้เริ่มกังวลเรื่องการได้เงินคืน อย่างไรก็ตาม ราคาหุ้นก็ยังลดลงได้จากเหตุผลอื่นด้วย เราจะกลับมาแยกเรื่องนี้ให้ชัดก่อนจบครึ่งแรกค่ะ

เมื่อหันกลับไปดูหุ้น AI ในวันเดียวกัน แม้จะลงเหมือนกัน แต่ลงมาน้อยต่างกัน เพราะแต่ละบริษัทหาเงินมาลงทุนคนละแบบ และมีภาระหนี้ไม่เหมือนกัน การอยู่ในธีมเดียวกันจึงยังไม่พอที่จะบอกว่าทุกบริษัทเสี่ยงเท่ากัน

เรื่องนี้เลยมีคำถามสองข้อที่เราจะค่อยๆ หาคำตอบด้วยกัน ข้อแรก มีบริษัทไหนอีกบ้างที่มีลักษณะคล้าย CoreWeave และข้อที่สอง ถ้าเจอแรงกระแทก เช่น ดอกเบี้ยอาจสูงขึ้นพร้อมกับเจ้าหนี้ที่เริ่มกังวล บริษัทไหนมีฐานะพอจะรับไหว

เราจะใช้ CoreWeave เป็นกรณีตั้งต้น สรุปลักษณะที่พบเป็นเช็คลิสต์ แล้วนำไปเทียบกับหุ้นเทคโนโลยีในอเมริกา 52 บริษัท ระหว่างอ่าน ลองถืคำถามนี้ไว้ค่ะ บริษัทกำลังเติบโตด้วยเงินที่ธุรกิจหาได้เอง หรือด้วยเงินกู้ที่ต้องหาเงินมาคืนในอนาคต?

บทที่ 1

01

ทำไม ตามดอกเบี้ย ทันหรือยัง

รู้จัก CoreWeave และภาระที่อยู่เบื้องหลังการเติบโต

รู้จัก CoreWeave และภาระที่อยู่เบื้องหลังการเติบโต

ธุรกิจให้เช่าที่ต้องลงทุนก่อน

ลองนึกถึง CoreWeave เป็นเจ้าของตึกให้เช่าค่ะ เพียงแต่สิ่งที่ลูกค้าเช่าใช้ คือ คอมพิวเตอร์สำหรับทำ AI บริษัทซื้อชิปราคาแพงจำนวนมากมาติดตั้งในศูนย์ข้อมูล แล้วให้บริษัท AI เช่าใช้งาน

ศูนย์ข้อมูลก็คืออาคารที่รวมคอมพิวเตอร์จำนวนมากไว้ทำงานร่วมกัน ส่วนชิปหลักที่ใช้ทำ AI แบบนี้เรียกว่า GPU ต่อจากนี้ เวลาพูดถึง “ตึก” เราจะหมายถึงทั้งศูนย์ข้อมูล และชิปที่อยู่ข้างในนะคะ

ธุรกิจนี้มีตัวเลขหนึ่งที่ดูน่าประทับใจมาก นั่นคือยอดจองล่วงหน้า หมายถึงสัญญาที่ลูกค้าเซ็นจองไว้แล้ว แต่บริษัทยังไม่ได้ส่งมอบบริการ เงินจึงยังไม่ได้เข้ามาทั้งก่อน ยอดเหล่านี้จะทยอยกลายเป็นรายได้เมื่อบริษัทส่งมอบตามสัญญา

ณ สิ้นเดือนมิถุนายน 2026 CoreWeave มียอดจองล่วงหน้าราว 104,000 ล้านดอลลาร์ หรือมากกว่าหนึ่งแสนล้านดอลลาร์ เทียบได้กับรายได้ของบริษัทในปัจจุบันรวมกันสิบกว่าปี ฟังดูเหมือนมีงานรออยู่อีกยาว แต่ยอดจองขนาดนี้จะทำให้ฐานะมั่นคงแค่ไหน เราต้องดูเรื่องเงินที่ใช้ลงทุนควบคู่กันค่ะ

เงินที่ CoreWeave ใช้สร้างศูนย์ข้อมูลมาจากการกู้ จะมีหนี้รวมหลายหมื่นล้านดอลลาร์ ขาวรายงานว่าเป็นหนี้และสัญญาลูกค้ามาวางเป็นหลักประกัน สัญญาลูกค้าในที่นี้ก็คือสิทธิรับค่าเช่าที่ลูกค้าตกลงจะจ่ายในอนาคต

หลักประกันทำหน้าที่รองรับคนให้กู้ หากผู้กู้จ่ายไม่ไหว เจ้าหนี้มีสิทธิ์ยึดทรัพย์สินที่วางไว้ คล้ายเจ้าของตึกที่กู้ธนาคารมาสร้าง แล้วนำทั้งตึกและสัญญาเช่าไปเป็นหลักประกัน CoreWeave เองก็เคยประกาศเงินกู้ที่มีชิป GPU หนุนหลัง เพื่อซื้อและติดตั้งระบบตามสัญญาลูกค้า

สำหรับเจ้าหนี้ การมีทรัพย์สินให้ยึดช่วยลดความเสี่ยงได้ แต่ก็มีบริษัทอย่าง Oracle ที่กู้โดยไม่ต้องวางหลักประกัน เพราะเจ้าหนี้เชื่อมั่นในฐานะของทั้งบริษัท เราจึงมองว่าเงินกู้ที่มีชีพหนุนหลังของ CoreWeave สะท้อนว่าเจ้าหนี้ก่อนหน้านี้ยังต้องการทรัพย์สินรองรับเพิ่มเติมจากความเชื่อมั่นในตัวบริษัท

ขอแยกหนี้สองก้อนนี้ไว้ให้ชัดเจนคะ เงินกู้ที่มีชีพกับสัญญาลูกค้าเป็นหลักประกัน เป็นคนละก้อนกับหุ้นกู้ที่ราคาตลาดลงตอนเปิดเรื่อง หุ้นกู้ชุดนั้นไม่มีหลักประกันคะ

รายได้พึ่งผู้เช่ารายใหญ่

อีกด้านหนึ่งที่ต้องดู คือใครเป็นคนจ่ายค่าเช่าให้ CoreWeave ขาวระบุว่ารายได้ปี 2025 รวสองในสามมาจาก Microsoft รายเดียว หากค่าเช่าเข้ามาสามบาท สองบาทก็มาจากผู้เช่ารายนี้

แม้ Microsoft จะเป็นบริษัทขนาดใหญ่ ประเด็นที่เรากังวลคือการพึ่งลูกค้ารายเดียวมาก ถ้าในอนาคตลูกค้ารายนั้นไม่ต่อสัญญาหรือเช่าน้อยลง รายได้ส่วนใหญ่ก็อาจได้รับผลกระทบพร้อมกัน

ตัวเลขสองในสามนี้เป็นสัดส่วนของรายได้ปี 2025 นะคะ สำหรับยอดจองล่วงหน้า CoreWeave ไม่ได้เปิดเผยว่า Microsoft มีส่วนอยู่เท่าไร จึงนำสัดส่วนรายได้นี้ไปแทนสัดส่วนยอดจองจริงๆ ไม่ได้

กำไรตามดอกเบี๋ยตันหรือยัง

128

กำไรปรับรายการ

640

ดอกเบี๋ย

ล้านดอลลาร์ / CoreWeave ไตรมาส 2 ปี 2026

เมื่อกู้เงินมาลงทุน และต้องพึ่งค่าเช่าเพื่อจ่ายหนี้ คำถามต่อมาคือ ธุรกิจทำกำไรได้มากพอจะจ่ายดอกเบี๋ยหรือยัง

ตัวเลขที่ใช้ดูตรงนี้เป็น “กำไรจากธุรกิจก่อนหักดอกเบี๋ย” หมายถึงกำไรหลังหักต้นทุน และค่าใช้จ่ายในการดำเนินธุรกิจแล้ว แต่ยังไม่หักดอกเบี๋ยเงินกู้

ในไตรมาสที่สองของปี 2026 CoreWeave มีดอกเบียที่ต้องจ่าย 640 ล้านดอลลาร์ ขณะที่กำไรจากธุรกิจก่อนหักดอกเบียอยู่ที่ 128 ล้านดอลลาร์เท่านั้น และ 128 ล้านนี้ยังเป็นตัวเลขที่บริษัทปรับโดยตัดบางรายการออก หากใช้ตัวเลขตามงบโดยไม่ตัดรายการ กำไรจากธุรกิจในไตรมาสนั้นจะติดลบ

ดังนั้น ไม่ว่าจะมองจากตัวเลขแบบใด กำไรก็ยังไม่พอจ่าย ดอกเบียค่ะ

ถ้าเปรียบเป็นตึกให้เช่า หลังเก็บค่าเช่าและหักค่าใช้จ่ายแล้วเหลือหนึ่งบาท แต่มีดอกเบียต้องจ่ายห้าบาท กำไรจึงรองรับดอกเบียได้เพียงหนึ่งในห้า หรือประมาณ 0.2 เท่า

อัตรานี้อ่านง่ายๆ ว่า ต่ำกว่าหนึ่งเท่าคือกำไรยังไม่พอจ่ายดอกเบีย ยิ่งสูงก็ยิ่งมีส่วนเผื่อมาก เช่น สองเท่า หมายถึงทุกดอกเบียหนึ่งบาท มีกำไรจากธุรกิจรองรับอยู่สองบาท

เกรดเครดิตบอกอะไร

อีกข้อมูลที่เจ้าหนี้ใช้ประเมินความน่าเชื่อถือของผู้กู้ คืออันดับหรือเกรดเครดิต ซึ่งบริษัทจัดอันดับเครดิตเป็นผู้ให้คะแนน โดยใช้ตัวอักษรแทนระดับ

S&P ให้ CoreWeave อยู่ที่ B+ และในเดือนเมษายน 2026 ก็ยืนยันเกรดเดิม พร้อมให้แนวโน้มเป็นบวก หมายถึงมีโอกาสได้รับการปรับเกรดขึ้นในอนาคต

แต่ B+ ในโลกเครดิตยังอยู่ในกลุ่มเสี่ยงสูงค่ะ เกรดสูงสุดคือ AAA จากนั้นไล่ลดลงมาจนถึง BBB ถัดลงไปเป็น BB และ B ส่วนเครื่องหมายบวกหรือลบใช้แบ่งระดับย่อยภายในแต่ละชั้น

เส้นแบ่งสำคัญอยู่ที่ BBB- ตั้งแต่ระดับนี้ขึ้นไปถือเป็นกลุ่มเครดิตดี ต่ำกว่านี้ลงมาเป็นกลุ่มเสี่ยงสูง ดังนั้น B+ ของ CoreWeave จึงต่ำกว่าเส้นแบ่ง และยังอยู่ต่ำกว่ากลุ่ม BB ด้วย

ที่เกรดยังมีแนวโน้มบวก ขณะที่ราคาหุ้นก็สะท้อนความกังวล ไม่จำเป็นต้องขจัดกันนะค่ะ เพราะการยืนยันเกรดเกิดขึ้นตั้งแต่เดือนเมษายน ส่วนราคาหุ้นก็เปลี่ยนได้ทุกวัน ข้อมูลสองอย่างนี้จึงอาจสะท้อนคนละช่วงเวลา

เงินต้องมีทั้งพอและทัน

ในมุมมองของบริษัท ข้าพรายงานว่า CEO ของ CoreWeave มั่นใจว่ายอดจองกว่าแสนล้านดอลลาร์เพียงพอจะรองรับหนี้ทั้งหมด ถ้าเทียบเฉพาะขนาด ยอดจองก็สูงกว่าหนี้หลายหมื่นล้านดอลลาร์จริง แต่ยอดจองเป็นรายได้ที่ยังไม่ได้หักต้นทุนค่ะ

และยังมีอีกเรื่องที่ต้องแยกกัน คือเงิน “พอ” กับเงินมา “ทัน”
เงินพอหมายถึงเมื่อรวมเงินที่จะได้รับตลอดหลายปีแล้วมีครบ
ส่วนเงินมาทันหมายถึงได้รับเงินก่อนถึงวันที่ต้องจ่าย

สำหรับ CoreWeave เงินลงทุนออกไปก่อน บริษัทกู้มาซื้อและติดตั้งระบบชิปตามสัญญาลูกค้า ในไตรมาสที่สอง เงินสดจากการทำธุรกิจอยู่ที่ 679 ล้านดอลลาร์ แต่เงินที่จ่ายลงทุนสูงถึง 6,422 ล้านดอลลาร์

ขณะที่ยอดจองต้องรอทยอยรับรู้เป็นรายได้เมื่อส่งมอบ ดอกเบี้ยก็เกิดขึ้นทุกไตรมาส อย่างไตรมาสเดียวกันนี้ ดอกเบี้ยอยู่ที่ 640 ล้านดอลลาร์ เทียบกับกำไรจากธุรกิจแบบปรับรายการที่มี 128 ล้านดอลลาร์ เราจึงมองว่ากำไรในช่วงนี้ยังตามภาระดอกเบี้ยไม่ทัน

สำหรับยอดจอง ช่วงเวลาที่สั้นที่สุดที่บริษัทเปิดเผยคือสองปีแรก โดยประมาณ 41% จะกลายเป็นรายได้ภายในช่วงนั้น ส่วนที่เหลือต้องรออีกหลายปี และรายได้เหล่านี้ยังต้องนำไปหักต้นทุนด้วย

หากวันหนึ่งเงินเข้ามาไม่ทันดอกเบี้ยและเงินต้น บริษัทก็ต้องหาเงินจากแหล่งอื่นมาจ่าย หากหาไม่ได้จนจ่ายไม่ตรงตามสัญญา ก็เรียกว่าผิดนัดชำระหนี้ ความเสี่ยงเรื่องนี้เป็นสิ่งที่เราตีความว่าเจ้าหนี้กำลังกังวล จากราคาหุ้นที่เห็นตอนเปิดเรื่องค่ะ

เช็กलिสต์ห่าอาการ

จากเรื่องของ CoreWeave เราจะนำลักษณะที่พบมาทำเป็นเช็กलिสต์ห่าข้อ หรือที่เรียกว่า “ห่าอาการ” คำว่าอาการในที่นี้ หมายถึงสิ่งที่ตรวจพบได้จากงบ สัญญา และข่าว ไม่ใช่ข้อสรุปว่าบริษัทจะผิดนัดชำระหนี้

ข้อแรก กฎโดยมีทรัพย์สินเป็นหลักประกัน อย่าง CoreWeave ที่นำชิปและสัญญาลูกค้า มารองรับเงินกู้ คล้ายการนำตึกกับสัญญาเช่าไปวางไว้กับธนาคาร

ข้อที่สอง พึ่งลูกค้ารายใหญ่รายเดียว เรานับข้อนี้เมื่อลูกค้าหนึ่งรายมีส่วนตั้งแต่หนึ่งในสี่ของรายได้ หรือหนึ่งในสี่ของยอดจองล่วงหน้า CoreWeave มีรายได้ราวสองในสามจาก Microsoft จึงเข้าเงื่อนไขนี้

ข้อที่สาม เงินตั้ง ซึ่งเข้าได้สองทาง ทางแรกคือกำไรไม่ถึงสองเท่าของดอกเบี้ย อีกทางคือเงินสดที่ธุรกิจหาได้ไม่พอจ่ายค่าลงทุน เช่น ค่าสร้างศูนย์ข้อมูลหรือซื้อเครื่องจักร เงินสดจากธุรกิจทั้งปีที่ใช้ตรงนี้ คือยอดรวมสี่ไตรมาสล่าสุดก่อนหักเงินลงทุน

ข้อที่สี่ เกรดเครดิตอยู่ในกลุ่มเสี่ยงสูง เช่น B+ ของ CoreWeave หรืออยู่ที่ BBB- ซึ่งเป็นชั้นล่างสุดของกลุ่มเครดิตดี และในปีนั้นถูกลดเกรดลงมา หรือได้รับคำเตือนว่าอาจถูกลดเกรด ก็นับว่าเข้าเงื่อนไขเช่นกัน

CoreWeave มีครบทั้งสี่ข้อที่เล่ามา ส่วนข้อที่ห้าเป็นเกณฑ์ที่งานวิจัยของ JP Trust Learning ใส่ไว้ตั้งแต่ต้น ชื่อว่า “สัญญาเช่ารอเริ่ม” ข้อนี้ไม่ได้มาจากกรณี CoreWeave โดยตรงค่ะ

คราวนี้บริษัทเป็นฝ่ายไปเช่าตึกของคนอื่น โดยเซ็นสัญญาไว้แล้ว แต่ยังไม่ได้เริ่มเช่าใช้ สัญญาเช่าแบบนี้ยังไม่ถูกนับเป็นหนี้ในงบ แม้บริษัทจะผูกพันต้องจ่ายค่าเช่าในอนาคตแล้ว หากดูเฉพาะหนี้ในงบจึงอาจมองไม่เห็นภาระส่วนนี้

เรานับว่าเข้าอาการข้อที่ห้า เมื่อค่าเช่าที่ผูกพันไว้ทั้งก่อนมีขนาดตั้งแต่หนึ่งเท่าของเงินสดที่ธุรกิจหาได้ทั้งปี

เช็กलिस्टของเราจึงประกอบด้วย การกู้แบบมีหลักประกัน การพึ่งลูกค้ารายใหญ่ เงินตั้ง เกรดเครดิตต่ำหรือถูกลดลงตามเงื่อนไข และสัญญาเช่ารอเริ่ม บริษัทไหนมีตั้งแต่สามในห้าข้อ เราจะจัดว่ามีลักษณะคล้าย CoreWeave ค่ะ

อ่านภาพรวม / บทที่ 1

เช็กलिस्टห้าอาการในหน้าเดียว

ตรวจสอบลักษณะที่คล้าย CoreWeave จากงบ สัญญา และข่าว แล้วนับจำนวนข้อที่เข้าเกณฑ์

อาการที่ตรวจ	เข้าเกณฑ์เมื่อ
01 ภูมิหลักประกัน	มีเงินกู้ที่ใช้ทรัพย์สินเป็นหลักประกัน ทั้งของบริษัทเอง หรือบริษัทอื่นที่เข้าไปถือหุ้นหรือค้ำประกันหนี้ให้
02 พึ่งลูกค้ารายใหญ่	ลูกค้ารายเดียวมีส่วนตั้งแต่ 25% ของรายได้ หรือ ของยอดจงบลงหน้า
03 เงินตึง	กำไรต่ำกว่า 2 เท่าของดอกเบี้ย หรือเงินสดจากธุรกิจ ทั้งปีไม่พอจ่ายเงินลงทุน
04 เกรดเครดิต	อยู่ในกลุ่มเสี่ยงสูง หรืออยู่ที่ BBB- และในปีนั้นถูกลดเกรด หรือได้รับคำเตือนว่าอาจถูกลดเกรด
05 สัญญาเช่าอสังหาริมทรัพย์	ค่าเช่าที่ผูกพันไว้ทั้งก้อน มีขนาดตั้งแต่ 1 เท่าของ เงินสดที่ธุรกิจหาได้ทั้งปี

มีตั้งแต่ 3 ใน 5 ข้อ จัดว่ามีลักษณะคล้าย CoreWeave

เงินสดจากธุรกิจทั้งปีใช้สัปดาห์ล่าสุดก่อนหักเงินลงทุน เกณฑ์นี้เป็นวิธีคัดกรองของงานวิจัย ไม่ใช่ข้อสรุปว่า บริษัทจะผิดนัดชำระหนี้

บทที่ 2

02

ไม่พบอาการ ยังบอกไม่ได้ว่า ปลอดภัย

หุ่นยนต์แต่ละบริษัทเกี่ยวข้องกับนี้ AI อย่างไร

หุ้นเทคโนโลยี เกี่ยวข้องกับหุ้น AI อย่างไร

จาก CoreWeave ไปสู่หุ้นเทคโนโลยี 52 บริษัท

เมื่อมีเช็กलिस्टแล้ว เรานำไปตรวจหุ้นเทคโนโลยีในอเมริกา โดยเริ่มจากหุ้นกลุ่มชิป ฮาร์ดแวร์ และอุปกรณ์ในดัชนี S&P 500 จำนวน 46 บริษัท ดัชนีนี้ใช้ติดตามหุ้นใหญ่ของอเมริกา แม้จะมีชื่อ S&P เหมือนกัน แต่เป็นคนละเรื่องกับอันดับเครดิตที่เพิ่งเล่าไปนะค่ะ

จากนั้นเพิ่มอีกหกบริษัท ได้แก่ Vertiv ผู้ขายอุปกรณ์ไฟฟ้าให้ศูนย์ข้อมูลและมี CoreWeave เป็นลูกค้า Oracle ซึ่งหุ้นลดลงเกือบ 9% ในวันเดียวกับ CoreWeave และยักษ์ใหญ่อีกสี่ราย คือ Microsoft, Meta, Google และ Amazon รวมเป็น 52 บริษัท

CoreWeave ไม่ได้อยู่ในดัชนีนี้ และไม่ได้รวมอยู่ใน 52 บริษัท เราใช้เป็นกรณีตั้งต้นเพื่อเปรียบเทียบค่ะ

เราตรวจแต่ละบริษัทจากตัวเลขในงบ รายงาน และข่าว เพื่อดูว่าเข้าเช็กलिस्टกี่ข้อ แต่มี 22 บริษัทที่ตรวจเพียงตัวเลขในงบ ขอบเขตการตรวจจึงยังไม่เท่ากันทั้งหมด

นอกเหนือจากห้าอาการ งานวิจัยยังดูความเกี่ยวข้องกับหุ้น AI ในรูปแบบอื่นด้วย เพราะบริษัทอาจไม่ได้รูปแบบ CoreWeave เอง แต่เข้าไปเกี่ยวข้องผ่านลูกค้าหรือคู่ค้า ความเกี่ยวข้องเหล่านี้เราบันทึกไว้แยกต่างหาก และไม่นำมารวมเป็นคะแนนห้าอาการ

Oracle มีอาการคล้ายที่สุด แต่ฐานะต่างกัน

4 / 5

อาการที่พบใน Oracle

เช็กलिส์ตของงานวิจัย JP Trust Learning

ผลที่ได้คือ ใน 52 บริษัท มีเพียง Oracle ที่เข้าเกณฑ์ตั้งแต่สามในห้าข้อ โดยพบถึงสี่ข้อค่ะ

Oracle เป็นบริษัทซอฟต์แวร์ที่ช่วงหลังระดมเงินจำนวนมากมาสร้างศูนย์ข้อมูล AI เช่นกัน บริษัทขาดเพียงอาการแรก คือการนำศูนย์ข้อมูลไปวางเป็นหลักประกัน ส่วนอีกสี่ข้อพบครบ

เริ่มจากการฟังลูกค้ารายใหญ่ ข่าวยะบุว่า S&P ประเมินว่ายอดจองล่วงหน้าราวครึ่งหนึ่งของ Oracle ผูกกับ OpenAI เจ้าของ ChatGPT สัดส่วนนี้สูงกว่าเส้นหนึ่งในสี่ที่เราใช้ จึงเข้าอาการข้อที่สอง

ด้านเงินตัง Oracle เข้าเงื่อนไขผ่านกระแสเงินสด ในช่วงปีที่ผ่านมา เงินที่ธุรกิจหาได้ไม่พอจ่ายค่าลงทุนสร้างศูนย์ข้อมูล ขาดอยู่ประมาณ 28,700 ล้านดอลลาร์ หรือเกือบสามหมื่นล้านดอลลาร์ ส่วนที่ขาดต้องใช้เงินที่มีอยู่ หรือหาเพิ่มจากการกู้และการระดมทุน

ด้านเกรดเครดิต ข่าวยางานว่า S&P ลดอันดับ Oracle ลงมาอยู่ที่ BBB- ในเดือนกรกฎาคม 2026 ซึ่งเป็นขั้นล่างสุดของกลุ่มเครดิตดี จึงเข้าอาการข้อที่สี่ตามเกณฑ์ของเรา

สุดท้าย Oracle มีสัญญาเช่ารอเริ่มประมาณ 6.1 เท่าของเงินสดที่ธุรกิจหาได้ทั้งปี สูงกว่าเส้นหนึ่งเท่ามาก หมายความว่าค่าเช่าที่ผูกพันไว้ทั้งก้อนใหญ่กว่าเงินสดที่ธุรกิจหาได้ในหนึ่งปีหลายเท่าตัว

ถึงจะมีอาการคล้ายกัน แต่ยังมีความต่างสามเรื่องที่ต้องเก็บไว้ค่ะ

เรื่องแรก Oracle ไม่ได้นำศูนย์ข้อมูลมาวางเป็นหลักประกัน เจ้าหนี้ยอมให้กู้จากความเชื่อมั่นในฐานะของบริษัท ต่างจากเงินกู้ที่มีชิปหนุนหลังของ CoreWeave

เรื่องที่สอง Oracle ยังอยู่ในกลุ่มเครดิตดีที่ BBB- ส่วน CoreWeave อยู่ในกลุ่มเสี่ยงสูงที่ B+

และเรื่องที่สาม กำไรของ Oracle รองรับดอกเบี้ยได้ราว 4.5 เท่า ขณะที่ CoreWeave อยู่ที่ประมาณ 0.2 เท่า หากดอกเบี้ยเท่ากันหนึ่งบาท Oracle มีกำไรรองรับราวสี่บาทครึ่ง ส่วน CoreWeave มีประมาณยี่สิบสตางค์

อย่างไรก็ตาม ตัวเลขสองชุดนี้คำนวณต่างกัน ของ Oracle ใช้กำไรตามงบทั้งปี ส่วน CoreWeave ใช้กำไรที่บริษัทปรับรายการของไตรมาสเดียว จึงเทียบกันตรงๆ แบบเดียวกันทุกด้านไม่ได้ แต่ช่วยให้เห็นว่าระดับกำไรที่รองรับดอกเบี้ยห่างกันมาก การมีอากรคล้ายกันจึงยังไม่ได้แปลว่าฐานะหนักเท่ากันค่ะ

คนขายชิปที่เข้าไปค้าประกันให้ลูกค้า

การกู้มาสร้างศูนย์ข้อมูลเองเป็นเพียงรูปแบบหนึ่ง อีกทางที่เห็นชัดคือ Nvidia, Broadcom และ AMD ซึ่งเป็นคนขายชิป แต่เข้าไปค้าประกันให้ลูกค้า

การค้าประกันหมายความว่า หากลูกค้าจ่ายไม่ไหว ผู้ค้าอาจต้องจ่ายส่วนที่ขาดแทน ภาระนี้ไม่ได้เกิดจากการกู้เงินของผู้ค้าเอง จึงไม่ได้บันทึกเป็นหนี้ในงบแบบเดียวกับเงินกู้ ถ้าอ่านเฉพาะตัวเลขนี้ก็อาจมองไม่เห็นค่ะ

กรณีใหญ่ของ Nvidia เกี่ยวข้องกับศูนย์ข้อมูลที่ OpenAI เช่า เงื่อนไขคือ หาก OpenAI ผิดนัดจ่ายค่าเช่า และเจ้าของศูนย์ข้อมูลนำไปขายหรือหาผู้เช่ารายใหม่ได้มูลค่าต่ำกว่าที่ตกลงกัน Nvidia ต้องจ่ายส่วนที่ขาดไปก่อน

แม้ OpenAI จะตกลงชดใช้เงินส่วนนี้คืนให้ Nvidia ภายหลัง แต่ในสถานการณ์นั้น Nvidia ก็ต้องไปเรียกเก็บเงินจากฝ่ายที่เพิ่งผิดนัดชำระมา จึงยังมีคำถามว่าจะเก็บคืนได้เพียงใด

การจ่ายของ Nvidia จึงมีเงื่อนไขสองชั้น ต้องเกิดทั้งการผิดนัดของ OpenAI และมูลค่าที่ได้จากศูนย์ข้อมูลต่ำกว่าที่ตกลงไว้ ส่วนอีกสองบริษัทค้ากันคนละแบบ Broadcom ค้าค่าเช่าตัววงเครื่องคอมพิวเตอร์ของลูกค้า ขณะที่ AMD ค้าสัญญาเช่าศูนย์ข้อมูลของพาร์ทเนอร์

แล้วภาระที่อาจต้องจ่ายใหญ่แค่ไหน? เราเทียบกับ “เงินสดที่เหลือหลังหักค่าลงทุน” ซึ่งคำนวณจากเงินสดที่ธุรกิจหาได้ทั้งปี ลบด้วยเงินลงทุนในปีเดียวกัน หากติดลบ ก็แปลว่าลงทุนมากกว่าเงินสดที่ธุรกิจหาได้ อย่างกรณี Oracle ที่เล่าไป

สมมติ Nvidia มีเงินสดเหลือหลังลงทุนปีละ 100 บาท เพดานที่อาจต้องจ่ายในกรณีเลวร้ายสุดจะอยู่ที่ประมาณ 85 บาท หรือ 0.85 เท่าของเงินสดที่เหลือทั้งปี หากใช้ฐาน 100 บาทเหมือนกัน Broadcom จะอยู่ราว 74 บาท และ AMD ราว 49 บาท

ตัวเลขเหล่านี้เป็น “เพดาน” หรือยอดสูงสุดที่อาจต้องจ่ายเมื่อเงื่อนไขร้ายเกิดขึ้นครบ ไม่ใช่ยอดที่ต้องจ่ายแน่นอน และไม่ใช่ว่าที่บันทึกอยู่ในงบ อีกทั้งเป็นยอดค่าเต็มก่อนที่นำมาเทียบกับเงินสดของปีเดียว

เพราะแต่ละบริษัทคำนวณเงื่อนไข ตัวเลขจึงช่วยบอกขนาดของภาระสูงสุด แต่ยังใช้เรียงว่าใครเสี่ยงกว่ากันไม่ได้ค่ะ

เวลาอ่านอัตราส่วน ขอแยกทิศทางไว้ด้วยนะคะ ถ้าเปรียบเทียบดอกเบี้ยยังสูง ยังมีส่วนเผื่อจ่ายได้มาก แต่ภาระค่าประกันหรือค่าเช่าเทียบกับเงินสดยังสูง ภาระก็ยิ่งใหญ่เมื่อเทียบกับเงินที่หาได้ และสองชุดนี้ใช้ฐานเงินสดต่างกัน ภาระค่าประกันเทียบกับเงินสดที่เหลือหลังหักเงินลงทุน ส่วนสัญญาเช่ารอเริ่มเทียบกับเงินสดที่ธุรกิจหาได้ก่อนหักเงินลงทุน จึงไม่ควรนำมาเทียบกันโดยตรง

ภาระของผู้เช่าและความเกี่ยวข้องผ่านลูกค้า

สำหรับอาการข้อที่ห้า นอกจาก Oracle แล้ว เรายังพบสัญญาเช่ารอเริ่มจำนวนมากใน Meta และ Microsoft ส่วน Amazon ยังไม่ได้ค้นข้อมูลนี้

Meta มีภาระดังกล่าวประมาณ 2.1 เท่าของเงินสดที่ธุรกิจหาได้ทั้งปี ส่วน Microsoft อยู่ที่ราว 1.8 เท่า ทั้งคู่จึงเกินเส้นหนึ่งเท่าและเข้าอาการนี้ อย่างไรก็ตาม ทั้ง Meta และ Microsoft มีเงินสดมากกว่าหนี้ที่กู้ ขณะที่ Oracle มีหนี้มากกว่าเงินสด

Meta ยังเข้าอาการแรกผ่านบริษัทอื่นด้วย โดยถือหุ้นประมาณ 20% ในบริษัทแห่งหนึ่ง ซึ่งตามข่าว บริษัทนั้นกู้แบบมีหลักประกันมาสร้างศูนย์ข้อมูลให้ Meta เช่า

เหตุที่เราจับ เพราะเกณฑ์อาการแรกครอบคลุมหนี้ของบริษัทที่เข้าไปถือหุ้นด้วย ไม่ได้ดูเฉพาะเงินกู้ที่ Meta กู้เอง นอกจากนี้ หาก Meta ยกเลิกหรือไม่ต่อสัญญาเช่า แล้วศูนย์ข้อมูลมีมูลค่าต่ำกว่าที่ตกลงไว้ Meta ยังรับประกันว่าจะชดเชยส่วนที่ขาดอีกด้วย

Meta จึงมีสองอาการ คือการกู้แบบมีหลักประกันผ่านบริษัทอื่น และสัญญาเช่ารอเริ่ม ส่วน Microsoft ก็มีสองอาการเช่นกัน ได้แก่ สัญญาเช่ารอเริ่ม และการพึ่งลูกค้ารายใหญ่ เพราะข่าวรายงานว่า ณ สิ้นปี 2025 ยอดจองล่วงหน้าจากลูกค้าธุรกิจของ Microsoft ราว 45% มาจาก OpenAI ทั้งสองบริษัทยังไม่ถึงเกณฑ์สามในห้าข้อค่ะ

Google ไม่เข้าอาการใดเลย สัญญาเช่ารอเริ่มก็ยังต่ำกว่าเกณฑ์ แต่ข่าวระบุว่า Google ค่าเช่าให้ Fluidstack บริษัทที่ให้เช่าคอมพิวเตอร์ทำ AI แบบเดียวกับ CoreWeave เราจึงบันทึก Google ไว้ในความเกี่ยวข้องรูปแบบอื่น คือมีบริษัทลักษณะนี้เป็นคู่ค้าสำคัญ

ในกลุ่มคู่ค้าสำคัญยังมี SanDisk ผู้ทำหน่วยความจำ ซึ่งข่าวรายงานว่า CoreWeave เป็นคู่สัญญาซื้อขายยาวรายหนึ่ง และ Vertiv ที่มี CoreWeave เป็นลูกค้าตามที่เล่าไว้ค่ะ

เงินตึงเหมือนกัน แต่เงินสำรองต่างกัน

อีกกลุ่มที่พบอาการเงินตึงหรือเกรตเครดิตต่ำ ได้แก่ Super Micro ผู้ทำเซิร์ฟเวอร์ Coherent ผู้ทำชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ Intel และ Amazon

Super Micro เข้าเงื่อนไขเพราะเงินสดจากการทำธุรกิจทั้งปีติดลบ ส่วน Coherent ใช้เงินลงทุนมากกว่าเงินที่ธุรกิจหาได้ และเข้าเงื่อนไขด้านเกรตเครดิตด้วย สำหรับ Intel กำไรไม่พอจ่ายดอกเบี้ย

Amazon เข้าเงื่อนไขเพราะใช้เงินลงทุนมากกว่าเงินสดที่หาได้เช่นกัน แต่ Amazon มีเงินสดเก็บไว้จำนวนมาก ต่างจากอีกสามบริษัท เช็กलिส์ต์ขั้นนี้เพียงตรวจว่าเข้าเงื่อนไขหรือไม่ ส่วนเงินสำรองมากน้อยแค่ไหน เราจะใช้พิจารณาตอนแบ่งระดับความแข็งแรงค่ะ

ยังมีอีกแปดบริษัทที่พบความเกี่ยวข้องอื่น ประกอบด้วยผู้ให้ลูกค้าผ่อนซื้อสามบริษัท บริษัทที่มีเพียงอาการพึ่งลูกค้ารายใหญ่สามบริษัท และบริษัทที่ลูกค้าวางเงินล่วงหน้าให้อีกสองบริษัท เราจะเล่าบางส่วนต่อในครึ่งหลัง และมีรายชื่อครบในภาคผนวก

ไม่พบอาการ ยังบอกไม่ได้ว่าปลอดภัย

จากทั้งหมด มี 31 บริษัทที่ไม่พบทั้งห้าอาการ และไม่พบความเกี่ยวข้องรูปแบบอื่นที่งานวิจัยตรวจ เช่น การค้าประกันให้ลูกค้า หรือการมีบริษัทแบบ CoreWeave เป็นคู่ค้าสำคัญ

แต่ใน 31 บริษัทนี้ มี 22 บริษัทที่เราดูเพียงตัวเลขในงบ ยังไม่ได้เปิดอ่านรายงานและข่าวของบริษัท ตัวเลขในงบช่วยตรวจได้เฉพาะอาการเงินตึง ส่วนอีกสี่อาการต้องอาศัยเอกสารเพิ่มเติม

การไม่พบจึงยังไม่ใช่ว่าหลักฐานว่าไม่มี และยังไม่ได้บอกว่าบริษัทมีหนี้้น้อย เพราะเช็กलिส์ต์ห้าอาการใช้ว่าลักษณะคล้าย CoreWeave หรือไม่ ขนาดหนี้จะถูกวัดแยกในชั้นจัดระดับความแข็งแรง

Nvidia เองก็ไม่เข้าอาการทั้งห้าข้อตามวิธีฉบับของเรา แต่ไม่ได้รวมอยู่ในกลุ่ม 31 บริษัทนี้ เพราะมีความเกี่ยวข้องผ่านการค้าประกันให้ลูกค้าคะ

ทำไมราคาหุ้นกู๊จึงไม่อยู่ในเช็กलिस्ट

ก่อนจบครั้งแรก กลับมาที่คำถามตอนเปิดเรื่องนะคะ เราเริ่มจากราคาหุ้นกู๊ที่ลดลง แต่เหตุใดจึงไม่ใช่ราคาเป็นหนึ่งในห้าอาการ?

เพราะราคาที่ลดลงอาจเกิดได้จากสองเหตุผล เหตุผลแรกคือเจ้าหนี้กังวลว่าจะได้เงินคืนหรือไม่ ส่วนอีกเหตุผลคือหุ้นกู๊อายุยาวรุ่นเก่าจ่ายดอกเบี้ยต่ำกว่าระดับที่ตลาดให้กันในปัจจุบัน คนที่จะซื้อต่อจึงต้องการราคาถูกลง

ตัวอย่างคือหุ้นกู๊อายุยาวชุดหนึ่งของ Microsoft ซึ่งได้เกรดสูงสุด หากสมมติว่ามูลค่าเต็มอยู่ที่ 100 บาท ยังซื้อขายกันเพียงราว 72 บาท ต่ำกว่าประมาณ 80 บาทของ CoreWeave ในวันนั้นเสียอีก

ราคาหุ้นกู๊เพียงอย่างเดียวจึงแยกสองเหตุผลนี้ออกจากกันไม่ได้ เราเลือกใช้เกรดเครดิตเป็นเกณฑ์แทน หากเพิ่มราคาหุ้นกู๊ที่ลดลงเข้าไปในเช็กलिस्ट Microsoft กับ Meta จะถูกนับว่าคล้าย CoreWeave ด้วย แต่ Microsoft เข้ามาเพราะหุ้นกู๊รุ่นเก่ามีดอกเบี้ยต่ำ ไม่ใช่เพราะเครดิตแย่

สำหรับ CoreWeave หุ้นกู๊ชุดที่พูดถึงเพิ่งออกขายในเดือนมิถุนายน 2026 ที่ราคาเต็มจึงไม่ใช่หุ้นกู๊รุ่นเก่าที่มีดอกเบี้ยต่ำมานาน เรามองว่าการลดลงมากในเวลาไม่กี่เดือนสอดคล้องกับความกังวลด้านเครดิตมากกว่า

อย่างไรก็ตาม หากดอกเบี้ยตลาดขยับขึ้นหลังเดือนมิถุนายน ก็อาจมีผลกดราคาอยู่ด้วย เราจึงแยกสองสาเหตุไม่ได้ทั้งหมด และคำอธิบายนี้เป็นการตีความของเราคะ

ถึงตรงนี้ บริษัทที่มีอาการคล้าย CoreWeave ตั้งแต่สามในห้าข้อมีเพียง Oracle ซึ่งก็ยังมี ความต่างอยู่หลายด้าน ส่วนบริษัทอื่นเกี่ยวข้องกันคนละรูปแบบ ทั้งการค้าประกัน สัญญาเช่าเริ่ม และความสัมพันธ์กับคู่ค้า AI ขณะที่อีก 31 บริษัทไม่พบสิ่งเหล่านี้ ภายใต้อาการที่ตรวจ แต่ยังสรุปว่าปลอดภัยไม่ได้

ครั้งหลัง เราจะเปลี่ยนจากการดูรูปแบบความเกี่ยวข้อง มาดูฐานะของแต่ละบริษัทว่า แข็งแรงพอรับภาระหรือไม่ และกลับไปตอบว่ายอดจองจำนวนมากช่วยให้มันคงได้แค่ไหนคะ

อ่านภาพรวม / บทที่ 2

คล้ายกัน แต่ฐานะต่างกันตรงไหน

Oracle เป็นเพียงบริษัทเดียวในกลุ่ม 52 บริษัทที่เข้าเช็กलिस्टตั้งแต่สามข้อ ลองเทียบกับ CoreWeave ซึ่งเป็นกรณีตั้งต้น

สิ่งที่เปรียบเทียบ	CoreWeave	Oracle
อาการที่พบ	พบข้อ 1-4 ข้อ 5 ยังไม่ได้ค้น	พบข้อ 2-5 ไม่เข้าอาการข้อ 1
หลักประกันเงินกู้	มีชิปและสัญญาลูกค้าหนุน หลังเงินกู้	ไม่ต้องวางศูนย์ข้อมูลเป็น หลักประกัน
ลูกค้ารายใหญ่	Microsoft ราวสองในสามของรายได้ปี 2025	OpenAI ราวครึ่งหนึ่งของยอดจอง ล่วงหน้า
เกรดเครดิต	B+ · กลุ่มเสี่ยงสูง	BBB- · กลุ่มเครดิตดี แต่ถูกลดเกรดในปี 2026
กำไรเทียบ ดอกเบี้ย	0.2 เท่า · กำไรปรับ รายการ ไตรมาส 2 ปี 2026	4.5 เท่า · กำไรตามงบทั้งปี

อาการคล้ายกัน ยังไม่ได้แปลว่าฐานะหนักเท่ากัน

อัตรากำไรเทียบดอกเบี้ยเป็นค่าประมาณ และใช้คนละนิยามกับช่วงเวลา สัดส่วนลูกค้าก็ใช้คนละฐาน จึง
เทียบตรงๆ แบบเดียวกันทุกด้านไม่ได้
เงินกู้ที่มีชิปหนุนหลังของ CoreWeave เป็นคนละก้อนกับหุ้นกู้ไม่มีหลักประกันที่กล่าวถึงตอนเปิดเรื่อง

บทที่ 3

03

ยอดจองมาก
ไม่ได้แปลว่า
เงินจะมาทัน

บริษัทไหนมีฐานะพอรับแรงกระแทก

บริษัทไหนมีฐานะ พอรับแรงกระแทก

วัดความแข็งแรงจากงบ

10

แข็งแรงมาก

37

ปานกลาง

5

เปราะบาง

52 บริษัท / ฐานะตามงบและเกณฑ์ของงานวิจัย

จากครั้งแรก เราเห็นแล้วว่า CoreWeave กู้เงินจำนวนมากมาสร้างศูนย์ข้อมูลให้บริษัท AI เข้า มีข่าวว่าชิปและสัญญาลูกค้าเป็นหลักประกัน แต่กำไรยังไม่พอจ่ายดอกเบี้ย เมื่อนำลักษณะเหล่านี้ไปเทียบกับหุ้นเทคโนโลยี 52 บริษัท มีเพียง Oracle ที่เข้าเช็กलिस्ट ตั้งแต่สามข้อขึ้นไป

คราวนี้มาดูความสามารถในการรับแรงกระแทกค่ะ วันที่ 14 ตุลาคม หุ้น CoreWeave ลดลงราว 15% ขณะที่ Microsoft และ Google ลดลงไม่ถึง 2% เรามองว่าตลาดในวันนั้นเริ่มตั้งคำถามว่าแต่ละบริษัทพึ่งพาเงินกู้มากแค่ไหน แต่ราคาหุ้นเพียงวันเดียวก็น่าจะบอกไม่ได้ว่าบริษัทใหญ่จะปลอดภัยเสมอไป

เพื่อดูให้ชัดกว่านั้น เราจึงใช้ฐานะในงบแบ่งทั้ง 52 บริษัทเป็นสามระดับ คือ แข็งแรงมาก ปานกลาง และเปราะบาง

เริ่มจากจุดอ่อนสี่ด้าน ได้แก่ ความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย ภาระหนี้ เกรดเครดิต และเงินสดสำรอง หากเข้าเงื่อนไขจุดอ่อนแม้เพียงด้านเดียว จะจัดอยู่ในระดับเปราะบาง

ส่วนระดับแข็งแกร่งมากต้องไม่มีจุดอ่อนเหล่านี้ และยังต้องผ่านเกณฑ์นี้ ดอกเบี้ย และเงินสำรองที่เข้มกว่าฝั่งเปราะบางมาก พร้อมผ่านเงื่อนไขด้านธุรกิจอีกสองเรื่อง คือ ยอดขายไม่หดตัว และมีขนาดใหญ่ตามเกณฑ์

ยอดขายไม่หดตัว หมายถึงยอดขายไตรมาสล่าสุดไม่ต่ำกว่าไตรมาสเดียวกันของปีก่อน ส่วนขนาดบริษัท งานวิจัยมองว่าธุรกิจที่ใหญ่เป็นเหมือนเบาะรองรับเมื่อมีแรงกระแทก บริษัทที่ไม่เข้าทั้งระดับเปราะบางและแข็งแกร่งมาก จะอยู่ตรงกลาง คือระดับปานกลางค่ะ

ผลคือมีบริษัทระดับแข็งแกร่งมาก 10 บริษัท เช่น Nvidia, Microsoft และ Apple ส่วนระดับปานกลางมี 37 บริษัท และระดับเปราะบางมีห้าบริษัท ได้แก่ Oracle, Super Micro, Coherent, Intel และ Microchip หากนำ CoreWeave มาประเมินด้วย จะอยู่ระดับเปราะบางจากเกรด B+ ที่อยู่ในกลุ่มเสี่ยงสูง

ระดับเหล่านี้บอกฐานะในงบตามเกณฑ์ของงานวิจัย ไม่ได้บอกว่าหุ้นถูกหรือแพง บริษัทจะผิบนัดหรือไม่ หรือควรซื้อขายหุ้นตัวไหนนะคะ

ห้าบริษัทที่เปราะบาง มีจุดอ่อนคนละแบบ

เริ่มจาก Oracle ซึ่งเข้าเกณฑ์เปราะบางหลายด้าน ด้านแรกคือเกรดเครดิต ใช้เงื่อนไขเดียวกับอาการข้อที่สี่ และ Oracle เข้าเงื่อนไขนี้อยู่แล้ว

ด้านที่สองคือภาระหนี้ ตรงนี้เราจะใช้กำไรอีกแบบหนึ่ง คือกำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี และค่าเสื่อม ซึ่งมักมากกว่ากำไรจากธุรกิจที่ใช้ตอนอธิบาย CoreWeave

ค่าเสื่อมคือการทยอยนำราคาของที่ซื้อมาใช้หลายปี เช่น อาคาร ชิป หรือสิทธิ์ที่ซื้อเข้ามาบันทึกเป็นค่าใช้จ่ายทีละปี ส่วนหนี้หักเงินสด คือหนี้ทั้งหมดลบด้วยเงินสดที่บริษัทมีอยู่

เกณฑ์เปราะบางกำหนดว่า หากหนี้หลังหักเงินสดเกินสามเท่าของกำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี และค่าเสื่อม จะถือว่าหนี้สูงมาก เช่น มีกำไรตามนิยามนี้ปีละ 100 บาท แต่หนี้หักเงินสดเกิน 300 บาท Oracle มีอัตราส่วนสูงกว่าเส้นนี้ค่ะ

ด้านที่สามคือเงินสำรอง ซึ่งตรวจเฉพาะบริษัทที่ใช้เงินมากกว่าเงินที่ธุรกิจหาได้ เราดูว่าถ้ายังใช้เงินเกินในอัตราเดียวกับปีล่าสุด เงินสดในมือจะรองรับได้นานกี่ปี

ตัวอย่างเช่น มีเงินเก็บ 300 บาท และใช้เงินเกินกว่าที่หาได้ปีละ 100 บาท ก็รองรับได้ประมาณสามปี เกณฑ์เปราะบางอยู่ที่รองรับได้ไม่ถึงสามปี

สำหรับ Oracle หากยังใช้เงินเกินเท่าเดิม เงินสำรองจะรองรับได้ราว 1.3 ปี จึงต่ำกว่าเกณฑ์ แต่ตัวเลขนี้ไม่ใช่การทำนายวันเงินหมดจริง เพราะบริษัทอาจกู้เพิ่ม ระดมทุน หรือปรับลดการลงทุนได้

Super Micro และ Coherent ก็เข้าเงื่อนไขด้านนี้เช่นกัน เงินสำรองรองรับการใช้เงินเกินได้ไม่ถึงสองปี จึงต่ำกว่าเส้นสามปีของระดับเปราะบาง

Intel มีจุดอ่อนอีกด้าน คือกำไรที่รองรับดอกเบี้ย เกณฑ์เปราะบางกำหนดไว้ว่า ถ้ากำไรไม่ถึงสี่เท่าของดอกเบี้ย จะถือว่าดอกเบี้ยตึง

สังเกตว่าเส้นนี้ต่างจากสองเท่าในเช็กलिस्टห้ำาการ เพราะเรากำลังตอบคนละคำถาม เช็กलिस्टถามว่าลักษณะคล้าย CoreWeave หรือไม่ ส่วนการจัดระดับถามว่าฐานะแข็งแกร่งเพียงใด

กำไรจากธุรกิจทั้งปีของ Intel ตดลบ จึงไม่มีกำไรมารองรับดอกเบี้ยและเข้าเกณฑ์เปราะบางตามงบ แต่เป็นความเปราะบางคนละรูปแบบกับ CoreWeave เพราะหนี้ของ Intel ไม่ได้ผูกกับศูนย์ข้อมูล AI

ส่วน Microchip เปราะบางเพราะหนี้ห้ำาเงินสดสูงกว่าสามเท่าของกำไรตามนิยามที่ใช้วัดหนี้ เช่นเดียวกับ Oracle จุดนี้ที่น่าสนใจ เพราะ Microchip อยู่ในกลุ่ม 31 บริษัทที่ไม่พบอาการหรือความเกี่ยวข้องอื่นตามที่ตรวจ แต่ยังมีฐานะเปราะบางจากหนี้สูง เป็นตัวอย่างว่าการไม่พบอาการแบบ CoreWeave ไม่ได้แปลว่าหนี้้น้อยคะ

ทำธุรกิจคล้ายกัน ก็มีฐานะต่างกันได้

ความแตกต่างจะชัดเจนเมื่อมองบริษัทที่ทำกิจกรรมแบบเดียวกัน เริ่มจาก Cisco, Dell และ HPE ผู้ขายอุปกรณ์ไอทีที่ให้ลูกค้าผ่อนซื้อ

ยอดผ่อนของ Cisco และ Dell กำลังโตเร็ว ส่วน HPE มีข่าวว่าการปล่อยสินเชื่ห้ำาให้ลูกค้า AI ทำสถิติ การให้ผ่อนหมายถึงส่งของให้ลูกค้าก่อน แล้วจึงทยอยเก็บเงิน หากลูกค้าผ่อนไม่ไหว ผู้ขายก็รับความเสี่ยงจากเงินที่ยังเก็บไม่ได้

บริการผ่อนซื้อเป็นธุรกิจปกติของทั้งสามบริษัทมานานแล้ว และเราแยกไม่ได้ว่ายอดส่วนใดมาจากลูกค้า AI งานวิจัยจึงบอกได้เพียงว่า ยอดผ่อนที่เติบโตเร็วอาจเป็นอีกช่องทางที่บริษัทสนับสนุนลูกค้า AI แต่ยังไม่รู้ว่ามีเกี่ยวข้องมากเพียงใด

เมื่อดูฐานะ Cisco อยู่ระดับแข็งแกร่งมาก ขณะที่ Dell และ HPE อยู่ระดับปานกลาง

เหตุผลเริ่มจากหนี้คะ เกณฑ์เปราะบางยอมให้หนี้หักเงินสดได้ถึงสามเท่าของกำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี และค่าเสื่อม แต่ระดับแข็งแกร่งมากกำหนดไว้ไม่เกินหนึ่งเท่า Dell และ HPE มีอัตราหนี้ต่อกำไรสูงกว่าเส้นของระดับแข็งแกร่งมาก

นอกจากนี้ Dell ยังมีกำไรไม่ถึงสิบเท่าของดอกเบี้ย ซึ่งเป็นขั้นต่ำของระดับแข็งแกร่งมาก ส่วน HPE ยังติดเรื่องขนาด เพราะเกณฑ์บริษัทใหญ่กำหนดรายได้ทั้งปีไว้ตั้งแต่ 50,000 ล้านดอลลาร์ขึ้นไป และ HPE มีรายได้ต่ำกว่านั้น แต่ทั้งคู่ไม่ได้เข้าเกณฑ์ เพราะบางจึงอยู่ระดับปานกลาง

มีอีกสองบริษัทที่เงินไหลกลับทางกับการให้ลูกค้าผ่อน คือ Micron ผู้ทำชิปหน่วยความจำ และ Corning ผู้ทำใยแก้วนำแสงหรือสายไฟเบอร์สำหรับส่งข้อมูล ซึ่งได้รับเงินล่วงหน้าจากลูกค้า

ในกรณีผ่อนซื้อ ผู้ขายเป็นฝ่ายออกเงินให้ก่อน แต่กรณีรับเงินล่วงหน้า ลูกค้าเป็นฝ่ายจ่ายให้ผู้ขายก่อน แม้จะรับเงินล่วงหน้าเหมือนกัน Micron อยู่ระดับแข็งแกร่งมาก ส่วน Corning อยู่ปานกลาง เพราะยังไม่ผ่านเกณฑ์ของระดับแข็งแกร่งมากด้านนี้ ดอกเบี้ยและขนาดธุรกิจ

คนค้าประกันก็ไม่ได้แข็งแกร่งเท่ากัน

กลับมาที่ผู้ขายชิปสามรายที่ค้าประกันให้ลูกค้า Nvidia และ Broadcom อยู่ระดับแข็งแกร่งมาก ส่วน AMD อยู่ระดับปานกลาง

การที่ Nvidia และ Broadcom ยังอยู่ระดับแข็งแกร่งมาก เป็นเพราะการจัดระดับนี้ใช้ตัวเลขในงบ จึงยังไม่ได้นำเพดานค้าประกันมารวมด้วย และงานวิจัยไม่ได้ลองคำนวณว่าถ้าต้องจ่ายเต็มเพดานจริง ระดับจะเปลี่ยนอย่างไร

สำหรับ AMD บริษัทมีเงินสดมากกว่าหนี้ และกำไรรองรับดอกเบี้ยได้ประมาณ 44 เท่า สูงกว่าเกณฑ์สิบเท่ามาก จุดที่ทำให้ยังไม่ถึงระดับแข็งแกร่งมากคือขนาดธุรกิจ รายได้ทั้งปีอยู่ราว 41,300 ล้านดอลลาร์ หรือประมาณสี่หมื่นล้านดอลลาร์ ยังต่ำกว่าเส้น 50,000 ล้านดอลลาร์

บริษัทที่รายได้ไม่ถึงเส้นนี้ยังมีอีกทางหนึ่ง คือมียอดจองล่วงหน้าอย่างน้อยเท่ากับรายได้หนึ่งปี แต่ยอดจองที่ AMD เปิดเผยก็ยังไม่ถึงเกณฑ์นั้น

SanDisk เป็นบริษัทเดียวที่ได้ระดับแข็งแกร่งมากด้วยเงื่อนไขยอดจองนี้ แม้ขนาดรายได้จะต่ำกว่าเกณฑ์ แต่ยอดจองมีมูลค่าประมาณสามปีของรายได้ อย่างไรก็ดี หากนับ

เฉพาะส่วนที่จะกลายเป็นรายได้ใน 12 เดือนข้างหน้า จะเหลือเพียงราวครึ่งปีกว่าไม่ถึงหนึ่งปี และจะลดลงมาอยู่ระดับปานกลาง

ระดับแข็งแกร่งมากยังมีเงื่อนไขให้ดูต่อ

ตามตัวเลขในงบ Meta และ Microsoft อยู่ระดับแข็งแกร่งมาก แต่ทั้งคู่มีสัญญาเช่ารอเริ่มที่ยังไม่ขึ้นเป็นหนี้ในงบ การจัดระดับจากงบจึงยังมองไม่เห็นภาระส่วนนี้ เราจึงลองนำสัญญาเช่ามานับเป็นหนี้เพิ่มเติม

การคำนวณต้องตั้งสมมติฐานหลายอย่าง ทั้งอายุสัญญา เวลาที่เริ่มเช่า และวิธีแปลงค่าเช่าในอนาคตให้เป็นมูลค่าเงินวันนี้ จึงทดลองหลายสิบแบบ

ผลคือ Meta ลดลงมาอยู่ระดับปานกลางทุกแบบ แต่ไม่ถึงระดับเปราะบาง ส่วน Microsoft ส่วนใหญ่ยังอยู่ระดับแข็งแกร่งมาก แม้จะเพิ่มภาระสัญญาเช่าเข้าไปแล้ว

ความต่างอยู่ที่ระยะห่างจากเส้นคะ หั้นเดิมของ Meta ไม่ได้สูง แต่ภาระสัญญาเช่ารอเริ่มมีขนาดใหญ่เมื่อเทียบกับระยะห่างก่อนที่อัตราหนี้จะเกินเกณฑ์แข็งแกร่งมาก พอรวบรวมเข้าไปจึงข้ามเส้น ขณะที่ Microsoft มีระยะห่างจากเส้นมากกว่า

Amazon ก็เป็นอีกบริษัทที่ต้องอ่านเงื่อนไขประกอบ แม้ใช้เงินลงทุนมากกว่าเงินที่ธุรกิจทำได้เหมือน Oracle แต่หากยังใช้เงินเกินเท่าเดิม เงินสำรองของ Amazon จะรองรับได้ราว 16 ปี เทียบกับ Oracle ที่ราว 1.3 ปี

เกณฑ์แข็งแกร่งมากกำหนดว่า บริษัทที่ใช้เงินเกินต้องมีเงินสำรองรองรับได้ตั้งแต่สิบปีขึ้นไป Amazon จึงยังผ่าน แต่เรายังไม่ได้ค้นสัญญาเช่ารอเริ่มของ Amazon จึงบอกไม่ได้ว่าหากนำภาระนั้นมารวม ระดับจะเปลี่ยนหรือไม่ Meta และ Amazon จึงยังอยู่ระดับแข็งแกร่งมากตามตัวเลขในงบ แต่ถูกระบุว่าเป็นแบบมีเงื่อนไขคะ

ยอดจองมาก ไม่ได้แปลว่าเงินจะมาทัน

13.66 9.25

CoreWeave

Oracle

ยอดจองหารด้วยรายได้ทั้งปี / หน่วยปี

ทีนี้กลับมาที่คำถามที่เก็บไว้ตั้งแต่ต้น หากมีลูกค้าจองเข้าเต็มศึกแล้ว บริษัทควรจะมั่นคงหรือเปล่า?

เราเริ่มจากนายอดจอล่วงหน้าทั้งก้อนมาหารด้วยรายได้ทั้งปีในปัจจุบัน CoreWeave ได้ประมาณสิบสามปีกว่า ซึ่งเป็นยอดสูงที่สุดที่เราพบ แต่บริษัทยังอยู่ในระดับเปราะบาง

ในกลุ่มหุ้นที่ตรวจและมีข้อมูลยอดจองให้ดู Oracle สูงที่สุด อยู่ราวเก้าปีกว่า โดยชำระระบุว่าประมาณครึ่งหนึ่งผูกกับ OpenAI และ Oracle ก็อยู่ระดับเปราะบางเช่นกัน

สองบริษัทที่มียอดจองเทียบกับรายได้มากที่สุดที่เราพบ จึงเป็นบริษัทที่ฐานะในบเปราะบางทั้งคู่ ข้อสังเกตนี้ไม่ได้หมายความว่ายอดจองมากเป็นสาเหตุให้เปราะบาง แต่แสดงว่ายอดจองมากเพียงอย่างเดียวไม่ได้ป้องกันความเปราะบางทางการเงินค่ะ เหตุผลกลับมาที่เรื่องเงินพอกับเงินมาทัน ยอดจองบอกว่ามีรายได้รออยู่เท่าไร แต่ยังไม่บอกว่าจะเปลี่ยนเป็นเงินมาจ่ายภาระได้ทันหรือไม่

สมมติยอดจอง Oracle อยู่ที่ 100 บาท ส่วนที่จะกลายเป็นรายได้ใน 12 เดือนข้างหน้ามีประมาณ 13 บาท และยังไม่ได้หักต้นทุน ส่วนอีกประมาณ 87 บาทต้องรอปีถัดๆ ไป

ขณะเดียวกัน ในปีที่ผ่านมา เงินสดที่ธุรกิจ Oracle หาได้ยังไม่พอกับเงินลงทุนสร้างศูนย์ข้อมูล ขาดอยู่ราว 28,700 ล้านดอลลาร์ตามที่เล่าไว้ เราจึงมองว่าภาระลงทุนและดอกเบี้ยเกิดขึ้นในช่วงนี้ ขณะที่รายได้ส่วนใหญ่ในยอดจองยังรออยู่ข้างหน้า

เมื่อมองทั้งจำนวนเงินและเวลาที่เงินจะเข้ามาพร้อมกัน จึงเห็นว่าการมีคนจองมาก ยังไม่ได้รับประกันความมั่นคงค่ะ

อ่านภาพรวม / บทที่ 3

เกณฑ์เปราะบางและแข็งแกร่งมาก

เปราะบางเมื่อเข้าอย่างน้อยหนึ่งข้อ แข็งแรงมากเมื่อไม่เปราะบางและผ่านครบทุกข้อ บริษัทที่ไม่เข้าทั้งสองระดับคือปานกลาง

สิ่งที่วัด	เปราะบาง	แข็งแกร่งมาก
กำไรเทียบ ดอกเบี้ย	ต่ำกว่า 4 เท่า	ตั้งแต่ 10 เท่าขึ้นไป
หนี้สุทธิเทียบ กำไร ¹	สูงกว่า 3 เท่า	ไม่เกิน 1 เท่า
เกรดเครดิต	กลุ่มเสี่ยงสูง หรือ BBB- ที่ ถูกลดเกรดหรือเตือนในปี นั้น	ต้องไม่เข้าเงื่อนไขเครดิตของฝั่ง เปราะบาง
เงินสำรอง ²	รองรับการใช้เงินเกินได้ ไม่ถึง 3 ปี	ใช้เงินไม่เกินที่ธุรกิจหาได้ หรือ สำรองรองรับได้ตั้งแต่ 10 ปี
ยอดขายล่าสุด	ไม่ใช่เป็นเกณฑ์ เปราะบาง	ไม่ต่ำกว่าไตรมาสเดียวกันของปี ก่อน
ขนาดธุรกิจ ³	ไม่ใช่เป็นเกณฑ์ เปราะบาง	รายได้ทั้งปีตั้งแต่ 50,000 ล้าน ดอลลาร์ หรือยอดขายต่อรายได้ อย่างน้อย 1 ปี

¹ หนี้สุทธิคือหนี้หักเงินสด กำไรที่ใช้วัดหนี้คือกำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี และค่าเสื่อม

² ตรวจสอบเงินสำรองเฉพาะบริษัทที่ใช้เงินเกิน โดยสมมติว่ายังใช้เงินในอัตราเดิม

³ ยอดจองใช้แทนเกณฑ์ขนาดได้ โดยหักยอดลูกค้าที่มีสัดส่วนตั้งแต่หนึ่งในสี่ออกก่อน หากทราบสัดส่วนนั้น
เส้นแบ่งนี้เป็นเกณฑ์ของงานวิจัย ต่างจากเช็กलिस्टหาอาการที่ใช้กำไรต่ำกว่า 2 เท่าของดอกเบี้ย

บทที่ 4

04

ถ้าตรวจสอบข้อมูลครบ
ผลจะเปลี่ยนไป
มากน้อยเพียงใด

ภาพรวมและสิ่งที่งานวิจัยยังตอบไม่ได้

บทที่ 4

04

ภาพรวมและสิ่งที่งานวิจัยยังตอบไม่ได้

จากสองคำถามตอนเปิดเรื่อง เราได้ภาพที่ชัดขึ้นค่ะ ในแง่ลักษณะคล้าย CoreWeave มีเพียง Oracle ที่เข้าเช็กलिस्टตั้งแต่สามในห้าข้อ ส่วนในแง่ฐานะจากงบ มีบริษัทระดับแข็งแกร่งมากสิบแห่ง ปานกลาง 37 แห่ง และเปราะบางห้าแห่ง

ในกลุ่มแข็งแกร่งมาก Meta กับ Amazon มีเงื่อนไขที่ต้องดูต่อ ส่วน SanDisk ผ่านเกณฑ์ด้านขนาดด้วยยอดจองล่วงหน้า แทนขนาดรายได้ รายชื่อครบทั้ง 52 บริษัท พร้อมกลุ่มความเกี่ยวข้องและระดับฐานะ อยู่ในภาคผนวกค่ะ

ก่อนนำผลไปใช้ ยังมีข้อจำกัดของงานวิจัยที่ต้องเล่าให้ครบ เส้นแบ่งหลายเส้นถูกกำหนดหลังจากเห็นข้อมูลแล้ว จึงมีความเสี่ยงที่เราจะเผลอเลือกเกณฑ์ให้ได้ผลใกล้เคียงสิ่งที่คาดไว้

เราจึงลองเปลี่ยนเส้นแบ่งหลายร้อยแบบ พบว่าบริษัทในกลุ่มเปราะบางยังคงเปราะบางทุกแบบ ส่วนกลุ่มแข็งแกร่งมากมีบางบริษัทอยู่ใกล้เส้นและเปลี่ยนระดับได้ แต่การทดสอบนี้ยังไม่ทดแทนการกำหนดเกณฑ์ไว้ก่อนเห็นข้อมูล ข้อจำกัดเดิมจึงยังอยู่ค่ะ

ส่วนข้อมูลที่ยังไม่ได้ตรวจ ประกอบด้วยรายงานและข่าวของ 22 บริษัท รวมถึงสัญญาเช่าอริเริ่มของ Amazon, Nvidia, AMD และ CoreWeave เอง และการจัดระดับก็ยังไม่ได้นำเพดานค้าประกันของผู้ขายชิปมาคิดรวมด้วย

บางข้อมูลได้มาจากข่าว แต่ยังไม่ได้เปิดประกาศต้นทาง เช่น อันดับเครดิต Oracle จาก S&P ขณะที่กรณี CoreWeave งานวิจัยยังไม่ได้ลงรายละเอียดว่ากำไรแบบปรับรายการตัดรายการใดออกบ้าง และปัจจุบันใช้เงินจากแหล่งใดมาจ่ายดอกเบี้ย

เราจึงยังตอบไม่ได้ว่าหากตรวจสอบข้อมูลเหล่านี้ครบ ผลจะเปลี่ยนไปมากน้อยเพียงใด

อ่านภาพรวม / บทที่ 4

รู้แค้ไหน ก่อนนำผลไปใช้

แยกข้อค้นพบออกจากข้อมูลที่ยังขาด เพื่ออ่านผลตามขอบเขตที่งานวิจัยตรวจสอบจริง

ประเด็น	ข้อมูลที่มี	สิ่งที่ยังต้องอ่านต่อ
ผลจัดระดับ	10 แข็งแรงมาก 37 ปานกลาง 5 เปราะบาง	เป็นฐานะตามบและเกณฑ์ ไม่ได้ บอกว่าหุ่นถูกหรือแพง หรือใครจะ ผิดนัด
ความคงทนของ ผล	ลองเกณฑ์ 611 แบบ กลุ่ม เปราะบางยังเปราะบางทุก แบบ	บางเส้นแบ่งตั้งหลังเห็นข้อมูล การ ทดลองยังไม่ทดแทนการตั้งเกณฑ์ ล่วงหน้า
เอกสารบริษัท	22 บริษัทดูเพียงตัวเลขใน งบ	ยังไม่ได้อ่านรายงานและข่าว การ ไม่พบจึงยังไม่ใช้หลักฐานว่าไม่มี
สัญญาเช่าอเริ่ม	ยังไม่ค้นของ Amazon, Nvidia, AMD และ CoreWeave	ยังบอกไม่ได้ว่าภาระส่วนนี้จะ เปลี่ยนภาพฐานะอย่างไร
ข้อมูลต้นทาง	เครดิต Oracle ยังอ้างข่าว ส่วน CoreWeave ยังมีราย ละเอียดให้ตรวจ	ยังไม่เปิดเผยประกาศเครดิต Oracle หรือลงลึกการปรับกำไรและแหล่ง เงินจ่ายดอกเบี้ยของ CoreWeave

หากตรวจสอบข้อมูลครบ ผลจะเปลี่ยนมาน้อยเพียงใด ยังตอบไม่ได้

สรุปจากบทที่ 4 และหมายเหตุวิธีวิจัย ข้อจำกัดเหล่านี้ยังต้องอ่านควบคู่กับผลการจัดระดับ

ปิดเรื่อง

มองให้เห็นทั้งแหล่งเงิน และเวลาที่เงินจะกลับมา

สิ่งที่อยากชวนเก็บไว้จากเรื่องนี้ คือบริษัทที่อยู่ในธีมเดียวกัน
อาจมีความแข็งแกร่งทางการเงินต่างกันมากค่ะ

Oracle มีอาการคล้าย CoreWeave เกือบครบ แต่ไม่ได้ใช้ศูนย์ข้อมูลเป็นหลักประกัน และตัวเลขกำไรที่รองรับดอกเบี้ยก็ห่างกันมาก ส่วน Nvidia กับ AMD ต่างเข้าไปค้าประกันให้ลูกค้า แต่ได้คนละระดับจากขนาดธุรกิจ ไม่ใช่เพราะ AMD มีหนี้สูง และต่อให้บริษัทมีลูกค้าจองบริการไว้มาก ก็ยังต้องดูว่าเงินจะเข้ามาทันวันที่ต้องจ่ายหรือไม่ คำถามที่เราฝากไว้ตั้งแต่ต้น จึงกลับมาที่แหล่งเงินของการเติบโต ธุรกิจหาเงินสดได้พอสำหรับการลงทุนแค่ไหน ต้องอาศัยเงินกู้มากเพียงใด และมีกำไรรองรับดอกเบี้ยอยู่เท่าไร

ครั้งหน้าที่เห็นข่าวบริษัท AI ประกาศลงทุนก้อนใหญ่ ลองถามต่อค่ะ เงินก้อนนั้นมาจากธุรกิจเองหรือจากการกู้ และถ้ามาจากการกู้ รายได้ที่จะตามมาจะเปลี่ยนเป็นเงินได้ทันงวดที่ต้องจ่ายหรือเปล่า

ทั้งหมดนี้เป็นการอธิบายลักษณะงบและสัญญา ไม่ได้ระบุว่าบริษัทใดจะผิมนัด หรือหุ้นตัวใดถูกหรือแพง ข้อมูลที่ใช้เป็นข้อมูล ณ วันที่ 17-18 ตุลาคม 2026 จากงานวิจัย JP Trust Learning ฉบับวันที่ 18 ตุลาคม 2026 และสามารถเปลี่ยนแปลงได้ตามงบไตรมาสถัดไป

ข้อมูลนี้จัดทำเพื่อการศึกษา ไม่ใช่คำแนะนำการลงทุนนะคะ

ภาคผนวก

รายชื่อและรายละเอียด การประเมิน

รายชื่อครบ 52 บริษัท

ตารางนี้จัดกลุ่มตามสิ่งที่ตรวจพบ แล้วแสดงระดับฐานะในงบ หากบริษัทเข้าได้หลายกลุ่ม จะอยู่ในกลุ่มที่ปรากฏก่อนตามลำดับตาราง คำว่า “ไม่มี” หมายถึงไม่มีบริษัทในช่องนั้น ขอบเขตไม่รวมหุ้นซอฟต์แวร์และบริการไอทีอีก 27 บริษัทในดัชนี โดยนำ Oracle และ Microsoft เข้ามาเป็นกรณีพิเศษ

สิ่งที่ตรวจพบ	แข็งแกร่งมาก	ปานกลาง	เปราะบาง
มีอาการแบบ CoreWeave ตั้งแต่สามในห้า	ไม่มี	ไม่มี	Oracle
ผู้ขายชิปที่ค้าประกันให้ลูกค้า	Nvidia, Broadcom	AMD	ไม่มี
มีอาการเงินตั้งหรือเกรดเครดิตต่ำ	Amazon†	ไม่มี	Super Micro, Coherent, Intel
มีอาการแรกผ่านบริษัทอื่นหรือมีสัญญาเช่าเรือเริ่มมาก	Metat, Microsoft	ไม่มี	ไม่มี
ให้ลูกค้าผ่อนซื้อ และยอดผ่อนเติบโตเร็ว	Cisco	Dell, HPE*๑	ไม่มี
มีบริษัทแบบ CoreWeave หรือบริษัท AI เป็นคู่ค้าสำคัญ	Google, SanDisk‡	Vertiv	ไม่มี

สิ่งที่ตรวจพบ	แข็งแกร่งมาก	ปานกลาง	เปราะบาง
มีเพียงอาการที่สอง คือฟังก์ชันการชำระเงินรายใหญ่รายเดียว	ไม่มี	Skyworks, Lumentum, Arista	ไม่มี
ลูกค้าวงเงินล่วงหน้าให้บริษัท	Micron	Corning	ไม่มี
ไม่พบทั้งอาการและความเกี่ยวข้องอื่น โดยค้นเอกสารแล้ว	ไม่มี	CDW, CIEN, FLEX, JBL, MRVL, Q, QCOM, STX, WDC รวม 9 บริษัท	ไม่มี
ไม่พบทั้งอาการและความเกี่ยวข้องอื่น โดยดูเฉพาะตัวเลขในงบ	Apple*	ADI, AMAT, APH, FFIV, FSLR, HPQ, KEYS, KLAC, LRCX, MPWR, MSI, NTAP, NXPI, ON, ROPS, TDY*, TEL, TER, TXN, ZBRA รวม 20 บริษัท	Microchip
รวม	10	37	5

ตารางนี้อธิบายฐานะทางการเงิน ไม่ใช่รายชื่อหุ้นที่แนะนำให้ซื้อหรือขาย

คำอธิบายสัญลักษณ์และการอ่านตาราง

† แข็งแรงมากแบบมีเงื่อนไข สำหรับ Meta หากนับสัญญาเช่าอสังหาริมทรัพย์เป็นหนี้ จะลดลงมาอยู่ระดับปานกลาง ส่วน Amazon ยังไม่ได้ค้นยอดสัญญาเช่านี้ และอาจหลุดจากระดับแข็งแกร่งมากผ่านเงื่อนไขเงินสดสำรองได้ด้วย

‡ SanDisk ผ่านเกณฑ์ด้านขนาดด้วยยอดจองล่วงหน้า หากใช้เฉพาะยอดจองที่จะเป็นรายได้ใน 12 เดือนข้างหน้า จะลดลงมาอยู่ระดับปานกลาง

* ไม่มีข้อมูลดอกเบี้ยให้คำนวณ ใช้กับ Apple, HPE และ TDY ตามที่ระบุในตาราง

◊ สำหรับ HPE หากประมาณดอกเบี้ยด้วยสมมติฐานระดับกลาง กำไรจะรองรับดอกเบี้ยได้ราว 4.13 เท่า ซึ่งใกล้เคียงกับเส้นเปราะบางที่สี่เท่า

S ROP จะอยู่ระดับเปราะบาง หากวัดกำไรโดยนับเฉพาะธุรกิจหลัก และไม่รวมรายการนอกธุรกิจ

การใช้จ่ายจองจัดระดับ หากทราบว่าลูกค้ารายเดียวมีส่วนตั้งแต่นั้นในสี่ จะหักยอดของลูกค้ารายนั้นออกก่อน สำหรับ SanDisk ไม่ทราบสัดส่วน จึงไม่ได้หัก ส่วนยอดจองที่กล่าวในบทเล่ายังเป็นตัวเลขก่อนหักลูกค้ารายใหญ่

รายชื่อสองแถวท้ายใช้ตัวย่อในตลาดหุ้น โดย Q เป็นตัวย่อจริง ไม่ใช่การพิมพ์ผิด

ตัวเลขและเกณฑ์ที่ใช้ประเมิน

Microchip มีหนี้หลังหักเงินสดเท่ากับ 3.51 เท่าของกำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี และค่าเสื่อมสูงกว่าเส้นเปราะบางที่สามเท่า

CoreWeave ประกาศเรื่องเงินกู้ที่มีชิปหนุนหลังเมื่อวันที่ 18 พฤษภาคม 2026

ระดับเปราะบาง เข้าเงื่อนไขข้อใดข้อหนึ่งต่อไปนี้ก็ถือว่าเปราะบาง

- กำไรไม่ถึงสี่เท่าของดอกเบี้ย
- หนี้หลังหักเงินสดสูงกว่าสามเท่าของกำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี และค่าเสื่อม
- เกรดเครดิตเข้าเงื่อนไขเดียวกับอาการข้อที่สี่ คืออยู่ในกลุ่มเสี่ยงสูง หรืออยู่ที่ BBB- และในปีนั้นถูกลดเกรดลงมา หรือได้รับคำเตือนว่าอาจถูกลดเกรด
- ใช้เงินมากกว่าเงินที่ธุรกิจหาได้ และเงินสดสำรองรองรับได้ไม่ถึงสามปี หากยังใช้เงินเกินในอัตราเดิม

ระดับแข็งแรงมาก ต้องไม่เข้าเกณฑ์เปราะบาง และผ่านทุกเงื่อนไขต่อไปนี้

- หนี้หลังหักเงินสดไม่เกินหนึ่งเท่าของกำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี และค่าเสื่อม
- กำไรมีตั้งแต่สิบเท่าของดอกเบี้ยขึ้นไป
- ใช้เงินไม่เกินเงินที่ธุรกิจหาได้ หรือหากใช้เกิน ต้องมีเงินสำรองรองรับได้ตั้งแต่สิบปีขึ้นไป
- ยอดขายไตรมาสล่าสุดไม่ต่ำกว่าไตรมาสเดียวกันของปีก่อน

- รายได้ทั้งปีตั้งแต่ 50,000 ล้านดอลลาร์ขึ้นไป หรือมียอดจองล่วงหน้าอย่างน้อยเท่ากับรายได้หนึ่งปี โดยหักยอดของลูกค้าที่มีสัดส่วนตั้งแต่หนึ่งในสี่ออกก่อน หากทราบสัดส่วนนั้น

ระดับปานกลาง คือบริษัทที่ไม่เข้าทั้งระดับเปราะบางและระดับแข็งแกร่งมาก

เกณฑ์ห้าอาการใช้ตอบคนละคำถามกับเกณฑ์ระดับความแข็งแกร่ง โดยอาการเงินตึงใช้เส้นกำไรต่ำกว่าสองเท่าของดอกเบี้ย หรือเงินลงทุนมากกว่าเงินสดที่ธุรกิจหาได้ ส่วนอาการสัญญาเช่ารอเริ่มใช้เส้นค่าเช่าทั้งก้อนตั้งแต่หนึ่งเท่าของเงินสดที่ธุรกิจหาได้ทั้งปี และต้องมีตั้งแต่สามในห้าอาการจึงจะจัดว่ามีลักษณะคล้าย CoreWeave

หมายเหตุวิจัย

- 01** เกรดเครดิตของ CoreWeave S&P ให้ B+ มาตั้งแต่เดือนพฤษภาคม 2025 และในเดือนเมษายน 2026 ยืนยันเกรด B+ พร้อมแนวโน้มเป็นบวก
- 02** งานวิจัยเรียกสัญญาเช่ารอเริ่ม ซึ่งเป็นอาการข้อที่ห้า ว่าภาระนอกงบ เพราะยังไม่ถูกนับเป็นหนี้ในงบ
- 03** การค้าประกันของผู้ขายชิปถูกนับเป็นช่องทางหนึ่งที่ผู้ขายสนับสนุนลูกค้า AI แต่งานวิจัยไม่ได้ศึกษาว่าแต่ละบริษัทมีเหตุผลทางธุรกิจอย่างไรในการค้าประกัน
- 04** เพดานค้าประกันของ Nvidia ที่ 0.85 เท่า ใช้อยอดค้าเต็มก่อน โดยไม่ได้หักเงินที่ OpenAI ตกลงจะชดใช้คืน เพราะในสถานการณ์ที่ต้องจ่าย เงินชดใช้นั้นต้องเรียกเก็บจาก OpenAI ซึ่งเป็นฝ่ายที่ผิดนัดไปแล้ว
- 05** อัตราส่วนภาระสองชุดใช้ฐานต่างกัน สัญญาเช่ารอเริ่มเทียบกับเงินสดที่ธุรกิจหาได้ทั้งปีก่อนหักเงินลงทุน ส่วนเพดานค้าประกันของผู้ขายชิปเทียบกับเงินสดที่เหลือหลังหักเงินลงทุน จึงไม่ควรนำสองชุดมาเปรียบเทียบกันโดยตรง
- 06** Google ค่าเช่าเข้าให้ Fluidstack ราว 0.06 เท่าของเงินสดที่เหลือหลังหักเงินลงทุน ซึ่งต่ำกว่าเส้น 0.25 เท่าที่ใช้จัดกลุ่มผู้ค้าประกัน งานวิจัยจึงจัด Google ไว้ในกลุ่มที่มีบริษัทแบบ CoreWeave เป็นคู่ค้าสำคัญ

- 07 อาการเงินตึงตวรเพียงว่าเข้าเงื่อนไขหรือไม่ Amazon จึงอยู่ในกลุ่มนี้ด้วย ส่วนจำนวนเงินสดสำรองจะพิจารณาเมื่อจัดระดับความแข็งแรง
- 08 CoreWeave ถูกจัดว่าเปราะบางด้วยเหตุผลเรื่องเกรด B+ ตามที่งานวิจัยระบุ ส่วนกำไรที่รองรับดอกเบี้ยได้ 0.2 เท่า เป็นกำไรแบบปรับรายการของไตรมาสเดียว จึงนำมาเทียบกับเส้นจัดระดับโดยตรงไม่ได้ เพราะการจัดระดับใช้ตัวเลขตามงบ
- 09 เส้นแบ่งระดับทั้งหมดเป็นเกณฑ์ที่งานวิจัยกำหนดขึ้นเอง รวมถึงเส้นกำไรที่เท่าของดอกเบี้ยที่ใช้พิจารณาระดับเปราะบาง
- 10 Microchip ยังมีหนี้เกินเกณฑ์อยู่เล็กน้อย แม้ทดลองผ่อนเกณฑ์ด้านหนึ่งของระดับเปราะบางให้สูงขึ้นอีก ตัวเลขหนี้หลังหักเงินสดเท่ากับ 3.51 เท่าของกำไรตามนิยามที่ใช้วัดหนี้
- 11 กรณี Micron ผู้ผลิตชิปหน่วยความจำ และ Corning ผู้ผลิตใยแก้วนำแสงหรือสายไฟเบอร์ ลูกค้าน่าเป็นฝ่ายวางเงินล่วงหน้าให้ ต่างจากการให้ผ่อนซึ่งผู้ขายออกเงินให้ก่อนงานวิจัยไม่ได้สรุปว่าการรับเงินล่วงหน้าดีหรือเสี่ยง และไม่นับเป็นหนึ่งในห้าอาการแต่บันทึกไว้เป็นรูปแบบความเกี่ยวข้องอีกทางหนึ่ง
- 12 เกณฑ์ด้านขนาดและยอดจองนับเป็นด้านธุรกิจเดียวกัน ผ่านข้อใดข้อหนึ่งก็พอสำหรับ AMD ยอดจองที่เปิดเผยนับเฉพาะสัญญาที่มีอายุเกินหนึ่งปี ไม่รวมสัญญาที่สั้นกว่า ยอดจริงจึงอาจสูงกว่าข้อมูลที่เปิดเผยนี้
- 13 การทดลองนับสัญญาเช่าเรือเริ่มเป็นหนี้ ต้องสมมติอายุสัญญา วันเริ่มเช่า และอัตราที่ใช้แปลงค่าเช่าในอนาคตเป็นมูลค่าเงินวันนี้ เพราะเงินที่ต้องจ่ายอีกหลายปีมีมูลค่าปัจจุบันต่ำกว่าเงินจำนวนเดียวกันในวันนี้ เช่น เงิน 100 บาทวันนี้สามารถนำไปฝากเพื่อรับดอกเบี้ยได้ งานวิจัยทดลองรวม 48 แบบ Meta ลงมาอยู่ปานกลางทุกแบบ แต่ไม่ถึงเปราะบาง ส่วน Microsoft ยังแข็งแรงมาก 39 ใน 48 แบบ และอยู่ปานกลางในแบบที่เหลือ
- 14 Amazon อาจหลุดจากระดับแข็งแรงมากได้ หากใช้เงินเกินกว่าที่หาได้มากขึ้น จนเงินสำรองรองรับได้ไม่ถึงสิบปี
- 15 เมื่อนำยอดจองหารด้วยรายได้ทั้งปี ตัวเลขเต็มของ CoreWeave เท่ากับ 13.66 ปี และ Oracle เท่ากับ 9.25 ปี ในกลุ่มหุ้นที่ตรวจมีข้อมูลยอดจองให้ดูเพียง 32 บริษัท จึงไม่ได้เปรียบเทียบจากข้อมูลครบทุกบริษัท

- 16 ยอดจองทั้งหมดของ SanDisk เท่ากับรายได้ 2.95 ปี จึงผ่านเกณฑ์ทดแทนด้านขนาด แต่หากนับเฉพาะส่วนที่จะเป็นรายได้ใน 12 เดือนข้างหน้า จะเหลือ 0.56 ปี ต่ำกว่าหนึ่งปี และลดลงมาอยู่ปานกลาง ระดับของ SanDisk จึงขึ้นกับวิธีอ่านยอดจอง อีกทั้งข่าวรายงานว่าคู่สัญญารายหนึ่งคือ CoreWeave ซึ่งหากนำมาจัดระดับจะอยู่ฝั่งเปราะบาง
- 17 ก่อนใช้ยอดจองจัดระดับ หากลูกค้ารายเดียวมีส่วนตั้งแต่หนึ่งในสี่ จะหักยอดของรายนั้นออก แต่เราไม่ทราบสัดส่วนลูกค้ารายใหญ่ของ SanDisk จึงไม่ได้หัก และยังระบุไม่ได้ว่าความเกี่ยวข้องกับ CoreWeave มีน้ำหนักเพียงใด
- 18 งานวิจัยทดสอบเปลี่ยนเกณฑ์รวม 611 แบบ ทั้งเลื่อนเส้นแบ่งขึ้นลง และเปลี่ยนวิธีนับหนี้ กำไร และขนาดบริษัท กลุ่มเปราะบางยังคงเปราะบางทุกแบบ ส่วนกลุ่มแข็งแรงมากมีบางบริษัทเปลี่ยนระดับได้ เช่น Amazon ที่เงินสำรองรองรับได้ราว 16 ปี หากขยับเกณฑ์จากสิบปีเป็นสิบเจ็ดปี จะลดลงมาอยู่ปานกลาง
- 19 หากขยายวิธีนับอาการโดยรวมราคาหุ้นที่ลดลง บริษัทที่คล้าย CoreWeave จะเพิ่ม Microsoft และ Meta รวมเป็นสามบริษัท โดย Microsoft เข้ามาเพราะหุ้นกู้รุ่นเก่าจ่ายดอกเบี้ยต่ำ ไม่ใช่เครดิตแย่ หากนับยอดค้าประกันเพิ่มด้วย จะมี AMD และ Nvidia เข้ามา รวมเป็นห้าบริษัท ส่วน Oracle อยู่ในกลุ่มทุกวิธีนับ
- 20 ข้อมูลการให้ลูกค้าผ่อนของ HPE มาจากข่าวสรุปการแถลงผลประกอบการ ซึ่งระบุว่า การปล่อยสินเชื่อให้ลูกค้า AI ทำสถิติ แต่ไม่ได้เปิดเผยยอด
- 21 ในตารางรายชื่อ หากบริษัทเข้าได้หลายกลุ่ม จะจัดไว้ในกลุ่มที่มาก่อนตามลำดับตาราง
- 22 ใน 31 บริษัทที่ไม่พบทั้งอาการและความเกี่ยวข้องอื่น มี Apple อยู่ระดับแข็งแรงมาก Microchip อยู่ระดับเปราะบาง และอีก 29 บริษัทอยู่ปานกลาง ตรงกับสองแถวท้ายของตาราง ซึ่งมีบริษัทระดับปานกลางเก้าบริษัทและ 20 บริษัทตามลำดับ
- 23 อาการแรกนับทั้งนี้ของบริษัทเอง และหนี้ของบริษัทอื่นที่เข้าไปถือหุ้นหรือค้าประกันหนี้ให้ Meta เข้าชื่อนี้ผ่านบริษัทที่ถือหุ้นราว 20% ส่วน Nvidia ไม่เข้าชื่อนี้ เพราะงานวิจัยตีความว่าสิ่งที่ค้าคือมูลค่าขั้นต่ำของสัญญาเช่า ไม่ใช่หนี้

แหล่งที่มา

1. <https://siliconangle.com/2026/10/14/shares-of-oracle-neoclouds-drop-on-coreweave-debt-concerns/>
2. <https://www.fool.com/coverage/stock-market-today/2026/10/14/stock-market-today-oct-14-coreweave-plummets-on-gartner-neocloud-warning-and-bond-yield-surge/>
3. <https://www.forbes.com/sites/jimosman/2026/10/14/coreweave-bonds-are-warning-of-a-bigger-problem-for-ai-stocks/>
4. <https://investors.coreweave.com/news/news-details/2026/CoreWeave-Reports-Strong-Second-Quarter-2026-Results/default.aspx>
5. <https://www.businesswire.com/news/home/20260518337916/en/>
6. <https://investors.coreweave.com/news/news-details/2026/CoreWeave-Announces-Pricing-of-1-25-Billion-of-Senior-Notes-and-2-Billion-of-Senior-Notes/default.aspx>
7. <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1769628/000176962826000366/R8.htm>
8. https://www.theregister.com/2026/01/29/microsoft_earnings_q2_2026/
9. <https://www.investing.com/news/stock-market-news/factboxcoreweaves-ai-contracts-and-the-lenders-financing-its-buildout-4952427>
10. <https://www.investing.com/news/stock-market-news/coreweave-outlook-revised-to-positive-by-sp-b-rating-affirmed-93CH-4606449>
11. <https://www.computing.co.uk/news/2026/ai/oracle-under-pressure-after-ratings-downgrade-over-ai-expansion>
12. <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/0001341439/000119312526389274/orcl-20260831.htm>
13. <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/0001045810/000104581026000069/nvda-20260817.htm>
14. <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/0001326801/000162828026050705/meta-20260630.htm>
15. https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1083301/000110465925078084/tm2523008d2_ex99-1.htm

เงินพอ แล้วเงินมา ทันไหม



JP TRUST LEARNING

ข้อมูล ณ วันที่ 17-18 ตุลาคม 2026

จัดทำเพื่อการศึกษา ไม่ใช่คำแนะนำการลงทุน