

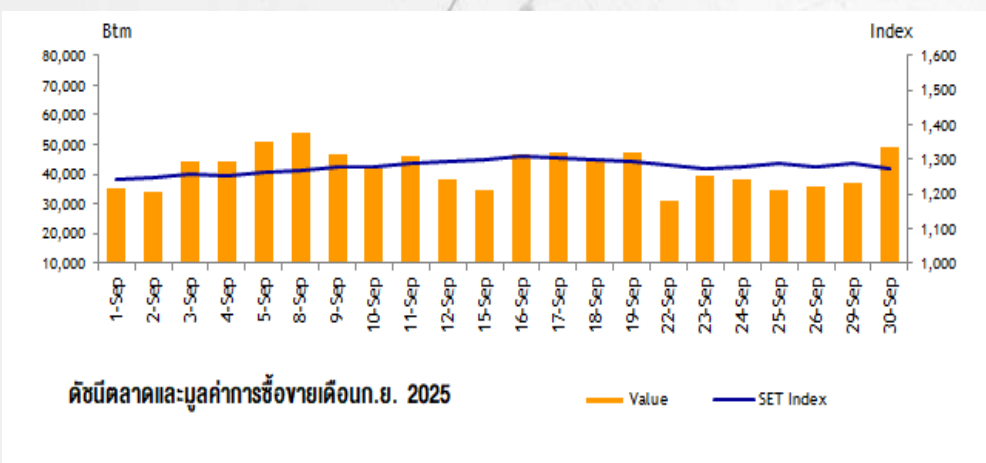
MOMENTUM

Vol. 10 October 2025



“ปัจจัยในประเทศมีโอกาสหนุน SET ฟิ้นต่อ”

โฟกัสเศรษฐกิจอยู่ที่ผลกระทบจริงจากภาษีซึ่งอาจไม่รุนแรงมากอย่างที่เคยกังวล ขณะที่นโยบายการเงินยังอยู่ในทิศทางผ่อนคลาย เศรษฐกิจไทย 2H25 จะโตชะลออย่างมีนัยยะถ่วงจากส่งออก แต่ในประเทศมีแรงหนุนจากการเมืองที่มีเสถียรภาพและมาตรการกระตุ้น เราปรับเพิ่ม SET Target ปี 2025 เป็น 1,330 จุด และลั่นทะลุ 1,400 จุดปีหน้า ยังคงชอบ Domestic และ Consumption Play
หุ้นเด่นเดือน ต.ค. ประกอบไปด้วย CPALL ICHI KTB MTC และ SYNEX



มุมมองทางเทคนิค ต.ค.2025

SET Index เดือนที่ผ่านมาเป็นไปตามที่เราได้คาดไว้ คือ ขึ้นทดสอบระดับ 1300 จุด และแม้ตอนนี้จะย่อตัวลงมาบ้าง แต่เรายังให้ภาพทางบวก โดยมองว่า หากลงมาแต่ไม่หลุดแนวรับ 1280 จุด SET จะมีโอกาสฟื้นตัวต่อเนื่องเพื่อขึ้นทดสอบเป้าหมายสำคัญบริเวณ 1340 จุด ในเดือนตุลาคม และหากเดือนตุลาคมปิดเหนือระดับ 1325 จุด ขึ้นไปได้ ก็จะทำให้ภาพเดือนพ.ย.มีโอกาสนขึ้นต่อได้ด้วย

กลยุทธ์การลงทุน

Analyst : Veeravat Virochpoka

License no. 047077



โฟกัสเศรษฐกิจอยู่ที่ผลกระทบจริงจากภาษีซึ่งอาจไม่รุนแรงมากอย่างที่เคยมักกังวล ขณะที่นโยบายการเงินยังอยู่ในทิศทางผ่อนคลาย เศรษฐกิจไทย 2H25 จะโตชะลออย่างมีนัยยะถ่วงจากส่งออก แต่ในประเทศมีแรงหนุนจากการเมืองที่มีเสถียรภาพและมาตรการกระตุ้น เราปรับเพิ่ม SET Target ปี 2025 เป็น 1,330 จุด และล้นทะลุ 1,400 จุดปีหน้า ยังคงชอบ Domestic และ Consumption Play หุ่นเด่นเดือน ต.ค. ประกอบไปด้วย CPALL ICHI KTB MTC และ SYNEX

นโยบายการเงินผ่อนคลายขึ้น แต่ยังจับตาผลกระทบเศรษฐกิจจริงจากภาษีการค้า

แนวโน้มการดำเนินนโยบายการเงินของ FED ผ่อนคลายมากขึ้นแต่ไม่ Dovish เท่าที่ตลาดคาด ขณะที่เศรษฐกิจดูแข็งแกร่งกว่าที่เคยมักกังวล ส่งผลให้ Dollar Index และ US Bond Yield ปรับตัวสูงขึ้น ซึ่งอาจจำกัดกระแสเงินทุนไหลเข้าเอเชียอยู่บ้าง ส่วนโมเมนตัมเศรษฐกิจไทยใน 2H25 จะชะลอตัวลงเหลือ 1-1.5% y-y จากผลกระทบของภาษีนำเข้าสหรัฐฯที่เพิ่มเป็น 19% ในเดือน ส.ค. เราคาดว่า การบริโภคในประเทศจะเป็นเครื่องยนต์ขับเคลื่อนจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจในช่วง 4Q25-1Q26 อย่างไรก็ตาม การเติบโตทางเศรษฐกิจปี 2026 คาดว่า จะยังอยู่ในระดับไม่สูงที่ +1.7% y-y ขณะที่นโยบายการเงินของรพท. น่าจะยังอยู่ในท่าที่ผ่อนคลาย และมีโอกาสปรับลดอัตราดอกเบี้ยลงต่อ โดยเราคาดว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะลดลงสู่ 1% ภายในปี 2026

การเมืองที่มีเสถียรภาพค้ำยัน SET พุ่งตัวได้ใน 2 ไตรมาสข้างหน้า

เราคาดว่าตลาดหุ้นไทยจะยังคงได้อานิสงส์เชิงบวกจากปัจจัยการเมืองในประเทศที่มีเสถียรภาพมากขึ้นไปถึง 1Q26 เป็นอย่างน้อย ขณะที่มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจระยะสั้น โดยเฉพาะโครงการคนละครึ่ง จะช่วยหนุนการบริโภครวมถึงแรงหนุนจากเบ็ดเงินที่สะพัดในช่วงหาเสียงเลือกตั้ง เราคาดว่า SSSG ของกลุ่มค้าปลีก ร้านอาหาร รวมถึงยอดขายอาหารเครื่องดื่มจะเห็นการปรับตัวดีขึ้นในช่วงดำเนินโครงการตามเศรษฐกิจในประเทศที่ทยอยฟื้นตัว หากอ้างอิงวงเงินโครงการคนละครึ่งที่ไม่ต่ำกว่า 2.5 หมื่นล้านบาท คาดว่าจะช่วยหนุน GDP เพิ่มขึ้นราว 0.2-0.3%

ปรับเพิ่ม SET target ปี 2025 ขึ้นเป็น 1,330 จุด

เราปรับ SET Target ขึ้นจาก 1,290 เป็น 1,330 (อิง EPS ที่ Conservative น้อยลงเป็น 89 บาท และ Target PER ที่ 15 เท่า) อย่างไรก็ตาม Upside ยังไม่กว้างหลังจากดัชนีฟื้นตัวกว่า 20% ตั้งแต่ปลายเดือน มี.ย. ทำให้ 2025PER ปรับขึ้นเป็น 14.5 เท่า ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยก่อนโควิดและตลาดหุ้นภูมิภาค เรา SET index ยังมีโอกาส Rally ได้ต่อเนื่องใน 4Q25-1Q26 แต่อาจกลับมาเผชิญความไม่แน่นอนอีกครั้งใน 2Q26 จากผลการเลือกตั้งทั่วไป ซึ่งหากมีการเปลี่ยนรัฐบาล อาจมีความเสี่ยงกดดันจากนโยบายตลาดทุนที่เปลี่ยนแปลง เช่น การเก็บภาษี Capital Gain Tax หรือมาตรการทลายทุนผูกขาด

SET ไปได้ไกลสุดแค่ไหน? เน้นหุ้น Domestic และ Consumption Play

เรามองว่ากรณี Bullish SET index อาจถูก Rerate Valuation ขึ้นได้ หากประเมินว่า EY Gap จะปรับลงสู่ระดับราว 5% (ค่าเฉลี่ย +2SD) ในเชิง PER มีโอกาสปรับขึ้นสู่กรอบ 15.4-16 เท่า คิดเป็นกรอบเป้าหมาย SET ที่ 1,360-1,400 จุดในปี 2025 และ 1,430-1,480 จุดในปี 2026 (อิง EPS ที่ 89 และ 93 บาท) เรายังคาดว่าจะเห็นการเกิด Sector Rotation จากกลุ่ม Global-related Play ไปสู่กลุ่ม Domestic และ Consumption-related Play จากความคาดหวังนโยบายเชิงบวกจากครม.ใหม่ รวมถึงข้อเสนอ “Quick-Big Win” ของ FETCO โดยเฉพาะการเพิ่มสภาพคล่องให้ตลาด หุ่นเด่นเดือนต.ค. ที่เราเลือกคือ CPALL ICHI KTB MTC SYNEX

TOP5 : OCTOBER

บมจ. ซีพี ออลล์

CPALL TB

BUY, TARGET : 65.0

THAI CAC : Certified

CG2024 : 5

Analyst : Kampon Akaravarinchai

License no. 115855

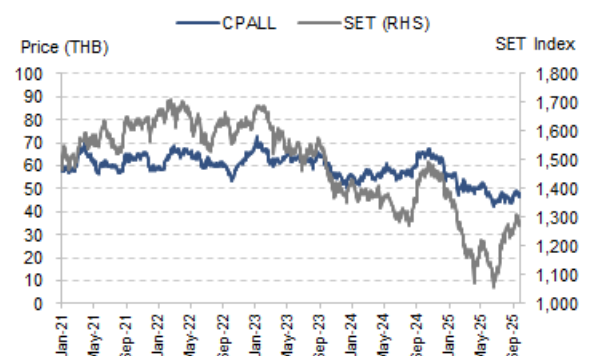


- แนวโน้ม QTD SSS ในเดือนก.ค.-ก.ย. 25 ทรงตัว y-y ใกล้เคียงกับ 2Q25 (-0.8% y-y) ถือว่ายังประคองตัวได้ดีกว่ากลุ่ม แม้นักท่องเที่ยวอ่อนตัว y-y
- ขณะที่แนวโน้ม 4Q25 คาด SSS ทอยยฟื้นตัวดีขึ้นจากผลบวกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจคนละครึ่ง ในช่วง พ.ย.-ธ.ค.25 ซึ่งจะเป็นโอกาสดีสำหรับ CPALL (CPALL ถือหุ้นราว 60%) รวมถึงมาตรการช่วยเหลือค่าครองชีพ ที่จะช่วยกำลังซื้อฟื้นตัวดีขึ้น
- บริษัทยังเดินหน้าขยายสาขาใหม่ ระดับ 700 สาขา/ปี ในปี 2025 คาดหนุนยอดขายรวมธุรกิจ 7-11 เติบโต 5.5% y-y
- ในส่วนความสามารถในการทำกำไร ยังคาดหวังพัฒนาการของ GPM ต่อเนื่อง y-y จากสัดส่วนสินค้า RTE ที่สูงขึ้น และ margin ต่อสินค้าในระดับสูงขึ้น
- ด้านการบริหารค่าใช้จ่าย SG&A คาดโตช้ากว่ารายได้รวม y-y โดยในปี 2025 CPALL ได้อานิสงส์เล็กน้อยจากต้นทุนค่าไฟฟ้าที่ลดลง ส่วนที่เหลือนำมาจากการควบคุมต้นทุนที่มีประสิทธิภาพ ขณะที่ดอกเบี้ยจ่ายคาดว่าจะลดลง y-y จากต้นทุนหนี้ที่ลดลงราว 10-20bps บนการรีไฟแนนซ์หนี้ประจำปี 10%
- ภาพรวมหุ้นแนวโน้มกำไร 2025 คาดยังเติบโตเด่นสุดในกลุ่มที่ 12.4% y-y ประกอบกับ earnings downside risk จาก consensus ที่คาดการณ์ 2026 คาดจะเติบโตอีก 8.7% y-y หนุนจากทั้ง SSS, การขยายสาขา และอัตรากำไรที่ดีขึ้น เหนือกว่ากลุ่ม
- ผู้บริหารระบุว่าเริ่มเห็นผลกระทบจากการแข่งขันที่รุนแรงขึ้นกับ CJ (CJ Express, CJ More, CJ Supermarket) ที่ตั้งเป้า 1,800 สาขาในปี 2025 (จาก 1,500 สาขาในปี 2024) เทียบกับ 7-Eleven ที่มีฐานสาขาราว 16,000 แห่งในปี 2025 ใหญ่กว่า 10 เท่า จึงประเมินผลกระทบระยะสั้นยังแทบไม่มีนัย
- CPALL ซื้อขายที่ 15x 2025E P/E ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยกลุ่ม consumer staple ราว 14% ทั้งนี้แนวโน้มการเติบโตที่ดีกว่า เรายังคงคำแนะนำซื้อ ที่ราคาเป้าหมาย 65 บาท

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	958,998	984,460	1,034,829	1,086,004
Net profit	25,346	28,455	30,927	33,112
EPS (THB)	2.82	3.17	3.44	3.69
vs Consensus (%)	-	1.9	0.3	(2.4)
EBITDA	59,159	66,232	67,873	72,868
Recurring net profit	25,314	28,455	30,927	33,112
Core EPS (THB)	2.82	3.17	3.44	3.69
EPS growth (%)	39.6	12.4	8.7	7.1
Core P/E (x)	15.9	14.1	13.0	12.1
Dividend yield (%)	3.0	3.5	3.8	4.1
EV/EBITDA (x)	16.5	15.1	14.6	13.4
Price/book (x)	3.4	3.1	2.7	2.5
Net debt/Equity (%)	115.8	116.0	105.0	94.5
ROE (%)	21.3	21.2	20.8	20.1

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates





TOP5 : OCTOBER

บมจ. อิชิตัน กรุ๊ป

ICHI TB

BUY, TARGET: 14.0

THAI CAC : Certified

CG2024 : 5

Analyst : Sureeporn Teewasuwet

License no. 040694

มูลค่าตลาดขาเขียว 3QTD เริ่มติดลบน้อยลง

มูลค่าตลาดขาเขียวเดือน ก.ค. กลับมาโต 2.1% y-y เป็นครั้งแรกในรอบ 4 เดือน แต่ปรับลดลง -3% y-y ในเดือน ส.ค. หลังฝนตกหนักมากขึ้น ทำให้เฉลี่ย 3QTD ติดลบน้อยลง -0.5% y-y จาก 7MTD ที่ชะลอตัวอยู่ -2.95% y-y ทั้งนี้ผู้บริหารระบุว่าเริ่มเห็นคำสั่งซื้อกลับมาฟื้น หลังจากที่เคยชะงักกว่าปกติใน 1Q25 ซึ่งจะเป็นจุดต่ำสุดของปีนี้ ล่าสุดแนวโน้มรายได้ เดือน ก.ค.-ส.ค. ฟื้นตัวได้ต่อเนื่อง q-q ทั้งที่ปกติ 3Q เป็นช่วง low season ของธุรกิจ แต่ปีนี้ สภาพอากาศแปรปรวน และจากคำสั่งซื้อล่วงหน้าในมือ ทำให้ผู้บริหารมั่นใจว่าแนวโน้ม 2H25 จะดีกว่า 1H25

แนวโน้มกำไรจะฟื้นตัวดีขึ้นใน 2H25

ผู้บริหารยังคงเป้ารายได้ปี 2025 ที่ 9.5 พันลบ. (+10% y-y) โดยรายได้ 1H25 -10% y-y นั้น หมายถึงรายได้ 2H25 ต้องโตราว 20% y-y และให้เป้าอัตรากำไรขั้นต้นที่ 24% ลดลงจาก 25.7% ในปี 2024 มาจากสัดส่วนรายได้ของ OEM ที่สูงขึ้นเป็นหลัก ขณะที่กำไรรวมต้นทุนวัตถุดิบและบรรจุภัณฑ์ที่ปรับลงจากปีก่อน แต่ให้เป้าอัตรากำไรสุทธิไม่ต่ำกว่า 16% (สูงกว่า 15.2% ใน 2024) เนื่องจากการขาย OEM มีค่าใช้จ่ายต่ำกว่า Own Brand

คาดการณ์กำไรปี 2H25 เติบโต h-h ส่วนทางฤดูกาล

คาดการณ์รายได้รวม 3Q25 จะเติบโตได้ทั้ง q-q และ y-y โดยล่าสุดมียอดขาย CVS ใน 3QTD สูง ราว 45-50% y-y และใน 4Q ยังปรับกลยุทธ์การตลาดช่องทาง TT มากขึ้น จึงคาดการณ์อาจ ขยับขึ้นทำจุดสูงสุดของปีใน 4Q25 นอกจากนี้ คาดได้รับผลบวกจากมาตรการคนละครึ่ง ซึ่ง ภาครัฐสนับสนุนหลังที่มีมาตรการคนละครึ่งรวม 6 ไตรมาส ในปี 2020-22 พบว่า รายได้ขาเขียว ในประเทศของ ICHI เติบโตได้ถึง 5 ไตรมาส จาก 6 ไตรมาส และโตเฉลี่ย 13.9% y-y เบื้องต้นคาดการณ์กำไรปี 3Q25 อยู่ที่ 360 ลบ. (+12% q-q, +1% y-y) ถือว่าดีกว่าเดิมที่เคยคาดว่าจะลดลง q-q ดังนั้น เรายังคงประมาณการกำไรปี 2025 ที่ 1.3 พันลบ. (-3.3% y-y) และคาดว่าจะ กลับมาโต 7.2% y-y ในปี 2026

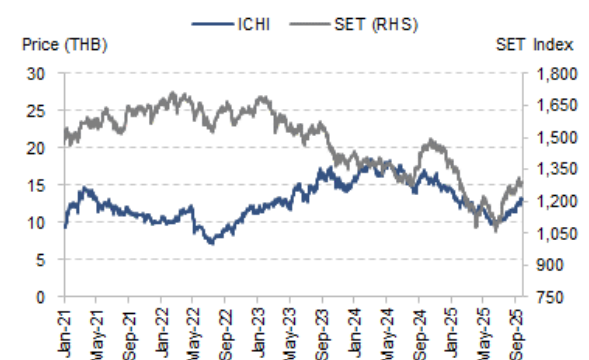
คงคำแนะนำซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 14 บาท

เราคงราคาเป้าหมายปี 2026 ที่ 14 บาท (อิง PE เดิม 13x) และแนะนำซื้อ หลังเริ่มเห็นสัญญาณ ว่าได้ผ่านกำไรต่ำสุดปีนี้แล้วใน 1Q25 และแนวโน้มกำไร 2H25 ดูดีกว่าที่เคยคาด รวมถึงคาดว่าจะ ได้รับผลบวกจากมาตรการคนละครึ่ง ราคาหุ้นปัจจุบันเทรดที่ 2025-26 PE ที่ 10-11x และคาด Dividend yield สูงราว 10% ต่อปี (จ่ายปีละ 2 ครั้ง)

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	8,594	9,006	9,470	9,789
Net profit	1,306	1,395	1,393	1,455
EPS (THB)	1.00	1.07	1.07	1.12
vs Consensus (%)	-	18.6	9.2	6.7
EBITDA	2,246	2,195	2,325	2,418
Recurring net profit	1,343	1,299	1,393	1,455
Core EPS (THB)	1.03	1.00	1.07	1.12
Chg. In EPS est. (%)	-	15.9	12.5	11.8
EPS growth (%)	22.0	(3.3)	7.2	4.5
Core P/E (x)	11.3	11.7	10.9	10.5
Dividend yield (%)	9.4	10.6	10.1	10.5
EV/EBITDA (x)	6.4	6.5	6.0	5.8
Price/book (x)	2.7	2.7	2.8	2.9
Net debt/Equity (%)	(14.9)	(18.7)	(20.9)	(23.9)
ROE (%)	23.2	22.9	25.1	26.9

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



TOP5 : OCTOBER

บมจ. ธนาคารกรุงไทย

KTB TB

BUY, TARGET : 29.0

THAI CAC : Certified
CG2024 : 5
Analyst : Nathapol Pongsukcharoenkul
License no. 049193



โมเมนต์เชิงบวกยังคงอยู่

เราคาดว่า KTB จะสามารถรักษาโมเมนต์เชิงบวกได้ในช่วงปี 2025–2027 โดยได้รับแรงหนุนจาก 1) การขยายตัวของสินเชื่ออัตรา 2–3% ซึ่งขับเคลื่อนโดยสินเชื่อภาครัฐ รัฐวิสาหกิจ (SOEs) และสินเชื่อรายย่อย 2) รายได้ที่ไม่ใช่ดอกเบี้ย (non-NII) ที่เพิ่มขึ้น รวมถึงกำไรจากการปรับมูลค่าทรัพย์สินของหุ้น THAI และบริการดิจิทัล 3) คุณภาพสินทรัพย์ที่อยู่ในระดับแข็งแกร่ง โดยมีต้นทุนเครดิตราว 110–120bps เทียบกับค่าเฉลี่ยกลุ่มที่ 143bps และ 4) อัตราผลตอบแทนเงินปันผลที่คาดว่าจะอยู่ในระดับสูงราว 6%

คุณภาพสินทรัพย์ที่รอบคอบ หนุนต้นทุนเครดิตต่ำ

ต้นทุนเครดิตของ KTB ใน 1H25 อยู่ที่ 124bp โดยเรามองว่า KTB ยังมีโอกาสปรับลดต้นทุนเครดิตลงได้ใน 2H25 จากคุณภาพสินทรัพย์ที่แข็งแกร่ง และการกลั่นกรองการปล่อยสินเชื่อบางส่วนจากการปรับการฟื้นฟูกิจการของ THAI หากเงินถูกกลับมาสู่ชั้นลูกหนี้ปกติ or Stage I (คาดการณ์เดือนก.ย. 2025) ประกอบกับแนวโน้มการก่อตัวของ NPL ที่ปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่องในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา และสัดส่วนเงินกู้จำนวนมากที่มีความเสี่ยงผิดนัดชำระใกล้เคียงศูนย์ (กล่าวคือเงินกู้ที่เกี่ยวข้องกับภาครัฐราว 20% ของพอร์ตสินเชื่อทั้งหมด) เราจึงคาดว่าต้นทุนเครดิตของ KTB จะอยู่ที่ระดับ 110–120bp ในช่วงปี 2025–2027.

คาด ROE ที่ 9–10% พร้อม Dividend Yield ราว 6%

ในด้านการบริหารทุน KTB จะยังคงรักษานโยบายการจ่ายปันผลในอัตราสูงที่ประมาณ 6% ดังนั้น เราจึงยังคงคาดการณ์อัตราการจ่ายปันผล (payout ratio) ที่ราว 50% และ ROE ที่ระดับ 9–10% สำหรับปี 2025–2027 ซึ่งระดับ ROE ดังกล่าวอาจสูงที่สุดในกลุ่มธนาคารขนาดใหญ่ของไทย ตามมุมมองของเรา โดยที่ KTB มีอัตราส่วนเงินกองทุนชั้นที่ 1 (CET1) อยู่ที่ 19.5% และอัตราส่วนเงินกองทุนรวม (CAR) อยู่ที่ 21.4% ในปี 2025 ซึ่งเป็นระดับสูงสุดในกลุ่มอุตสาหกรรม เราจึงเชื่อว่าอัตราการจ่ายปันผล 50% ของ KTB สามารถรักษาไว้ได้ต่อเนื่องในช่วงปี 2025–2027

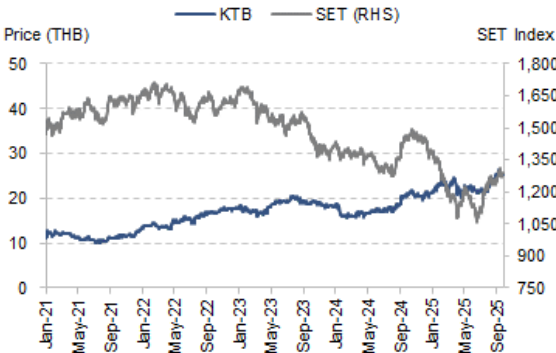
ปรับประมาณการ; คงคำแนะนำ “ซื้อ” พร้อมราคาเป้าหมายใหม่ที่ 29.00 บาท

เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิปี 2025 ขึ้น 8% เพื่อสะท้อนกำไรจากการถือหุ้น THAI ที่สูงขึ้น แต่ได้ปรับลดประมาณการกำไรปี 2026–2027 ลง 3–10% เป็นหลัก เนื่องจากคาดการณ์ NIM ที่ลดลงตามวัฏจักรดอกเบี้ยขาลง หลังการปรับประมาณการกำไร พร้อมกับการคาดการณ์ ROE ที่สูงขึ้นใกล้เคียงระดับ 10% เราได้ปรับเลื่อนราคาเป้าหมายอ้างอิง GGM ไปสิ้นปี 2026 อยู่ที่ 29.00 บาท (จากเดิม 25.80 บาท) ซึ่งสะท้อนค่า P/BV ปี 2026E ที่ 0.83 เท่า (อิง COE ที่ 10.0% และ ROE ที่ 8.6%) เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” หุ้น KTB ในฐานะหุ้นเด่นของกลุ่มธนาคาร ร่วมกับ KBANK

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2024	2025E	2026E	2027E
Operating profit	59,255	62,929	60,382	59,957
Net profit	43,856	46,568	44,682	44,368
EPS (THB)	3.14	3.33	3.20	3.17
vs Consensus (%)	-	4.8	2.8	(3.6)
Recurring net profit	43,856	46,568	44,682	44,368
Core EPS (THB)	3.14	3.33	3.20	3.17
Chg. In EPS est. (%)	-	7.5	(3.0)	(9.6)
EPS growth (%)	19.8	6.2	(4.0)	(0.7)
Core P/E (x)	8.0	7.5	7.8	7.9
Dividend yield (%)	6.2	6.5	6.3	6.2
Price/book (x)	0.8	0.7	0.7	0.7
ROE (%)	10.4	10.2	9.3	8.8
ROA (%)	1.3	1.3	1.2	1.2

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



TOP5 : OCTOBER

บมจ. เมืองไทย แคปปิตอล

MTC TB

BUY, TARGET : 56.0

THAI CAC : Certified

CG2024 : 5

Analyst : Nathapol Pongsukcharoenkul

License no. 049193



เราคงคำแนะนำซื้อ MTC ราคาเป้าหมายปี 2025 ที่ 56 บาท (GGM) เทียบเท่า 2.74x P/BV (ROE 17.5%, COE 10.2%)

มองไปข้างหน้า การจัดเก็บหนี้ของ MTC ยังเป็นไปตามที่ผู้บริหารและเราคาดการณ์ไว้ ภาพรวมยังไม่ได้แยลง ลูกค้ามีความรับผิดชอบในการชำระหนี้และกู้ยืมเพื่อวัตถุประสงค์ด้านการผลิต (ไม่ใช่เพื่อการบริโภคเกินความจำเป็น) อย่างไรก็ดีตาม แนวโน้มเศรษฐกิจที่กำลังถดถอยยังคงมีอยู่ โดยเฉพาะในกรุงเทพฯ และภาคใต้ซึ่งเป็นพื้นที่ที่กำลังถดถอยมากที่สุด หากมีนโยบายรัฐบาลที่กระตุ้นเศรษฐกิจต่างจังหวัด จะเป็นผลบวกต่อคุณภาพสินทรัพย์ของ MTC มากขึ้น คุณภาพสินทรัพย์และต้นทุนความเสี่ยง (credit cost) คาดว่าจะรักษาได้ในช่วงครึ่งหลังปี 2568 เทียบกับครึ่งปีแรก ขณะที่อัตราความครอบคลุมหนี้เสีย (NPL coverage ratio) ที่เหมาะสมอยู่ที่ 140% ซึ่งบริษัททำได้แล้วใน 2Q25

การขยายสาขาในปีนี้จะอยู่ที่ 600 แห่ง และในปีหน้าจะมีจำนวนน้อยลง โดยยังไม่ผลิตกันท์ใหม่ แต่บริษัทจะเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงานผ่านการเพิ่มยอดสินเชื่อต่อสาขาจากปัจจุบันที่ราว THB20m เรายังมองการเติบโตสินเชื่อ 13% y-y สำหรับปี 2025

MTC คาดว่าสัดส่วนเงินทุนที่เหมาะสมระหว่างเงินกู้ต่างประเทศและเงินบาทจะอยู่ที่ 20/80% (จากปัจจุบัน 18/82) การกู้ยืมจากต่างประเทศต่อเนื่องมีเป้าหมายเพื่อสนับสนุนการเติบโตของสินเชื่ออย่างสม่ำเสมอ สำหรับช่วงครึ่งหลังปี 2568 บริษัทจะมุ่งเน้นไปที่การออกพันธบัตรในประเทศมากขึ้น โดยมีโอกาสลดต้นทุนทางการเงินลงได้เมื่อเทียบกับครึ่งปีแรกเบื้องต้น เราคาดว่าผลประกอบการของ MTC ใน 3Q25 ยังสามารถเติบโตได้ทั้ง y-y, q-q จากสินเชื่อที่ยังเติบโตต่อเนื่อง ต้นทุนการเงินที่เริ่มทรงตัวหรืออาจจะลดลงเล็กน้อย และคุณภาพสินทรัพย์ที่ยังคงดี ทำให้การตั้งสำรองหนี้เสียลดลง

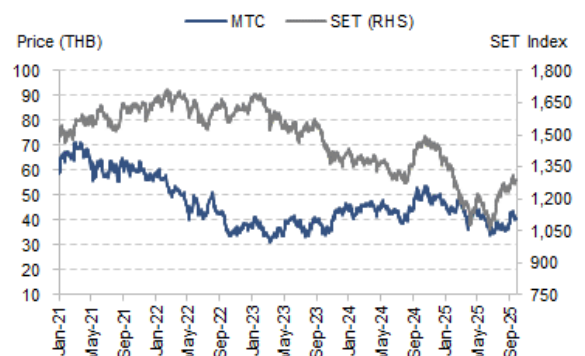
ผลประกอบการ 2Q25 ออกมาตามคาดพร้อม Credit cost และ NPLs ที่อยู่ในระดับต่ำ

MTC รายงานกำไรสุทธิ 2Q25 อยู่ที่ 1.65 พัน ลบ. (+14% y-y, +5% q-q) ทั้งนี้การเติบโตของสินเชื่อยังอยู่ในเกณฑ์ที่ดีที่ 13% y-y และ 4.3% q-q ในขณะที่ต้นทุนความเสี่ยงในการปล่อยสินเชื่อ (Credit cost) อยู่ในระดับที่เอื้ออำนวยที่ 2.48% ใกล้เคียงกับที่เราคาด ในภาพรวมคุณภาพสินทรัพย์ดีกว่าที่เราคาดเล็กน้อยจากสัดส่วนหนี้ด้วยคุณภาพ (NPL ratio) ที่ลดลง q-q มาอยู่ที่ 2.62% อัตราการก่อตัวของหนี้ด้วยคุณภาพที่ทรงตัวที่ 233bp เทียบกับ 244bp ในปี 2024 และจุดสูงสุดที่ 393bp ใน 4Q22 และสัดส่วนสำรองต่อหนี้ด้วยคุณภาพที่สูงขึ้น q-q เป็น 139% ต้นทุนในการกู้ยืมอยู่ที่ 4.60% (-4bp q-q) ดีกว่าที่เราคาดไว้ที่ 4.63% อยู่เล็กน้อยซึ่งทำให้เราเชื่อว่าประเด็นการประหยัต้นทุนในการกู้ยืมใน 2H25 ยังคงอยู่จากแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยขาลง กำไรสุทธิ 6M25 คิดเป็น 45.4% ของประมาณการทั้งปีของเรา

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2024	2025E	2026E	2027E
Operating profit	7,328	8,854	10,371	11,445
Net profit	5,867	7,083	8,297	9,156
EPS (THB)	2.77	3.34	3.91	4.32
vs Consensus (%)	-	5.8	7.8	3.7
Recurring net profit	5,867	7,083	8,297	9,156
Core EPS (THB)	2.77	3.34	3.91	4.32
EPS growth (%)	19.6	20.7	17.1	10.4
Core P/E (x)	13.9	11.5	9.8	8.9
Dividend yield (%)	0.6	1.3	1.5	1.7
Price/book (x)	2.2	1.9	1.6	1.4
ROE (%)	17.0	17.6	17.6	16.7
ROA (%)	3.7	3.9	4.1	4.0

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



TOP5 : OCTOBER

บมจ. ซินเน็ค (ประเทศไทย)

SYNEX TB

BUY, TARGET : 14.5

THAI CAC : N/A

CG2024 : 5

Analyst : Kampon Akaravarinchai

License no. 115855



SYNEX's 2025 business showcase

SYNEX ได้ประกาศแผนธุรกิจไฮวอร์คสำหรับทิศทางปัจจุบันและอนาคต ตัวขับเคลื่อนหลักของธุรกิจปัจจุบันยังคงเน้นทั้งกลุ่มลูกค้า B2C และ B2B ครอบคลุมพอร์ตโฟลิโอสินค้าทุกกลุ่ม โดยเราคาดว่า Apple และกลุ่มเกมมิ่ง จะยังคงสร้างโมเมนตัมการเติบโตที่แข็งแกร่งในปี 2025-26 สำหรับกลุ่ม Apple คาดจะได้านิสงส์จาก รอบการเปลี่ยนเครื่องสมาร์ตโฟน และการขยายฐานลูกค้าร้านค้าปลีก เช่น ADVICE และอาจรวมถึงร้าน JIB Mobile นอกจากนี้ บริษัทยังขยายการขาย Apple ผ่านช่องทาง B2B โดยนำเสนอโซลูชันครบวงจรให้ลูกค้า ส่วนธุรกิจเกมมิ่ง ตัวขับเคลื่อนสำคัญจะมาจาก Nintendo Switch 2

ขยายเข้าสู่ธุรกิจใหม่

SYNEX เดินหน้าหาโอกาสใหม่ ๆ เพื่อขยายพอร์ตธุรกิจอย่างต่อเนื่อง โดยคาดว่าจะเห็นความคืบหน้าใน 4 ธุรกิจหลัก ได้แก่ 1) พลังงานแสงอาทิตย์ SYNEX Solar 2) บริการคลาวด์ 3) ธุรกิจรับเทรดคอนมือถือ และ 4) ธุรกิจ Printer เชิงพาณิชย์แบบสมัครสมาชิก โดยในส่วนของคลาวด์ SYNEX ปัจจุบันเป็นพาร์กเนอร์ของ Amazon Web Services (AWS) และคาดว่าจะเลื่อนสู่ระดับ Advanced Tier ได้ภายใน 4Q25 ขณะที่ธุรกิจเทรดคอนมือถือถูกมองว่าจะเป็นตัวขับเคลื่อนสำคัญในปี 2026 จากโอกาสการขยายตลาดที่กว้างขึ้น

คาดว่าจะทำกำไรหลังปี 2025 จะยังคงปรับตัวดีขึ้นเมื่อเทียบกับปีก่อน

โดยรวมแล้ว เราคาดว่ารายได้ช่วงเดือนก.ค.-ส.ค. จะเติบโตราว 10% y-y แม้ว่ายอดขาย QTD จะอ่อนกว่าช่วง 2Q25 แต่เราคาดว่าแรงหนุนจากการเปิดตัว iPhone รุ่นใหม่และยอดขาย Nintendo Switch 2 ที่ดีขึ้นในเดือนก.ย. 2025 จะช่วยหนุนโมเมนตัมยอดขายให้แข็งแกร่งขึ้น ทั้งนี้ เรายังคงประมาณการกำไรหลังปี 2025 เติบโต 14% y-y

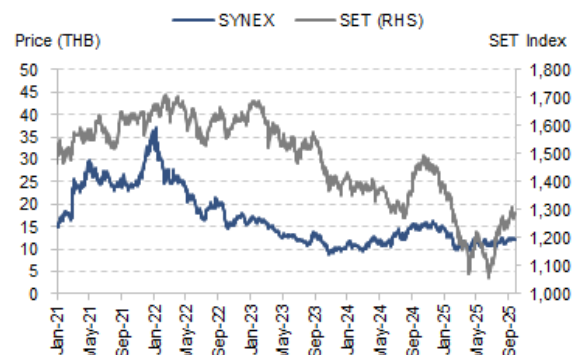
คำแนะนำซื้อ หุ้น SYNEX

เรายังมองบวกต่อหุ้น SYNEX จาก 1) ราคาหุ้นที่ปรับลงมาแล้ว 20.8% YTD ซึ่งไม่สะท้อนศักยภาพการเติบโตของกำไรในปี 2025 และ 2) มูลค่าหุ้นที่ยังไม่แพง ซื้อขายที่เพียง 15 เท่า P/E ปี 2025E ต่ำกว่ากลุ่มการค้าที่ 16-20 เท่า P/E ปี 2025E เราจึงยังคงคำแนะนำซื้อ หุ้น SYNEX พร้อมราคาเป้าหมายที่อิง P/E ที่ 14.5 บาท/หุ้น

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	41,904	47,899	51,959	56,165
Net profit	688	714	727	779
EPS (THB)	0.81	0.84	0.86	0.92
vs Consensus (%)	-	5.0	(6.1)	(8.5)
EBITDA	872	890	961	1,029
Recurring net profit	571	651	727	779
Core EPS (THB)	0.67	0.77	0.86	0.92
EPS growth (%)	32.0	14.0	11.6	7.2
Core P/E (x)	18.1	15.9	14.2	13.3
Dividend yield (%)	3.0	4.1	4.2	4.5
EV/EBITDA (x)	20.2	18.7	17.7	16.9
Price/book (x)	2.3	2.2	2.1	1.9
Net debt/Equity (%)	164.1	133.0	131.4	131.4
ROE (%)	13.4	14.2	14.9	15.0

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										
	CCC	0.000-1.428	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks								
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