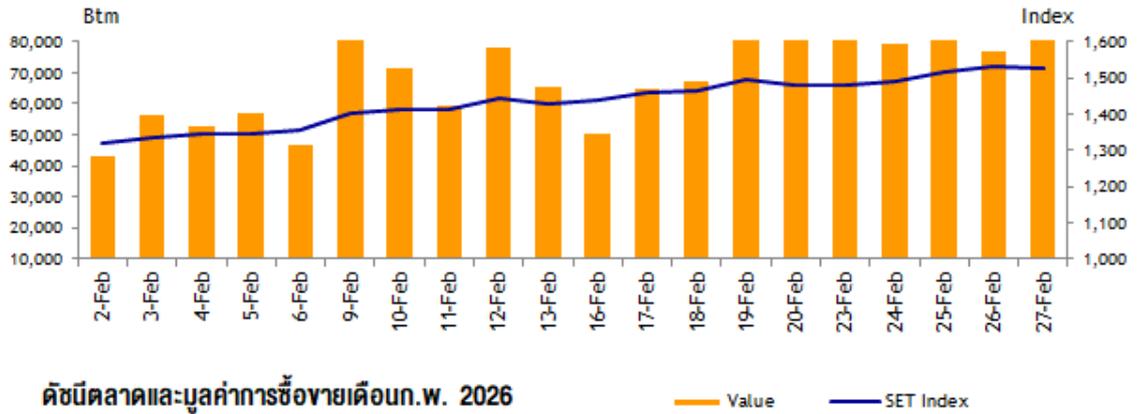


Vol. 03 MARCH 2026

Momentum





UPSIDE ของ SET จำกัด แม้แนวโน้มเศรษฐกิจดีขึ้น

กลยุทธ์การลงทุน เดือนมีนาคม 2026

ประเด็นภาษีการค้าสหรัฐกลับมาสร้างความไม่แน่นอนและความผันผวนอีกครั้ง จับตาส่งออกไทยระยะถัดไปหลังโตแรงและฐานสูงในปี 2025 ด้านแนวโน้มการเติบโตของเศรษฐกิจไทยปี 2026 ดูดีขึ้นหนุนจากภาคการลงทุน ขณะที่นโยบายการเงินยังผ่อนคลายนับสนุน Downside 2026 EPS มีน้อย ขณะที่ Upside SET เหลือจำกัด เน้นลงทุนใน Laggard Play

มุมมองทางเทคนิค เดือนมีนาคม 2026

SET Index เดือนที่ผ่านมาพลิกขึ้นร้อนแรงผิดปกติ และทะยานต่อเนื่องแบบไม่พักจนเบรกระดับแนวต้านสำคัญ 1506 จุด ขึ้นมาได้ โดยในเดือนมีนาคมนี้ เรามอง SET มีโอกาสผันผวนสูงเนื่องจากกำลังทดสอบแนวต้านจากโซนผันผวนสูงเมื่อปี 2021-2023 จุด บริเวณ 1540-1580 จุด ซึ่งอาจทำให้การเทรदनั้นยาก แต่เรายังมองบวกต่อเนื่องหากไม่ลงต่ำกว่าระดับ 1506 จุด แต่หากยืน 1506 จุด ไม่ได้ ต้องระวังการลงแรง

กลยุทธ์การลงทุน

เดือนมีนาคม 2026



Upside

ของ SET จำกัด แม้แนวโน้มเศรษฐกิจดีขึ้น
ประเด็นภาษีการค้าสหรัฐฯกลับมาสร้างความไม่แน่นอน

และความผันผวนอีกครั้ง จับตาส่งออกไทยระยะถัดไปหลังโตแรงและฐานสูงในปี 2025 ด้านแนวโน้มการเติบโตของเศรษฐกิจไทยปี 2026 ดูดีขึ้นหนุนจากภาคการลงทุน ขณะที่นโยบายการเงินยังผ่อนคลายนับสนุน Downside 2026 EPS มีน้อย ขณะที่ Upside SET เหลือจำกัด เน้นลงทุนใน Laggard Play ทั้งนี้หุ้นเด่นเดือน มี.ค.2026 ประกอบไปด้วย BDMS CPALL CPF MTC และ NSL

ความไม่แน่นอนของภาษีการค้าสหรัฐฯ กลับมาอีกครั้ง

ประเด็นภาษีการค้าสหรัฐฯกลับมาสร้างความผันผวนอีกครั้ง หลังศาลสูงสหรัฐฯมีมติจำกัดอำนาจการเก็บภาษีนำเข้าวงกว้างภายใต้กฎหมาย IEEPA อย่างไรก็ตามกรณีปีใช้อำนาจตาม Section 122 ของกฎหมายการค้าปี 1974 กำหนดภาษีนำเข้า 15% ชั่วคราว และมีโอกาสใช้ช่องทางกฎหมายอื่นเพิ่มเติม สำหรับไทยเรามองผลกระทบเชิงเศรษฐกิจเบื้องต้นเป็นกลางเนื่องจากประเทศคู่แข่งสำคัญได้รับอัตราภาษีเดียวกัน อย่างไรก็ตามการที่ไทยเกินดุลการค้าสหรัฐฯเพิ่มขึ้นเป็น USD72b ในปี 2025 และขาดดุลจีนสูงขึ้น อาจทำให้ไทยถูกจับตาเรื่องการเป็นประเทศทางผ่านสินค้า ซึ่งเป็นความเสี่ยงต่อกิจกรรมส่งออกในระยะถัดไป

แนวโน้มการเติบโตของเศรษฐกิจไทยปี 2026 ดูดีขึ้น

ภาพรวมแนวโน้มเศรษฐกิจไทยปี 2026 ดูดีขึ้นจากที่เคยประเมินก่อนหน้านี้ หลัง GDP 4Q25 ออกมาดีกว่าคาด โดยล่าสุดสภาพัฒน์และธ.ก.ประเมินว่า GDP ไทยปี 2026 จะเติบโตได้ราว 2% y-y หนุนจากภาคการลงทุนที่คาดการณ์ฟื้นหลังมีแนวโน้มจัดตั้งรัฐบาลใหม่อย่างมีเสถียรภาพ รวมถึงมาตรการสนับสนุนและเร่งรัดการลงทุนทางตรงจากต่างชาติที่ได้ BOI ส่วนด้านนโยบายการเงินยังผ่อนคลายนับสนุน โดยล่าสุดค.บ.ปรับลดดอกเบี้ยลงอีก 0.25% สู่ 1% ซึ่ง Surprise ในเชิง Timing ที่เร็วกว่าคาด.

Downside ของ EPS ปี 2026 มีแนวโน้มจำกัด

ด้านกำไรจ. 4Q25 โดยรวมออกมาดีกว่าคาดเล็กน้อย 2% หนุนจากกลุ่มพลังงาน สื่อสารฯ อิเล็กทรอนิกส์ ท่องเที่ยว เป็นต้น ซึ่งได้แรงหนุนจากมาตรการกระตุ้นและการเร่งเบิกจ่ายงบภาครัฐ รวมถึงเข้า High Season ของการใช้จ่ายและการท่องเที่ยว ภาพรวมเรามีมุมมองเชิงบวกต่อตัวเลขดังกล่าว โดยเฉพาะในแง่ที่ไม่สร้างแรงกดดันในการปรับ EPS ปี 2026 ลงจากปัจจุบันที่ 91 บาท และมี Downside จำกัด.

Upside ของ SET จำกัด; หนุนเข้าหาหุ้นที่ Laggard

SET Index ปรับขึ้นกว่า 20% YTD จากกระแสเงินทุนต่างชาติไหลเข้า ทั้งการหมุนเงินจาก DM สู่ EM และปัจจัยการเมืองในประเทศที่ชัดเจนขึ้น โดยล่าสุดดัชนีตะลุปีเป้าหมายปี 2026 ของเราที่ 1,470 จุดแล้ว เราประเมินกรณีที่ดีที่สุดอาจขึ้นสู่ 1,550-1,590 จุด บนสมมติฐาน PER 17 เท่า (อิง Earnings Yield Gap 4%) อย่างไรก็ตาม Upside จากระดับปัจจุบันเหลือจำกัดเพียง 1-4% ซึ่งกลยุทธ์จึงแนะนำทยอยทำกำไร บางส่วนช่วงดัชนีปรับขึ้น และเน้น Selective Buy ในหุ้น Laggard ที่มีโอกาส Outperform ได้แก่ กลุ่มการเงิน ค่าปลีก การแพทย์ ท่องเที่ยว อาหาร และขนส่ง หุ้นเด่นของเรา ได้แก่ BDMS CPALL CPF MTC และ NSL

Veeravat Virochpoka

Fundamental Investment Analyst on Securities;

License no. 047077

Vatcharut Vacharawongsith

Fundamental Investment Analyst on Securities;

License no.018301

TOP 5 March 2026

บมจ. กรุงเทพดุสิตเวชการ

THAI CAC : Certified

CG2025 : 5

BDMS TB

BUY TP 31.0

กำไรปกติ 4Q25 ใกล้เคียงประมาณการของเราและตลาด

Highlights

- BDMS มีกำไรสุทธิ 4Q25 ที่ 3.69 พันลบ. (-15% q-q, -15% y-y) โดยบันทึกรายการพิเศษที่ไม่ใช้เงินสดจำนวน 339 ลบ. ประกอบด้วย 1) ค่าใช้จ่ายน้ำท่วมครั้งเดียว ที่โรงพยาบาลกรุงเทพหาดใหญ่ 2) ค่าใช้จ่ายตั้งสำรองโครงการรักษาพยาบาลตลอดชีพ 3) ค่าใช้จ่ายตั้งสำรองสำหรับรางวัลอายุงานพนักงาน และ 4) ค่าใช้จ่ายตัดจำหน่ายสินทรัพย์ที่ไม่ได้ใช้งาน
- หากไม่รวมรายการดังกล่าว กำไรปกติ 4Q25 เท่ากับ 4.03 พันลบ. (-7% q-q, -3% y-y) ต่ำกว่าประมาณการของเราและตลาดเล็กน้อย 4% และ 2% ตามลำดับ การลดลง y-y เป็นผลจากค่าเสื่อมราคาเพิ่มขึ้นจากการเปิดโรงพยาบาลใหม่ และสิทธิประโยชน์ทางภาษีที่ลดลง ขณะที่การลดลง q-q เป็นผลจากค่าใช้จ่ายดำเนินงานสูงขึ้น
- รายได้รวมอยู่ที่ 2.90 หมื่น ลบ. (+1% q-q, +4% y-y) ได้แรงหนุนจากกลุ่มคนไทย (สัดส่วน 72%) จากโรคระบาดตามฤดูกาลที่เลื่อนออกไปในช่วง ต.ค.-พ.ย. และกลุ่มคนไทยต่างชาติที่เพิ่มขึ้นในช่วงฤดูกาลท่องเที่ยว โดยรายได้จากคนไทยและต่างชาติเติบโต 5% y-y และ 1% y-y ตามลำดับ หากไม่รวมชาวทีมพูชา รายได้จากคนไทยต่างชาติจะเติบโตราว 10% y-y
- EBITDA margin อยู่ที่ 23.6% ลดลง 1.5ppt q-q และ 0.4ppt y-y จากอัตราค่าเริ่มต้นที่อ่อนตัวลงตามส่วนผสมคนไข้ และค่าใช้จ่ายดำเนินงานเพิ่มขึ้นช่วงปลายปี
- สำหรับปี 2025 บริษัทมีกำไรสุทธิ 1.58 หมื่น ลบ. (-1% y-y) และกำไรปกติ 1.62 หมื่น ลบ. (+2% y-y) จากรายได้รวมเติบโต 4% และ EBITDA margin ทรงตัวที่ 24.2%

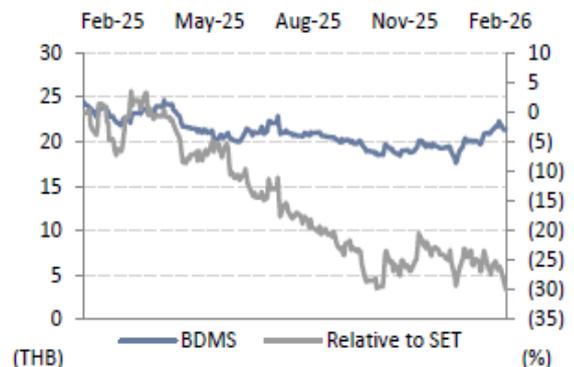
Outlook

- เราคาดว่ากำไรปกติปี 2026 จะเติบโตในอัตราเร่งตัวขึ้น 8% จากการฟื้นตัวของปริมาณคนไข้ต่างชาติทั้งจากตะวันออกกลางและเอเชีย หนุนอัตรากำไรปรับตัวดีขึ้น นอกจากนี้ พอร์ตโรงพยาบาลที่กระจายตัวในหลายเขตเมตตายังช่วยเสริมศักยภาพในการรองรับความต้องการจากกลุ่มคนไข้ในประเทศ ทั้งนี้ เราคาดว่ากำไร 1Q26 ฟื้นตัว q-q และเติบโตเล็กน้อย y-y
- คงค่าแนะนำ ซื้อ ราคาเป้าหมาย 31 บาท (DCF) โดย BDMS ซื้อขายที่ 19x P/E ปี 2026E หรือ (ราว -2SD จากค่าเฉลี่ย 5 ปีย้อนหลัง) บริษัทประกาศจ่ายเงินปันผล 0.65 บาทต่อหุ้น (0.40 บาทจากการดำเนินงาน และ 0.25 บาทเป็นเงินปันผลพิเศษ) คิดเป็นอัตราผลตอบแทนราว 3% โดยขึ้น XD วันที่ 10 มี.ค. และกำหนดจ่ายเงินปันผลวันที่ 24 เม.ย. 2026

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	113,206	118,323	125,466	133,040
Net profit	15,848	17,487	19,039	20,891
EPS (THB)	1.00	1.10	1.20	1.31
vs Consensus (%)	-	7.7	10.0	13.7
EBITDA	27,426	29,387	31,475	33,907
Recurring net profit	16,187	17,487	19,039	20,891
Core EPS (THB)	1.02	1.10	1.20	1.31
Chg. In EPS est. (%)	nm	0.0	0.0	nm
EPS growth (%)	2.4	8.0	8.9	9.7
Core P/E (x)	21.0	19.4	17.9	16.3
Dividend yield (%)	3.5	4.7	3.6	3.9
EV/EBITDA (x)	12.9	12.0	11.0	10.0
Price/book (x)	3.2	3.2	3.0	2.8
Net debt/Equity (%)	9.3	6.5	(0.4)	(6.9)
ROE (%)	15.7	16.4	17.2	17.7

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



Sources: SETSMART; SET


Kampon Akaravarinchai

Fundamental Investment Analyst on Securities;

License no.115855

TOP 5 March 2026

บมจ. ซีพี ออลล์

THAI CAC : Certified

CG2025 : 5

CPALL TB

BUY TP 60.0

Highlights

- กำไรปกติ 4Q25 อยู่ที่ 7,265 ลบ เติบโต 4.6% y-y และ 12.5% q-q in line กับที่เราคาด และดีกว่าที่ตลาดคาด 5.6% หลัง adjust กำไร CPAXT ที่ต่ำกว่าคาด สะท้อน 7-11 ที่ยังขยายตัวได้ดีต่อเนื่อง หนุนจากรายได้ และ GPM ขยายตัวชัดเจน กำไร CPAXT ที่ลดลงหนักจาก Lotus ที่ถูกระงับจากระบบล่มได้ทั้งหมด
- ภาพรวมกำไรปกติ ปี 2025 อยู่ที่ 28,292 ลบ เติบโต 11.8% y-y โดยกลุ่ม CPALL สามารถสร้างรายได้รวมที่ 1.02 ล้านล้านบาทเป็น record high
- ขณะที่ระยะถัดไปผู้บริหารประเมินแนวโน้มปี 2026 เริ่มเห็นความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่เพิ่มขึ้น โดยประเมินหากมีมาตรการกระตุ้น และท่องเที่ยวฟื้นตัว คาดเข้าช่วยเสริม mood & tone ดีขึ้น เราประเมินปี 2026 ยังคงคาดการณ์กำไรเติบโต 5.5% หนุนจากรุรกิจหลัก 7-11 และ CPAXT ที่ทยอยฟื้นตัวจากฐานต่ำใน 2H26

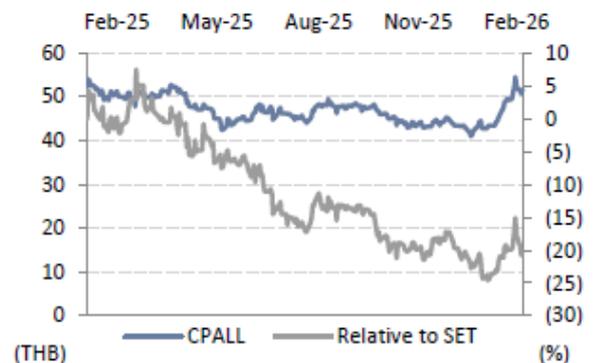
Outlook

- Strategic direction ยังเดินหน้าปรับปรุง และพัฒนาในแต่ละมิติ แบ่งเป็น Store, Product, O2O, Customer experience, promotion campaign
- ในส่วนของ 1) Store จะยังเดินหน้าทำร้านใหญ่มีที่จอด หรือทำ 7-11 ชุมชน โดยภาพรวม feasibility breakeven ใกล้เคียงร้านดีกแวง และมอง upside per store มากกว่าเดิม และ 2) Product เพิ่ม premiumize และ uplift จากการทำ collab กับกลุ่ม influ magnet ช่วยเพิ่ม ASPs, GPM
- การทำ O2O และ customer experience ผ่านการเพิ่ม in App experience การทำ super app, monetize all member และเพิ่มความ tailor made ของสาขา เช่น การทำ All grocer ขายสินค้าอุปโภคบริโภค + bulk sales มากขึ้น
- ในส่วนกับพู่ชา บริษัทประเมินปัจจุบันน่าจะยังไม่มีการขยายสาขาเพิ่มเติม โดยสาขา มากกว่า 80% เป็น franchise เบื้องต้นคาดว่าอาจมีลดลงบางส่วนตามการปิดบับ PTT ภาพปัจจุบันยังเป็นการ maintain operation เดิมไปก่อน
- จากแนวโน้ม SSS ที่ฟื้นตัวดีกว่ากลุ่ม สะท้อนความแข็งแกร่งของธุรกิจต่อสภาวะเศรษฐกิจ และยังคงเด่นกว่ากลุ่ม แต่ปัจจุบันยังซื้อขาย P/E 2026E ที่ราว 15x ใกล้เคียงกลุ่ม คงคำแนะนำ ซื้อ ราคาเป้าหมาย 60 บาท

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	990,663	1,029,351	1,070,937	1,113,932
Net profit	28,206	29,839	30,979	32,083
EPS (THB)	3.14	3.32	3.45	3.57
vs Consensus (%)	-	6.5	0.7	(3.8)
EBITDA	59,615	63,013	67,590	71,990
Recurring net profit	28,292	29,839	30,979	32,083
Core EPS (THB)	3.15	3.32	3.45	3.57
Chg. In EPS est. (%)	nm	0.0	0.0	nm
EPS growth (%)	11.8	5.5	3.8	3.6
Core P/E (x)	16.4	15.6	15.0	14.5
Dividend yield (%)	3.2	3.2	3.3	3.5
EV/EBITDA (x)	17.7	17.1	15.7	14.5
Price/book (x)	3.6	3.2	2.9	2.7
Net debt/Equity (%)	117.3	115.2	103.1	92.8
ROE (%)	21.4	20.5	19.3	18.2

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



Sources: SETSMART; SET



Sureeporn Teewasuwet

Fundamental Investment Analyst on Securities;

License no.040694

TOP 5 March 2026

บมจ. เจริญโภคภัณฑ์อาหาร

THAI CAC : Certified

CG2025 : 5

CPF TB

BUY TP 28.0

กำไร 4Q25 ต่ำกว่าคาด

Highlights

- กำไรสุทธิ 4Q25 เท่ากับ 1.1 พันลบ. (-79.1% q-q, -74.0% y-y) ต่ำกว่าที่เราระและตลาดคาดพอควร (เราระคาดไว้ 1.98 พันลบ.) มาจากค่าใช้จ่ายที่มากกว่าคาด หากไม่รวม Bio gain และ FX gain จะมีกำไรปกติเพียง 107 ลบ. ต่ำสุดในรอบ 8 ไตรมาส
- รายได้รวม +1.6% q-q, -5.2% y-y มาจากราคาเนื้อสัตว์ที่ปรับตัวลง และผลกระทบจากบาทแข็งค่า และส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นปรับลงเหลือ 12.7% จาก 16.5% ใน 3Q25 และ 15.7% ใน 4Q24
- ค่าใช้จ่ายปรับขึ้นมากกว่าคาด +16.5% q-q, +5.8% y-y ทำให้ SG&A to sales ปรับขึ้นเป็น 9.7% (เราระคาด 8.7%) จาก 8.4% ใน 3Q25 และ 8.7% ใน 4Q24
- ส่วนแบ่งกำไรบริษัทรวมปรับลงมาก -33.9% q-q, -58.3% y-y แม้ CPALL ทำได้ดีตามคาด แต่รับรู้ส่วนแบ่งขาดทุนจาก CTI (ธุรกิจหมูจีน) มากขึ้น หลังราคาหมูจีนปรับลงแรง -14.3% q-q และ -28.7% y-y จึงรับรู้ขาดทุนจากการดำเนินงาน และ Bio loss ด้วย
- แต่ด้วยกำไรที่ดีใน 9M25 ทำให้ทั้งปี 2026 มีกำไรสุทธิกำไรนิ่งอยู่ที่ 2.52 หมื่นลบ. (+28.8% y-y) และกำไรปกติที่ 2.58 หมื่นลบ. (+35.4% y-y)

Outlook

- แนวโน้มกำไร 1Q26 น่าจะฟื้นตัว q-q จากราคาหมูเวียดนามฟื้นตัวดีขึ้นเป็นหลัก และคาดหมูไทยจะฟื้นตัวในเดือน มี.ค. เป็นต้นไป โดยคาดหวังราคาปรับตัวขึ้นเหนือ 60 บาท/กก. อีกครั้ง แต่การฟื้นตัวยังไม่เต็มที่ เพราะราคาหมูจีนยังไม่ดี แม้ราคาปรับขึ้นเดือน ม.ค. ทำให้ราคาเฉลี่ย 1QTD อยู่ที่ 12.48 หยวน/กก. (+5.8% q-q, -16.8% y-y) แต่หลังผ่านตรุษจีนมา ราคาปรับลงต่อเนื่องล่าสุดเหลือเพียง 10.83 หยวน/กก. ต่ำสุดในรอบ 4.5 ปี คาดมาจาก supply เนื้อสัตว์ที่มากขึ้น ทั้งหมูและไก่ ขณะที่ demand ไม่ดีนัก แต่คาดว่าหมูจีนราคาต่ำกว่า 11 หยวน ไม่น่าอยู่ได้นาน เพราะต่ำกว่าต้นทุนการเลี้ยงของรายใหญ่สุด
- CPF ประกาศจ่ายปันผลงวด 2H25 เพียง 0.25 บาท/หุ้น คิดเป็น yield 1.2% ต่ำกว่าคาด เพราะกำไร 4Q25 ปรับลงมาก

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	571,135	589,411	610,040	633,222
Net profit	25,197	19,785	21,664	24,202
EPS (THB)	2.99	2.35	2.57	2.88
vs Consensus (%)	-	(26.7)	4.2	4.4
EBITDA	81,736	71,662	73,995	77,126
Recurring net profit	25,774	19,785	21,664	24,202
Core EPS (THB)	3.06	2.35	2.57	2.88
Chg. In EPS est. (%)	nm	(2.3)	(1.3)	nm
EPS growth (%)	35.4	(23.2)	9.5	11.7
Core P/E (x)	7.1	9.2	8.4	7.5
Dividend yield (%)	6.0	5.4	5.9	6.6
EV/EBITDA (x)	8.4	9.6	9.2	8.7
Price/book (x)	0.8	0.7	0.7	0.7
Net debt/Equity (%)	194.1	169.0	160.0	150.1
ROE (%)	10.8	8.2	8.5	9.1

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates

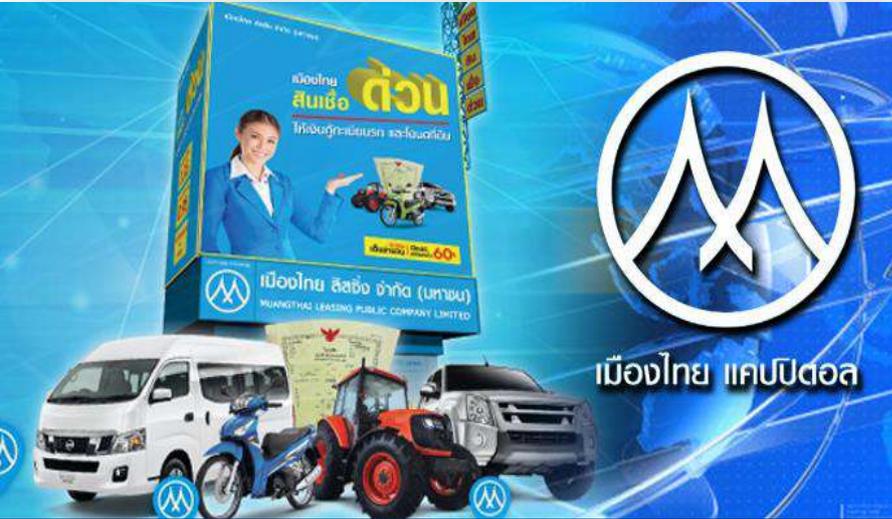


Sources: SETSMART; SET

Usanee Liurut

Fundamental Investment Analyst on Securities;

License no. 017928



TOP 5 March 2026

บมจ. เมืองไทย แคปปิตอล

THAI CAC : CERTIFIED

CG2025 : 5

MTC TB

BUY TP 46.0

เป้าสินเชื่อบปี 2026 ท้าทายท่ามกลางภาวะตลาดที่ซบเซา

ในการประชุมนักวิเคราะห์ครั้งล่าสุด (20 ก.พ.) ผู้บริหารให้รายละเอียดเป้าหมายธุรกิจปี 2026 โดยตั้งเป้าเติบโตของสินเชื่อที่ 10–15% y-y ใกล้เคียงกับเป้าปี 2025 (เติบโตจริง 11.6% y-y) ซึ่งยอมรับว่ามีความท้าทายพอสมควร ท่ามกลางภาวะอุตสาหกรรมสินเชื่อทะเบียนรถที่ยังค่อนข้างซบเซา ขณะที่การแข่งขันไม่ได้รุนแรงมากนัก MTC ยังคงมุ่งเน้นสินเชื่อที่มีหลักทรัพย์ค้ำประกัน โดยให้น้ำหนักมากขึ้นกับสินเชื่อทะเบียนรถจักรยานยนต์ (คิดเป็น 30% ของสินเชื่อรวม) ซึ่งแม้มีวงเงินต่อรายย่อยกว่า แต่มีประสิทธิภาพในการติดตามหนี้ดีกว่าสินเชื่อวงเงินสูง ด้านต้นทุนทางการเงิน บริษัทฯ ตั้งเป้าต่ำกว่า 4.45% ขณะที่เรคาดว่าจะทำได้ดีกว่าที่ 4.30% จากการรีไฟแนนซ์หุ้นกู้ราว 3.0 หมื่น ลบ. ที่จะครบกำหนดในปี 2026 ด้วยการออกใหม่ที่อัตราดอกเบี้ยต่ำลงอย่างมีนัยสำคัญ โดยการออกหุ้นกู้ 1.0 หมื่น ลบ. อายุ 3–8 ปี ในเดือนมีนาคม 2026 มีต้นทุนเฉลี่ย 2.80–3.80% เทียบกับต้นทุนเฉลี่ยปี 2025 ที่ 2.95–4.60% บริษัทฯ มีแผนเพิ่มสัดส่วนการออกหุ้นกู้ในประเทศ เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพต้นทุนเงินกู้เพิ่มเติม ขณะที่เป้าอัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานต่อรายได้ยังอยู่ที่ 47–48% จากโครงสร้างต้นทุนพนักงานที่ยังอยู่ในระดับสูง

คุณภาพสินทรัพย์ดีขึ้น มีโอกาสดีกว่าเป้า

บริษัทฯ ตั้งเป้าอัตราหนี้ด้วยคุณภาพปี 2026 ที่ 2.55% แต่มีความเชื่อมั่นว่าสามารถควบคุมให้อยู่ต่ำกว่า 2.50% ได้ จากการมุ่งเน้นสินเชื่อคุณภาพสูงและการติดตามหนี้ที่แข็งแกร่งใน 1Q26 สำหรับต้นทุนความเสี่ยงในการปล่อยสินเชื่อ บริษัทฯ ตั้งเป้าต่ำกว่า 2.60% และคาดว่าจะทรงตัวใกล้เคียงระดับปี 2025 ที่ 2.57% ขณะเดียวกันยังเดินหน้าเพิ่มสัดส่วนสำรองต่อหนี้ด้วยคุณภาพ ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญต่อโอกาสในการปรับเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือทั้งในประเทศและต่างประเทศ เราจึงคาดว่าสัดส่วนสำรองต่อหนี้ด้วยคุณภาพจะเพิ่มจาก 143% ในปี 2025 เป็น 146.9% สูงกว่าเป้าหมายขั้นต่ำของบริษัทฯ ที่ 140%

กำไรปี 2026–28E เติบโตอย่างมีคุณภาพที่ 12.4% CAGR

เราปรับประมาณการกำไรสุทธิปี 2026–27 เล็กน้อย เพื่อสะท้อนเป้าหมายธุรกิจปี 2026 ที่ประกาศใหม่ โดยคาดว่ากำไรสุทธิปี 2026–28 จะเติบโตเฉลี่ย 12.4% CAGR โดยมีแรงขับเคลื่อนหลักจากการเติบโตของสินเชื่อ แผนขยายสาขาจะชะลอลงเหลือ 300–400 สาขาใหม่ในปี 2026 (จาก 502 สาขาในปี 2025) เพื่อเพิ่มผลผลิตสินเชื่อต่อสาขาและยกระดับประสิทธิภาพการดำเนินงานโดยรวม

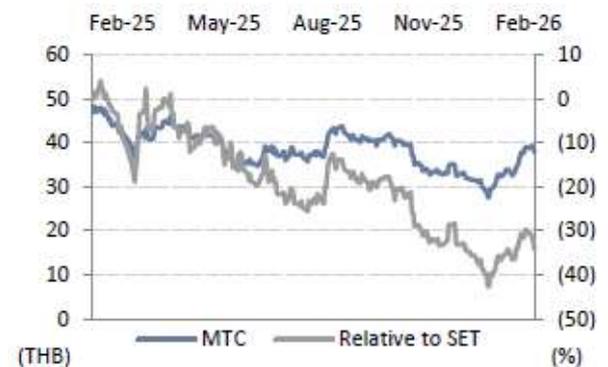
คงคำแนะนำซื้อ ราคาเป้าหมายปี 2026 ที่ 46 บาท

เรายังคงคำแนะนำซื้อ และให้ MTC เป็นหุ้นเด่น โดยประเมินราคาเป้าหมายปี 2026 ที่ 46 บาท อิงวิธี GGM คิดเป็นค่า P/BV ที่ 1.94 เท่า ภายใต้สมมติฐาน L-T ROE ที่ 16.4% และ COE ที่ 9.9%

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2025	2026E	2027E	2028E
Operating profit	8,409	9,515	10,667	11,922
Net profit	6,723	7,612	8,533	9,537
EPS (THB)	3.17	3.59	4.03	4.50
vs Consensus (%)	-	14.0	13.1	12.2
Recurring net profit	6,723	7,612	8,533	9,537
Core EPS (THB)	3.17	3.59	4.03	4.50
Chg. In EPS est. (%)	-	(0.7)	(2.8)	-
EPS growth (%)	14.6	13.2	12.1	11.8
Core P/E (x)	11.9	10.5	9.4	8.4
Dividend yield (%)	0.8	0.9	1.0	1.1
Price/book (x)	1.9	1.6	1.4	1.2
ROE (%)	16.8	16.4	16.0	15.6
ROA (%)	3.7	3.8	3.8	3.8

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



Sources: SETSMART; SET

Sureeporn Teewasuwet

Fundamental Investment Analyst on Securities;

License no.040694



NSL FOODS

The Happy Taste Creator

TOP 5 March 2026

บมจ. เอ็นเอสแอล ฟู้ดส์

THAI CAC : Declared

CG2025 : 4

NSL TB

BUY TP 33.0

กำไร 4Q25 ดีกว่าคาด 5%

Highlights

- กำไรสุทธิ 4Q25 เท่ากับ 142 ลบ. (+11.9% q-q, -3.9% y-y) ดีกว่าคาด 5% มาจากอัตรากำไรขั้นต้นที่ฟื้นดีกว่าคาด
- รายได้รวมปรับขึ้นต่อ +5.8% q-q, +7.2% y-y โตะชะลอจาก 3 ไตรมาสก่อนหน้าที่โตสูงระดับ 2 หลัก แต่ทั้งปี 2025 รายได้โต 18.6% y-y ทะลุเป้าหมายที่ 16%
- รายได้กลุ่มเบเกอรี่ +5.5% q-q, +4.7% y-y ยังโตได้ แม้ถูกกระทบจากมาตรการคนละครั้ง ส่วนรายได้ food service ปรับลง -9.5% q-q, -6.3% y-y พอดีตามคำสั่งซื้อของลูกค้า ขณะบริษัทมีการจัดกลุ่มรายได้ระหว่าง NSL brands และ Export ใหม่ เบื้องต้นเราพิจารณารายได้รวม 2 กลุ่มพบว่าเติบโต +25.0% q-q, +37.5% y-y ยังเป็นการเติบโตได้ถึง 2 กลุ่ม
- อัตรากำไรขั้นต้นกลับมาฟื้นเป็น 18.6% (ดีกว่าที่เราคาดไว้ที่ 18.0%) จาก 17.9% ใน 3Q25 มาจากปัญหาแรงงานคลี่คลาย แต่เป็นอัตรากำไรลดลงจาก 20.3% ใน 4Q24 จาก revenue mix (สัดส่วนสินค้ามาร์จินต่ำกว่าเพิ่มขึ้น) และอัตรากำไรของกลุ่มเบเกอรี่ที่ปรับลงจากต้นทุนวัตถุดิบและการแข่งขันที่สูงขึ้น
- ค่าใช้จ่ายยังสูงขึ้นต่อ +12.3% q-q และ +6.1% y-y ทำให้ SG&A to sales อยู่ที่ 9.4% สูงขึ้นจาก 8.9% ใน 3Q25 มาจากทั้งค่าพนักงาน, ค่าที่ปรึกษา (สำหรับหน่วยงานความยั่งยืน และการเข้าซื้อธุรกิจ) โดยค่าที่ปรึกษาปี 2025 เพิ่มขึ้น 14.5 ลบ. สุทธิภาษีจะอยู่ที่ 11.6 ลบ. กระทบกำไร 8%
- จบปี 2025 มีกำไรสุทธิก้านิวไฮท์ 604 ลบ. (+11.7% y-y)

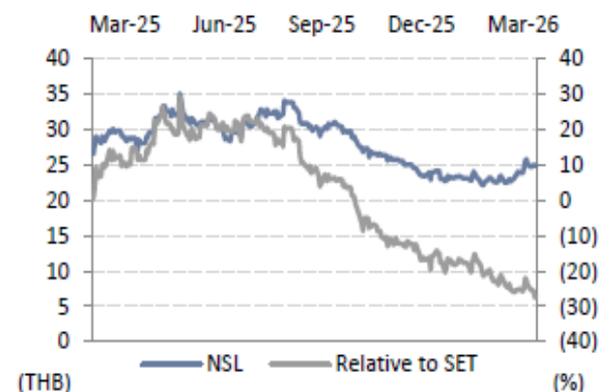
Outlook

- บริษัทตั้งเป้ารายได้ปี 2026 เติบโต 13-15% y-y และตั้งเป้าอัตรากำไรขั้นต้นที่ระดับ 21.0% (FSSIA คาดไว้ 19.1%) และอยู่ระหว่างติดตั้งเครื่องจักรโรงงานใหม่ คาดจะแล้วเสร็จและเริ่ม operate ได้ใน 3Q26
- แนวโน้มรายได้ 1QTD น่าจะโตต่อเนื่องราว 13-15% y-y ใกล้เคียงเป้าหมายของบริษัท คาดมาจากรายได้ในประเทศเป็นหลัก ทั้งกลุ่มเบเกอรี่, NSL brands และ Food service แต่คาดรายได้ส่งออกอาจปรับลง q-q แต่ยังคงเติบโตสูง y-y
- ประกาศจ่ายปันผลงวด 2H25 หุ้นละ 0.55 บาท yield 2.2%

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	6,911	7,708	8,551	9,452
Net profit	604	654	735	838
EPS (THB)	2.01	2.18	2.45	2.79
vs Consensus (%)	-	-	(1.2)	-
EBITDA	942	997	1,193	1,330
Recurring net profit	604	654	735	838
Core EPS (THB)	2.01	2.18	2.45	2.79
Chg. In EPS est. (%)	nm	0.1	(0.5)	nm
EPS growth (%)	11.7	8.2	12.4	14.0
Core P/E (x)	12.3	11.4	10.1	8.9
Dividend yield (%)	4.2	4.8	5.4	6.2
EV/EBITDA (x)	8.1	7.7	6.3	5.3
Price/book (x)	3.4	3.0	2.7	2.3
Net debt/Equity (%)	6.8	10.5	1.6	(13.3)
ROE (%)	29.7	28.1	27.9	28.0

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



Sources: SETSMART; SET

Disclaimer for ESG scoring

ESG score	Methodology	Rating																				
The Dow Jones Sustainability Indices (HSI) By S&P Global	The DJSI World applies a transparent, rules-based component selection process based on the companies' Total Sustainability Scores resulting from the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA). Only the top-ranked companies within each industry are selected for inclusion.	Be a member and invited to the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA) for DJSI. Companies with an S&P Global ESG Score of less than 45% of the S&P Global ESG Score of the highest scoring company are disqualified. The constituents of the DJSI indices are selected from the Eligible Universe.																				
Sustainability Investment List (kPI) by The Stock Exchange of Thailand (Iik)	THSI quantifies responsibility in Environmental and Social issues by managing business with transparency in Governance, updated annually. Candidates must pass the preemptive criteria, with two crucial conditions: 1) no irregular trading of the board members and executives; and 2) free float of >150 shareholders, and combined holding must be >15% of paid-up capital. Some key disqualifying criteria include: 1) CG score of below 70%; 2) independent directors and free float violation; 3) executives' wrongdoing related to CG, social & environmental impacts; 4) equity in negative territory; and 5) earnings in red for > 3 years in the last 5 years.	To be eligible for THSI inclusion , verified data must be scored at a minimum of 50% for each indicator, unless the company is a part of DJSI during the assessment year. The scoring will be fairly weighted against the nature of the relevant industry and materiality. SETTHSI Index is extended from the THSI companies whose 1) market capitalization > THB5b (~USD150b); 2) free float >20%; and 3) liquidity >0.5% of paid-up capital for at least 9 out of 12 months. The SETTHSI Index is a market capitalisation-weighted index, cap 5% quarterly weight at maximum, and no cap for number of stocks.																				
CG Score by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)	An indicator of CG strength in sustainable development, measured annually by the Thai IOD, with support from the Stock Exchange of Thailand (SET). The results are from the perspective of a third party, not an evaluation of operations.	Scores are rated in six categories: 5 for Excellent (90-100), 4 for Very Good (80-89), 3 for Good (70-79), 2 for Fair (60-69), 1 for Pass (60-69), and not rated for scores below 50. Weightings include: 1) the rights; 2) and equitable treatment of shareholders (weight 25% combined); 3) the role of stakeholders (25%); 4) disclosure & transparency (15%); and 5) board responsibilities (35%).																				
AGM level By Thai Investors Association (TIA) with support from the SEC	It quantifies the extent to which shareholders' rights and equitable treatment are incorporated into business operations and information is transparent and sufficiently disclosed. All form important elements of two out of five the CG components to be evaluated annually. The assessment criteria cover AGM procedures before the meeting (45%), at the meeting date (45%), and after the meeting (10%). (The first assesses 1) advance circulation of sufficient information for voting; and 2) facilitating how voting rights can be exercised. The second assesses 1) the ease of attending meetings; 2) transparency and verifiability; and 3) openness for Q&A. The third involves the meeting minutes that should contain discussion issues, resolutions and voting results.)	The scores are classified into four categories: 5 for Excellent (100), 4 for Very Good (90-99), 3 for Fair (80-89), and not rated for scores below 79.																				
Anti Corruption (CAC)	The core elements of the Checklist include corruption risk assessment, establishment of key controls, and the monitoring and developing of policies. The Certification is good for three years. (Companies deciding to become a CAC certified member start by submitting a Declaration of Intent to kick off an 18-month deadline to submit the CAC Checklist for Certification, including risk assessment, in place of policy and control, training of managers and employees, establishment of whistleblowing channels, and communication of policies to all stakeholders.)	The document will be reviewed by a committee of nine professionals. A passed Checklist will move for granting certification by the CAC Council approvals whose members are twelve highly respected individuals in professionalism and ethical achievements.																				
ESG Risk Rating	The Sustainalytics' ESG risk rating provides an overall company score based on an assessment of how much of a company's exposure to ESG risk is unmanaged. Sources to be reviewed include corporate publications and regulatory filings, news and other media, NGO reports/websites, multi-sector information, company feedback, ESG controversies, issuer feedback on draft ESG reports, and quality & peer reviews.	A company's ESG risk rating score is the sum of unmanaged risk. The more risk is unmanaged, the higher ESG risk is scored. <table border="1"> <thead> <tr> <th>NEGL</th> <th>Low</th> <th>Medium</th> <th>High</th> <th>Severe</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>0-10</td> <td>10-20</td> <td>20-30</td> <td>30-40</td> <td>40+</td> </tr> </tbody> </table>	NEGL	Low	Medium	High	Severe	0-10	10-20	20-30	30-40	40+										
NEGL	Low	Medium	High	Severe																		
0-10	10-20	20-30	30-40	40+																		
ESG Score	The ESG score identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long term. The methodology considers the principle of financial materiality including information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by over-weighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis.	The total ESG score is calculated as a weighted sum of the features scores using materiality-based weights. The score is scaled between 0 and 100 with higher scores indicating better performance.																				
ESG Ratings	MSCI ESG ratings aim to measure a company's management of financially relevant ESG risks and opportunities. It uses a rules-based methodology to identify industry leaders and laggards according to their exposure to ESG risks and how well they manage those risks relative to peers.																					
	<table border="1"> <tbody> <tr> <td>AAA</td> <td>8.571-10.000</td> <td rowspan="2">Leader:</td> <td rowspan="2">leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities</td> </tr> <tr> <td>AA</td> <td>7.143-8.570</td> </tr> <tr> <td>A</td> <td>5.714-7.142</td> <td rowspan="3">Average:</td> <td rowspan="3">a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers</td> </tr> <tr> <td>BBB</td> <td>4.286-5.713</td> </tr> <tr> <td>BB</td> <td>2.857-4.285</td> </tr> <tr> <td>B</td> <td>1.429-2.856</td> <td rowspan="2">Laggard:</td> <td rowspan="2">lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks</td> </tr> <tr> <td>CCC</td> <td>0.000-1.428</td> </tr> </tbody> </table>	AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities	AA	7.143-8.570	A	5.714-7.142	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers	BBB	4.286-5.713	BB	2.857-4.285	B	1.429-2.856	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks	CCC	0.000-1.428	
AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities																			
AA	7.143-8.570																					
A	5.714-7.142	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers																			
BBB	4.286-5.713																					
BB	2.857-4.285																					
B	1.429-2.856	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks																			
CCC	0.000-1.428																					
ESG Integration	Moody's assesses the degree to which companies take into account ESG objectives in the definition and implementation of their strategy policies. It believes that a company integrating ESG factors into its business model and relatively outperforming its peers is better positioned to mitigate risks and create sustainable value for shareholders over the medium to long term.																					
ESG Transparency	Designed to transparently and objectively measure a company's relative ESG performance, commitment and effectiveness across 10 main themes, based on publicly available and auditable data. The score ranges from 0 to 100 on relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly. (Score ratings are 0 to 25 = poor; >25 to 50 = satisfactory; >50 to 75 = good; and >75 to 100 = excellent.)																					
ESG Score	The S&P Global ESG Score is a relative score measuring a company's performance on and management of ESG risks, opportunities, and impacts compared to its peers within the same industry classification. The score ranges from 0 to 100.																					
Bloomberg	ESG Score	Bloomberg score evaluating the company's aggregated Environmental, Social and Governance (ESG) performance. The score is based on Bloomberg's view of ESG financial materiality. The score is a weighted generalized mean (power mean) of Pillar Scores, where the weights are determined by the pillar priority ranking. Values range from 0 to 10; 10 is the best.																				
Bloomberg	ESG Disclosure Score	Disclosure of a company's ESG used for Bloomberg ESG score. The score ranges from 0 for none to 100 for disclosure of every data point, measuring the amount of ESG data reported publicly, and not the performance on any data point.																				

Rating regarding the sustainable development of Thai listed companies, both on the SET and MAI, are publicly available on the website of the Securities and Exchange Commission of Thailand (SEC). Currently, ratings available are 1) **CG Score**; 2) **AGM Level**; 3) **Thai CAC**; and 4) **THSI**. The ratings are updated on an annual basis. FSSIA does not confirm nor certify the accuracy of such ratings.
Source: FSSIA's compilation

DISCLAIMERS AND DISCLOSURES

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ที่ปรึกษาการลงทุน เอฟ เอส เอส อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เราเชื่อหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตาม บริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

ความเห็นต่างๆ ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้เป็นมุมมองส่วนตัวของนักวิเคราะห์ที่มีต่อหลักทรัพย์นั้นๆ นักวิเคราะห์ไม่ได้มีผลประโยชน์และผลตอบแทนที่เกี่ยวข้องกับการให้คำแนะนำใดๆ ไม่ว่าทางตรงหรือทางอ้อม

ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ข้อมูลเท่านั้น บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุนลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ตัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) และบริษัทหลักทรัพย์ที่ปรึกษาการลงทุน เอฟเอสเอส อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด เป็นบริษัทในเครือบริษัท ฟินันเซีย เอกซ์ จำกัด (มหาชน) โดยมีกรรมการหรือผู้บริหารร่วมกัน

คณะกรรมการ/ผู้บริหารของบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) ได้ดำรงตำแหน่งคณะกรรมการ/ผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนดังนี้ AEONTS, BAFS, BCPG, BE8, DV8, EA, FPT, FSX, KDH, SVI, VNG, WP, XO

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุนในหลักทรัพย์		
BUY	เนื่องจากราคาปัจจุบัน	"ซื้อ"ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 10%
HOLD	เนื่องจากราคาปัจจุบัน	"ถือ"ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 0 - %10%
SELL	เนื่องจากราคาปัจจุบัน	"ขาย"สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
TRADING BUY	เนื่องจากมีประเด็นที่มีผลบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้น	แม้ว่าราคาปัจจุบันจะสูงกว่ามูลค่าตาม "ซื้อ"เก็งกำไรระยะสั้น" ปัจจัยพื้นฐาน

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุนในอุตสาหกรรม		
OVERWEIGHT	เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่	"ลงทุนมากกว่าตลาด"สูงกว่า ตลาด ในระยะ เดือนข้างหน้า 12
NEUTRAL	เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่	"ลงทุนเท่ากับตลาด"เท่ากับ ตลาด ในระยะ เดือนข้างหน้า 12
UNDERWEIGHT	เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่	"ลงทุนน้อยกว่าตลาด"ต่ำกว่า ตลาด ในระยะ เดือนข้างหน้า 12

หมายเหตุ ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น :

FSSIA Research

จิตรา	อมรรธรรม	License no. 014530
อุษณีย์	ลิวรัตน์	License no. 017928
สุรียพร	ทีวะสุเวทย์	License no. 040694
ทรงกลด	วงศ์ไชย	License no. 018086
วิระวัฒน์	วิโรจน์โกคา	License no. 047077
ชญญธร	ทรงวุฒิ	License no. 101203
ก่าพล	อัศวรินทร์ชัย	License no. 115855
วัชรุตม์	วัชรวงศ์สิทธิ์	License no. 018301