

# MOMENTUM

Vol. 12 December 2025

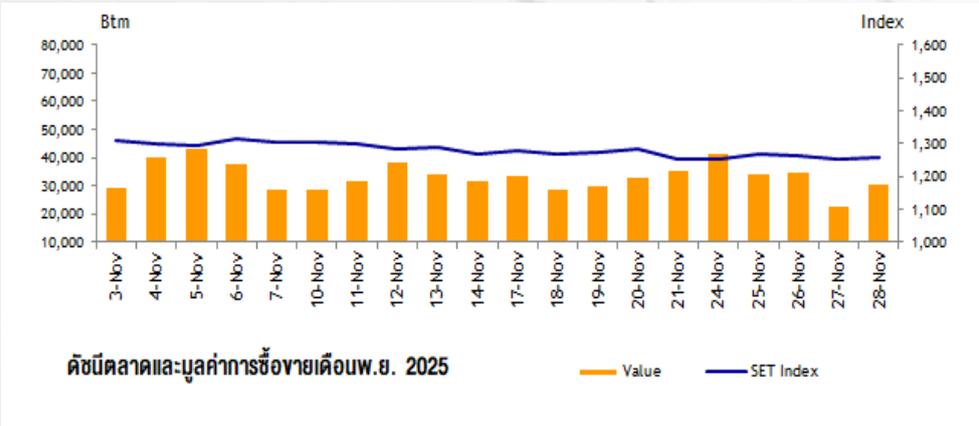


## “Be selective amid soft growth and liquidity-driven fade”

เศรษฐกิจโลกคาดโตชะลอเพียงเล็กน้อยแต่ยังยืดหยุ่น  
ราคาน้ำมันจะอยู่ในระดับต่ำและนโยบายการเงินเข้าสู่ช่วง  
ผ่อนคลายเข้าหาระดับ Neutral เราคาดตลาดให้น้ำหนัก  
ต่อปัจจัยพื้นฐานและ Valuation มากขึ้น การเติบโตของ  
GDP และกำไรของไทยยังอยู่ในระดับจำกัด ทำให้กระแส  
เงินทุนต่างชาติคาดว่าจะยังไม่กลับเข้าอย่างมีนัยสำคัญ SET  
Target ปี 2026 อยู่ที่ 1,380 จุด แม้ด้าน Valuation จะ  
น่าสนใจ แต่ยังคงเน้นกลยุทธ์ Selective โดยชอบธีม  
AI-Data Centers การบริโภคในประเทศที่ฟื้น หุ่นที่มี  
ปัจจัยบวกเฉพาะตัว Deep Value และมี ESG Score สูง  
หุ้นเด่นเดือน ธ.ค. ประกอบไปด้วย BDMS, BTG CBG  
MAGURO และ WHAUP

## มุมมองทางเทคนิค ธ.ค.2025

SET Index เดือนที่ผ่านมา  
หลังปิดเหนือ 1320 จุด  
ไม่ได้ ทำให้ถูกแรงขาย  
กดดันต่อเนื่อง และหลุดต่ำ  
กว่าระดับแนวรับ 1300 จุด  
ลงมา โดยเดือนหน้า เรา  
มองหากไม่รับกลับไปยืน  
เหนือระดับ 1260-1270  
จุด จะมีโอกาสลงไป  
ทดสอบแนวรับสำคัญ  
บริเวณ 1230 จุด แต่หาก  
ยังยืนไม่ได้ ต้องระมัดระวัง  
การปรับตัวลงแรง อย่างไรก็ตาม หากยืนเหนือระดับที่  
เราบอกไว้ได้ ก็จะมีโอกาส  
ฟื้นตัวต่อเนื่องสู่โซน 1300  
จุด อีกครั้ง



# กลยุทธ์การลงทุน

Analyst : Veeravat Virochpoka

License no. 047077



*เศรษฐกิจโลกคาดโตชะลอเพียงเล็กน้อยแต่ยังยืดหยุ่น ราคา น้ำมันจะอยู่ในระดับต่ำและนโยบายการเงินเข้าสู่ช่วงผ่อนคลาย  
 รับประทานอาหาร Neutral ราคาสต็อคให้น้ำหนักต่อปัจจัยพื้นฐาน  
 และ Valuation มากขึ้น การเติบโตของ GDP และกำไรไทยยัง  
 อยู่ในระดับจำกัด ทำให้กระแสเงินทุนต่างชาติคาดว่าจะยังไม่กลับเข้า  
 อย่างมีนัยสำคัญ SET Target ปี 2026 อยู่ที่ 1,380 จุด แม้ด้าน  
 Valuation จะน่าสนใจ แต่ยังคงเน้นกลยุทธ์ Selective โดย  
 ชอบรับ AI-Data Centers การบริโภคในประเทศที่ฟื้น หุ่นที่มี  
 ปัจจัยบวกเฉพาะตัว Deep Value และมี ESG Score สูง หุ่นเด่น  
 เดือน ส.ค. BDMS, BTG CBG MAGURO และ WHAUP*

## เศรษฐกิจโลกยังอยู่ในเกณฑ์ดี การผ่อนคลายนโยบายการเงินเข้าสู่ Late-Cycle เศรษฐกิจโลกยังอยู่ในเกณฑ์ดี การผ่อนคลายนโยบายการเงินเข้าสู่ Late-Cycle

เราประเมินภาพรวมเศรษฐกิจโลกจะเติบโตชะลอเล็กน้อยแต่ยังอยู่ในเกณฑ์ดีและมีความยืดหยุ่น ราคาน้ำมันดิบคาดว่าจะทรงตัวอยู่ในระดับต่ำจากภาวะอุปทานล้นตลาดเล็กน้อย ส่วนนโยบายการเงินของธนาคารกลางทั่วโลก (ยกเว้นญี่ปุ่น) คาดว่ายังอยู่ในทิศทางผ่อนคลาย แต่จะเริ่มเข้าสู่ช่วง Late-Cycle โดยคาดอัตราดอกเบี้ยจะใกล้เคียงระดับ Neutral ภายในปลายปี 2026 ทำให้แรงหนุนด้านสภาพคล่องสำหรับสินทรัพย์เสี่ยงคาดว่าจะทยอยจางลง และตลาดตราดจะให้น้ำหนักกับปัจจัยพื้นฐาน และ Valuation มากขึ้น

## โมเมนตัมเศรษฐกิจไทยทยอยฟื้น แต่ภาพรวมปี 2026 ยังโตต่อกว่าศักยภาพโมเมนตัมเศรษฐกิจไทยทยอยฟื้น แต่ภาพรวมปี 2026 ยังโตต่อกว่าศักยภาพ

ภาพรวมเศรษฐกิจไทยคาดเริ่มเห็นโมเมนตัมดีขึ้นใน 4Q25-1Q26 จากแรงหนุนของมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจจะระยะสั้นและเบ็ดเงินหาเสียงเลือกตั้ง อย่างไรก็ตาม GDP ปี 2026 จะเติบโตราว 1.6-1.7% ซึ่งยังต่ำกว่าศักยภาพ จากแรงหนุนภาคการส่งออกที่หายไป ขณะที่การลงทุนมีแนวโน้มดีขึ้น แต่คาดยังรอความชัดเจนเรื่องผลการเลือกตั้งและการจัดตั้งรัฐบาลที่กำลังจะเกิดขึ้น อย่างไรก็ตามความเสียหายของเศรษฐกิจไทยในระยะกลาง-ยาวไทยยังเผชิญข้อจำกัดเชิงโครงสร้าง เช่น สังคมผู้สูงอายุ ความคืบหน้าอุตสาหกรรมใหม่ที่ช้า และข้อจำกัดด้านการคลัง ส่วนนโยบายการเงินของ

กนง. คาดยังผ่อนคลายเพิ่มเติมอีกเล็กน้อยโดยมอง Terminal Rate ที่ 1.25% และรักษา Policy Space ที่เหลือไว้ใช้สยามวิกฤติ

## การเติบโตของกำไรไทยปี 2026 ยังจำกัด การเติบโตของกำไรไทยปี 2026 ยังจำกัด

โมเมนตัมกำไรไทย 4Q25 คาดเร่งตัวขึ้นจากทั้งมาตรการกระตุ้นจากรัฐบาลและ High Season ของการท่องเที่ยว อย่างไรก็ตามสำหรับปี 2026 คาดว่าการเติบโตของกำไรจะยังจำกัดในทิศทางเดียวกับ GDP เราประเมิน EPS ปี 2026 ที่ 92 บาท +4% y-y ซึ่งเมื่อเปรียบเทียบกับตลาดอื่นในภูมิภาคโดยเฉพาะอาเซียน พบว่าความน่าสนใจในการเติบโตต่ำกว่า เราจึงมองว่าแนวโน้มกระแสเงินทุนต่างชาติคาดว่าจะยังคงไหลเข้าจำกัด

เป้าหมายปี 2026 อยู่ที่ 1,380 จุด Valuation ไม่แพง แต่ยังคง Selective เราประเมิน SET target ปี 2026 ที่ 1,380 จุด (อิง Target PER 15 เท่า) ปัจจุบันดัชนีมี Earnings yield gap 5.8% (และสูงขึ้นเป็น 7% หากไม่รวม DELTA) สูงกว่า SD+2 จากค่าเฉลี่ย ซึ่งน่าสนใจสำหรับการลงทุนระยะกลาง-ยาว และมอง Downside จะจำกัดบริเวณ 1,200-1,250 จุด และซึ่งจากการเติบโตของกำไรภาพรวมที่ยังจำกัด เราจึงยังเน้นกลยุทธ์ Selective Buy uu Theme การลงทุน ได้แก่ การลงทุนด้าน AI-Data Center ในไทย การบริโภคในประเทศที่ฟื้นตัว มีปัจจัยบวกเฉพาะตัว Valuation อยู่ลึก และเป็นหุ้นที่ได้ ESG Rating สูง โดยหุ้นเด่นสำหรับเดือน ส.ค. ได้แก่ BDMS, BTG CBG MAGURO และ WHAUP

# BDMS TB

BUY, TARGET : 31.00

THAI CAC : N/A

CG2024 : 5

Analyst : Vatcharut Vacharawongsith

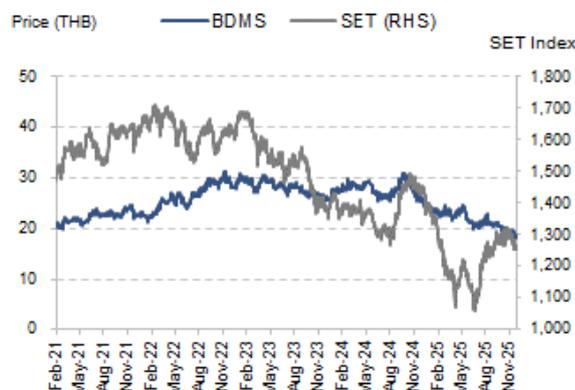
License no. 018301



## KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	109,351	111,070	118,323	125,466
Net profit	15,987	16,278	17,480	19,030
EPS (THB)	1.01	1.02	1.10	1.20
vs Consensus (%)	-	(0.8)	0.2	2.8
EBITDA	26,584	27,357	29,380	31,468
Recurring net profit	15,987	16,278	17,480	19,030
Core EPS (THB)	1.01	1.02	1.10	1.20
EPS growth (%)	11.2	1.8	7.4	8.9
Core P/E (x)	19.6	19.2	17.9	16.5
Dividend yield (%)	3.3	3.8	3.8	3.9
EV/EBITDA (x)	12.3	11.8	10.8	9.9
Price/book (x)	3.1	3.0	2.8	2.7
Net debt/Equity (%)	9.3	5.3	0.0	(6.3)
ROE (%)	16.4	15.9	16.3	16.8

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



- การประชุมนักวิเคราะห์ที่ผ่านมาล่าสุด เป็นวงเล็กน้อย ผู้บริหารตั้งเป้าปี 2025 รายได้โรงพยาบาลเติบโต 4% y-y และ EBITDA margin  $\geq 24\%$  ถึง 9M25 ที่รายได้เติบโต 4% y-y และ EBITDA margin 24.4% การดำเนินงานเดือน ต.ค. 2025 รายได้โรงพยาบาลเติบโต 7% y-y (คนไทย +8%; คนต่างชาติ +3%) หากไม่รวมชาวกับพูชา รายได้คนต่างชาติจะเติบโต 11% การเติบโตของรายได้คนไทยสะท้อนโรคระบาดประจำฤดูกาลที่ล่าช้ามาอยู่ใน 4Q25 และการรักษาโรคซับซ้อนเพิ่มขึ้น
- สำหรับกลุ่มคนต่างชาติ BDMS คาดว่ารายได้จากชาวกับพูชาจะยังคงลดลงในระดับ -60% y-y ขณะที่โอกาสการฟื้นตัวของรายได้ในระยะเวลาอันใกล้นั้นค่อนข้างจำกัด การเติบโตของรายได้จากชาวต่างชาติเดือน ต.ค. โดยหลักมาจากชาวยุโรป (+6%) และตะวันออกกลาง (+6%) คาดช่วงไฮซีซั่นของการท่องเที่ยวที่มีชาวต่างชาติเดินทางเข้ามามากขึ้น จะหนุนการดำเนินงานโรงพยาบาลในหัวเมืองท่องเที่ยวสำคัญ
- รายได้ที่ไม่ใช่โรงพยาบาล (4% ของรายได้รวม) ลดลง 13% q-q และ 14% y-y ส่วนใหญ่เป็นผลจากการปรับปรุงสายการผลิตน้ำเกลือของบริษัทย่อย เอ.เอ็น.บี ลาบอราทอรี จึงส่งผลต่อยอดขาย ซึ่งคาดว่าจะการเพิ่มประสิทธิภาพดังกล่าวจะแล้วเสร็จ และสามารถเร่งการผลิตขึ้นตั้งแต่ 4Q25 เป็นต้นไป
- นอกจากการควบคุมต้นทุน BDMS ได้เพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงานผ่านการสร้าง Synergy ระหว่างโรงพยาบาลในกลุ่ม เช่น การทำตลาด โปรโมชัน และการจัดซื้อร่วมกัน ซึ่งจะเป็นอีกปัจจัยหนุนการเติบโตของมาร์จิ้น
- บริษัทยังคงมีสิทธิประโยชน์ทางภาษีมากกว่า 130 ลบ. จากโครงการลงทุน Digital transformation และโครงการอื่นๆ ซึ่งจะทยอยรับรู้ต่อเนื่องใน 4Q25 - 2026 เป็นปัจจัยหนุนอัตราภาษีจ่ายให้ลดลง
- เราคงมุมมองบวกต่อ BDMS และคาดว่ากำไรปกติจะเติบโตในอัตราเร่ง จาก 2% ในปี 2025 เป็น 7-9% ในปี 2026-27 ขับเคลื่อนโดยการขยายธุรกิจ รวมถึงอุปสงค์ที่แข็งแกร่งขึ้นทั้งจากคนไทยและชาวต่างชาติ หากอ้างอิงเป้าหมายการเติบโตของรายได้โรงพยาบาล 4% เราประเมิน Upside เล็กน้อยราว 2% ต่อประมาณการรายได้รวม และกำไรปกติเต็มปี 2025 ซึ่งคาดว่าจะส่งผลให้กำไรปกติ 4Q25 เติบโตทั้ง q-q และ y-y
- แนวโน้ม 4Q25 ที่เป็นบวก จะเป็นปัจจัยกระตุ้นการลงทุน ราคาเป้าหมายของเราที่ 31 บาท เทียบเท่า P/E ปี 2026 ที่ 28.2 เท่า (ระดับค่าเฉลี่ยการซื้อขายย้อนหลัง 5 ปี) และ EV/EBITDA ที่ 16.8 เท่า (-0.5SD) โดยราคาหุ้นปัจจุบันยังซื้อขายต่ำกว่า -2SD ด้วย แนวโน้มผลประกอบการที่เติบโตอย่างมั่นคง เราคาดว่ากำไรปกติของ BDMS จะยังทำสถิติสูงสุดใหม่ต่อเนื่องในปี 2025-2027

# BTG TB

BUY, TARGET: 20.00

THAI CAC : Certified

CG2024 : 5

Analyst : Sureporn Teewasuwet

License no. 040694



## กำไร 3Q25 ลดลงแรง q-q ตามคาด

กำไรสุทธิ 3Q25 เท่ากับ 1.17 พันลบ. (-55.0% q-q, +19.1% y-y) ใกล้เคียงคาด หากไม่รวม Bio Loss 84 ลบ., กำไรขายที่ดินอาคารอุปกรณ์ 19.7 ลบ. และรายการอื่นๆ จะมีกำไรปกติอยู่ที่ 1.22 พันลบ. (-53.4% q-q, +34.9% y-y) สาเหตุที่กำไรลดลง q-q มาจากราคาเนื้อสัตว์ที่ปรับลงเป็นหลัก โดยเฉพาะราคาหมูในไทย (-27.5% q-q, -10.0% y-y) เช่นเดียวกับราคาหมูกัมพูชา (-13.6% q-q) ส่งผลให้รายได้รวม -3.0% q-q และอัตรากำไรขั้นต้นลดลงแรง 4.6% เป็น 15.0% จาก 19.6% ใน 2Q25.

## กำไรโต y-y ได้เพราะราคาวัตถุดิบที่ต่ำกว่าปีก่อน

กำไรที่เติบโต y-y มาจากปริมาณขายที่เติบโตราว 7.3% y-y ช่วยหนุนให้รายได้รวม +2.3% y-y และได้ผลบวกจากราคาวัตถุดิบที่ปรับลงทั้งข้าวโพดและกากถั่วเหลืองราว 14.2% y-y และ 28.3% y-y ตามลำดับ ส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นปรับขึ้น 1.1% y-y บริษัทมีกำไรสุทธิ 9M25 เท่ากับ 5.66 พันลบ. (+281.5% y-y) คิดเป็น 85.9% ของประมาณการทั้งปี

## ราคาหมูไทยกลับมาฟื้นแรง และน่าจะดีต่อใน 1H26

ราคาหมูไทยเดือน พ.ย. ยับขึ้นแรงมาอยู่ที่ 62-64 บาท/กก. (+15-18% m-m) กลับมาสูงกว่าระดับต้นทุนการเลี้ยงอีกครั้ง หลังผ่านช่วงกินเจ, ปัญหาแรงงานคลี่คลาย และเริ่มเห็นผลบวกของการลดปริมาณ supply ของสมาคมผู้เลี้ยงสุกรแห่งชาติ แม้ราคาหมูเฉลี่ย 4QTD อยู่ที่ 55.2 บาท/กก. (-13.8% q-q, -21.8% y-y) หากราคาหมูยังปรับขึ้นต่อเนื่องในช่วงที่เหลือของปี อาจทำให้แนวโน้มกำไร 4Q25 ปรับขึ้น q-q ก็เป็นไปได้ ทั้งนี้ผู้บริหารให้วิวราคาหมูไทยจะปรับขึ้นต่อเนื่องไปใน 1H26 และมองราคากลับไปแตะระดับ 70 บาท/กก (ใกล้เคียงกับสมมติฐานของ FSSIA)

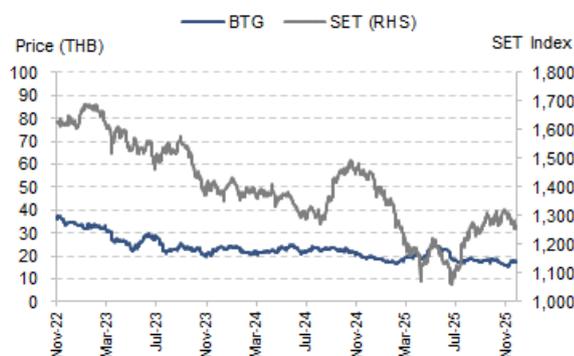
## ปรับขึ้นเป็น ชื้อ ด้วยราคาเป้าหมายเดิม 20 บาท

เรายังคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2025-26 ตามเดิม และคงราคาเป้าหมายที่ 20 บาท (อิง PE 12x) ราคาหมูไทยที่กลับมาฟื้นแรง ถือเป็น catalyst ต่อราคาหุ้นอีกครั้ง และมีโอกาสที่ราคาหมูจะขึ้นสูงได้ต่อเนื่องใน 1H26 ตามฤดูกาล และแนวโน้มสภาพอากาศที่อาจเปลี่ยนแปลงสู่ภาวะ El Nino ในปีหน้า เราปรับคำแนะนำขึ้นเป็น ชื้อ (จากถือ) โดยเน้นถึงกำไรราคาหมูไทยเป็นหลัก ขณะที่ราคาหุ้นปัจจุบันเทรดที่ 2026E PE 9x และจนถึง 10 ต.ค. (ติด Silent 30 วันก่อนประกาศงบ 3Q25) บริษัทซื้อหุ้นคืนไปแล้ว 7.4 ล้านหุ้น ที่ราคาเฉลี่ย 18.4 บาท/หุ้น คงเหลือหุ้นซื้อคืออีก 77.6 ล้านหุ้น จะครบกำหนดวันที่ 27 มี.ค. 2026

## KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	114,232	122,367	127,016	132,732
Net profit	2,466	6,586	3,300	3,574
EPS (THB)	1.28	3.41	1.71	1.85
vs Consensus (%)	-	(4.7)	(20.1)	(18.3)
EBITDA	9,005	13,632	10,759	11,721
Recurring net profit	2,377	6,612	3,300	3,574
Core EPS (THB)	1.19	3.31	1.65	1.79
Chg. in EPS est. (%)	-	-	-	-
EPS growth (%)	nm	178.2	(50.1)	8.3
Core P/E (x)	13.4	4.8	9.6	8.9
Dividend yield (%)	3.1	8.6	4.3	4.7
EV/EBITDA (x)	6.2	3.5	4.2	3.6
Price/book (x)	1.1	1.0	0.9	0.9
Net debt/Equity (%)	91.0	54.8	41.7	30.6
ROE (%)	9.1	22.8	10.3	10.5

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



# CBG TB

BUY, TARGET: 50.00

THAI CAC : Certified

CG2024 : 5

Analyst : Sureporn Teewasuwet

License no. 040694



## ตั้งเป้าเพิ่มส่วนแบ่งตลาดแบบ aggressive ในปี 2026

ผู้บริหารตั้งเป้ารายได้ปี 2026 เติบโต 20% y-y โดยมาจากในประเทศ 25% y-y ส่วนต่างประเทศเน้นโตที่พม่าและเวียดนาม สำหรับในประเทศ ตั้งเป้าเพิ่มส่วนแบ่งตลาดต่อเนื่องจาก 28-29% สิ้นปี 2025 เป็น 32% ในปี 2026 โดยยังเน้นที่ 10 บาทเป็นหลัก แต่เตรียมออกเครื่องดื่ม 12 บาท เพื่อแย่งชิงจากคู่แข่ง โดยเตรียมวางขายกลางปี 2026 เรามองเป็นกลางต่อกลยุทธ์นี้ จากกำลังซื้อที่ไม่สดใส เรายังเชื่อว่า 10 บาทจะยังเป็นตัวหลักต่อไป แต่หากแย่งชิง 12 บาท อาจเป็นบวกต่ออัตรากำไรขั้นต้น

## เปิดเผยการปรับกลยุทธ์ใหม่ในกัมพูชา

บริษัทยังคงแผนเดิม ด้วยการเริ่ม Operate โรงงานใหม่ที่กัมพูชา แม้ภาพการฟื้นตัวของคาบาวแดงยังไม่ชัดเจน แต่บริษัทได้ลูกค้า OEM ชาวกัมพูชา 1 ราย ที่ต้องการทำเครื่องดื่มชูกำลังแบรนด์ใหม่ สัญชาติกัมพูชา ผลิตโดยโรงงานในกัมพูชา และวางขายในตลาดกัมพูชา โดยยังไม่มีเปิดเป้าหมายรายได้ แต่จะเริ่มผลิตในเดือน ธ.ค.นี้ ส่วนโรงงานที่พม่า อยู่ระหว่างทยอยเพิ่มการใช้กำลังการผลิตให้เต็ม 100% ในเดือน ธ.ค. โดยตั้งเป้าการเติบโตในปี 2026 ไม่น้อยกว่า 30% นอกจากนี้ยังอยู่ระหว่างปรับโมเดลการขายในอัฟกานิสถานเป็นการขายหิ้วซื้อ คาดจะเริ่มใน 1Q27 เช่นเดียวกับตลาดจีนที่เตรียมกลับเข้าไป โดยอยู่ระหว่างคัดเลือกพันธมิตร

## ยังคงประมาณการเดิม ส่วนการฟื้นของกัมพูชาให้เป็น upside

แม้เรามองบวกต่อการปรับกลยุทธ์ในกัมพูชา ด้วยการหาลูกค้า OEM เพื่อรองรับค่าเสื่อมราคาของโรงงานใหม่ แต่เรายังไม่เห็นการฟื้นตัวอย่างชัดเจน กอปรกับเศรษฐกิจกัมพูชาชะลอตัว จึงยังคงสมมติฐานรายได้กัมพูชาปี 2026 ตามเดิมที่ 850 ลบ. (-56.4% y-y) คิดเป็น 28.3% ของรายได้ในปี 2024 ก่อนที่จะเกิดข้อพิพาท และคาดการณ์กำไรสุทธิไว้ที่ 2.94 พันลบ. (+2.1% y-y) และคงเป้าเดิมที่ 50 บาท ทั้งนี้เราได้ทำ Scenario Analysis จากโอกาสการกลับมาฟื้นของกัมพูชาเป็น 3 cases กรณีรายได้กัมพูชาปี 2026 กลับมาฟื้นเป็น 50%/70%/100% ของปี 2024 จะได้กำไรปี 2026 เติบโตราว 7.4%/12.4%/19.8% y-y และจะได้ราคาเป้าหมายที่ 61.9/64.7/75.9 บาท ตามลำดับ

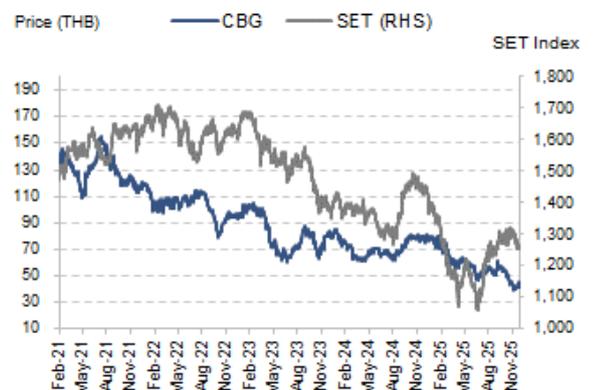
## ราคาหุ้นกลับมามี catalyst อีกครั้ง

แม้ยังมีหลายประเด็นที่ต้องติดตาม และอาจเป็น downside ต่อประมาณการของเรา ทั้งการกลับมาฟื้นตัวของกัมพูชา รวมถึงโอกาสประสบความสำเร็จโมเดลใหม่ โดยเฉพาะที่ตลาดจีน แต่อย่างน้อยเราได้เห็นถึงการปรับกลยุทธ์ที่ค่อนข้างเร็วของผู้บริหาร และความพยายามในการรักษาตลาดหลักของตนเองไว้ ถือเป็น catalyst ต่อราคาหุ้นอีกครั้ง เราจึงปรับคำแนะนำขึ้นเป็นซื้อ แต่นั่นเป็นลักษณะการเก็งกำไรเป็นหลัก เพราะยังต้องติดตามการฟื้นตัวต่อไป

## KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	20,964	22,133	22,565	23,715
Net profit	2,843	2,878	2,938	3,205
EPS (THB)	2.84	2.88	2.94	3.21
vs Consensus (%)	-	(0.9)	(2.5)	(2.3)
EBITDA	4,425	4,473	4,568	4,920
Recurring net profit	2,843	2,878	2,938	3,205
Core EPS (THB)	2.84	2.88	2.94	3.21
Chg. In EPS est. (%)	-	-	-	-
EPS growth (%)	47.7	1.3	2.1	9.1
Core P/E (x)	15.6	15.4	15.1	13.8
Dividend yield (%)	2.9	2.9	3.0	3.3
EV/EBITDA (x)	10.4	10.6	10.5	9.7
Price/book (x)	3.3	2.9	2.7	2.5
Net debt/Equity (%)	13.0	23.3	24.2	20.8
ROE (%)	23.0	20.3	18.8	18.8

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



# MAGURO TB

BUY, TARGET: 31.60

THAI CAC : N/A

CG2024 : N/A

Analyst : Sureeporn Teewasuwet

License no. 040694



## Highlights

- บริษัทเดินหน้าเปิด 4 สาขาใหม่ครบแล้วใน 4Q25 ได้แก่ 1 Maguro (Desing Village), 1 Hitori Shabu (Central Chaeng Wattana) และ 2 Tonkatsu Aoki (Mega Bangna, Icon Siam) ซึ่งได้รับการตอบรับที่ดี ทำให้รวมสิ้นปี 2025 มีจำนวนสาขาทั้งสิ้น 53 สาขา +15 สาขา y-y ได้ตามเป้าหมาย
- แม่ Hitori อาจถูกกระทบจากสงครามสุกี้ซาซุในช่วงก่อนหน้า แต่ล่าสุดใน 4Q25 เริ่มกลับมาดีขึ้นทั้งรายได้และกำไร จาก traffic ที่กลับมาฟื้น สามารถหักล้างยอดขายต่อบิลลดลง หลังบริษัทปรับกลยุทธ์ได้ทั้งหมด ส่วนแบรนด์ Maguro คาดมี SSSG เป็นบวกต่อเนื่องจาก 3Q25
- แนวโน้ม SSSG 4QTD ดีขึ้นต่อเนื่องมาอยู่ที่ราว -1% y-y จาก 3Q25 (-2.7% y-y) แต่ยังคงติดลบอยู่เล็กน้อย เพราะภาพรวมบรรยากาศกำลังซื้อในเดือน พ.ย. ไม่สดใสรวมถึงฝนตกมาก แต่คาดหวังการฟื้นตัวในเดือน ธ.ค. ซึ่งเป็น high season ของธุรกิจ
- Ssamthing Together ที่ทำโปโมชั่น buffet จำนวน 2 สาขา (Central West Gate, Samyarn Mitrtown) ได้รับการตอบรับดีในส่วนของรายได้ แต่ยังคงอยู่ระหว่างประเมินผลการดำเนินงานส่วนอื่นทั้งต้นทุนและกำไร
- ผู้บริหารตั้งเป้าเปิดสาขาใหม่ปี 2026 ไม่น้อยกว่า 15 สาขา และจะเปิดแบรนด์ใหม่ 2-3 แบรนด์ และตั้งเป้ารายได้เติบโตไม่น้อยกว่า 30% y-y และอัตรากำไรขั้นต้นไม่ต่ำกว่า 50%

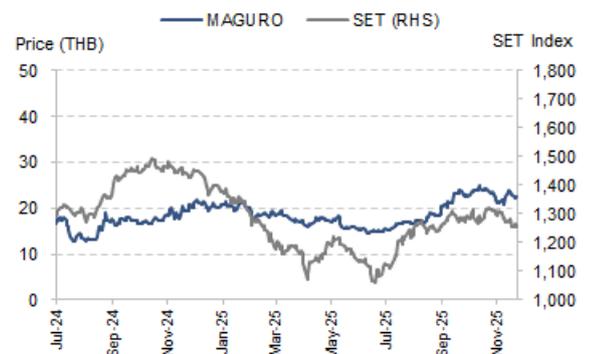
## Comment

- เรายังมองบวกต่อแนวโน้มกำไร 4Q25 คาดจะปรับขึ้นทั้ง q-q และ y-y ทำนิวไฮต่อเนื่อง แม้อาจรับรู้ค่าใช้จ่ายระบบ IT เล็กน้อย แต่ยังคงคาดผลบวกของสาขาใหม่ ยังช่วยหนุนการเติบโตของรายได้ และสามารถหักล้างค่าใช้จ่ายที่ปรับเพิ่มขึ้นได้ทั้งหมด
- แนวโน้มราคาวัตถุดิบเริ่มปรับขึ้น โดยเฉพาะวัตถุดิบหลักอย่าง เนื้อวัวนำเข้า ซึ่งปัจจุบันบริษัทได้ทยอยล็อกราคาล่วงหน้า 6 เดือนแล้ว ส่วนเชลมอนมีการล็อกราคาล่วงหน้าไว้บางส่วน ขณะที่ราคาข้าวญี่ปุ่นปรับขึ้น คาดกระทบจำกัด เพราะคิดเป็นเพียง 1% ของต้นทุนวัตถุดิบทั้งหมด เบื้องต้นเรายังคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นอยู่ที่ราว 47% อาจอ่อนลง q-q เล็กน้อย แต่ยังคงถือเป็นระดับที่ดี
- ยังคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2025-26 เติบโตตามเดิม +41% y-y และ +27.4% y-y ตามลำดับ คงเป้าที่ 31.6 บาท

## KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	1,373	1,834	2,140	2,446
Net profit	97	136	173	210
EPS (THB)	0.77	1.08	1.37	1.67
vs Consensus (%)	-	(3.4)	(4.6)	(3.7)
EBITDA	316	377	438	496
Recurring net profit	101	136	173	210
Core EPS (THB)	0.80	1.08	1.37	1.67
EPS growth (%)	15.9	34.2	27.4	21.3
Core P/E (x)	29.4	21.9	17.2	14.2
Dividend yield (%)	2.8	3.2	4.1	4.9
EV/EBITDA (x)	10.0	8.4	7.3	6.4
Price/book (x)	4.6	4.3	4.0	3.7
Net debt/Equity (%)	29.4	29.0	27.9	24.1
ROE (%)	22.0	20.2	24.1	27.0

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



# WHAUP TB

BUY, TARGET: 5.20

THAI CAC : Certified

CG2024 : 5

Analyst : Songklod Wongchai

License no. 018086



กำไร 3Q25 แข็งแกร่งมาก ต่ำกว่าเรคาด 5%

## Highlights

- WHAUP รายงานกำไรสุทธิ 3Q25 ที่ 487 ล้านบาท เติบโต 244% q-q และ 502% y-y แข็งแกร่งมาก แต่ต่ำกว่าคาด 5% จากขาดทุนจาก FX มากกว่าคาด
- กำไรที่เพิ่มขึ้นมากเพราะได้แรงหนุนหลักมาจากทั้งธุรกิจไฟฟ้าและธุรกิจจำหน่ายน้ำอุตสาหกรรม โดยธุรกิจจำหน่ายน้ำมีรายได้เพิ่มขึ้น 30% q-q และ 28% y-y จากค่าธรรมเนียมการใช้น้ำเกินกว่าที่จกสรรเพิ่มขึ้น (Excessive Charge) 219% q-q และ 457% y-y อยู่ที่ 274 ล้านบาท จากกลุ่มบริษัทที่ประกอบธุรกิจ Data center ที่อยู่ระหว่างการก่อสร้าง ประกอบกับส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมเพิ่มขึ้น 28.6% q-q จากกำลังผลิตไฟฟ้าแสงอาทิตย์ที่เพิ่มขึ้นจากการทยอย COD และจากการเพิ่มขึ้นของส่วนแบ่งกำไรปกติจากโรงไฟฟ้าถ่านหิน GHECO-1 หลังผลกระทบของต้นทุนสต็อกถ่านหินที่ลดลงตามราคากำหนดปัจจุบันที่ลดลงต่อเนื่อง
- ส่วนโรงไฟฟ้า SPP โดยรวมมี margin กว้างขึ้น จากทั้งต้นทุนก๊าซที่ปรับลงมาก q-q เพราะไม่มีการบันทึกค่าใช้จ่ายพิเศษจากการชำระหนี้ส่วนต่างจากการตรึงราคาก๊าซเหมือน 2Q25 และค่า Ft ที่ลดลงในอัตราที่น้อยกว่า แม้มีค่าใช้จ่ายทางภาษีที่เพิ่มขึ้น y-y
- สำหรับค่าใช้จ่ายอื่นๆ ค่อนข้างทรงตัว นอกจากนี้ WHAUP มีรับรู้ FX loss และอื่นๆ 46 ลบ. มากกว่าคาด จากสินทรัพย์ USD ที่ให้บริษัทร่วมยืม จากเงินบาทแข็งค่าเล็กน้อย
- ในช่วง 3Q25 บริษัทฯ มีกำลังการผลิตไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ที่เปิดดำเนินการ COD 156 MW ทำให้บริษัทฯ มีสัญญาซื้อขายไฟฟ้ารวมตามสัดส่วนการถือหุ้นจากโรงไฟฟ้าทุกประเภทอยู่ที่ราว 998 MW แบ่งเป็นจำนวนกำลังการผลิตไฟฟ้าที่ดำเนินการแล้วจำนวน 709 MW และอยู่ระหว่างการก่อสร้างและพัฒนาจำนวน 289 MW

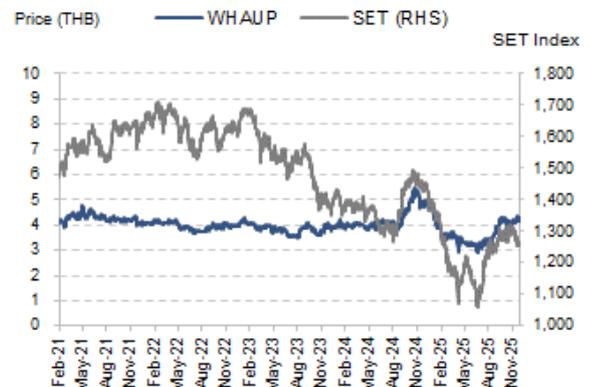
## Outlook

- กำไรสุทธิ 9M25 คิดเป็น 70% ของประมาณการกำไรสุทธิทั้งปี ที่ 1,209 ล้านบาท (+21% y-y) และแนวโน้มโมเมนตัมกำไร 4Q25 น่าจะแข็งแกร่งต่อเนื่อง หนุนจากอัตรากำไรขั้นต้นที่ดีขึ้นจากต้นทุนถ่านหินที่ลดลงทำให้โรงไฟฟ้า IPP GHECO-1 จะขาดทุนลดลง ขณะเดียวกันโรงไฟฟ้า SPP จะมี margin ดีขึ้นต่อ จากค่าก๊าซฯ ที่ยังปรับลงต่อเนื่องไปถึงสิ้นปีนี้ และคาด Excessive Charge น่าจะยังอยู่ระดับสูงต่อเนื่องจาก 3Q25
- คงคำแนะนำซื้อ ราคาเป้าหมาย 5.20 บาท นอกจากนี้ WHAPU ประกาศจ่ายปันผลระหว่างกาล 0.06 บาทหุ้น คิดเป็น Div. yield 1.47%

## KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	2,926	3,297	4,037	4,243
Net profit	1,119	1,209	1,545	1,769
EPS (THB)	0.29	0.32	0.40	0.46
vs Consensus (%)	-	5.3	11.1	15.0
EBITDA	1,096	1,558	1,927	2,065
Recurring net profit	998	1,209	1,545	1,769
Core EPS (THB)	0.26	0.32	0.40	0.46
EPS growth (%)	(30.9)	21.2	27.8	14.5
Core P/E (x)	15.7	13.0	10.2	8.9
Dividend yield (%)	6.1	6.1	6.8	7.3
EV/EBITDA (x)	27.5	18.9	15.4	14.3
Price/book (x)	1.2	1.1	1.1	1.0
Net debt/Equity (%)	106.7	99.3	95.9	91.7
ROE (%)	7.4	8.8	10.9	11.9

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 <b>THSI inclusion</b> , 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. <b>SETTHSI Index</b> 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.																				
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. (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.																				
Morningstar Sustainalytics	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" style="width: 100%; text-align: center;"> <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 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.	<table border="1" style="width: 100%; text-align: center;"> <thead> <tr> <th>Rating</th> <th>Score Range</th> <th>Description</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td rowspan="3">Leader:</td> <td>AAA</td> <td>8.571-10.000</td> </tr> <tr> <td>AA</td> <td>7.143-8.570</td> </tr> <tr> <td>A</td> <td>5.714-7.142</td> </tr> <tr> <td rowspan="3">Average:</td> <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> </tr> <tr> <td>Laggard:</td> <td>CCC</td> <td>0.000-1.428</td> </tr> </tbody> </table>	Rating	Score Range	Description	Leader:	AAA	8.571-10.000	AA	7.143-8.570	A	5.714-7.142	Average:	BBB	4.286-5.713	BB	2.857-4.285	B	1.429-2.856	Laggard:	CCC	0.000-1.428
Rating	Score Range	Description																				
Leader:	AAA	8.571-10.000																				
	AA	7.143-8.570																				
	A	5.714-7.142																				
Average:	BBB	4.286-5.713																				
	BB	2.857-4.285																				
	B	1.429-2.856																				
Laggard:	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. (Score ratings are 0 to 25 = poor; >25 to 50 = satisfactory; >50 to 75 = good; and >75 to 100 = excellent.)																					
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" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อว่าเป็นหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตาม บริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

ความเห็นต่างๆ ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้เป็นมุมมองส่วนตัวของนักวิเคราะห์ที่มีต่อหลักทรัพย์นั้นๆ นักวิเคราะห์มิได้มีผลประโยชน์และผลตอบแทนที่เกี่ยวข้องกับการให้คำแนะนำใดๆ ไม่ว่าจะทางตรงหรือทางอ้อม

ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ข้อมูลเท่านั้น บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

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

คณะกรรมการ/ผู้บริหารของบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซริส จำกัด (มหาชน) ได้ดำรงตำแหน่งคณะกรรมการ/ผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียน ดังนี้ AEONTS, BAFS, BCPG, BE8, DV8, 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

จิตรรา	อมรธรรม	License no. 014530
สุริย์พร	ทีเวสุเวทย์	License no. 040694
ทรงกลด	วงศ์ไชย	License no. 018086
วิระวัฒน์	วิโรจน์โกคา	License no. 047077
ธัญญธร	ทรงวุฒิ	License no. 101203
ณัฐพล	พงษ์สุขเจริญกุล	License no. 049193
กำพล	อัศวรินทร์ชัย	License no. 115855
วัชรุตม์	วัชรวงศ์สิทธิ์	License no. 018301