

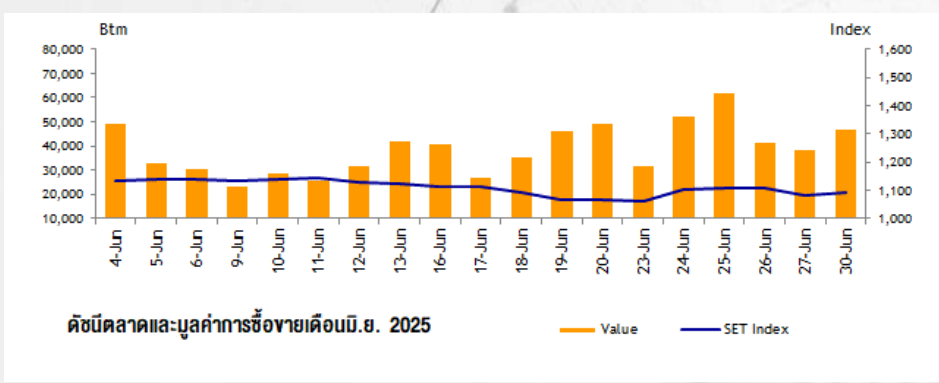
MOMENTUM

Vol. 07 JULY 2025



“ภาณนำเข้าและความเสี่ยงทางการเมือง vs Valuation ที่ถูก”

ภาณนำเข้าของกรมปนำจะถ่วงการเติบโตของโลกในช่วง 2H25 แต่หากผลกระทบน้อยกว่าคาด อาจทำให้ FED ลดอัตราดอกเบี้ยเร็วขึ้นและช่วยหนุนสินทรัพย์เสี่ยงทางด้านเศรษฐกิจไทยคาดว่าจะชะลอตัวในช่วง 2H25 และมีความเสี่ยงจากความไม่แน่นอนทางการเมือง ส่วน รปท.คาดว่าจะลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงอีกอย่างน้อย 25 bps ส่วนเป้า SET ยังอยู่ที่ 1,180 เราเลือกหุ้นที่ทำไรดีและมีความชัดเจนพร้อม Valuation ที่มีส่วนลดสูง หุ้นเด่นเดือน ก.ค. ประกอบไปด้วย ITC KCE NEO OSP และ SCGP



มุมมองทางเทคนิค ก.ค.2025

เดือนที่ผ่านมามีการปรับตัวลงมากกว่าระดับที่เราประเมินไว้ โดยลงลึกถึงระดับ New Low แต่ที่สุดก็กลับมายืน Low ก่อนหน้า ที่ 1056 จุด ได้ ทำให้ภาพระยะกลางถึงยาว มีลุ้นรับาวด์ต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม การรับาวด์ในช่วงปลายเดือนที่ผ่านมาค่อนข้างแรง ทำให้กราฟมีการพักฐานระยะสั้น โดยเรามองหากไม่ลงต่ำกว่าไปแนวรับโซน 1080-1090 จุด จะทำให้ภาพทางบวกยังอยู่ และมีโอกาสติดตัวขึ้นได้ต่อเนื่องในเดือนนี้ หรืออาจขึ้นแรงจนกลายเป็นรูปแบบ Double Bottom ซึ่งก็คือ ขึ้นทดสอบยอดก่อนหน้า ที่ 1230 จุด ได้

กลยุทธ์การลงทุน

Analyst : Veeravat Virochpoka

License no. 047077



ภาชนำเข้าของทรัมป์น่าจะถ่วงการเติบโตของโลกในช่วง 2H25 แต่หากผลกระทบน้อยกว่าคาด อาจทำให้ FED ลดอัตราดอกเบี้ยเร็วขึ้นและช่วยหนุนสินทรัพย์เสี่ยงทางด้านเศรษฐกิจไทยคาดว่าจะชะลอตัวในช่วง 2H25 และมีความเสี่ยงจากความไม่แน่นอนทางการเมือง ส่วน รปท.คาดว่าจะลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงอีกอย่างน้อย 25 bps ส่วนเป้า SET ยังอยู่ที่ 1,180 เราเลือกหุ้นที่กำลังโตและมีความชัดเจนพร้อม Valuation ที่มีส่วนลดสูง หุ้นเด่นเดือน ก.ค. ประกอบไปด้วย ITC KCE NEO OSP และ SCGP

ภาชนำเข้าของทรัมป์ จะเริ่มส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจโลก

เราคาดว่าภาชนำเข้าของทรัมป์จะเริ่มส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจโลกมากขึ้นในช่วง 2H25 เมื่อภาชนำเข้าดังกล่าวเริ่มมีผลบังคับใช้ ปัจจัยดังกล่าวอาจทำให้เฟดตัดสินใจยากขึ้นท่ามกลางแรงกดดันในด้านเงินเฟ้อที่พุ่งสูงขึ้น ปัจจุบันตลาดคาดว่าอัตราดอกเบี้ยจะลดลงอีกไม่ต่ำกว่า 2 ครั้งในช่วง 2H25 นอกจากนี้ราคาน้ำมันยังคงเป็นปัจจัยสำคัญที่ต้องจับตามอง ความตึงเครียดในตะวันออกกลางปะทุขึ้นอีกครั้ง อย่างไรก็ตามผลกระทบจริงของภาชนำเข้ามีน้อยกว่าคาด เฟดอาจลดดอกเบี้ยได้เร็วขึ้นซึ่งน่าจะเป็นปัจจัยบวกต่อสินทรัพย์เสี่ยง

คาดเศรษฐกิจไทยจะโตช้าในช่วง 2H25 พร้อมความเสี่ยงทางการเมือง

แนวโน้มเศรษฐกิจไทยยังคงเปราะบางท่ามกลางความท้าทายทั้งภายในและภายนอกประเทศ เราคาดว่าเศรษฐกิจไทยจะโตช้าลงในช่วง 2H25 จากการส่งออกที่ชะลอตัวและความเสี่ยงทางการเมืองในประเทศยังคงอยู่ ความไม่แน่นอนเกี่ยวกับเสถียรภาพและความสามารถในการออกกฎหมายของรัฐบาลอาจบั่นทอนความมั่นใจและทำให้เศรษฐกิจมีความเสี่ยง ทั้งนี้เหตุการณ์สำคัญที่ต้องจับตามองจะอยู่ที่การตัดสินใจของศาลรัฐธรรมนูญในตอนต้นเดือน ก.ค. ว่าจะรับคำร้องถอดถอนนายกรัฐมนตรีหรือไม่ การรับคำร้องและคำสั่งให้หยุดปฏิบัติหน้าที่อาจบั่นทอนบรรยากาศของตลาด ในขณะที่การถอดถอนน่าจะเป็นบวกต่อตลาด

เป้า SET ของเรายังอยู่ที่ 1,180 การฟื้นฟูลความมั่นใจเป็นกุญแจสำคัญ

เราคงเป้า SET ปี 2025 ของเรายังอยู่ที่ 1,180 บนสมมติฐาน 2025E EPS ที่ 84 บาทและ PER multiple ที่ 14x เราเห็นว่า Upside น่าจะอยู่ที่ความสำเร็จของการเจรจาการค้าในขณะที่ยอด Downside น่าจะมาจากความไม่แน่นอนทางการเมืองที่ยืดเยื้อ อย่างไรก็ตามเราคิดว่า Valuation ของ SET ในปัจจุบันน่าสนใจเป็นอย่างยิ่งและเป็นโอกาสสำหรับการลงทุนระยะยาวเนื่องจากดัชนีมีการซื้อขายโดยมี PER and P/BV multiple อยู่ในระดับ -2SD จากค่าเฉลี่ยในอดีต ปัจจัยบวกสำคัญอยู่ที่การพลิกฟื้นความมั่นใจของตลาด หากประเด็นต่างๆค่อย ๆ คลี่คลายเราคาดว่าดัชนีจะปรับขึ้นจากความกังวลที่หมดไปซึ่งอาจช่วยหนุนให้ Valuation ของตลาดปรับขึ้น

หุ้นเด่นของเราเน้นที่กำลังโตและมีชัดเจนพร้อม Valuation ที่น่าสนใจ

จากการศึกษาเราพบว่ากลุ่มที่โดดเด่นทั้งในด้านการเติบโตของกำไรที่ดีและ Valuation ที่ต่ำคืออาหาร พานิชย์ ธนาคารท่องเที่ยวและ Healthcare ซึ่งส่วนมากเป็นหุ้นในประเทศ ดังนั้นหุ้นเด่นของเราจึงประกอบด้วย ITC KCE NEO OSP และ SCGP

TOP5 : JULY

บมจ. ไอ-เทล คอร์ปอเรชั่น

ITC TB

BUY, TARGET: 15.00

THAI CAC : Declared

CG2024 : 5

Analyst : Sureeporn Teewasuwet

License no. 040694



คาดการณ์ยอดขายจะฟื้นตัวดีใน 2Q25

เราคาดว่าไตรมาส 2Q25 อยู่ที่ 737 ลบ. (+9% q-q, -27% y-y) ตัวเลขที่คาดว่าจะฟื้นตัวดี q-q มีปัจจัยผลักดันจากปริมาณขายที่ฟื้นตัวทั้งในสหภาพยุโรปและสหรัฐฯ ทั้งนี้ลูกค้ารายใหญ่รายหนึ่งในสหภาพยุโรปได้ปรับระดับสินค้าคงคลังแล้วเสร็จใน 1Q25 เราคาดว่าปริมาณขาย 2Q25 จะโต 10% q-q และ 14% y-y อย่างไรก็ตามสินค้าขายดีในไตรมาสนี้เป็นกลุ่มที่มีราคาในระดับปานกลางและค่าเงินบาทที่แข็งตัวอาจจำกัดรายได้ในรูปเงินบาทให้โตเพียง 6% q-q และลดลง 1.4% y-y

การรับรู้ GMT จะเริ่มตั้งแต่ 2Q25 เป็นต้นไป

จากการฟื้นตัวของคำสั่งซื้อเราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้น 2Q25 จะปรับตัวขึ้นเล็กน้อย q-q แต่ยังคงต่ำกว่าในปีที่แล้วเนื่องจากบริษัทฯ น่าจะไม่มีการกลับรายการสินค้าคงคลังเหมือนใน 2Q24 สัดส่วนค่าใช้จ่ายการขายและบริหารต่อยอดขายน่าจะลดลง 1.1% q-q เป็น 9.7% แม้ว่าต้นทุน Transformation จะเกิดขึ้นอย่างต่อเนื่องจากการควบคุมต้นทุนที่เข้มงวดมากยิ่งขึ้น อัตราภาษีน่าจะเพิ่มเป็น 8% จาก 2.2% ใน 1Q25 จากการรับรู้ GMT และการปรับรายการภาษีย้อนหลังสำหรับ 1Q25

คำสั่งซื้อ 3Q25 ยังอยู่ในเกณฑ์ดีโดยไม่เห็นผลกระทบจากภาษีนำเข้า

เราเห็นพัฒนาการเชิงบวกประการหนึ่งก็คือผู้บริหารปรับลดเป้าอัตราภาษีปี 2025 (รวม GMT) ลงเหลือ 4-6% (จาก 7-8.5%) หลัง TU Group คาด GMT ต่ำกว่าเดิม ผู้บริหารแจ้งว่าคำสั่งซื้อที่มีกำหนดส่งมอบใน 3Q25 ปรับตัวดีขึ้นต่อเนื่อง q-q โดยมีตัวเลขที่แน่นอนแล้วประมาณ 30-40% ของเป้าหมายใน 3Q25 นอกจากนี้ผู้บริหารยังระบุด้วยว่าบริษัทฯ ยังไม่เห็นผลกระทบเชิงลบจากภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ ไม่ว่าจะเป็นในแง่ของการชะลอตัวของคำสั่งซื้อหรือสัญญาณการลดปริมาณสินค้าคงคลังในช่วง 2H25 อย่างไรก็ตามเราจับตาดูแลแนวโน้มคำสั่งซื้อและการเปลี่ยนแปลงในด้านนโยบายภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ อย่างต่อเนื่อง

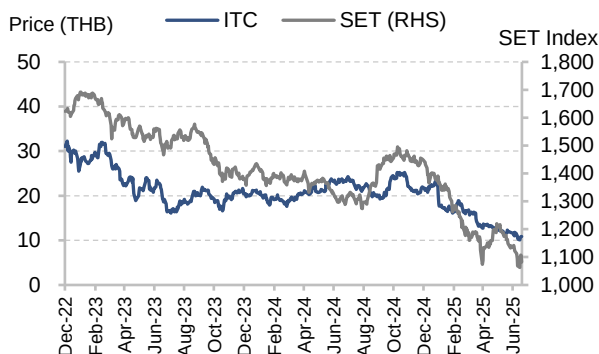
ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็นซื้อหลังราคาลดลง 53% YTD

เราปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2025 ของเราลง 7% เป็น 3.14 พัน ลบ. (-13% y-y) เพื่อสะท้อนแนวโน้มกำไรในช่วง 1H25 และปรับลดราคาเป้าหมายของเราเป็น 15 บาท (15x PE) อย่างไรก็ตามเราปรับเพิ่มคำแนะนำเป็นซื้อเนื่องจากกำไรกำลังทยอยฟื้นตัวและเป็นไปได้ว่า 1Q25 จะเป็นจุดต่ำสุด นอกจากนี้ราคาหุ้นยังลดลง 53% YTD มาซื้อขายที่เพียง 10x 2025E PE และ 8.8x 2026E PE ในปัจจุบันพร้อมผลตอบแทนในรูปเงินปันผลที่คาดว่าจะอยู่ที่ 7.4% ซึ่งทำให้หุ้นมีความน่าสนใจสำหรับการลงทุนในระยะกลางถึงยาว

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	17,729	18,495	20,045	21,630
Net profit	3,597	3,140	3,592	3,999
EPS (THB)	1.20	1.05	1.20	1.33
vs Consensus (%)	-	3.7	11.4	16.7
EBITDA	4,545	4,066	4,697	5,229
Recurring net profit	3,830	3,140	3,592	3,999
Core EPS (THB)	1.28	1.05	1.20	1.33
Chg. In EPS est. (%)	-	(11.9)	(7.5)	(4.7)
EPS growth (%)	65.6	(18.0)	14.4	11.3
Core P/E (x)	8.5	10.4	9.1	8.2
Dividend yield (%)	10.6	7.2	8.2	9.2
EV/EBITDA (x)	4.6	5.3	4.6	4.1
Price/book (x)	1.4	1.3	1.3	1.2
Net debt/Equity (%)	(48.2)	(45.2)	(42.5)	(42.4)
ROE (%)	16.2	12.8	14.2	15.2

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



TOP5 : JULY

บมจ. เคซีอี อิเล็คโทรนิคส์

KCE TB

BUY, TARGET: 20.00

THAI CAC : Certified

CG2024 : 5

Analyst : Sureeporn Teewasuwet

License no. 040694



มองผ่านกำไรต่ำสุดปีนี้ไปแล้วใน 1Q25

KCE รายงานกำไรสุทธิ 1Q25 อยู่ที่ 230 ลบ. (-18% q-q, -55% y-y) เมื่อหักกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน 50 ลบ. กำไรปกติอยู่ที่ 180 ลบ. (-29% q-q, -57% y-y) ซึ่งต่ำกว่าคาด รายได้รวมอยู่ที่ USD95 ล้าน (+2.7% q-q, -7.5% y-y) พื้นตัว q-q จากรายได้ที่ปรับตัวดีขึ้นจากยุโรป (+5% q-q) และสหรัฐฯ (+18% q-q) อย่างไรก็ดีอัตรากำไรขั้นต้นปรับตัวลดลงต่อเนื่องมาอยู่ที่ 17.4% จาก 19.3% ใน 4Q24 และ 23.1% ใน 1Q24 นับว่ายังห่างจากเป้าหมายก่อนหน้าที่ 24-25% จากการแข็งตัวของค่าเงินบาท ราคาขายที่ลดลงจากการแข่งขันที่สูงขึ้นและความต้องการที่อ่อนตัว อัตราการใช้กำลังการผลิตยังทรงตัว q-q ที่ 67% แต่ลดลงจาก 74% ใน 1Q24

ผู้บริหารยังตั้งเป้าอย่างระมัดระวัง ซึ่งเป็นสิ่งที่ดี

ผู้บริหารคงเป้าประมาณการรายได้ปี 2025 ทรงตัว y-y แม้ว่าตัวเลขจะลดลง 7.5% y-y ใน 1Q25 อย่างไรก็ดีบริษัทฯ ปรับลดประมาณการอัตรากำไรขั้นต้นลงเหลือ 21-22% (จาก 24-25%) หลังตัวเลขอยู่ที่เพียง 17.4% ใน 1Q25 จากคำสั่งซื้อที่ผันผวนมากขึ้น ส่วนหนึ่งจากผลของ US tariff และทำให้บริษัทฯ เลื่อนแผนการสร้างโรงงานใหม่ในโรจนะออกไป อย่างไรก็ดีบริษัทฯ จะทยอยเดินหน้ายกระดับเครื่องจักร HDI เนื่องจากการกำลังการผลิตในปัจจุบันไม่เพียงพอ

คาดการณ์ 2Q25 ทอยกลับมาฟื้นตัว

เราคาดว่ากำไรสุทธิ 2Q25 จะฟื้นตัวเป็น 280 ลบ. (-56% y-y) โดยมีปัจจัยหนุนจากรายได้ที่คาดว่าจะโต 3-4% q-q ในกรณีที่ผู้บริหารระบุว่าน่าจะเห็นการประหยัต้นทุนจากการเจรจากับผู้ขายใน 2Q25 (หลังลดราคาขายไปแล้ว 4% ใน 1Q25) ดังนั้นเราจึงคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นใน 2Q25 จะปรับตัวดีขึ้น q-q และอาจแตะ 20% อีกครั้ง โดยเราคาดว่ากำไรสุทธิปี 2025 อยู่ที่ 1.33 พันลบ. (-19.5% y-y)

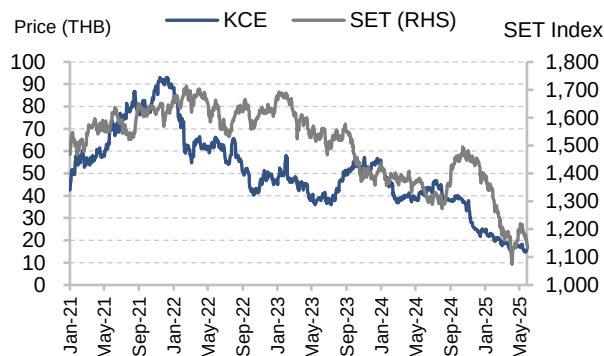
แนะนำซื้อถึงกำไร หลังราคาหุ้นปรับลงมามาก

แม้ภาพเศรษฐกิจโลกปี 2025 ยังไม่สดใส แต่เรามองเป็นบวกมากขึ้นต่อแนวโน้มกำไรรายไตรมาสของ KCE โดยมองผ่านกำไรต่ำสุดไปแล้วใน 1Q25 และคาดว่าแนวโน้มกำไร 2H25 น่าจะดีกว่า 1H25 ส่วนหนึ่งจากระดับสินค้าคงเหลือของลูกค้าน้อยอยู่ในระดับต่ำ ขณะที่ราคาหุ้นปรับลงมาแล้ว 25% YTD ทำให้ราคาเป้าหมายของเราที่ 20 บาท มี Upside กว้างขึ้นเป็น 10% จึงแนะนำซื้อถึงกำไร

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	14,833	13,556	14,234	14,946
Net profit	1,648	1,328	1,774	1,999
EPS (THB)	1.39	1.12	1.50	1.69
vs Consensus (%)	-	(14.6)	1.1	3.6
EBITDA	2,883	2,626	3,246	3,594
Recurring net profit	1,587	1,328	1,774	1,999
Core EPS (THB)	1.34	1.12	1.50	1.69
Chg. In EPS est. (%)	-	(20.9)	(11.9)	(12.2)
EPS growth (%)	1.1	(16.4)	33.6	12.7
Core P/E (x)	13.6	16.2	12.1	10.8
Dividend yield (%)	5.7	4.6	6.2	7.0
EV/EBITDA (x)	7.3	8.2	6.9	6.3
Price/book (x)	1.6	1.5	1.5	1.4
Net debt/Equity (%)	(2.9)	(0.8)	5.0	6.8
ROE (%)	11.6	9.5	12.4	13.5

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



NEO TB

BUY, TARGET: 49.50

THAI CAC : n/a
CG2024 : n/a
Analyst : Sureeporn Teewasuwet
License no. 040694



Highlights

- รายได้รวมในช่วง 2QTD โตต่อเนื่อง 10% y-y โดยได้ปัจจัยผลักดันจากยอดขายในประเทศที่สูงขึ้นเล็กน้อยแม้ว่าการบริโภคจะอ่อนแอโดยได้ปัจจัยหนุนจากการเปิดตัวสินค้าใหม่และการส่งออกที่ฟื้นตัวต่อเนื่อง
- อย่างไรก็ดีรายได้ 1Q25 สูงขึ้นเพียง 4.7% y-y จากภาวะเศรษฐกิจในประเทศที่ไม่สดใสผู้บริหารมีมุมมองที่ระมัดระวังมากยิ่งขึ้นและปรับลดเป้าหมายการเติบโตของรายได้รวมปี 2025 ลงเหลือ 7-8% y-y (จาก 10-15%) อย่างไรก็ดี NEO คงเป้าหมายการเติบโตของรายได้ส่งออกไว้ที่ 30% (กลับสู่ระดับปกติในปี 2023)
- ปัจจัยผลักดันสำคัญสำหรับตลาดส่งออกน่าจะประกอบด้วยประเด็นผู้จัดจำหน่ายที่ได้รับการแก้ไขและการแต่งตั้งผู้จัดจำหน่ายใหม่ 1 รายเพื่อย้ายเข้าสู่ตลาด Modern trade ในเวียดนามโดยจะเริ่มรับรู้รายได้ตั้งแต่ 2Q25 เป็นต้นไป
- อย่างไรก็ดีต้นทุนวัตถุดิบที่เกี่ยวข้องกับน้ำมันปาล์มอาจลดลงช้ากว่าคาดหลังราคาน้ำมันปาล์มดิบ (CPO) และน้ำมันเมล็ดในปาล์ม (CPKO) ลดลงในอัตราที่ช้าลง ทั้งนี้ราคา CPO เฉลี่ยอยู่ที่ MYR4,738/ตัน (-7% q-q, +27% y-y) ใน 1Q25 และ MYR4,004/ตันใน 2QTD (-15.5% q-q, flat y-y) ในขณะที่ราคา CPKO เฉลี่ยอยู่ที่ MYR7,651/ตัน (+1.6% q-q, +76% y-y) ใน 1Q25 และ MYR7,786/ตัน (+1.8% q-q, +54% y-y) ในช่วง 2QTD ตามลำดับ แม้ว่าราคา CPKO จะลดลงเป็น MYR7,320/ตันเมื่อเร็ว ๆ นี้ ตัวเลขที่ลดลงก็ยังน้อยกว่าคาด
- ในขณะเดียวกัน NEO จะรับรู้ค่าเสื่อมเต็มไตรมาสจากสายการผลิตใหม่ซึ่งอาจทำให้อัตรากำไรขั้นต้นใน 2Q25 ยังทรงตัวหรือลดลงเล็กน้อย q-q (อัตรากำไรใน 1Q25 อยู่ที่ 41.8%) ซึ่งตรงกันข้ามกับที่เคยคาดว่าจะฟื้นตัว อย่างไรก็ดีบริษัทฯ คงเป้าอัตรากำไรขั้นต้นในปี 2025 อยู่ที่ 41-43%

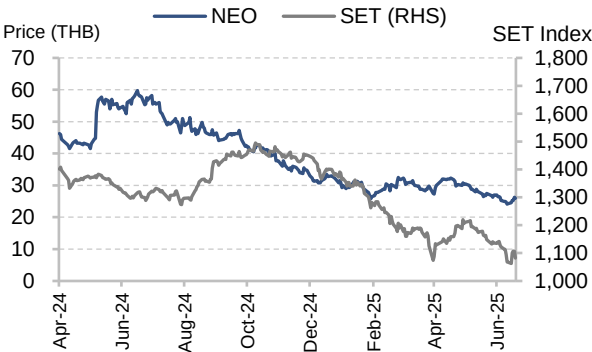
Comments

- ในเบื้องต้นเราคาดว่ากำไร 2Q25 จะทรงตัวทั้ง q-q และ y-y แม้ว่ารายได้จะฟื้นตัวจากต้นทุนรวมที่สูงอย่างต่อเนื่อง เราคาดว่ากำไรสุทธิจะกลับมาโต y-y ในช่วง 2H25 โดยได้ปัจจัยผลักดันจากการฟื้นตัวของรายได้ส่งออกและต้นทุนวัตถุดิบที่คาดว่าจะลดลง
- สถานการณ์ในปัจจุบันของ NEO ยังใกล้เคียงกับที่เราคาด เป้าหมายการเติบโตของรายได้รวมของบริษัทฯ ยังใกล้เคียงกับเป้าหมายการเติบโตของเราที่ 7% เราคงประมาณการกำไรปี 2025 ของเราที่ 970 ลบ. (-3.8% y-y) และราคาเป้าหมายที่ 49.5 บาท ปัจจุบันหุ้นมีการซื้อขายที่ 8x และเราคงคำแนะนำซื้อ

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	10,062	10,767	11,596	12,479
Net profit	1,008	970	1,089	1,212
EPS (THB)	3.36	3.23	3.63	4.04
vs Consensus (%)	-	6.3	7.5	(0.5)
EBITDA	1,749	1,813	2,025	2,213
Recurring net profit	1,008	970	1,089	1,212
Core EPS (THB)	3.36	3.23	3.63	4.04
EPS growth (%)	(10.1)	(3.8)	12.3	11.3
Core P/E (x)	8.3	8.7	7.7	6.9
Dividend yield (%)	4.8	4.6	5.2	5.8
EV/EBITDA (x)	5.1	6.0	5.6	5.1
Price/book (x)	1.7	1.5	1.3	1.2
Net debt/Equity (%)	9.1	43.5	45.7	39.8
ROE (%)	30.7	18.2	18.4	18.3

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



TOP5 : JULY

บมจ. โอเอสเอส

OSP TB

BUY, TARGET: 24.00

THAI CAC : Certified

CG2024 : 5

Analyst : Sureeporn Teewasuwet

License no. 040694



Highlights

- เรามีมุมมองเชิงบวกต่อแนวโน้มกำไร 2Q25 มากขึ้น หลังส่วนแบ่งตลาดได้ปรับขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบ 5 เดือนและต้นทุนการผลิตปรับลดลง ทำให้กำไร 2Q25 มีแนวโน้มดีกว่าที่เคยคาด
- ส่วนแบ่งตลาดในเดือน เม.ย. เพิ่มขึ้น 0.6% m-m เป็น 45% ปรับตัวดีขึ้นจาก 44.5% ในเดือน ส.ค. แม้ว่าสินค้าราคา 12 บาทจะมีส่วนแบ่งตลาดลดลงจากผลของการแข่งขันกันเอง สินค้าราคา 10 บาทกลับรายงานส่วนแบ่งตลาดเพิ่มสูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญซึ่งช่วยรักษาตัวเลขการเติบโตของส่วนแบ่งตลาดรวมไว้ได้ที่ 0.5% YTD นอกจากนี้ตัวเลขจาก OSP ยังแสดงให้เห็นว่ามูลค่าตลาดเครื่องดื่มชูกำลังในเดือน เม.ย. และในช่วง 4MTD เพิ่มขึ้น 2% y-y และ 3.2% y-y ตามลำดับ
- รายได้เครื่องดื่มชูกำลังในประเทศใน 1Q25 ลดลง y-y โดยบางส่วนเกิดจากการปรับสินค้าคงคลังสำหรับสินค้าราคา 12 บาท ถ้าไม่รวมรายการดังกล่าวผู้บริหารระบุว่ารายได้เครื่องดื่มชูกำลังในประเทศเพิ่มขึ้นเล็กน้อย y-y ทั้งนี้ OSP ปรับสินค้าคงคลังแล้วเสร็จในเดือน เม.ย. ซึ่งอาจทำให้รายได้เครื่องดื่มชูกำลังในประเทศลดลงต่อเนื่อง y-y ใน 2Q25 อย่างไรก็ดีเราคาดว่ารายได้จะฟื้นตัว q-q และกลับมาโต y-y ใน 3Q25
- รายได้ต่างประเทศใน 2Q25 น่าจะลดลง q-q จากปัจจัยด้านฤดูกาลแต่โต y-y นับเป็นสัญญาณที่ดีที่ OSP กำลังเตรียมเปิดตัว Babi Mild (โดยใช้รูป Butterbear) ในจีนโดยวางแผนเริ่มการจ่ายในปลาย 3Q25

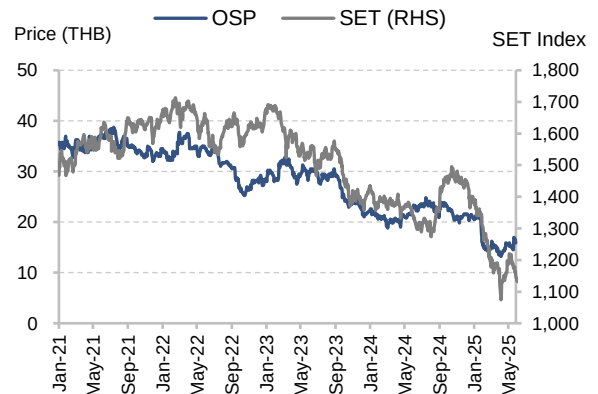
Comments

- อัตรากำไรขั้นต้นใน 2Q25 น่าจะทรงตัวหรือลดลงเล็กน้อย q-q จากระดับสูงสุดในอดีตที่ 40.3% ใน 1Q25 ตัวเลขดังกล่าวดีกว่าที่เคยคาดเนื่องจากปัจจัยเช่น ต้นทุนวัตถุดิบและบรรจุภัณฑ์ลดลงอย่างต่อเนื่องและ OSP ได้ลดราคาไว้จนถึงสิ้นปี ต้นทุนก๊าซยังคงเดิมและน่าจะไม่ส่งผลกระทบต่อบริษัท ในปี 2025 ดังนั้นอัตรากำไรขั้นต้นในปี 2025 อาจสูงกว่าเป้าหมายที่ไม่น้อยกว่า 37% ใน 2024 ซึ่งหมายถึง Upside ต่อประมาณการของเรา
- เราคาดว่ากำไรปกติ 2Q25 จะทรงตัวหรือลดลงเล็กน้อย q-q ซึ่งดีกว่าที่เราเคยคาดว่าจะกำไรจะลดลงมาก q-q ถ้าผลประกอบการ 2Q25 ออกมาตามคาด กำไรปกติในช่วง 1H25 จะคิดเป็น 60-65% ของประมาณการทั้งปีของเรา
- เราคงราคาเป้าหมายปี 2025 ของเราที่ 24 บาท (จากเป้า P/E ที่ 23x)

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	27,069	28,460	29,417	30,408
Net profit	1,638	3,022	3,125	3,240
EPS (THB)	0.55	1.01	1.04	1.08
vs Consensus (%)	-	(1.3)	(1.3)	(0.9)
EBITDA	4,953	5,198	5,387	5,580
Recurring net profit	3,038	3,022	3,125	3,240
Core EPS (THB)	1.01	1.01	1.04	1.08
EPS growth (%)	39.7	(0.5)	3.4	3.7
Core P/E (x)	15.0	15.1	14.6	14.1
Dividend yield (%)	3.9	6.0	6.2	6.4
EV/EBITDA (x)	9.4	8.5	8.2	8.0
Price/book (x)	2.9	2.9	2.8	2.7
Net debt/Equity (%)	2.8	(8.9)	(8.6)	(8.3)
ROE (%)	19.1	19.2	19.3	19.7

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



TOP5 : JULY

บมจ. เอสซีจี แพคเกจจิ้ง

SCGP TB

BUY, TARGET: 29.00

THAI CAC : Certified

CG2024 : 5

Analyst : Jitra Amornthum

License no. 014530



ซื้อ Duy Tan ทั้งหมด หนุนการขยายธุรกิจปลายน้ำของ SCGP

SCGP ประกาศเข้าซื้อหุ้นที่เหลืออีก 30% ในบริษัท Duy Tan Plastics Manufacturing Corporation ประเทศเวียดนาม ด้วยมูลค่า 3.7 พันล้านบาท ส่งผลให้สัดส่วนการถือหุ้นเพิ่มจาก 70% เป็น 100% สอดคล้องกับกลยุทธ์ของ SCGP ที่ต้องการขยายไปสู่ธุรกิจปลายน้ำซึ่งมีอัตรากำไรสูง โดย Duy Tan เป็นผู้นำในตลาดบรรจุภัณฑ์พลาสติกแบบแข็งในเวียดนาม แม้ดีลนี้จะมิงขนาดไม่ใหญ่มาก (Duy Tan มีรายได้คิดเป็นเพียง 6% ของรายได้รวมของ SCGP) แต่มีความสามารถในการทำกำไรสูง โดยมี EBITDA margin ที่ 18–22% และ ROE 16–18% สูงกว่า SCGP และช่วยเสริมศักยภาพการเติบโตระยะยาวในตลาดที่มีแนวโน้มดี

Fajar ได้ประโยชน์จากภาวะอุปทานตึงตัว

สัญญาณการฟื้นตัวของ Fajar ยังเป็นไปต่อเนื่อง แม้จะมีการปรับขึ้นราคาขายสองครั้งในเดือนพ.ค. และ มิ.ย. แต่ยอดขายในประเทศยังคงแข็งแกร่ง ขณะที่ยอดส่งออกไปจีนถูกลดลงโดยตั้งใจเพื่อย้ายตลาดไปยังตะวันออกกลาง เวียดนาม และไทย ซึ่งมีอัตรากำไรเริ่มต้นในประเทศสูงกว่าการส่งออก คาดว่า Fajar จะมีอัตรากำไรดีขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไป อีกทั้งคู่แข่งรายสำคัญหยุดผลิตเนื่องจากปัญหาทางการเงิน ทำให้ supply ในตลาดตึงตัว เปิดโอกาสให้ผู้ผลิตรายใหญ่รวมถึง Fajar ปรับราคาคืน ผู้บริหารคาดว่า Fajar จะถึงจุดคุ้มทุน EBITDA ได้ภายในไตรมาส 2/68

แนวโน้มการนำเข้าบรรจุภัณฑ์กระดาษของจีนยังเป็นปัจจัยหนุนราคาภูมิภาค

การนำเข้ากระดาษบรรจุภัณฑ์ของจีนในเดือนเมษายนอยู่ที่ 620,000 ตัน แม้จะลดลงจากระดับสูงผิดปกติในเดือนมีนาคม (มากกว่า 700,000 ตัน) ซึ่งเกิดจากความกังวลเรื่องภาษีนำเข้า แต่ยังคงสูงกว่าค่าเฉลี่ยรายเดือนของ 4Q24 ที่ 500,000 ตัน ปริมาณนำเข้าที่อยู่ในระดับดีบ่งชี้ถึงอุปสงค์ในภูมิภาคที่ยังมีความแข็งแกร่ง หากการบริโภคกระดาษบรรจุภัณฑ์ในจีนฟื้นตัว จะเป็นบวกต่อราคากระดาษในภูมิภาคและส่งผลกระทบต่อผู้เล่นหลักอย่าง Fajar ซึ่งจีนยังคงเป็นผู้บริโภครายใหญ่ของตลาดเอเชีย

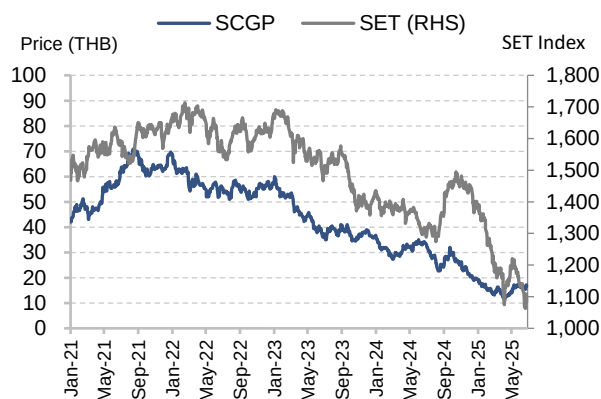
ความเสี่ยงจากภายนอกของสหรัฐและจีนยังอยู่ในระดับที่บริหารจัดการได้

แม้มาตรการภาษีการค้าจากสหรัฐยังไม่แน่นอน แต่ผลกระทบต่อ SCGP คาดว่าจะอยู่ในวงจำกัด ใน 1Q25 รายได้จากการส่งออกไปสหรัฐ คิดเป็นเพียง 4% ของรายได้รวม ขณะที่ลูกค้าของ SCGP ที่ส่งออกไปสหรัฐมีมูลค่า 3% ของรายได้รวม ส่วนรายได้จากจีนอยู่ที่ 6% บริษัทปรับกลยุทธ์เพื่อลดการพึ่งพาจีนและหาตลาดใหม่ เช่น ตะวันออกกลางและเวียดนาม สินค้าส่วนใหญ่เป็นสินค้าบริโภค ซึ่งเชื่อว่าหาตลาดทดแทนได้ง่าย และช่วยเสริมความสามารถในการบริหารความเสี่ยงของบริษัท

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	132,784	145,405	155,392	162,527
Net profit	3,699	4,005	5,749	6,043
EPS (THB)	0.86	0.93	1.34	1.41
vs Consensus (%)	-	8.0	29.1	20.6
EBITDA	16,338	18,611	20,365	20,509
Recurring net profit	3,910	4,005	5,749	6,043
Core EPS (THB)	0.91	0.93	1.34	1.41
Chg. In EPS est. (%)	-	-	-	-
EPS growth (%)	(24.3)	2.4	43.5	5.1
Core P/E (x)	17.6	17.1	11.9	11.4
Dividend yield (%)	4.8	2.6	3.8	4.0
EV/EBITDA (x)	8.3	7.3	6.5	6.3
Price/book (x)	0.9	0.9	0.8	0.8
Net debt/Equity (%)	51.3	49.2	44.6	40.0
ROE (%)	5.1	5.1	7.1	7.2

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



Disclaimer for ESG scoring

ESG score	Methodology	Rating										
The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) 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 (THSI) by The Stock Exchange of Thailand (SET)	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%). <i>(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.)</i>	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.										
Thai CAC By Thai Private Sector Collective Action Against 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. <i>(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.)</i>	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.										
Morningstar Sustainabilitytics	The Sustainabilitytics' 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. <i>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.</i>	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><tr><th>NEGL</th><th>Low</th><th>Medium</th><th>High</th><th>Severe</th></tr><tr><td>0-10</td><td>10-20</td><td>20-30</td><td>30-40</td><td>40+</td></tr></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 Book	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.										
MSCI	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.											
	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										
	BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers								
	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										
Moody's ESG solutions	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.											
Refinitiv ESG rating	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. <i>(Score ratings are 0 to 25 = poor; >25 to 50 = satisfactory; >50 to 75 = good; and >75 to 100 = excellent.)</i>											
S&P Global	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" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อว่าหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตาม บริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

ความเห็นต่างๆ ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้เป็นมุมมองส่วนตัวของนักวิเคราะห์ที่มีต่อหลักทรัพย์นั้นๆ นักวิเคราะห์มิได้มีผลประโยชน์และผลตอบแทนที่เกี่ยวข้องกับการให้คำแนะนำใดๆ ไม่ว่าทางตรงหรือทางอ้อม

ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ข้อมูลเท่านั้น บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

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

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุนในหลักทรัพย์

BUY	"ซื้อ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 10%
HOLD	"ถือ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 0% - 10%
SELL	"ขาย" เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
TRADING BUY	"ซื้อเก็งกำไรระยะสั้น" เนื่องจากมีประเด็นที่มีผลบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้น แม้ว่าราคาปัจจุบันจะสูงกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุนในอุตสาหกรรม

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

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

FSSIA Research

จิตรา	อมรธรรม	License no. 014530
สุริย์พร	ทิวะสุเวทย์	License no. 040694
ทรงกลด	วงศ์ไชย	License no. 018086
วีระวัฒน์	วิโรจน์โกศา	License no. 047077
ธัญญธร	ทรงวุฒิ	License no. 101203
ณัฐพล	พงษ์สุขเจริญกุล	License no. 049193
กำพล	อัศวรินทร์ชัย	License no. 115855
วัชรุตม์	วัชรวงศ์สิทธิ์	License no. 018301