



# Market Insight



## สรุปภาวะตลาดวันก่อน

**เข้าใกล้ 1500** - SET แกว่งแดนบวกในกรอบ 1471-96 เทรดแตะ 9.4 หมื่นลบ. อนิสงส์หุ้นเทคโนโลยีฟื้นตัวหนุน **DELTA** +5.4% มีผลต่อ SET +12 จุด และราคาน้ำมันพุ่งแรงจากสถานการณ์อิหร่าน-สหรัฐฯ ตึงเครียด ขณะที่เงินนอกยังไหลเข้าแข็งแกร่ง ต่างชาติซื้อสุทธิ 4.87 พันลบ. 4 วันติด แต่ Short S50 Futures 2,175 สัญญา 2 วัน



## ทิศทางตลาดวันนี้

### หุ้นโลกวันก่อน (19 ก.พ.)

**ปรับลง** - หุ้นยุโรปปิดลบหลังจากวันก่อนขึ้นแตะระดับสูงสุดใหม่ ถูกกดดันจากหุ้น Rio Tinto รายงานกำไรต่ำกว่าคาด ขณะที่หุ้นสหรัฐฯ ถูกกดดันจากหุ้น Walmart แม้รายงานกำไรดีกว่าคาดและประกาศแผนซื้อหุ้นคืนแต่ให้แนวโน้มข้างหน้าต่ำกว่าที่ตลาดประเมินไว้ จัปตา GDP Q4 และ PCE สหรัฐฯ ที่จะประกาศในวันศุกร์นี้ ด้านราคาน้ำมันดิบ WTI พุ่งอีก 1.24\$ หลังกรมปิยะจะใช้เวลา 10 วันตัดสินใจเกี่ยวกับอิหร่านท่ามกลางการเสริมกองทัพอ่าวเปอร์เซีย

### แนวโน้มตลาดวันนี้

**ระวังผันผวน** - แม้เงินทุนต่างชาติยังไหลเข้าแข็งแกร่ง MTD +5.2 หมื่นลบ. แต่ SET ขึ้น 6 สัปดาห์ติด สัญญาณเทคนิค Overbought พลาสนกับหุ้น **DELTA** ขึ้นทำสถิติใหม่หากร้อนแรงเหมือนครั้งก่อนเสี่ยงถูก Cash Balance แนวรับ 1480 แนวต้าน 1500-1510

### กลยุทธ์การลงทุน

**เลือกเทรดดีง, ถือลงทุน** - SET เข้าใกล้เป้า 1500-1510 แนะนำจังหวะขายถือเงินสดเพิ่ม-รออ่อนตัวซื้อคืนทำรอบเทรดดีงสั้น, ปรับ Trailing Stop ขึ้นจาก 1400 เป็น 1450

**ประเด็นหุ้นน่าสนใจ:** หุ้นเด่นสัปดาห์นี้ **BBIK, ONEE** / หุ้นเด่น ก.พ. **AP, BBL, BJC, CRC, MTC, STECON, TRUE, WHA** ทางเลือกหุ้นตปท.ผ่าน DR **SMIC23, TENCENT80** / MSCI Review มีพาราคาปิด 27 ก.พ. Global Standard ไม่มีเข้า / ออก **CPAXT** / Small Cap เข้า **CRC, IVL, JTS** / ออก **HANA, JMT, M, PLANB** / SET100 Laggards **AWC, BJC, CRC, CK, MTC** / หุ้นท่องเที่ยวรับอนิสงส์ตรุษจีน **AOT, CENTEL, ERW, BA, THAI, BJC, CPALL, CRC** / หุ้นเก็งจอบ Q4 พร้อมมีปันผลดี **ADVICE, BTG, COM7, KCG, MC, RJH, SYNEX, TOA, TQM, WHAUP** / หุ้นเห็นสัญญาณปรับประมาณการกำไร-คำแนะนำขึ้น **BA, EPG, ERW, MAJOR, ONEE, SAPPE, STANLY, TTW** / หุ้นขนาดเล็กที่ราคาอยู่โซนต่ำง่ายเก็งกำไรช่วงสั้น ๆ **BBIK, LTS, MENA, SHR, SICT** / หุ้นปันผลสูง (Div.Yield ที่เหลือ > 4% กำไรปีนี้เติบโต และมี Upside>10%) ภายใต้เรตราวิเคราะห์ **AMATA, AP, COM7, FM, GFPT, ICHI, MC, NEO, PRM, QH, SABINA, SAPPE, SCCC, SIRI** ภายใต้ตลาดวิเคราะห์ **AH, ILM, NER, NETBAY, TEGH, TLI, WICE**

### หุ้นแนะนำประจำวัน

**TRUE** - กำไร 4Q25 ที่ 4 พันลบ. ดีกว่าเราและตลาดคาด +154%QoQ และพลิกจากขาดทุน 7.5 พันลบ. YoY พร้อมจ่ายปันผล 0.12 บ.ที่สูงกว่าคาด, บ.ให้เป้าในปีนี้ ซึ่งยืนยันแนวโน้มกำไรฟื้นตัวและปรับลด CAPEX ลง, เราปรับประมาณการกำไรขึ้น เป้าพื้นฐานใหม่ 15.8 บ.



## ปัจจัยติดตาม

| วันที่ | จน. | เหตุการณ์ |
|--------|-----|-----------|
|--------|-----|-----------|

|            |                  |                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|------------|------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 16-20 ก.พ. | TH, ASIA         | ยอดขายรถยนต์ไทยใน ม.ค., ตลาดหุ้นภูมิภาคหลายแห่งปิดตรุษจีน                                                                                                                                                                                                        |
| 20 ก.พ.    | FTSE, JP, EU, US | FTSE Review, ดัชนีราคาผู้บริโภคญี่ปุ่นใน ม.ค., PMI เบื้องต้นภาคอุตสาหกรรม และภาคบริการญี่ปุ่น-สหภาพยุโรป-สหรัฐฯ ใน ก.พ., GDP Q4 สหรัฐฯ, รายได้-การใช้-การใช้จ่าย-PCE สหรัฐฯ ใน ธ.ค., ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค (U. of Michigan Conf.) สหรัฐฯ ใน ก.พ. (สุดท้าย) |
| 23 ก.พ.    | TH, US           | การคำไทยใน ม.ค., ดัชนีกิจกรรมระดับชาติของธนาคารกลางสหรัฐฯ ใน ม.ค., ดัชนีธุรกิจภาคการผลิตโดยเฟดสาขาดีลลัส (Dallas Fed Manuf. Activity) สหรัฐฯ ใน ก.พ.                                                                                                             |

## Market Summary

|               | Last             | Chg.   | % Chg. |
|---------------|------------------|--------|--------|
| SET           | 1,493.91         | +27.24 | +1.9   |
| SET50         | 1,003.57         | +17.25 | +1.8   |
| SET100FF      | 2,053.18         | +36.72 | +1.8   |
| MAI           | 230.38           | +5.06  | +2.3   |
| SET Turnover  | 94,763.72 Bt, m  |        |        |
| SET Mkt. Cap. | 18,899.33 Bt, bn |        |        |
| SET PE        | 18.11 X          |        |        |
| SET PB        | 1.40 X           |        |        |
| SET DY        | 3.85 %           |        |        |

## Most Active Common shares

|       | Value (Bt, m) | Last (Bt) | % Chg. |
|-------|---------------|-----------|--------|
| PTT   | 10,145.19     | 37.50     | +3.5   |
| CPALL | 6,592.34      | 54.50     | +4.3   |
| DELTA | 5,731.02      | 236.00    | +5.4   |
| KBANK | 5,015.52      | 205.00    | -1.0   |
| SCB   | 4,207.33      | 148.50    | +1.0   |

## Investors Net Trading

|                     | Last (19-Feb) | MTD (Bt, m) | YTD (Bt, bn) |
|---------------------|---------------|-------------|--------------|
| Local Institutes    | -601          | -4,777      | -34.4        |
| Proprietary Trading | +1,639        | +6,117      | +15.3        |
| Foreign             | +4,873        | +52,428     | +56.8        |
| Retail              | -5,911        | -53,768     | -37.7        |

## Global Indices and Key Indicators

|                    | Last      | Chg.    | % Chg. |
|--------------------|-----------|---------|--------|
| Dow Jones          | 49,395.16 | -267.50 | -0.5   |
| S&P 500            | 6,861.89  | -19.42  | -0.3   |
| Nasdaq             | 22,682.73 | -70.90  | -0.3   |
| DAX                | 25,043.57 | -234.64 | -0.9   |
| FTSE               | 10,627.04 | -59.14  | -0.6   |
| CAC 40             | 8,398.78  | -30.25  | -0.4   |
| Nikkei             | 57,467.83 | +323.99 | +0.6   |
| Hang Seng          | close     |         |        |
| Straits Times      | 5,001.56  | +62.98  | +1.3   |
| Shanghai Composite | close     |         |        |
| MSCI FE ex. Japan  | 944.70    | +7.35   | +0.8   |
| NYMEX (US\$/bbl)   | 66.43     | +1.24   | +1.9   |
| Brent (US\$/bbl)   | 71.66     | +1.31   | +1.9   |
| Baltic Dry Index   | 2,019.00  | -44.00  | -2.1   |
| Gold (US\$/ounce)  | 4,985.01  | -14.19  | -0.3   |
| 3M Zinc (US\$/ton) | 3,339.50  | -14.00  | -0.4   |
| CRB Index          | 542.27    | +0.12   | +0.0   |
| Baht/US\$          | 31.19     | -0.03   | -0.1   |
| Yen/US\$           | 155.02    | +0.49   | +0.3   |
| US\$/Euro          | 1.18      | -0.00   | -0.3   |
| 10Y US Yield (%)   | 4.0673    | -0.02   | -0.4   |
| 10Y TH Yield (%)   | 1.9012    | +0.01   | +0.5   |
| VIX Index          | 20.23     | +0.61   | +3.1   |



19 February 2026

## Company Note

Rating

**HOLD**

(Unchanged)

Company

## Asian Alliance International

Bloomberg

AAI TB

SET

AAI

Exchange

SET

Sector

Food & Beverage

## กำไร 4Q25 ลดลงมากกว่าคาด จากผลกระทบค่าเงินบาทแข็งค่า

**12mth price target (THB) 4.50**

|                            |           |
|----------------------------|-----------|
| Current price (19/02/2026) | 4.58      |
| Upside/Downside            | -1.75%    |
| CG rating                  | 5         |
| ESG rating                 | ESG100    |
| Thai CAC                   | Certified |

### Share summary

|                        |          |       |
|------------------------|----------|-------|
| Issue shares :         | (m shrs) | 2,125 |
| Market capitalization: | (THB bn) | 9.7   |
|                        | (USD bn) | 0.3   |
| Avg. Daily Turnover:   | (THBm)   | 9     |
|                        | (USDm)   | 0     |
| Foreign Limit/Actual   | (%)      | 49/2  |
| Free Float:            | (%)      | 26    |
| NVDR:                  | (%)      | 3     |

### Share price / rel. to SET



Source: Bloomberg Finance LP

| Performance (%) | 1m   | 3m   | 12m   |
|-----------------|------|------|-------|
| AAI             | 9.6  | -5.0 | -20.4 |
| SET             | 16.4 | 17.4 | 18.4  |

### Major Shareholders

|                            | %     |
|----------------------------|-------|
| Asian Plc                  | 70.00 |
| Thai NVDR                  | 6.25  |
| Somsak Amornrattanachaikul | 3.82  |

Source: SET

Anchalini Charoenpit

ID: 045566

(66) 2633 6478

anchalinc@tisco.co.th

### ประกาศกำไร 4Q25 ลดลงมากกว่าคาด

AAI ประกาศกำไรสุทธิ 4Q25 อยู่ที่ 109 ล้านบาท (-37% YoY, -39% QoQ) ต่ำกว่าที่เราและตลาดคาดประมาณ 37%-39% จากอัตราทำกำไรที่ลดลง โดยรายได้รวมเป็นไปตามคาด 1,763 ล้านบาท (ทรงตัว YoY แต่เพิ่มขึ้น +7% QoQ) แม้ปริมาณขายรวมเพิ่มขึ้นแต่ได้รับแรงกดดันจากค่าเงิน USD ที่อ่อนค่ามากเมื่อเทียบกับค่าเงินบาท (-6.5% YoY, -1.6% QoQ) แบ่งเป็น 1) รายได้จากการรับจ้างผลิตอาหารสัตว์เลี้ยง 4Q25 เพิ่มขึ้น จากปริมาณขายเพิ่มขึ้น แต่ราคาเฉลี่ย YoY ลดลง จากผลกระทบอัตราแลกเปลี่ยนและไม่สามารถปรับราคาขายการอ่อนค่าของดอลลาร์ได้ 2) ยอดขายอาหารพร้อมทานบรรจุภาชนะปิดผนึกลดลง ตลาดหลักยังคงเป็นตะวันออกกลาง และอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) ลดลงอยู่ที่ 11.9% จาก 16.5% YoY และ 13.9% QoQ สาเหตุหลักมาจากผลกระทบอัตราแลกเปลี่ยน USD/THB, ต้นทุนปลาที่เพิ่มขึ้น รายได้ในสกุล USD 60%, EUR 30%, THB 10% ทำให้ค่าเงินบาทแข็งค่ากระทบอัตราทำกำไรอย่างมีนัยสำคัญ ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน (SG&A/S) อยู่ที่ 5.8% เพิ่มขึ้นเล็กน้อยจากค่าใช้จ่ายปลายปี

กำไรสุทธิปี 2025 อยู่ที่ 741 ล้านบาท (-26% YoY) จากอัตราทำกำไรขั้นต้นที่ลดลงเป็นหลัก จากผลกระทบค่าเงินบาทแข็งค่า แม้ว่าปริมาณการขายอาหารสัตว์เลี้ยงจะเพิ่มขึ้น แต่ราคาเฉลี่ยลดลง อัตราทำกำไรลดลงอยู่ที่ 15.1% จาก 20.4% ในขณะที่ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเพิ่มขึ้นเล็กน้อย

### คงประมาณการเดิม

เราคงประมาณกำไรปี 2026F คาดกำไร 824 ล้านบาท (+11% YoY) คาด 1) ธุรกิจ Pet Food ปริมาณการขายเพิ่มขึ้นจากการพัฒนาสินค้าใหม่ร่วมกับคู่ค้า และ demand ที่เพิ่มขึ้น แต่ราคาขายเฉลี่ยลดลงจากการผลกระทบค่าเงินบาทแข็งค่า 2) ธุรกิจ Human Food คาดทรงตัวเนื่องจากตลาดหลักในตะวันออกกลางยังมีปัญหาความไม่สงบในภูมิภาค คาดอัตราทำกำไรปี 2026F จะเริ่มดีขึ้นอยู่ที่ 15.4% เทียบกับ 2H25F จากคาดการณ์อัตราแลกเปลี่ยนทั้งปี 32.50 บาท/US\$ (คาดการณ์ปีหลังดีขึ้นมากกว่าครึ่งปีแรก) คาดค่าเงินบาท/฿ ทุกๆ 1 บาท กระทบกำไร +/- 5.2% คาดค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารปี 2026F คาดลดลงเล็กน้อย

### Forecasts and ratios

| Year Ended December 31       | 2023  | 2024  | 2025  | 2026E | 2027E |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Sales (THBm)                 | 5,439 | 6,849 | 7,000 | 7,528 | 8,262 |
| EBITDA (THBm)                | 591   | 1,251 | 941   | 1,059 | 1,193 |
| Net profit (THBm)            | 383   | 1,003 | 741   | 824   | 932   |
| Net Profit (% chg from prev) | 0 %   | 0 %   | nm    | nm    | nm    |
| EPS (THB)                    | 0.18  | 0.47  | 0.35  | 0.39  | 0.44  |
| EPS (% YoY)                  | -55.4 | 162.0 | -26.2 | 11.3  | 13.1  |
| EPS vs Cons (%)              | nm    | nm    | nm    | nm    | nm    |
| PER (X)                      | 26.0  | 11.3  | 13.8  | 11.8  | 10.4  |
| Yield (%)                    | 3.9   | 5.2   | 3.8   | 4.2   | 4.8   |
| P/BV (X)                     | 2.0   | 1.9   | 2.0   | 1.8   | 1.7   |
| EV/EBITDA (X)                | 13.9  | 8.0   | 10.0  | 8.3   | 7.1   |
| ROE (%)                      | 7.7   | 20.1  | 14.9  | 16.3  | 16.8  |

Source: Company data, TISCO estimates

เรายังคงคำแนะนำ “ถือ” ราคาเป้าหมายจากการปรับประมาณการอยู่ที่ 4.50 บาท อ้างอิง PER forward เฉลี่ยที่ 11.5X จากการคาดการณ์ผลประกอบการปี 2026F จะเพิ่มขึ้น บริษัทมีฐานะการเงินแข็งแกร่ง (Net Cash) และคาดว่าจะเงินปันผลจะอยู่ที่ Dividend Yield’26F 4.2% ความเสี่ยงสำคัญยังคงเป็นรายได้ที่อาจต่ำกว่าคาดการณ์ ภาวะเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัว และค่าเงินบาทแข็งค่า

Figure 1. 4Q25 Earnings Result

| AAI                            | 4Q25   | 4Q24  | YoY   | 1Q25   | 2Q25   | 3Q25   | QoQ   | 2025   | 2024   | YoY  |
|--------------------------------|--------|-------|-------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|------|
| Total Revenue                  | 1,763  | 1,771 | 0%    | 1,880  | 1,705  | 1,651  | 7%    | 7,000  | 6,849  | 2%   |
| Pet food                       | 1,593  | 1,532 | 4%    | 1,646  | 1,523  | 1,461  | 9%    | 6,223  | 5,931  | 5%   |
| Human food                     | 164    | 238   | -31%  | 224    | 169    | 181    | -9%   | 738    | 895    | -18% |
| <u>Revenue Contribution</u>    |        |       |       |        |        |        |       |        |        |      |
| Pet food                       | 90%    | 86%   |       | 88%    | 89%    | 88%    |       | 88%    | 86%    |      |
| Human food                     | 10%    | 13%   |       | 12%    | 11%    | 12%    |       | 10%    | 13%    |      |
| Cost of sales and services     | 1,552  | 1,479 | 5%    | 1,533  | 1,436  | 1,422  | 9%    | 5,943  | 5,449  | 9%   |
| S&A Expenses                   | 103    | 96    | 7%    | 99     | 89     | 93     | 11%   | 383    | 373    | 3%   |
| EBITDA                         | 180    | 255   | -30%  | 309    | 241    | 211    | -15%  | 941    | 1,251  | -25% |
| EBIT                           | 108    | 197   | -45%  | 249    | 181    | 137    | -21%  | 674    | 1,027  | -34% |
| Interest expense               | 3      | 3     | 3%    | 3      | 3      | 3      | 0%    | 12     | 12     | 2%   |
| Net Profit before FX gain/loss | 123    | 216   | -43%  | 246    | 195    | 169    | -27%  | 734    | 1,048  | -30% |
| Net Profit                     | 109    | 173   | -37%  | 259    | 195    | 178    | -39%  | 741    | 1,003  | -26% |
| Gross margin                   | 11.9%  | 16.5% |       | 18.5%  | 15.8%  | 13.9%  |       | 15.1%  | 20.4%  |      |
| SG&A to sale                   | 5.8%   | 5.4%  |       | 5.2%   | 5.2%   | 5.6%   |       | 5.5%   | 5.4%   |      |
| EBITDA margin                  | 10.2%  | 14.4% |       | 16.4%  | 14.1%  | 12.8%  |       | 13.4%  | 18.3%  |      |
| Net margin                     | 6.2%   | 9.7%  |       | 13.8%  | 11.5%  | 10.8%  |       | 10.6%  | 14.7%  |      |
| Volume : Pet Food              | 10,682 | 8,032 | 33%   | 10,100 | 10,178 | 10,006 | 7%    | 40,567 | 33,600 | 21%  |
| Avg. Price (Bt/ kg.)           | 149    | 191   | -22%  | 163    | 150    | 146    | 2%    | 153    | 177    | -13% |
| Volume : Human Food            | 1,170  | 1,704 | -31%  | 1,530  | 1,166  | 1,204  | -3%   | 5,070  | 5,950  | -15% |
| Avg. Price (Bt/ kg.)           | 140    | 140   | 0%    | 146    | 145    | 150    | -7%   | 146    | 150    | -3%  |
| FX Bt/US\$                     | 32.0   | 34.2  | -6.5% | 34.0   | 32.9   | 32.5   | -1.6% | 32.9   | 35.1   | -6%  |

Source: TISCO Research

19 February 2026

## Company Note

Rating

**BUY**

(Unchanged)

Company

**GFPT**

Bloomberg

GFPT TB

SET

GFPT

Exchange

SET

Sector

Food & Beverage

## ประกาศกำไร Q4 เพิ่มขึ้น YoY แต่ลดลง QoQ จากช่วง Low season

**12mth price target (THB) 12.00**

|                            |           |
|----------------------------|-----------|
| Current price (18/02/2026) | 10.00     |
| Upside/Downside            | 20.00%    |
| CG rating                  | 5         |
| ESG rating                 | n/a       |
| Thai CAC                   | Certified |

### Share summary

|                        |          |       |
|------------------------|----------|-------|
| Issue shares :         | (m shrs) | 1,253 |
| Market capitalization: | (THB bn) | 12.5  |
|                        | (USD bn) | 0.4   |
| Avg. Daily Turnover:   | (THBm)   | 31    |
|                        | (USDm)   | 1     |
| Foreign Limit/Actual   | (%)      | 49/9  |
| Free Float:            | (%)      | 66    |
| NVDR:                  | (%)      | 5     |

### Share price / rel. to SET



Source: Bloomberg Finance LP

| Performance (%) | 1m   | 3m   | 12m  |
|-----------------|------|------|------|
| GFPT            | -2.9 | -2.0 | 12.4 |
| SET             | 15.0 | 15.5 | 16.6 |

### Major Shareholders

|                         | %     |
|-------------------------|-------|
| Sirimongkolkasem Family | 46.87 |
| Nichirei Foods Inc      | 4.52  |
| Thai NVDR               | 3.21  |

Source: SET

Anchalina Charoenpit

ID: 045566

(66) 2633 6478

anchalinc@tisco.co.th

### ประกาศกำไร 4Q25 เพิ่มขึ้น YoY แต่ลดลง QoQ เป็นไปตามที่เราและตลาดคาด

GFPT ประกาศกำไรสุทธิ 4Q25 ที่ 445 ล้านบาท (+16% YoY, -38% QoQ) โดยกำไร YoY ดีขึ้นตามอัตรากำไรขั้นต้นที่ฟื้นจากต้นทุนกากถั่วเหลืองและข้าวโพดที่ลดลง แต่ QoQ อ่อนตัวจากช่วง Low season การส่งออกในเดือนธันวาคมชะลอลง และยอดขายในประเทศลดลงช่วงเทศกาลกินเจ ตลอดจนแรงกดดันอัตราค่าจ้างจากการต่อรองราคาของลูกค้าเป็นทุนท่ามกลางเงินอ่อนค่า

- รายได้รวมชะลอตัวตามฤดูกาลและวันหยุดยาว ปริมาณส่งออก 4Q ที่ 8,000 ตัน ลดลง 18% YoY จากฐานสูงปีก่อน โดยยอดส่งออกหลักๆเป็นประเทศยุโรป และญี่ปุ่น แต่ไม่การส่งออกไปจีน บริษัทไม่มียอดส่งออกไปจีนใน 4Q25 และคาดว่าจะยังไม่มียอดใน 1Q26 สาเหตุหลักเกิดจากจีนเพิ่มกำลังการผลิตในประเทศ นอกจากนี้ยังมีประเด็นเรื่องการตรวจพบการสวมสิทธิ์ส่งออกและมาตรฐานความปลอดภัยอาหารในบางบริษัทของไทย ทำให้จีนคุมเข้มการนำเข้า ผลกระทบต่อกำไรเมื่อส่งออกเท่าๆไปจีนไม่ได้ ต้องนำมายขายในไทย ซึ่งราคาในประเทศต่ำกว่าราคาส่งออก 20-25% (ราคาส่งออกเกือบ 100 บาท/กก. ขณะที่ในประเทศประมาณ 60-70 บาท/กก.) ยอดส่งออกจีนเดิมประมาณ 8% ของการส่งออกที่ 23% (หรือราว 1.8% ของรายได้รวม)
- อัตรามาร์จิ้น 14.7% (เพิ่มจาก 12.8% YoY แต่ลดจาก 20.3% QoQ) ด้านส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมทุน (McKey, GFN) 194 ล้านบาท (+64% YoY, +72% QoQ) หนุนจากต้นทุนวัตถุดิบที่ลดลง

สำหรับทั้งปี 2025 บริษัทมีกำไร 2,439 ล้านบาท เติบโต 24% YoY จากอัตรามาร์จิ้นที่เพิ่มขึ้นเป็นหลัก แม้รายได้รวมจะลดลงเล็กน้อยอยู่ที่ 18,840 ล้านบาท (-2.45% YoY) อัตรากำไรขั้นต้น (GP Margin) อยู่ที่ 16.35% ซึ่งสูงที่สุดในรอบหลายปี เนื่องจากต้นทุนวัตถุดิบอาหารสัตว์ (โดยเฉพาะกากถั่วเหลืองนำเข้า) ลดลงอย่างมากในปีที่ผ่านมา สัดส่วนรายได้ธุรกิจอาหาร (Food) 48%, ฟาร์ม (Farm) 35%, และอาหารสัตว์ (Feed) 17% โดยมีการส่งออกโดยตรง 23% ซึ่งส่วนใหญ่เป็นเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐ (ประมาณ 20% ของรายได้รวม)

### Forecasts and ratios

| Year Ended December 31       | 2023   | 2024   | 2025   | 2026E  | 2027E  |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Sales (THBm)                 | 18,963 | 19,314 | 18,840 | 19,174 | 19,706 |
| EBITDA (THBm)                | 3,240  | 3,959  | 4,536  | 4,690  | 4,901  |
| Net profit (THBm)            | 1,377  | 1,974  | 2,439  | 2,353  | 2,430  |
| Net Profit (% chg from prev) | 0 %    | 0 %    | 0 %    | 0 %    | 0 %    |
| EPS (THB)                    | 1.10   | 1.57   | 1.95   | 1.88   | 1.94   |
| EPS (% YoY)                  | -32.7  | 43.4   | 23.6   | -3.5   | 3.3    |
| EPS vs Cons (%)              | nm     | nm     | nm     | nm     | nm     |
| PER (X)                      | 10.5   | 7.6    | 4.9    | 5.3    | 5.2    |
| Yield (%)                    | 2.2    | 3.1    | 3.9    | 3.8    | 3.9    |
| P/BV (X)                     | 0.7    | 0.6    | 0.6    | 0.5    | 0.5    |
| EV/EBITDA (X)                | 4.3    | 3.4    | 1.9    | 1.7    | 1.3    |
| ROE (%)                      | 8.1    | 10.7   | 11.9   | 10.5   | 10.0   |

Source: Company data, TISCO estimates

### แนวโน้มและเป้าหมายปี 2026, บริษัทตั้งเป้ารายได้เติบโต 2-3%

บริษัทมองว่าตลาดอังกฤษและยุโรปจะช่วยหนุนเนื่องจากสต็อกค่าเริ่มลดลง GP Margin คาดว่าจะอ่อนตัวลงมาอยู่ที่ 15-16% จากแรงกดดันด้านต้นทุนวัตถุดิบที่เพิ่มขึ้น ต้นทุนการเลี้ยง ม.ค.-ก.พ. ต้นทุนปรับขึ้นมาที่ 38.5-39 บาทต่อกิโลกรัม สูงกว่าปีก่อนประมาณ 1 บาท เนื่องจากราคาวัตถุดิบกากถั่วเหลืองนำเข้าเริ่มปรับสูงขึ้นใน ม.ค.-ก.พ. บางช่วงแตะ 16 บาทกว่าๆ ซึ่งเป็นปัจจัยกดดันต้นทุน ยังทรงตัวในระดับสูงที่ 19.5 บาทต่อตัว เนื่องจากความต้องการในอุตสาหกรรมการส่งออกภาพรวมยังดีอยู่ ค่าเงินบาทอยู่ในทิศทางแข็งค่าที่ระดับ 31 บาท (+/-) ส่งผลกระทบต่อรายได้ แต่บริษัทมี Natural Hedge จากการนำเข้าวัตถุดิบและสัญญาล่วงหน้า

**โครงการในอนาคต** โรงเชือดไก่ใหม่มีแผนการก่อสร้างคืบหน้า บริษัทกำลังติดตั้งเครื่องจักร คาดว่าจะ Test Run ใน 4Q26 และเริ่ม Commercial Run ใน 1Q27 โดยจะเริ่มเดินเครื่องที่ 50,000 ตัว/วัน (จากเป้า 150,000 ตัว/วัน) ซึ่งในช่วงแรกจะยังไม่ถึงจุดคุ้มทุน (Break-even ต้องใช้กำลังผลิต 60-70%) และโรงงานแปรรูป (Downstream) จะเริ่มสร้างหลังโรงเชือดเสร็จ คาดว่าเริ่มผลิตได้ในช่วง 1Q29 สำหรับเหตุไฟไหม้โรงฟักไข่ของบริษัทในเครือ (GP Breeding) เสียหายประมาณ 54 ล้านบาท แต่มีประกันคุ้มครองและไม่กระทบต่อกำลังการผลิตรวมของกลุ่มบริษัท

### เรายังคงประมาณการกำไรปี 2026F: ฐานกำไรแข็งแกร่งขึ้น

แนวโน้มผลประกอบการ 1Q26F คาดปริมาณการส่งออกและยอดขายอ่อนตัวลงจากช่วง Low Season โดยปกติไตรมาส 1 จะเป็นช่วงนอกฤดูกาลท่องเที่ยวของธุรกิจ ปริมาณส่งออกจะอยู่ที่ 7,800 -8,000 ตัน ไกลเคียง Q3-Q4 ปีที่ผ่านมา อัตรากำไรขั้นต้น (GP Margin) คาดว่าจะอยู่ในรอบ 15-16% และสูงกว่า 4Q25 ที่อยู่ราว 14%

เราคงประมาณการกำไร 2026F กำไรสุทธิ 2.35 พันล้านบาท (-4% YoY) จากอัตรามาร์จิ้นที่กลับสู่ระดับปกติ และการรับรู้กำไรบริษัทร่วมทุนที่ลดลงจากการไม่มีรายการพิเศษ FX เหมือนปี 2025F (McKey รว 40 ล้านบาท) ภายใต้สมมติฐาน ราคาไก่เฉลี่ย 39.5 บาท/กก., ส่งออกทั้งปี ~34,000 ตัน (+4% YoY) จากฐานสูงในญี่ปุ่นและยุโรป และ ต้นทุนถั่วเหลือง/ข้าวโพดทรงตัว ทำให้อัตรามาร์จิ้นเฉลี่ยทั้งปีลดลงแต่กลับสู่ระดับปกติ อย่างไรก็ตามโครงสร้างกำไรยังแข็งแกร่งจากวินัยการควบคุมต้นทุนและการบริหารพอร์ตสินค้า

### ยังคงคำแนะนำ ชื้อ Valuation ยังมีอับไซด์ พร้อมรับการฟื้นตัว

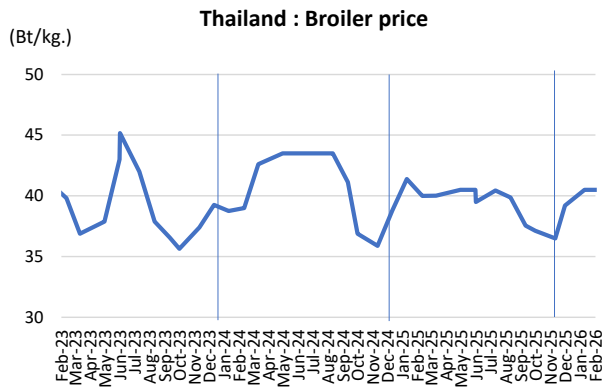
คงคำแนะนำ “ซื้อ” จาก Valuation ที่ยังต่ำกว่าพื้นฐาน: PER26F ~5.3x, อิงราคาเป้าหมาย ปี 2026 = 12.00 บาท (PER forward 3Y avg 6.4x) พร้อม Dividend Yield ~3.8% ช่วยเพิ่มโอกาสผลตอบแทนรวมใน 12 เดือนข้างหน้า มองผ่านจุดต่ำใน 4Q25 ไปยังการฟื้นตัวของราคาปศุสัตว์และต้นทุนอาหารสัตว์ที่อยู่ในกรอบต่ำ ซึ่งเป็นแรงหนุนรักษารฐานกำไรได้ในปี 2026 ความเสี่ยงหลัก: ความผันผวนของราคาไก่และต้นทุนวัตถุดิบ, ความผันผวนอัตราแลกเปลี่ยน, โรคระบาดในปศุสัตว์

Figure 1. 4Q25 Earnings Result

| Bt,m                            | 4Q25        | 4Q24        | YoY        | 1Q25        | 2Q25        | 3Q25        | QoQ         | 2025         | 2024         | YoY        |
|---------------------------------|-------------|-------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|------------|
| Sale revenue                    | 4,570       | 4,898       | -7%        | 4,649       | 4,881       | 4,740       | -4%         | 18,840       | 19,314       | -2%        |
| Cost of sales and services      | 3,899       | 4,271       | -9%        | 3,997       | 4,065       | 3,778       | 3%          | 15,759       | 16,645       | -5%        |
| S&A Expenses                    | 411         | 404         | 2%         | 364         | 344         | 350         | 17%         | 1,469        | 1,570        | -6%        |
| EBITDA                          | 970         | 867         | 12%        | 1,136       | 1,197       | 1,247       | -22%        | 4,536        | 3,959        | 15%        |
| EBIT                            | 533         | 422         | 26%        | 691         | 761         | 817         | -35%        | 2,803        | 2,276        | 23%        |
| Profit and loss from Associated | 194         | 119         | 64%        | 322         | 197         | 113         | 72%         | 825          | 834          | -1%        |
| Interest expense                | 24          | 28          | -12%       | 27          | 26          | 25          | -2%         | 102          | 119          | -14%       |
| Net Profit before Tax           | 509         | 395         | 29%        | 664         | 735         | 792         | -36%        | 2,701        | 2,157        | 25%        |
| Net Profit before M.I.          | 444         | 315         | 41%        | 630         | 666         | 715         | -38%        | 2,456        | 1,891        | 30%        |
| <b>Net Profit Bef Extra</b>     | <b>440</b>  | <b>311</b>  | <b>41%</b> | <b>628</b>  | <b>664</b>  | <b>710</b>  | <b>-38%</b> | <b>2,441</b> | <b>1,877</b> | <b>30%</b> |
| <b>Net Profit (Loss)</b>        | <b>445</b>  | <b>383</b>  | <b>16%</b> | <b>638</b>  | <b>642</b>  | <b>715</b>  | <b>-38%</b> | <b>2,439</b> | <b>1,974</b> | <b>24%</b> |
| <b>EPS (Bt)</b>                 | <b>0.35</b> | <b>0.31</b> | <b>16%</b> | <b>0.51</b> | <b>0.51</b> | <b>0.57</b> | <b>-38%</b> | <b>1.95</b>  | <b>1.57</b>  | <b>24%</b> |
| Gross margin                    | 14.7%       | 12.8%       | 1.9%       | 14.0%       | 16.7%       | 20.3%       | -5.6%       | 16.4%        | 13.8%        | 2.5%       |
| SG&A to sale                    | 9.0%        | 8.2%        | 0.7%       | 7.8%        | 7.0%        | 7.4%        | 1.6%        | 7.8%         | 8.1%         | -0.3%      |
| EBITDA margin                   | 21.2%       | 17.7%       | 3.5%       | 24.4%       | 24.5%       | 26.3%       | -5.1%       | 24.1%        | 20.5%        | 3.6%       |
| Net margin                      | 9.7%        | 7.8%        | 1.9%       | 13.7%       | 13.2%       | 15.1%       | -5.3%       | 12.9%        | 10.2%        | 2.7%       |

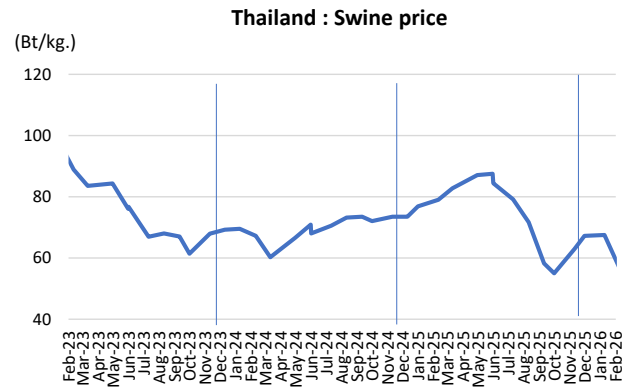
Source: TISCO Research

**Figure 2. ราคาตลาดไก่เนื้อหน้าฟาร์ม**



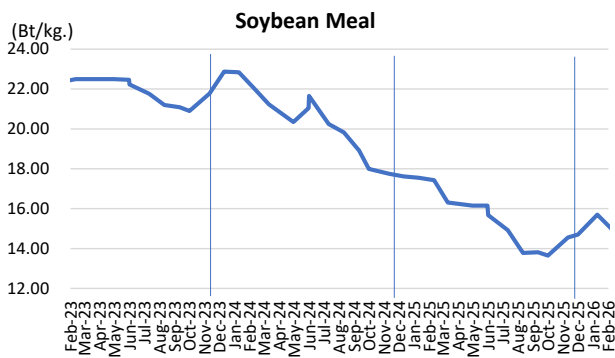
Source: Department of Internal Trade (DIT), TISCO Research

**Figure 3. ราคาตลาดสุกร**



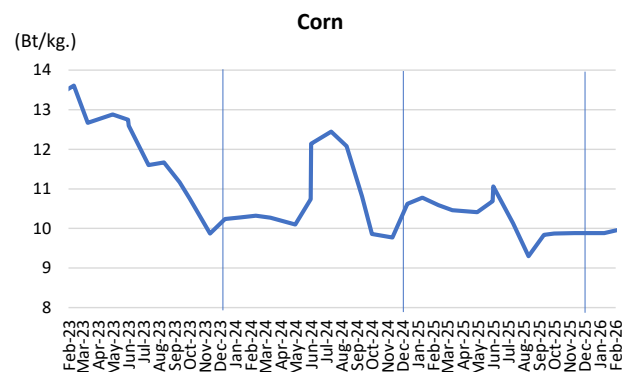
Source: Department of Internal Trade (DIT), TISCO Research

**Figure 4. ราคากากถั่วเหลือง**



Source: Department of Internal Trade (DIT), TISCO Research

**Figure 5. ราคาข้าวโพดอาหารสัตว์**



Source: Department of Internal Trade (DIT), TISCO Research

19 February 2026

## Company Note

Rating

**HOLD**

(Downgraded from Buy)

Company

**ICHI**

Bloomberg

ICHI TB

SET

ICHI

Exchange

SET

Sector

Food & Beverage

## ประกาศกำไรสุทธิปี 2025 ทรงตัว, แต่กำไรหลักลดลงหากไม่รวมเครดิตภาษี

**12mth price target (THB) 15.40**

|                            |           |
|----------------------------|-----------|
| Current price (19/02/2026) | 15.10     |
| Upside/Downside            | 1.99%     |
| CG rating                  | 5         |
| ESG rating                 | n/a       |
| Thai CAC                   | Certified |

### Share summary

|                        |          |       |
|------------------------|----------|-------|
| Issue shares :         | (m shrs) | 1,300 |
| Market capitalization: | (THB bn) | 19.6  |
|                        | (USD bn) | 0.6   |
| Avg. Daily Turnover:   | (THBm)   | 63    |
|                        | (USDm)   | 2     |
| Foreign Limit/Actual   | (%)      | 49/4  |
| Free Float:            | (%)      | 53    |
| NVDR:                  | (%)      | 3     |

### Share price / rel. to SET



Source: Bloomberg Finance LP

| Performance (%) | 1m   | 3m   | 12m  |
|-----------------|------|------|------|
| ICHI            | 11.0 | 20.8 | 11.0 |
| SET             | 16.4 | 17.4 | 18.4 |

### Major Shareholders

|                       | %     |
|-----------------------|-------|
| Passakornnatee Family | 41.60 |
| Thai NVDR             | 2.85  |
| Thiti Jiranonkan      | 2.69  |

Source: SET

Anchalina Charoenpit

ID: 045566

(66) 2633 6478

anchalinc@tisco.co.th

กำไร 4Q25 เป็นไปตามคาด แต่กำไรหลักต่ำกว่าที่คาดไว้จากการเครดิตภาษีคืน

ICHI ประกาศกำไรสุทธิ 4Q25 อยู่ที่ 317 ล้านบาท (+54% YoY, -12% QoQ) โดยกำไรสุทธิที่เพิ่มขึ้น YoY หลักๆ มาจากค่าใช้จ่ายภาษีได้รับเครดิตคืนจากการได้สิทธิประโยชน์จาก BOI โดยหากพิจารณากำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี (EBIT) จะลดลง -23% YoY, -39% QoQ, รายได้ 4Q25 ลดลงทั้งในประเทศและการส่งออก โดยการส่งออกลดลงมาจากธุรกิจรับจ้าง OEM ลดลงจากช่วงปลายปี อัตราทำกำไรลดลงตามกำลังการผลิตที่ลดลงอยู่ที่ 68% และค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายเพิ่มขึ้นจากค่าใช้จ่ายพนักงานช่วงปลายปีที่เพิ่มขึ้น และค่าใช้จ่ายตามมาตรการส่งเสริมการลงทุนเพื่อพัฒนาชุมชนและสังคมจากการบริจาคเครื่องมือแพทย์

สำหรับกำไรปี 2025 อยู่ที่ 1,328 ล้านบาท +2% YoY โดยในไตรมาสที่บริษัทได้เครดิตภาษีคืนจาก BOI จากการบริจาคเครื่องมือแพทย์ ทำให้กำไรลดลง 229 ล้านบาท โดยหากพิจารณากำไรก่อนภาษีและดอกเบี้ย (EBIT) จะลดลง -12% YoY ต่ำกว่าที่เราคาดไว้ บริษัทมีรายได้จากการขายรวม 8,086 ล้านบาท ลดลง 5.9% YoY สาเหตุหลักมาจากการยอดขายในประเทศที่ลดลง 8.6% เนื่องจากปัญหาเศรษฐกิจภายในประเทศและฤดูร้อนปีนี้ที่ระยะเวลาสั้นกว่าปกติ แต่ยอดขายต่างประเทศกลับเติบโตเพิ่มขึ้น 37% เนื่องจากมีรายได้จากการรับจ้างผลิตสินค้า (OEM) เพื่อส่งออกที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง อัตราทำกำไรลดลงตามกำลังการผลิตที่ลดลง ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายเพิ่มขึ้นจากการทำการตลาดและค่าใช้จ่ายตามมาตรการส่งเสริมการลงทุนเพื่อพัฒนาชุมชนและสังคมจากการบริจาคเครื่องมือแพทย์

บริษัทประกาศจ่ายเงินปันผลสำหรับผลประกอบการปี 2025 ที่ 1.15 บาท คิดเป็น dividend payout ratio 113% โดยจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลแล้ว 0.55 บาท และคงเหลืองวดครึ่งปีหลัง 0.6 บาท (XD 9/3/25)

**คาดผลประกอบการเพิ่มขึ้นต่อเนื่องในปี 2026F จากกลยุทธ์ทำการตลาด**

เราคาดการณ์ปี 2026F เติบโต 8% จากการคาดการณ์แบบอนุรักษ์นิยมต่ำกว่าเป้าหมายของบริษัท เราคาดว่ากำไรสุทธิปี 2026F เติบโต 10% YoY จากการออกสินค้าใหม่ การทำการตลาดต่อเนื่อง และการขยายตลาดต่างประเทศ รวมถึงธุรกิจ OEM ที่ยังเติบโตจากการเจรจากับลูกค้าใหม่ คาดอัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้นเล็กน้อย YoY จากกำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นตามยอดขาย และคาดว่าค่าใช้จ่ายใกล้เคียงปีที่ผ่านมาจากการควบคุมค่าใช้จ่ายที่มีประสิทธิภาพของบริษัท

**เราเปลี่ยนคำแนะนำเป็น “ถือ” จาก “ซื้อ”**

เราเปลี่ยนคำแนะนำเป็น “ถือ” เพื่อรอรับเงินปันผล จาก “ซื้อ” เนื่องจากราคาหุ้นปัจจุบันได้ปรับเพิ่มขึ้นมาถึงระดับใกล้เคียงกับเป้าหมายของเราแล้วไม่มี upside เรายังมีมุมมองเชิงบวกต่อ ICHI จากโมเมนตัมสินค้าใหม่ กลยุทธ์ช่องทางที่แข็งแกร่ง นอกจากนี้โครงสร้างงบการเงินที่แข็งแกร่ง และมีแนวโน้มจ่ายปันผลในระดับสูง ราคาเป้าหมายอยู่ที่ 15.4 บาทอิง PER Forward เฉลี่ย 3 ปีที่ 14X ขณะที่ปันผลคาดการณ์ปี 2026F สูงถึงราว 8% ความเสี่ยง 1) การแข่งขันที่สูงขึ้น 2) ต้นทุนวัตถุดิบที่ผันผวน

### Forecasts and ratios

| Year Ended December 31       | 2023  | 2024  | 2025  | 2026E | 2027E |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Sales (THBm)                 | 8,050 | 8,594 | 8,086 | 8,918 | 9,593 |
| EBITDA (THBm)                | 1,946 | 2,281 | 2,102 | 2,378 | 2,534 |
| Net profit (THBm)            | 1,100 | 1,306 | 1,328 | 1,429 | 1,537 |
| Net Profit (% chg from prev) | 0 %   | 0 %   | 0 %   | 0 %   | 0 %   |
| EPS (THB)                    | 0.85  | 1.00  | 1.02  | 1.10  | 1.18  |
| EPS (% YoY)                  | 71.4  | 18.8  | 1.6   | 7.6   | 7.6   |
| EPS vs Cons (%)              | nm    | nm    | nm    | nm    | nm    |
| PER (X)                      | 16.7  | 16.3  | 11.8  | 13.7  | 12.8  |
| Yield (%)                    | 6.6   | 7.3   | 7.4   | 8.0   | 8.6   |
| P/BV (X)                     | 3.4   | 3.4   | 3.5   | 3.6   | 3.7   |
| EV/EBITDA (X)                | 9.0   | 8.9   | 7.1   | 7.8   | 7.4   |
| ROE (%)                      | 18.3  | 22.6  | 23.4  | 25.6  | 28.2  |

Source: Company data, TISCO estimates

Figure 1. 4Q25 Earnings Result

| Bt,m                       | 4Q25  | 4Q24  | YoY   | 1Q25  | 2Q25  | 3Q25  | QoQ   | 2025  | 2024  | YoY   |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Sale revenue               | 1,942 | 2,008 | -3%   | 1,746 | 2,264 | 2,135 | -9%   | 8,086 | 8,594 | -6%   |
| - Domestic                 | 1,849 | 1,905 | -3%   | 1,630 | 1,959 | 1,962 | -6%   | 7400  | 8,094 | -9%   |
| - Export                   | 94    | 104   | -9%   | 115   | 305   | 173   | -46%  | 250   | 390   | -36%  |
| % Proportion               |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| % Domestic                 | 95%   | 95%   |       | 93%   | 87%   | 92%   |       | 92%   | 94%   |       |
| % Export                   | 5%    | 5%    |       | 7%    | 13%   | 8%    |       | 3%    | 5%    |       |
| Cost of sales and services | 1,485 | 1,513 | -2%   | 1,334 | 1,721 | 1,584 | -6%   | 6,124 | 6,382 | -4%   |
| S&A Expenses               | 210   | 165   | 27%   | 121   | 164   | 136   | 55%   | 630   | 588   | 7%    |
| EBITDA                     | 414   | 481   | -14%  | 450   | 657   | 581   | -29%  | 2,102 | 2,281 | -8%   |
| EBIT                       | 255   | 343   | -26%  | 299   | 507   | 425   | -40%  | 1,486 | 1,701 | -13%  |
| Interest expense           | 0     | 0     | 0%    | 0     | 0     | 0     | 53%   | 1     | 2     | -9%   |
| Net Profit before Tax      | 260   | 339   | -23%  | 305   | 507   | 428   | -39%  | 1,501 | 1,709 | -12%  |
| Net Profit before M.I.     | 317   | 206   | 54%   | 245   | 407   | 358   | -12%  | 1,328 | 1,306 | 2%    |
| Net Profit Bef Extra       | 317   | 206   | 54%   | 245   | 311   | 358   | -12%  | 1,232 | 1,276 | -4%   |
| Net Profit                 | 317   | 206   | 54%   | 245   | 407   | 358   | -12%  | 1,328 | 1,306 | 2%    |
| eps                        | 0.24  | 0.16  | 54%   | 0.19  | 0.31  | 0.28  | -12%  | 1.02  | 1.00  | 2%    |
| Gross margin               | 23.5% | 24.6% | -1.1% | 23.6% | 24.0% | 25.8% | -2.3% | 24.3% | 25.7% | -1.5% |
| SG&A to sale               | 10.8% | 8.2%  | 2.6%  | 6.9%  | 7.2%  | 6.4%  | 4.5%  | 7.8%  | 6.8%  | 0.9%  |
| EBITDA margin              | 21.3% | 23.9% | -2.6% | 25.8% | 29.0% | 27.2% | -5.9% | 26.0% | 26.5% | -0.5% |
| Net margin                 | 16.3% | 10.3% | 6.0%  | 14.0% | 18.0% | 16.8% | -0.5% | 16.4% | 15.2% | 1.2%  |

Source: TISCO Research

19 February 2026

## Company Note

Rating

**HOLD**

(Unchanged)

Company

**บมจ. ซาบิน่า**

Bloomberg

SABINA TB

SET

SABINA

Exchange

SET

Sector

Fashion

**กำไรสุทธิเป็นไปตามคาด ยอด OEM กลับมาเติบโตเด่นกว่าคาด**

**12mth price target (THB) 17.60**

Current price (19/02/2026) 17.40  
Upside/Downside 1.15%  
CG rating 5  
ESG rating n/a  
Thai CAC Certified

### Share summary

Issue shares : (m shrs) 347  
Market capitalization: (THB bn) 6.0  
(USD bn) 0.2  
Avg. Daily Turnover: (THBm) 6  
(USDm) 0  
Foreign Limit/Actual (%) 49/1  
Free Float: (%) 47  
NVDR: (%) 0

### Share price / rel. to SET



Source: Bloomberg Finance LP

| Performance (%) | 1m   | 3m   | 12m  |
|-----------------|------|------|------|
| SABINA          | 9.4  | 16.8 | -8.9 |
| SET             | 16.4 | 17.4 | 18.4 |

### Major Shareholders

|                            | %     |
|----------------------------|-------|
| Khun Viroj Thanalongkorn   | 46.46 |
| Khun Pitcha Thanalongkorn  | 3.02  |
| Khun Atchada Thanalongkorn | 3.02  |

Source: SET

Sontanawoot Ratchatrakul  
ID: 052388  
(66) 2633 6524  
sontanawoo@tisco.co.th

**กำไรสุทธิ 4Q25 เป็นไปตามคาด OEM กลับมาช่วยพยุงในประเทศที่ยังหดตัว**

SABINA รายงานกำไรสุทธิ 4Q25 อยู่ที่ 111 ล้านบาท (-2% YoY, +14% QoQ) เป็นไปตามที่เราและตลาดคาด โดยรายได้รวมอยู่ที่ 837 ล้านบาท หดตัว 6% YoY เพราะช่องทางหลัก Sabina brand ที่ยังหดตัวแรง 15% YoY เป็น 483 ล้านบาท อีกทั้งช่องทาง NSR ยังหดตัวลงเป็นมากขึ้นเป็น 11% YoY (จาก 5% YoY ใน 3Q25) เป็น 226 ล้านบาทจากกำลังซื้อของผู้บริโภคในประเทศที่อ่อนแอ ผลกระทบจากความไม่สงบทางชายแดนและการลดลงของช่องทาง TV Shopping ขณะที่ช่องทาง OEM พื้นตัวโดดเด่นกว่าคาดเป็น 129 ล้านบาทเติบโต 82% YoY และ 105% QoQ ดีขึ้นต่อเนื่องเป็นไตรมาสที่ 3 ติดต่อกันจากอานิสงส์จากมาตรการภาษีของสหรัฐฯ ส่งผลให้ OPM ปรับเพิ่มขึ้นเป็น 16.4% จาก 16.0% ใน 4Q24 จากช่องทาง OEM ที่มีอัตรากำไรสูงกว่าและความสามารถในการควบคุมต้นทุนที่ดี ภาพรวมผลประกอบการปี 2025 หดตัว 12% YoY เป็น 410 ล้านบาทจากรายได้ที่ลดลง 7% YoY เป็น 3,566 ล้านบาท แม้แนวโน้มรายได้ที่คาดกลับมาเติบโตเล็กน้อยที่ 3% YoY ในปี 2026F จาก OEM ที่มีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้น แต่ยังไม่เพียงพอที่จะสร้างการเติบโตของกำไรสุทธิชัดเจนของช่องทางหลักอย่าง Sabina brand ได้ เราจึงคงคำแนะนำเพียง "ถือ" ด้วยราคาเป้าหมายเดิมที่ 17.6 บาท โดย SABINA ยังประกาศจ่ายเงินปันผล 2H25 จำนวน 0.60 บาท/หุ้น XD วันที่ 30 เม.ย 26 รวมกับปันผลระหว่างที่จ่ายไปแล้ว 0.58 บาท/หุ้น ซึ่งยังคงเป็น Payout ratio ที่ 100% คงเดิม

**แนวโน้ม 1Q26F คาดฟื้นตัว YoY และ QoQ จาก OEM เป็นหลัก**

เราคาดผลประกอบการ 1Q26F มีโอกาสฟื้นตัวทั้ง YoY และ QoQ จาก 1) สภาวะเศรษฐกิจในประเทศที่มีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นก่อนการเลือกตั้งรวมถึงจำนวนนักท่องเที่ยวที่เริ่มกลับมาเติบโต YoY 2) คาดช่องทาง OEM เติบโตต่อเนื่องจากลูกค้ากลุ่มยุโรปที่กลับมาไม่เมตต์คำสั่งซื้อที่แข็งแกร่งหลังความสำเร็จในการพัฒนากระบวนการผลิตด้านสิ่งแวดล้อมจนได้รับมาตรฐาน HIGG รวมถึงอุปสงค์ที่ทยอยย้ายมาจากประเทศจีน ภาพรวมปี 2026F เราคาดรายได้กลับมาเติบโต 3% YoY เป็น 3,430 ล้านบาท จาก OEM ที่เป็นฐานต่ำในปีก่อนช่วยชดเชยช่องทาง Sabina brand และ NSR ที่ยังถูกกดดันจากภาวะเศรษฐกิจในประเทศที่ยังเปราะบาง

**ประเมินมูลค่าที่เหมาะสม 17.6 บาท คงคำแนะนำ "ถือ"**

เราประเมินมูลค่าที่เหมาะสมปี 2026F ที่ 17.6 บาท โดยใช้ P/E ที่ 13.8x -2.0 Sd เพื่อสะท้อนการเติบโตของ EPS ที่ 3-5% YoY ในปี 2026-27F โดยมีความน่าสนใจจากเงินปันผลสูงที่ยังคาดสูงราว 7% ต่อปีจากการจ่าย Payout ratio 100% ปัจจัยเสี่ยงมาจากการฟื้นตัวของรายได้ อัตราการขึ้นต้นและการควบคุมค่าใช้จ่ายที่แยกกว่าคาด

### Forecasts and ratios

| Year Ended December 31       | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Sales (THBm)                 | 3,431 | 3,566 | 3,326 | 3,430 | 3,518 |
| EBITDA (THBm)                | 626   | 626   | 547   | 596   | 630   |
| Net profit (THBm)            | 463   | 464   | 410   | 424   | 446   |
| Net Profit (% chg from prev) | 0 %   | 0 %   | 0 %   | 0 %   | 0 %   |
| EPS (THB)                    | 1.33  | 1.33  | 1.18  | 1.22  | 1.28  |
| EPS (% YoY)                  | 10.9  | 0.4   | -11.6 | 3.3   | 5.2   |
| EPS vs Cons (%)              | nm    | nm    | nm    | nm    | nm    |
| PER (X)                      | 19.7  | 17.8  | 14.8  | 14.3  | 13.6  |
| Yield (%)                    | 7.6   | 7.7   | 6.8   | 7.0   | 7.4   |
| P/BV (X)                     | 3.2   | 3.3   | 3.3   | 3.3   | 3.3   |
| EV/EBITDA (X)                | 14.5  | 13.1  | 10.3  | 9.7   | 9.3   |
| ROE (%)                      | 24.8  | 25.1  | 22.4  | 23.1  | 24.2  |

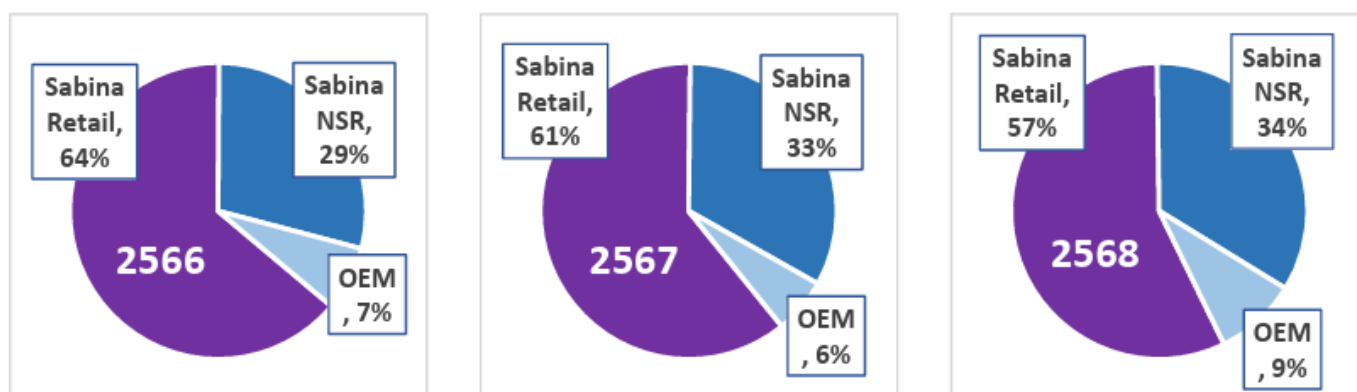
Source: Company data, TISCO estimates

Figure 1. Earnings preview 4Q25

| Consolidated Quarterly Results (Btm) | 4Q25        | 4Q24        | % YoY        | 3Q25        | % Q    |
|--------------------------------------|-------------|-------------|--------------|-------------|--------|
| Sale and Service Revenue             | 837         | 894         | (6.3)        | 802         |        |
| Core Expenses                        | 385         | 446         | (13.6)       | 383         |        |
| <b>Gross Profit</b>                  | <b>453</b>  | <b>448</b>  | <b>1.0</b>   | <b>419</b>  |        |
| SG&A                                 | 319         | 307         | 4.0          | 300         |        |
| <b>EBIT</b>                          | <b>137</b>  | <b>143</b>  | <b>(3.7)</b> | <b>121</b>  |        |
| <b>EBITDA</b>                        | <b>146</b>  | <b>151</b>  | <b>(3.5)</b> | <b>130</b>  |        |
| Interest expenses                    | 1           | 2           | (74.1)       | 1           | (13.6) |
| <b>Net Profit before Tax</b>         | <b>137</b>  | <b>140</b>  | <b>(2.5)</b> | <b>120</b>  |        |
| Income tax expenses                  | 26          | 27          | (2.2)        | 24          |        |
| <b>Net profit</b>                    | <b>111</b>  | <b>113</b>  | <b>(2.3)</b> | <b>97</b>   |        |
| <b>EPS (Bt)</b>                      | <b>0.32</b> | <b>0.33</b> | <b>(2.3)</b> | <b>0.28</b> |        |
| Gross Margin (%)                     | 54.0        | 50.2        |              | 52.2        |        |
| EBITDA Margin (%)                    | 17.4        | 16.9        |              | 16.2        |        |
| Operating Margin (%)                 | 16.4        | 16.0        |              | 15.1        |        |
| Net Profit Margin (%)                | 13.2        | 12.7        |              | 12.0        |        |
| SG&A expenses to sales ratio (%)     | 38.1        | 34.3        |              | 37.5        |        |
| <b>Revenue Breakdown (m,Bt)</b>      | <b>838</b>  | <b>894</b>  | <b>(6.3)</b> | <b>802</b>  |        |
| Sabina Brand                         | 483         | 570         | (15.4)       | 432         |        |
| NSR                                  | 226         | 253         | (10.5)       | 308         | (26.4) |
| OEM                                  | 129         | 71          | 82.2         | 63          | 105.6  |

Source: Company data

Figure 2. Revenue breakdown



Source: Company data

19 February 2026

## Company Note

Rating

**HOLD**

(HOLD Change from BUY)

Company

## Thai Union Group

Bloomberg  
TU TB

SET  
TU

Exchange  
SET

Sector  
Food & Beverage

บริษัทตั้งเป้าหมายรายได้เติบโต 3-4%

**12mth price target (THB) 14.00 Change from 15.30**

|                            |           |
|----------------------------|-----------|
| Current price (19/02/2026) | 12.70     |
| Upside/Downside            | 10.24%    |
| CG rating                  | 5         |
| ESG rating                 | n/a       |
| Thai CAC                   | Certified |

### Share summary

|                        |          |       |
|------------------------|----------|-------|
| Issue shares :         | (m shrs) | 4,255 |
| Market capitalization: | (THB bn) | 54.0  |
|                        | (USD bn) | 1.7   |
| Avg. Daily Turnover:   | (THBm)   | 201   |
|                        | (USDm)   | 6     |
| Foreign Limit/Actual   | (%)      | 45/22 |
| Free Float:            | (%)      | 61    |
| NVDR:                  | (%)      | 8     |

### Share price / rel. to SET



Source: Bloomberg Finance LP

| Performance (%) | 1m   | 3m   | 12m  |
|-----------------|------|------|------|
| TU              | 0.8  | -5.9 | 5.8  |
| SET             | 16.4 | 17.4 | 18.4 |

### Major Shareholders

|                     | %    |
|---------------------|------|
| Thai NVDR           | 9.16 |
| Thai Union Group    | 7.26 |
| Thiraphong Chansiri | 5.94 |

Source: SET

Anchalín Charoenpit  
ID: 045566  
(66) 2633 6478  
anchalinc@tisco.co.th

### ประกาศกำไร 4Q25 ลดลง YoY และ QoQ

กำไรสุทธิ 4Q25 อยู่ที่ 1,013 ล้านบาท (-16% YoY และ -22% QoQ) โดยการอ่อนตัวของกำไรหลักมาจากแรงกดดันด้านอัตรากำไรจากธุรกิจ Ambient และ Pet Care รวมถึงผลกระทบเชิงลบจากค่าเงินบาทแข็งค่า แม้ว่ายอดขายเชิงปริมาณ (Organic growth) จะทำสถิติสูงสุดรายไตรมาสก็ตาม ในด้านรายได้ ทรงตัว YoY ในรูปเงินบาท โดยธุรกิจ Ambient ยอดขายลดลง YoY จากการเติบโตในตลาดยุโรปที่ถูกชดเชยด้วยความต้องการที่ลดลงในตลาดสหรัฐฯ ขณะที่ธุรกิจ Frozen เพิ่มขึ้น 3% YoY และ Pet Care เพิ่มขึ้นเล็กน้อย 1% YoY จากสินค้าแบรนด์แข่งในสหรัฐฯ (โดยเฉพาะกุ้ง) และการเติบโตของธุรกิจอาหารสัตว์ภายใต้ TFM รวมถึงตลาด Pet Care ความต้องการในตลาดสหรัฐฯ ยังเติบโต เป็นหลัก

- ด้านอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) 4Q25 ลดลง จากแรงกดดันด้านภาษีสรรพสามิตสหรัฐฯ ที่ยังไม่สามารถปรับราคาขายชดเชยได้เต็มที่ สัดส่วนสินค้าพรีเมียมที่ลดลง และราคาทุนที่ปรับเพิ่มขึ้นเฉลี่ยอยู่ที่ US\$1,573 ต่อตัน (+3% YoY) อย่างไรก็ตาม ธุรกิจ Frozen ยังคงมีอัตรากำไรสูงกว่าช่วงเป้าหมาย 10-12% จากการปรับราคาขึ้นรองรับภาษีสหรัฐฯ ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารลดลง 1% YoY เนื่องจากค่าใช้จ่ายในการ transformation ที่ลดลง แต่ถูกชดเชยบางส่วนจากค่าใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้นจากภาษีสรรพสามิต ในธุรกิจอาหารทะเลแช่แข็ง การใช้มาตรการ Delivered Duty Paid (DDP) ทำให้ผู้ขายรับภาระภาษีและค่าขนส่ง โดยสัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายอยู่ที่ 14% ซึ่งอยู่ในกรอบเป้าหมายที่ตั้งไว้ที่ 13.5-14.0%

- กำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนอยู่ที่ 91 ล้านบาท ลดลง 22.9% YoY รายได้อื่นลดลง 28.0% อยู่ที่ 170 ล้านบาท สาเหตุหลักมาจากรายได้ดอกเบี้ยที่ลดลงจากบริษัท ไอ-เทล ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมและกิจการร่วมค้าเพิ่มขึ้นเป็น 179 ล้านบาท เทียบกับ 157 ล้านบาทใน 4Q24 โดยมีสาเหตุหลักจากผลประกอบการที่ดีขึ้นของ Avanti Group

บริษัทประกาศจ่ายเงินปันผลจากผลประกอบการปี 2025 ที่ 0.70 บาท คิดเป็น Dividend payout ratio 58% โดยจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลไปแล้ว 0.35 บาท และยังคงเหลือ 0.35 บาท (XD 2/3/26)

### Forecasts and ratios

| Year Ended December 31       | 2023    | 2024    | 2025    | 2026E   | 2027E   |
|------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Sales (THBm)                 | 136,153 | 138,433 | 132,719 | 137,280 | 142,917 |
| EBITDA (THBm)                | 12,561  | 13,324  | 11,929  | 13,260  | 13,592  |
| Net profit (THBm)            | 5,232   | 4,985   | 4,609   | 4,677   | 4,996   |
| Net Profit (% chg from prev) | 0 %     | 0 %     | 5 %     | -7 %    | -12 %   |
| EPS (THB)                    | 1.12    | 1.07    | 0.99    | 1.00    | 1.07    |
| EPS (% YoY)                  | -24.9   | -4.7    | -7.5    | 1.5     | 6.8     |
| EPS vs Cons (%)              | nm      | nm      | nm      | nm      | nm      |
| PER (X)                      | 12.8    | 13.8    | 11.8    | 12.6    | 11.8    |
| Yield (%)                    | 4.3     | 4.7     | 4.4     | 4.4     | 4.7     |
| P/BV (X)                     | 0.7     | 1.2     | 1.3     | 1.3     | 1.2     |
| EV/EBITDA (X)                | 5.2     | 5.0     | 4.4     | 4.3     | 4.1     |
| ROE (%)                      | 10.4    | 12.5    | 12.2    | 12.5    | 12.6    |

Source: Company data, TISCO estimates

### ผลประกอบการปี 2025 กำไรลดลง

สำหรับปี 2025 กำไรสุทธิอยู่ที่ 4.6 พันล้านบาท (-8% YoY) ยอดขายลดลง 4.1% YoY ส่วนใหญ่เกิดจากผลกระทบของอัตราแลกเปลี่ยนที่ลดลง 3.0% เมื่อเทียบกับปีก่อน แม้ว่ายอดขายจะหดตัว แต่บริษัทสามารถเพิ่มอัตรากำไรขั้นต้นเป็นระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 18.9% จากผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่งในธุรกิจอาหารทะเลแปรรูป, อาหารทะเลแช่แข็ง, และอาหารสัตว์ โดยปริมาณขายเพิ่มขึ้น 2.5% จากปีก่อน ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเพิ่มขึ้นเล็กน้อย 3.1% จากปีก่อน เนื่องจากค่าใช้จ่ายจากมาตรการภาษีนำเข้าสหรัฐอเมริกา และค่าใช้จ่ายจากโครงการ transformation ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมและกิจการร่วมค้าเพิ่มขึ้น 11.8% จากปีก่อน โดยได้รับผลดีจากการปรับตัวของ Avanti Group ต้นทุนทางการเงินลดลง 4.6% จากปีก่อนจากการรีไฟแนนซ์ด้วยอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำกว่า

Figure 1. 4Q25 Earnings Result

| Bt,m                                  | 4Q25          | 4Q24          | YoY         | 1Q25          | 2Q25          | 3Q25          | QoQ         | 2025           | 2024           | YoY         |
|---------------------------------------|---------------|---------------|-------------|---------------|---------------|---------------|-------------|----------------|----------------|-------------|
| <b>Sale revenue</b>                   | <b>35,039</b> | <b>35,090</b> | <b>0%</b>   | <b>29,789</b> | <b>33,389</b> | <b>34,501</b> | <b>2%</b>   | <b>132,719</b> | <b>138,433</b> | <b>-4%</b>  |
| - Ambient seafood                     | 15,672        | 15,960        | -2%         | 14,762        | 16,597        | 17,247        | -9%         | 64,278         | 68,412         | -6%         |
| - Frozen, chilled seafood and related | 12,340        | 11,930        | 3%          | 8,441         | 10,034        | 10,334        | 19%         | 41,149         | 42,226         | -3%         |
| - PetCare                             | 4,690         | 4,626         | 1%          | 4,174         | 4,387         | 4,624         | 1%          | 17,876         | 17,389         | 3%          |
| - Value added and others              | 2,337         | 2,575         | -9%         | 2,412         | 2,371         | 2,296         | 2%          | 9,415          | 10,406         | -10%        |
| <b>Revenue Contribution</b>           |               |               |             |               |               |               |             |                |                |             |
| - Ambient seafood                     | 45%           | 45%           | -1%         | 50%           | 50%           | 50%           | -5%         | 48%            | 49%            | -1%         |
| - Frozen, chilled seafood             | 35%           | 34%           | 1%          | 28%           | 30%           | 30%           | 5%          | 31%            | 31%            | 1%          |
| - PetCare                             | 13%           | 13%           | 0%          | 14%           | 13%           | 13%           | 0%          | 13%            | 13%            | 1%          |
| - Value added and others              | 7%            | 7%            | -1%         | 8%            | 7%            | 7%            | 0%          | 7%             | 8%             | 0%          |
| Cost of sales and services            | 28,630        | 28,537        | 0%          | 24,177        | 26,822        | 27,953        | 2%          | 107,582        | 112,809        | -5%         |
| S&A Expenses                          | 4,914         | 4,964         | -1%         | 4,710         | 4,658         | 4,755         | 3%          | 19,037         | 18,457         | 3%          |
| Operating Profit                      | 1,495         | 1,590         | -6%         | 901           | 1,909         | 1,794         | -17%        | 6,099          | 7,167          | -15%        |
| Share of profits of associate         | 179           | 157           | 14%         | 291           | 158           | 234           | -24%        | 862            | 771            | n.a.        |
| EBITDA                                | 2,900         | 3,107         | -7%         | 2,405         | 3,280         | 3,325         | -13%        | 11,929         | 13,324         | -10%        |
| EBT                                   | 1,218         | 1,384         | -12%        | 783           | 1,658         | 1,677         | -27%        | 5,336          | 6,467          | -17%        |
| Interest expense                      | 612           | 598           | 2%          | 585           | 586           | 595           | 3%          | 2,379          | 2,492          | -5%         |
| <b>Core Profit</b>                    | <b>909</b>    | <b>1,094</b>  | <b>-17%</b> | <b>994</b>    | <b>1,205</b>  | <b>1,209</b>  | <b>-25%</b> | <b>4,316</b>   | <b>4,948</b>   | <b>-13%</b> |
| <b>Net Profit</b>                     | <b>1,013</b>  | <b>1,213</b>  | <b>-16%</b> | <b>1,019</b>  | <b>1,273</b>  | <b>1,304</b>  | <b>-22%</b> | <b>4,609</b>   | <b>4,985</b>   | <b>-8%</b>  |
| Gross margin                          | 18.3%         | 18.7%         | -0.4%       | 18.8%         | 19.7%         | 19.0%         | -0.7%       | 18.9%          | 18.5%          | 0.4%        |
| SG&A to sale                          | 14.0%         | 14.1%         | -0.1%       | 15.8%         | 14.0%         | 13.8%         | 0.2%        | 14.3%          | 13.3%          | 1.0%        |
| EBITDA margin                         | 8.3%          | 8.9%          | -0.6%       | 8.1%          | 9.8%          | 9.6%          | -1.4%       | 9.0%           | 9.6%           | -0.6%       |
| Net margin                            | 2.9%          | 3.5%          | -0.6%       | 3.4%          | 3.8%          | 3.8%          | -0.9%       | 3.5%           | 3.6%           | -0.1%       |

Source: TISCO Research

บริษัทตั้งเป้าหมายรายได้ปี 2026F เติบโต 3-4% จากทุกกลุ่มธุรกิจและตั้งเป้ารักษา GP Margin ในระดับ 19-20%. นอกจากนี้บริษัทยังคงมุ่งเน้นการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน เช่น การลงทุนในคลังสินค้าอัตโนมัติ และการขยายโรงงานบรรจุภัณฑ์และสิ่งพิมพ์ โดยงบลงทุน (CAPEX) อยู่ที่ 5,500 - 6,000 ล้านบาท และยืนยันนโยบายปันผลที่จ่ายไม่ต่ำกว่า 50% ของกำไรสุทธิ

สำหรับ Project Sonar (สิ้นสุดปี 2025), TU สามารถประหยัดได้ประมาณ 20 ล้านเหรียญสหรัฐ จากเป้าหมายที่ตั้งไว้ที่ 15 ล้านเหรียญสหรัฐ โดยคาดว่าจะมีการประหยัดค่าใช้จ่ายประจำปีประมาณ 75 ล้านเหรียญสหรัฐ ตั้งแต่ปี 2026 เป็นต้นไป ในด้านการประหยัดต้นทุน, โครงการนี้มุ่งเน้นการสร้างองค์กรจัดซื้อกลางเพื่อขับเคลื่อนการใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ, รวมถึงการปรับปรุงการจัดซื้อในหลายประเภท เช่น วัตถุดิบ (ปลาทูน่า, ข้าวสาลี, น้ำมันมะกอก) และการขนส่งทางทะเล. นอกจากนี้ยังมีการย้ายการผลิต SKU บางรายการจากโรงงานในสหรัฐฯ ไปยังสถานที่ผลิตที่มีต้นทุนต่ำในไทยและกานา, พร้อมทั้งปรับปรุงประสิทธิภาพการผลิตในธุรกิจ Frozen และ Ambient เช่น การเพิ่มประสิทธิภาพการใช้แรงงานและลดต้นทุนพลังงาน.

ส่วนของ Project Tailwind (สิ้นสุดปี 2026), ไทยยูเนี่ยนสามารถเพิ่ม Gross Operating Profit (OP) ประมาณ 22 ล้านเหรียญสหรัฐ จากเป้าหมายที่ตั้งไว้ที่ 17 ล้านเหรียญสหรัฐ โดยคาดว่าจะมีการเพิ่ม OP ต่อเนื่องประมาณ 50 ล้านเหรียญสหรัฐ ตั้งแต่ปี 2027 เป็นต้นไป. โครงการนี้เน้นการขยายธุรกิจ PetCare โดยการวิเคราะห์แนวโน้มความต้องการของผู้บริโภคในตลาดใหม่, และเปิดโอกาสให้ R&D พัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่. นอกจากนี้ยังมีการลดต้นทุนการผลิตโดยใช้แหล่งวัสดุที่ดีขึ้น, และขยายการใช้ระบบอัตโนมัติในการผลิตเพื่อลดต้นทุนเพิ่มเติมจนถึงปี 2026.

## เราปรับประมาณการปี 2026-27F สะท้อนฐานรายได้ปี 2025

เราปรับประมาณการปี 2026-27F ลดลงจากคาดเดิม 8% และ 12% ตามลำดับ สะท้อนผลกระทบการตามฐานรายได้ของแต่ละธุรกิจในปี 2025 โดยในปี 2026-27F เราคาดว่าจะปรับเพิ่มขึ้น 8% YoY และ 7% ตามลำดับ จากคาดการณ์รวมเพิ่มขึ้น 3-4% ใกล้เคียงกับเป้าหมายที่บริษัทคาดการณ์ ภาพรวมธุรกิจที่ฟื้นตัวต่อเนื่อง ความชัดเจนของภาษีนำเข้าสหรัฐฯ รวมถึงแนวโน้มต้นทุนทางการเงินที่ลดลง

- ธุรกิจ Ambient (อาหารกระป๋อง), การปรับราคาขึ้นในไตรมาสที่ 4 ยังไม่สามารถครอบคลุมต้นทุนทั้งหมด ทำให้ Gross Profit Margin ลดลงเล็กน้อย แต่บริษัทมีแผนที่จะปรับราคาขึ้นอีกในไตรมาสที่ 1 เพื่อให้ GP Margin ปรับตัวดีขึ้น
- ธุรกิจ Frozen (อาหารแช่แข็ง), ผลประกอบการในไตรมาสที่ 4 ดีขึ้นและคาดว่าจะดีขึ้นต่อเนื่องในปี 2026, แต่ยังคงมีความกดดันจากภาษีในสหรัฐฯ ที่ส่งผลกระทบต่อต้นทุน
- ธุรกิจ PetCare ในสหรัฐฯ เติบโตได้ดีเนื่องจากผลิตภัณฑ์พรีเมียมมี Pricing Power สูง ทำให้สามารถจัดการกับผลกระทบจากภาษีได้ดีกว่าธุรกิจอื่น

เราคาดว่าอัตราทำกำไรเพิ่มขึ้นรวมทั้งกลุ่มที่ 19.3%, โดยคาดหวังการฟื้นตัวในธุรกิจ Ambient ในยุโรปซึ่งผ่านปีที่แย่ที่สุดมาแล้ว และคาด SG&A ที่เพิ่มขึ้นเป็น 14.3% เนื่องจากการเพิ่มงบการตลาดอย่างน้อย 5% ของยอดขาย เพื่อเสริมสร้างความแข็งแกร่งให้กับแบรนด์ แต่ค่าใช้จ่ายด้าน Transformation จะลดลงอย่างชัดเจนหลังโครงการ Sonar สิ้นสุดในปี 2025 และ Tailwind ในปลายปี 2026 ซึ่งจะช่วยหนุนอัตราการทำกำไรในระยะกลาง

Figure 2. Earnings Revision

| (Bt,m)                                | 2024           | 2025           | 2026F<br>new   | 2026F<br>old   | % chg | 2027F<br>new   | 2027F<br>old   | % chg |
|---------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------|----------------|----------------|-------|
| <b>Sale revenue</b>                   | <b>138,433</b> | <b>132,719</b> | <b>137,280</b> | <b>142,416</b> | -4%   | <b>142,917</b> | <b>148,023</b> | -3%   |
| % growth                              | 2%             | -4%            | 3%             | 7%             |       | 4%             | 4%             |       |
| - Ambient seafood                     | 68,412         | 64,278         | 66,871         | 70,321         | -5%   | 68,703         | 72,758         | -6%   |
| % growth                              | 7%             | -6%            | 4%             | 9%             |       | 3%             | 3%             |       |
| - Frozen, chilled seafood and related | 42,226         | 41,149         | 42,553         | 39,271         | 8%    | 43,404         | 39,271         | 11%   |
| % growth                              | -11%           | -3%            | 3%             | -5%            |       | 2%             | 0%             |       |
| - PetCare                             | 17,389         | 17,876         | 19,313         | 21,949         | -12%  | 20,858         | 24,660         | -15%  |
| % growth                              | 15%            | 3%             | 8%             | 23%            |       | 8%             | 12%            |       |
| - Value added and others              | 10,406         | 9,415          | 9,760          | 10,875         | -10%  | 9,952          | 11,334         | -12%  |
| % growth                              | 5%             | -10%           | 4%             | 16%            |       | 2%             | 4%             |       |
| <b>Revenue Contribution</b>           |                |                |                |                |       |                |                |       |
| - Ambient seafood                     | 49%            | 48%            | 49%            | 49%            |       | 48%            | 49%            |       |
| - Frozen, chilled seafood and related | 31%            | 31%            | 31%            | 28%            |       | 30%            | 27%            |       |
| - PetCare                             | 13%            | 13%            | 14%            | 15%            |       | 15%            | 17%            |       |
| - Value added and others              | 8%             | 7%             | 7%             | 8%             |       | 7%             | 8%             |       |
| Cost of sales and services            | 112,809        | 107,582        | 110,740        | 115,848        | -4%   | 115,397        | 120,101        | -4%   |
| S&A Expenses                          | 18,457         | 19,037         | 19,618         | 19,664         | 0%    | 20,423         | 20,438         | 0%    |
| Operating Profit                      | 7,167          | 6,099          | 6,922          | 6,904          | 0%    | 7,096          | 7,485          | -5%   |
| Share of profits of associate         | 771            | 862            | 849            | 849            | 0%    | 874            | 874            | 0%    |
| <b>Net Profit Bef Extra</b>           | <b>4,948</b>   | <b>4,316</b>   | <b>4,677</b>   | <b>5,083</b>   | -8%   | <b>4,996</b>   | <b>5,701</b>   | -12%  |
| % growth                              | -17%           | -13%           | 8%             | 16%            | -48%  | 7%             | 15%            | -56%  |
| <b>Net Profit</b>                     | <b>4,985</b>   | <b>4,609</b>   | <b>4,677</b>   | <b>5,083</b>   | -8%   | <b>4,996</b>   | <b>5,701</b>   | -12%  |
| <b>EPS (Bt)</b>                       | <b>1.07</b>    | <b>0.99</b>    | <b>1.00</b>    | <b>1.09</b>    | -8%   | <b>1.07</b>    | <b>1.22</b>    | -12%  |
|                                       |                | -8%            | 1%             | 10%            |       | 7%             | 12%            |       |
| Gross margin                          | 18.5%          | 18.9%          | 19.3%          | 18.7%          |       | 19.3%          | 18.9%          |       |
| SG&A to sale                          | 13.3%          | 14.3%          | 14.3%          | 13.8%          |       | 14.3%          | 13.8%          |       |
| Operating margin                      | 5.2%           | 4.6%           | 5.0%           | 4.8%           |       | 5.0%           | 5.1%           |       |
| Net margin                            | 3.6%           | 3.5%           | 3.4%           | 3.6%           |       | 3.5%           | 3.9%           |       |

Source: TISCO Research

## เราปรับคำแนะนำเป็น “ถือ” จาก “ซื้อ”

เราเปลี่ยนคำแนะนำเป็น “ถือ” จาก “ซื้อ” จากราคาเป้าหมายจากการปรับประมาณการใหม่มี upside จำกัดอยู่ที่ 14.00 บาท อ้างอิง PER forward 14x เทียบกับ PER26F ปัจจุบันราว 12.6x คาด Dividend Yield ปี 2026F ราว 4.4% ความเสี่ยงหลักยังคงเป็นเศรษฐกิจโลกชะลอตัวและการเจรจาต่อรองราคากับลูกค้า หลังต้นทุนเพิ่มจากภาษีนำเข้าสหรัฐฯ

# TRIP.COM GROUP

Underlying Stock  
9961 HK

Stock Exchange of Underlying  
The Stock Exchange of Hong Kong

DR  
TRIPCOM80

## BUY

Underlying Rating

## จับตาผลประกอบการ 4QFY25F

ผลประกอบการจะรายงานในวันที่ 26 ก.พ. (ตามเวลาประเทศไทย)

### Preview ผลประกอบการ 4QFY25F

- Jefferies คาดรายได้อยู่ที่ RMB14.8bn (+17% YoY, -19% QoQ) จากการเติบโตของรายได้ในทุกธุรกิจ โดยคาดรายได้ในธุรกิจหลักอย่าง Accommodation โต 19% YoY และ Transportation โต 12% YoY
- คาดอัตรากำไรขั้นต้นอยู่ที่ 78.5% vs. 79.1% ใน 4QFY24
- กำไรจากการดำเนินงาน (Non-GAAP) คาดอยู่ที่ RMB3.12bn (+13% YoY, -49% QoQ) คิดเป็นอัตรากำไรจากการดำเนินงาน (Non-GAAP) ที่ 21%
- สำหรับ FY26F: Jefferies คาดรายได้อยู่ที่ RMB61.9bn (+16% YoY) และกำไรสุทธิ (Non-GAAP) อยู่ที่ RMB32.2bn (+78% YoY) ใกล้เคียงกับ Bloomberg consensus ที่ RMB31.8bn

**Key focus:** 1) แนวโน้มอุปสงค์การท่องเที่ยวในปี 2026 2) การแข่งขันในอุตสาหกรรม 3) มุมมองของบริษัทต่อการถูกตรวจสอบด้าน Anti-monopoly

คงคำแนะนำ “ซื้อ” ที่ราคาเป้าหมาย HKD685 สำหรับ 9961 HK คิดเป็นราคาเป้าหมายของ TRIPCOM80 ที่ 2.74 บ. จากแนวโน้มผลประกอบการที่แข็งแกร่งต่อเนื่อง และมูลค่าปัจจุบันอยู่ในระดับที่น่าสนใจ โดยปัจจุบันซื้อขายอยู่บน PER ที่ 13x เท่า สำหรับ FY26F อิงจาก base case EPS ของค่าปรับ 4% vs. ค่าเฉลี่ย PER ย้อนหลัง 2 ปีที่ 18x เท่า ซึ่ง Scenario ผลกระทบจากค่าปรับที่คาดว่าจะเกิดขึ้นที่ 4% คิดเป็น Downside ต่อคาดการณ์กำไร FY26F ที่ 12% เทียบกับราคาหุ้นที่ปรับลดลงไปราว 31% นับตั้งแต่ข่าวการสอบสวนประเด็นด้านการผูกขาด ซึ่งมากกว่า Downside ต่อประมาณการกำไรสำหรับ Worst case ที่โดนภาษี 10% (ระดับสูงสุด)

|                        |            |
|------------------------|------------|
| 9961 HK Price          | 419.8 HKD  |
| 9961 HK Target Price   | 685.0 HKD* |
| TCOM US Price          | 56.6 USD   |
| TCOM US Target Price   | 88.0 USD*  |
| TRIPCOM80 Price        | 1.75 บาท   |
| TRIPCOM80 Target Price | 2.74 บาท*  |
| Upside                 | 58%        |

\* ราคาตามปัจจัยพื้นฐาน Jefferies แปลงค่าเงินและอัตราแลกเปลี่ยน

### DR Summary

- ช่วงเวลาทำการของ Underlying: 10.00 น. – 15.00 น.
- อัตราการแปลงสภาพ: 1,000 : 1
- ผู้ออกหลักทรัพย์: ธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน)

Share price / relative to Underlying

| Performance (%) | 1m    | 6m    | 12m   |
|-----------------|-------|-------|-------|
| 9961 HK         | -10.8 | -16.9 | -21.8 |
| TRIPCOM80*      | -7.9  | -17.5 | -     |

Source: SET, Tradingview

\*Price performance between underlying and DR(x) is affected by exchange rate

**Yanisa Satayapanich, CISA**

ID: (130632)

(66) 2633 6487

yanisaa@tisco.co.th

**Kanchan Khanijou**

ID: (030871)

(66) 2633 6425

kanchan@tisco.co.th

ตารางที่ 1: Scenario และผลกระทบของค่าปรับต่อผลประกอบการ

| Imposed fines | % of revenue | Fines paid (RMB) | Downside to FY26F net profit (%) | EPS after fines paid (HKD) |
|---------------|--------------|------------------|----------------------------------|----------------------------|
| Best case     | 1%           | 619.2            | -3%                              | 33.21                      |
|               | 2%           | 1238.4           | -6%                              | 32.20                      |
|               | 3%           | 1857.6           | -9%                              | 31.19                      |
| Base case     | 4%           | 2476.8           | -12%                             | 30.19                      |
|               | 5%           | 3096.1           | -15%                             | 29.18                      |
|               | 6%           | 3715.3           | -18%                             | 28.17                      |
|               | 7%           | 4334.5           | -21%                             | 27.17                      |
|               | 8%           | 4953.7           | -24%                             | 26.16                      |
|               | 9%           | 5572.9           | -26%                             | 25.15                      |
|               | 10%          | 6192.1           | -29%                             | 24.15                      |
| Worst case    |              |                  |                                  |                            |

Source: TISCO Research, Jefferies estimate

| Base case EPS (HKD) |                     | 30.19                  |
|---------------------|---------------------|------------------------|
| PER (x)             | 9961 HK Price (HKD) | TRIPCOM80 Price (Baht) |
| 10                  | 301.9               | 1.20                   |
| 11                  | 332.1               | 1.32                   |
| 12                  | 362.2               | 1.44                   |
| 13                  | 392.4               | 1.56                   |
| 14                  | 422.6               | 1.68                   |
| 15                  | 452.8               | 1.80                   |
| 16                  | 483.0               | 1.92                   |
| 17                  | 513.2               | 2.04                   |
| 18                  | 543.4               | 2.16                   |
| 19                  | 573.5               | 2.28                   |
| 20                  | 603.7               | 2.40                   |

Source: TISCO Research

ตารางที่ 2: Valuation และ Consensus estimate

|                              |                |
|------------------------------|----------------|
| BBG quote                    | 9961 HK Equity |
| Bloomberg Target Price (HKD) | 669.6          |
| Current price (HKD)          | 419.8          |
| Market cap (HKD bn)          | 289            |
| 2Y avg. PER                  | 18x            |

|                  | FY25F | FY26F | FY27F | FY28F |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| Revenue (RMB bn) | 62    | 70    | 79    | 90    |
| growth YoY (%)   | 16%   | 14%   | 13%   | 13%   |
| Gross margin     | 80.5  | 80.4  | 80.4  | 80.5  |
| Profit (RMB bn)  | 32    | 21    | 24    | 27    |
| growth YoY (%)   | 76%   | -35%  | 14%   | 14%   |
| EPS (HKD)        | 50.79 | 33.40 | 37.78 | 41.44 |
| PER (x)          | 8.3   | 12.6  | 11.1  | 10.1  |
| ROE (%)          | 18.9  | 10.4  | 10.8  | 10.2  |

\*Fiscal Year End in Dec

Source: Bloomberg, TISCO Research



## กระแสหลักทรัพย์

### ● BBIK : กำไร 4Q25 ดีกว่าคาดจากการฟื้นตัวของมาร์จินที่แข็งแกร่งกว่าคาด

#### ผลประกอบการ 4Q25 แข็งแกร่ง ; ดีกว่าคาด

BBIK รายงานกำไรใน 4Q25 ที่แข็งแกร่งที่ 127 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 87% QoQ และ 23% YoY สูงกว่าประมาณการของเราที่ 103 ล้านบาท และสูงกว่าประมาณการตลาดของ Bloomberg ที่ 108 ล้านบาท โดยมีสาเหตุจากการฟื้นตัวของมาร์จินที่ดีกว่าคาด การเติบโตทั้ง QoQ และ YoY มาจากการเติบโตของทุกกลุ่มธุรกิจหลักและการฟื้นตัวของมาร์จินที่แข็งแกร่ง กำไรทั้งปี 2025 อยู่ที่ 341 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 13% YoY มูลค่า backlog ของ BBIK (ไม่รวมกิจการร่วมค้า) อยู่ที่ 838 ล้านบาท ณ สิ้นปี 2025 เพิ่มขึ้น 1.3% แม้มีแรงกดดันจากฤดูกาล นอกจากนี้ BBIK ยังประกาศจ่ายเงินปันผลประจำปี 0.48 บาทต่อหุ้น คิดเป็นอัตราการจ่ายเงินปันผล 28% และอัตราผลตอบแทนปันผล 2.4%

#### ผลการดำเนินงานหลักแข็งแกร่ง จากการฟื้นตัวของมาร์จิน

BBIK มีผลการดำเนินงานแข็งแกร่งในทุกธุรกิจ ใน 4Q25 โดยเฉพาะการฟื้นตัวของมาร์จินอย่างมีนัยสำคัญ อัตรากำไรสุทธิทำจุดสูงสุดใหม่ที่ 28% ใน 4Q25 เทียบกับ 18% ใน 3Q25 และ 25% ใน 4Q24 การปรับดีขึ้นเกิดจากการควบคุมการดำเนินงานและคุณภาพการส่งมอบงานที่ดี รายได้รวมเพิ่มขึ้น 19% QoQ และ 11% YoY ได้แรงหนุนจากธุรกิจที่ปรึกษาด้านการจัดการ (MC), digital delivery (DX), ERP และ AI นอกจากการส่งมอบงานตามฤดูกาลแล้ว การเติบโตของรายได้ยังมาจากการเร่งปิดการขายและการส่งมอบโครงการตามเป้าของผู้บริหาร

#### โมเมนตัมยังทรงตัวเข้าสู่ 1Q26F

เราคาดว่าโมเมนตัมจะยังทรงตัวใน 1Q26F แม้โดยปกติจะเป็นช่วงที่การส่งมอบโครงการชะลอลง QoQ แต่มูลค่างานในมือคาดว่าจะเริ่มเพิ่มขึ้นอีกครั้งใน 1Q26F ส่วนหนึ่งจากโครงการของกิจการร่วมค้า Orbit นอกจากนี้ โครงการธนาครพาณิชย์ไร้สาขาขนาดใหญ่จะช่วยหนุนเพิ่มเติม โดย BBIK ได้งานด้านธนาครพาณิชย์ไร้สาขาแล้วมูลค่าประมาณ 2 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งคาดว่าจะขยายตัวมากในช่วง 1H26F สอดคล้องกับกรอบเวลาของธนาครแห่งประเทศไทยที่กำหนดให้ธนาครพาณิชย์ไร้สาขาเริ่มดำเนินการเป็นระยะๆ ภายในกลางปี 2026

#### การประเมินมูลค่ายังคงน่าสนใจ มูลค่าที่เหมาะสมปรับขึ้นเล็กน้อยเป็น 25.30 บาท

การประเมินมูลค่าของ BBIK ยังคงน่าสนใจ โดยปัจจุบันซื้อขายอยู่ที่ 9.6 เท่า ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตเกือบ 1 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน และมีส่วนลด 28% เมื่อเทียบกับบริษัทบริการด้านไอทีระดับโลก เมื่อพิจารณาจากแนวโน้มความต้องการที่มองในแง่ดีและมาร์จินที่ดีขึ้น เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรปี 2026-27F ขึ้น 11-8% และเริ่มประมาณการกำไรปี 2028F ส่งผลให้ปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 25.3 บาท (จาก 17.9 บาท) อิง PER สิ้นปี 2026F ที่ 12.0 เท่า (จาก 9.4 เท่า) ใกล้เคียง +1SD ของค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 2 ปี และมีส่วนลด 10% เมื่อเทียบกับบริษัทในกลุ่มบริการไอทีระดับโลก ความเสี่ยงด้าน downside ที่สำคัญ ได้แก่ ความล่าช้าในการประกาศงบประมาณ การฟื้นตัวของเศรษฐกิจที่อ่อนแอ การแข่งขันที่รุนแรง และความเสี่ยงด้านชื่อเสียง ทั้งนี้ เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” สำหรับ BBIK โดยมูลค่าที่เหมาะสมเท่ากับ 25.30 บาท ■

**รายละเอียดเพิ่มเติม : สามารถอ่านรายงานฉบับเต็มได้ใน “Company Report” (ภาษาอังกฤษ)**

**สำนักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด**

48/8 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ชั้น 5 ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทรศัพท์ : (66) 2633-6999 โทรสาร : (66) 2633-6490

**Market Insight**

E-mail : [tiscoresearch@tisco.co.th](mailto:tiscoresearch@tisco.co.th)

รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชนหรือโดยทางอื่นใด  
ทิสโก้ไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้  
เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อย่างมีความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

**20 กุมภาพันธ์ 2569**

**Page 16**

# กระแสหลักทรัพย์

## Forecasts and ratios

| Year Ended December 31       | 2024  | 2025  | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Sales (THBm)                 | 1,507 | 1,545 | 1,655 | 1,748 | 1,786 |
| EBITDA (THBm)                | 306   | 338   | 379   | 401   | 408   |
| Net profit (THBm)            | 301   | 341   | 422   | 447   | 459   |
| Net Profit (% chg from prev) | nm.   | nm.   | 11    | 8     | nm.   |
| EPS (THB)                    | 1.50  | 1.70  | 2.11  | 2.23  | 2.30  |
| EPS (% YoY)                  | -83.4 | 13.3  | 23.9  | 5.9   | 2.7   |
| EPS vs Cons (%)              | nm.   | nm.   | 13    | 9     | nm.   |
| PER (X)                      | 37.4  | 14.2  | 9.6   | 9.0   | 8.8   |
| Yield (%)                    | 1.1   | 2.4   | 2.9   | 3.1   | 3.2   |
| P/BV (X)                     | 2.0   | 1.9   | 1.7   | 1.5   | 1.3   |
| EV/EBITDA (X)                | 24.3  | 7.8   | 8.7   | 7.5   | 6.5   |
| ROE (%)                      | 15.4  | 16.6  | 18.5  | 17.2  | 15.7  |

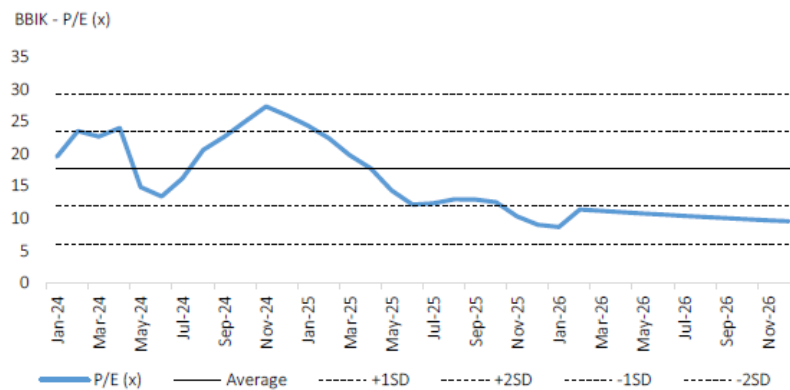
Source: Company data, TISCO estimates

Figure 1. BBIK's 4Q25 earnings summary

| Bt mn                                   | 4Q25 | 3Q25 | QoQ % | 4Q24 | YoY%  | FY2025 | YoY% |
|-----------------------------------------|------|------|-------|------|-------|--------|------|
| Revenue                                 | 451  | 383  | 18%   | 409  | 10%   | 1,545  | 15%  |
| COGS                                    | -208 | -211 | -2%   | -189 | 10%   | -772   | 19%  |
| Gross profit                            | 243  | 172  | 41%   | 220  | 10%   | 773    | 10%  |
| SG&A                                    | -125 | -108 | 15%   | -117 | 7%    | -458   | 17%  |
| Operating income (EBIT)                 | 119  | 64   | 85%   | 103  | 15%   | 315    | 1%   |
| Interest expenses - net interest income | 0    | -1   | -128% | 1    | -46%  | -1     | 43%  |
| Profit before tax (PBT)                 | 119  | 63   | 89%   | 104  | -14%  | 314    | 1%   |
| Tax                                     | -13  | -5   | -173% | -12  | 9%    | -24    | 5%   |
| Affiliated profit                       | 24   | 15   | 64%   | 22   | 11%   | 58     | 22%  |
| Minority interests                      | -3   | -5   | -37%  | -6   | -46%  | -7     | 48%  |
| Non-core items                          | 0    | 0    | n.a.  | -5   | -100% | 0      | n.a. |
| Reported profit                         | 127  | 68   | 87%   | 103  | 23%   | 341    | 8%   |
| Core profit                             | 127  | 68   | 87%   | 108  | 17%   | 341    | 7%   |
| Group backlog (exc. JVs and associates) | 838  | 827  | 1%    | 842  | 0%    |        |      |

Source: Company data, TISCO Research

Figure 2. Valuation remains attractive for BBIK, currently trading at 9.6x, nearly -1SD to 2-year historical average and 28% discount to global IT service peers (13.3x)



Source: Bloomberg Finance LP, TISCO estimates

รายละเอียดเพิ่มเติม : สามารถอ่านรายงานฉบับเต็มได้ใน “Company Report” (ภาษาอังกฤษ)

สำนักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด

48/8 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ชั้น 5 ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทรศัพท์ : (66) 2633-6999 โทรสาร : (66) 2633-6490

Market Insight

E-mail : [tiscoresearch@tisco.co.th](mailto:tiscoresearch@tisco.co.th)

รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือข้อชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชนหรือโดยทางอื่นใด  
ทิสโก้ไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้  
เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อยอมรับความเสี่ยงและรับผิดชอบผู้ให้ข้อมูลแต่เพียงผู้เดียว

20 กุมภาพันธ์ 2569

Page 17



## กระแสหลักทรัพย์

- BH : ผลประกอบการ 4Q25 ของ BH : กำไรต่ำกว่าคาดการณ์อัตรากำไรขั้นต้น แต่แนวโน้มหลักยังแข็งแกร่ง

### ผลประกอบการต่ำกว่าที่คาดการณ์ไว้ในส่วนของอัตรากำไรขั้นต้น

กำไรใน 4Q25 ของ BH อยู่ที่ 1.89 พันล้านบาท ทรงตัว YoY แต่ลดลง 7% QoQ ต่ำกว่าประมาณการของเรา 8% แต่สอดคล้องกับประมาณการตลาดของ Bloomberg ปัจจัยหลักที่ต่างจากคาดมาจากอัตรากำไรขั้นต้นที่ต่ำกว่าคาดในไตรมาสนี้ อย่างไรก็ตาม กำไรทั้งปี 2025 ยังเป็นไปตามประมาณการของเรา โดย อัตรากำไรขั้นต้นปรับดีขึ้น YoY เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” และยังคงให้ BH เป็นหุ้นแนะนำ โดยมองว่าการอ่อนตัวของอัตรากำไรขั้นต้นเกิดจากการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างผู้ป่วย ขณะที่รายได้ที่เริ่มฟื้นตัวถือเป็นสัญญาณบวกก่อนการเพิ่มกำลังการให้บริการใหม่ในปี 2027

### รายได้ยังคงแข็งแกร่งแม้จะไม่มีผลประกอบการในกัมพูชา

รายได้หลักไตรมาสนี้อยู่ที่ 6.56 พันล้านบาท ทรงตัวทั้ง YoY และ QoQ รายได้ผู้ป่วยต่างชาติ (+5% YoY) ฟื้นตัวต่อจาก +3.4% YoY ใน 3Q25 โดยได้แรงหนุนจากผู้ป่วยตะวันออกกลาง (+16.6% YoY), เมียนมา (+25.5% YoY) และสหรัฐอเมริกา (+15.7% YoY) ขณะที่รายได้ผู้ป่วยไทยลดลง 6.3% YoY (แต่ทรงตัว QoQ) จากฐานสูงใน 4Q24 ส่งผลให้สัดส่วนผู้ป่วยต่างชาติ :ไทย อยู่ที่ 67:33 (เทียบกับ 64.5:35.5 ใน 4Q24)

### EBITDA margin ต่ำกว่าที่คาดการณ์ไว้ อาจเกิดจากการเปลี่ยนแปลงสัดส่วนผู้ป่วย

อัตรากำไรขั้นต้นใน 4Q25 อยู่ที่ 51.4% เพิ่มขึ้น YoY จาก 50% ใน 4Q24 แต่ลดลง QoQ จาก 53.5% ใน 3Q25 การลดลง QoQ ของอัตรากำไรขั้นต้น—แม้สัดส่วนผู้ป่วยต่างชาติสูง—น่าจะมาจากรายได้ผู้ป่วยเมียนมาที่เติบโตโดดเด่นเมื่อเทียบกับตลาดอื่น ทำให้โครงสร้างผู้ป่วยโดยรวมเปลี่ยนไป สัดส่วน SG&A ต่อรายได้อยู่ที่ 16.8% ลดลงจาก 17.5% ใน 4Q24 จากต้นทุนบุคลากรที่ลดลง แต่เพิ่มขึ้น QoQ จาก 16% ใน 3Q25 จากค่าใช้จ่ายปลายปี ส่งผลให้ EBITDA margin อยู่ที่ 39% เพิ่มขึ้น YoY จาก 36.7% ใน 4Q24 แต่ลดลงจาก 41.5% ใน 3Q25

### แนวโน้มใน 1Q26

เราคาดว่ากำไร 1Q26 จะลดลง YoY จากการไม่มีรายได้ผู้ป่วยกัมพูชาประมาณ 250 ล้านบาทที่เคยบันทึกใน 1Q25 และลดลง QoQ จากการไม่มีผู้ป่วยตะวันออกกลางในช่วงเดือนรอมฎอน โดยคาดว่ากำไรจะกลับมาฟื้นใน 2Q26 จากการกลับมาของผู้ป่วยตะวันออกกลาง และความชัดเจนของผู้ป่วยจากคูเวตหลังช่วงรอมฎอน รวมถึงแนวโน้มดีขึ้นของผู้ป่วยกลุ่มตะวันออกกลางโดยรวม ทั้งนี้ เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” สำหรับ BH โดยมูลค่าที่เหมาะสมเท่ากับ 224.00 บาท ■

**รายละเอียดเพิ่มเติม : สามารถอ่านรายงานฉบับเต็มได้ใน “Company Report” (ภาษาอังกฤษ)**

# กระแสหลักทรัพย์

Figure 1. BH – Income statement

| Consolidated Income statement (Bt, m)   | 4Q24  | 1Q25  | 2Q25  | 3Q25  | 4Q25  | YoY % | QoQ %  | 4Q25E | Diff % |
|-----------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|--------|
| Core Revenue                            | 6,519 | 6,208 | 6,101 | 6,582 | 6,559 | 1     | (0)    | 6,697 | (2)    |
| Core Expense                            | 3,259 | 3,040 | 2,864 | 3,061 | 3,187 | (2)   | 4      | 3,100 | 3      |
| Gross Profit                            | 3,260 | 3,168 | 3,237 | 3,521 | 3,372 | 3     | (4)    | 3,597 | (6)    |
| Non-Core Income                         | 65    | 63    | 52    | 50    | 60    | (8)   | 20     | 55    | 9      |
| S&A Expenses                            | 1,142 | 1,084 | 961   | 1,056 | 1,101 | (4)   | 4      | 1,106 | (0)    |
| Earnings before Interest and Tax (EBIT) | 2,118 | 2,084 | 2,276 | 2,465 | 2,271 | 7     | (8)    | 2,491 | (9)    |
| Interest Expense                        | 2     | 2     | 2     | 1     | 1     | (27)  | 68     | 1     | 68     |
| Earnings before Tax (EBT)               | 2,182 | 2,146 | 2,325 | 2,514 | 2,330 | 7     | (7)    | 2,545 | (8)    |
| Income Tax Expense                      | 279   | 400   | 449   | 464   | 424   | 52    | (9)    | 479   | (12)   |
| Net Profit before M.I.                  | 1,903 | 1,746 | 1,877 | 2,050 | 1,906 | 0     | (7)    | 2,066 | (8)    |
| Net (Profit) Loss of M.I.               | -7    | -10   | -22   | -12   | -8    | n.a.  | n.a.   | -16   | n.m.   |
| Net Profit before Extra. Items          | 1,896 | 1,736 | 1,855 | 2,038 | 1,898 | 0     | (7)    | 2,050 | (7)    |
| Other Gains (Loss)                      | 7     | -2    | 3     | -3    | -12   | n.a.  | n.a.   | 0     | n.m.   |
| Net Profit                              | 1,903 | 1,734 | 1,858 | 2,035 | 1,885 | (1)   | (7)    | 2,050 | (8)    |
| EBITDA                                  | 2,393 | 2,340 | 2,534 | 2,734 | 2,572 | 7     | (6)    | 2,765 | (7)    |
| EBITDA margin                           | 36.7% | 37.7% | 41.5% | 41.5% | 39.2% | 2.5%  | (2.3%) | 41.3% | (2.1%) |

Source: Company data, TISCO Research estimates

Figure 2. BH – Assumptions and revenue breakdown

| QUARTERLY                                       | 4Q24  | 1Q25   | 2Q25  | 3Q25  | 4Q25  |
|-------------------------------------------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| Total Revenue (Btm)                             | 6,519 | 6,208  | 6,101 | 6,582 | 6,559 |
| Growth YoY (%)                                  | -0.4% | -5.4%  | -3.6% | 2.1%  | 0.6%  |
| Hospital Revenue by IPD/OPD (Btm)               |       |        |       |       |       |
| IPD                                             | 3,162 | 2,938  | 3,002 | 3,376 |       |
| OPD                                             | 3,291 | 3,182  | 3,002 | 3,116 |       |
| Growth YoY (%)                                  |       |        |       |       |       |
| IPD                                             | -6.4% | -11.6% | -4.4% | 5.8%  |       |
| OPD                                             | 5.5%  | -0.3%  | -4.4% | -2.4% |       |
| Hospital Revenue by proportion (%)              |       |        |       |       |       |
| IPD                                             | 49%   | 48%    | 50%   | 52%   |       |
| OPD                                             | 51%   | 52%    | 50%   | 48%   |       |
| Hospital Revenue breakdown by nationality (Btm) |       |        |       |       |       |
| Thai                                            | 2,291 | 2,209  | 2,138 | 2,155 | 2,222 |
| Non-Thai                                        | 4,162 | 3,911  | 3,867 | 4,337 | 4,337 |
| Growth YoY (%)                                  |       |        |       |       |       |
| Thai                                            | 10.2% | 1.2%   | -0.2% | -1.7% | -1.7% |
| Non-Thai                                        | -5.8% | -9.7%  | -6.6% | 3.4%  | 5.2%  |
| Hospital Revenue by proportion (%)              |       |        |       |       |       |
| Thai                                            | 35.5% | 36.1%  | 35.6% | 33.2% | 32.9% |
| Non-Thai                                        | 64.5% | 63.9%  | 64.4% | 66.8% | 67.1% |

Source: Company data, TISCO Research estimates

รายละเอียดเพิ่มเติม : สามารถอ่านรายงานฉบับเต็มได้ใน “Company Report” (ภาษาอังกฤษ)

สำนักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด

48/8 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ชั้น 5 ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทรศัพท์ : (66) 2633-6999 โทรสาร : (66) 2633-6490

Market Insight

E-mail : [tiscoresearch@tisco.co.th](mailto:tiscoresearch@tisco.co.th)

รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือข้อชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชนหรือโดยทางอื่นใด  
ทิสโก้ไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้  
เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อย่างมีความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

20 กุมภาพันธ์ 2569

Page 19



## กระแสหลักทรัพย์

### ● BTS : ผลกำไรยังคงชะลอตัวเนื่องจากต้นทุนเพิ่มสูงขึ้น

**ความสามารถในการทำกำไรยังคงอ่อนแอ ได้รับผลกระทบจากค่าใช้จ่ายสูงและการขาดทุนจากการลงทุน**

เรายังคงระมัดระวังเกี่ยวกับแนวโน้มผลกำไรของ BTS หลังจากการประชุมนักวิเคราะห์ครั้งล่าสุด บริษัทรายงานผลกำไรหลักที่อ่อนแอลงใน 3Q25/26 ซึ่งเกิดจากค่าใช้จ่ายในการบริหารและการขาย (SG&A) และค่าใช้จ่ายทางการเงินที่สูง ในอนาคต คาดว่าความสามารถในการทำกำไรจะยังคงอยู่ภายใต้แรงกดดันจากต้นทุนการดำเนินงานที่สูงขึ้น รายได้ดอกเบี้ยที่ลดลงหลังจากการได้รับลูกหนี้ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานและบำรุงรักษาจากกรุงเทพมหานคร การขาดทุนจากสายสีชมพูและสีเหลือง (ประมาณ 1.6 พันล้านบาทต่อปี) และการขาดทุนจาก BTS Visionary Park ประมาณ 250-270 ล้านบาทต่อไตรมาส โดยผู้บริหารคาดว่าจะถึงจุดคุ้มทุนภายในห้าปี อย่างไรก็ตาม BTS อาจได้รับประโยชน์อย่างมากหากรัฐบาลใหม่ดำเนินนโยบายค่าโดยสารรถไฟฟ้าใต้ดินต่ำ ซึ่งอาจเพิ่มจำนวนผู้โดยสารทั่วทั้งระบบได้ 30-40% และเพิ่มการรับรู้ในสื่อ หรือดำเนินการซื้อคืนสัมปทานรถไฟฟ้าใต้ดินทั้งหมด เรายังคงให้คำแนะนำ "ถือ"

### ต้นทุนยังคงกดดันแม้ว่าจะมีการชำระหนี้แล้วก็ตาม ผลประโยชน์จากการประหยัดดอกเบี้ยมีจำกัด

หลังจากได้รับเงินค่าบำรุงรักษาและดำเนินงาน (O&M) โครงการรถไฟฟ้าสายสีเขียวส่วนต่อขยายจากกรุงเทพมหานคร (BMA) จำนวน 36 พันล้านบาท เมื่อวันที่ 30 ตุลาคม กลุ่มบริษัทได้จัดสรรเงินจำนวน 24 พันล้านบาทแล้ว ซึ่งรวมถึง 15 พันล้านบาทสำหรับการชำระคืนเงินกู้วันที่ 2 พันล้านบาทสำหรับการซื้อหุ้น VGI (เพิ่มสัดส่วนการถือหุ้นเป็น 46%) 3 พันล้านบาทสำหรับการซื้อที่ดิน และ 1 พันล้านบาทสำหรับการซื้อสินทรัพย์อื่นๆ ปัจจุบันมีเงินคงเหลืออยู่ 12 พันล้านบาท ซึ่งจะถูกลดลงไว้สำหรับการครบกำหนดชำระหนี้หุ้นกู้จำนวน 9 พันล้านบาท พร้อมดอกเบี้ย 6 พันล้านบาท ดังนั้น ผลประโยชน์จากการประหยัดดอกเบี้ยจึงมีจำกัดเมื่อเทียบกับผลลดลงของรายได้ดอกเบี้ย รายได้จากการบำรุงรักษาและดำเนินงานในปัจจุบันควรได้รับการชำระเงินจาก BMA อย่างสม่ำเสมอ อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนมีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้นอีกเพื่อเป็นเงินทุนสำหรับโครงการสนามบินอู่ตะเภาและคอนโดมิเนียมบ้านเจ้าพระยาที่จะเกิดขึ้นในอนาคต ผู้บริหารเชื่อว่ายังมีช่องว่างสำหรับการระดมทุนเพิ่มเติม เนื่องจากอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสุทธิ (หักลูกหนี้ภาครัฐ) ที่กำหนดไว้ที่ 2.5 เท่า ปัจจุบันอยู่ที่ 0.7 เท่า

### ความคืบหน้าเชิงกลยุทธ์ของ UTA: ลดความเสี่ยงของโครงการผ่านการแยกส่วนและการเริ่มต้นแผนพัฒนาพื้นที่ (NTP)

UTA ได้มาถึงจุดเปลี่ยนที่สำคัญในช่วงต้นปี 2026 ด้วยการลงนามในแผนการลงทุน 290 พันล้านบาท และการแยกการพัฒนาสนามบินออกจากโครงการรถไฟฟ้าความเร็วสูงที่ล่าช้า ซึ่งจะช่วยลดความเสี่ยงของระยะเวลาก่อสร้าง ทำให้ BTS สามารถเริ่มใช้สัมปทาน 50 ปี และเริ่มการพัฒนา "Airport City" ในช่วงปลายปี 2026 โครงการ "ดิสนีย์แลนด์ประเทศไทย" ที่คาดการณ์ไว้เป็นโอกาสสำคัญในการดึงดูดผู้โดยสารจำนวนมากที่จำเป็นต่อความยั่งยืนของโครงสร้างพื้นฐาน ในขณะที่เดียวกันก็อาจปลดล็อกมูลค่าจากที่ดินจำนวนมากของ BTS ในเขตเศรษฐกิจพิเศษภาคตะวันออก ในทางกลับกัน ฝ่ายบริหารมองว่าเป็นภัยคุกคามทางการแข่งขันที่อาจเกิดขึ้นกับศูนย์รวมความบันเทิง

**รายละเอียดเพิ่มเติม : สามารถอ่านรายงานฉบับเต็มได้ใน “Company Report” (ภาษาอังกฤษ)**

**สำนักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด**

48/8 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ชั้น 5 ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทรศัพท์ : (66) 2633-6999 โทรสาร : (66) 2633-6490

Market Insight

E-mail : [tiscoresearch@tisco.co.th](mailto:tiscoresearch@tisco.co.th)

รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชนหรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อยอมรับความเสี่ยงและรับผิดชอบผู้ให้ข้อมูลผู้ให้ข้อมูล

20 กุมภาพันธ์ 2569

Page 20

## กระแสหลักทรัพย์

คงคำแนะนำ “ถือ” สำหรับ BTS โดยมูลค่าที่เหมาะสมใหม่เป็น 3.60 บาท

เราได้ปรับลดคาดการณ์กำไรลงเพื่อสะท้อนผลกระทบที่อ่อนแอและแรงกดดันด้านกำไรอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้มูลค่าที่เหมาะสมตามวิธีการ SOTP ลดลงจาก 6.00 บาท เหลือ 3.60 บาท แม้ว่ามูลค่าที่เหมาะสมจะมีโอกาสปรับตัวสูงขึ้น แต่เรายังคงคำแนะนำ “ถือ” เนื่องจากแนวโน้มกำไรของบริษัทที่แย่ลง ความเสี่ยงด้าน downside ที่สำคัญ ได้แก่ จำนวนผู้โดยสารรถไฟฟ้า BTS สายสีเหลืองและสีชมพูที่ต่ำกว่าที่คาดการณ์ไว้ ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อผลการคาดการณ์ด้านรายได้และอัตรากำไร ความเสี่ยงด้านบวกที่สำคัญ มาจากนโยบายค่าโดยสารรถไฟฟ้า MRT ที่ต่ำของรัฐบาลผ่านการอุดหนุนหรือการซื้อคืนสัมปทานในราคา Fair Value และมีโอกาสได้งาน O&M เข้ามาแทน ■

| Forecasts and ratios         |        |        |        |        |        |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Year Ended March 31          | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
| Sales (THBm)                 | 17,840 | 18,111 | 21,456 | 22,320 | 23,405 |
| EBITDA (THBm)                | 8,262  | 9,600  | 9,391  | 10,114 | 10,610 |
| Net profit (THBm)            | -5,241 | 2,117  | -1,539 | -1,447 | -169   |
| Net Profit (% chg from prev) | 0 %    | 0 %    | -708 % | -288 % | -114 % |
| EPS (THB)                    | -0.38  | 0.15   | -0.11  | -0.10  | -0.01  |
| EPS (% YoY)                  | -225.8 | -140.4 | -172.7 | -6.0   | -88.3  |
| PER (X)                      | -19.9  | 34.4   | -24.1  | -25.6  | -219.4 |
| Yield (%)                    | 0.0    | 0.0    | -3.6   | -3.4   | -0.4   |
| P/BV (X)                     | 0.6    | 0.4    | 0.4    | 0.4    | 0.4    |
| EV/EBITDA (X)                | na.    | na.    | na.    | na.    | na.    |
| ROE (%)                      | -9.3   | 3.0    | -2.0   | -1.9   | -0.2   |

Source: Company data, TISCO estimates

Figure 1. Earnings revisions

| Bt,m                      | 2025/26F |          |         | 2026/27F |          |        | 2027/28F |          |        |
|---------------------------|----------|----------|---------|----------|----------|--------|----------|----------|--------|
|                           | Current  | Previous | % Chg   | Current  | Previous | % Chg  | Current  | Previous | % Chg  |
| Sale Revenue              | 21,456   | 24,355   | -11.9   | 22,320   | 25,966   | -14.0  | 23,405   | 27,435   | -14.7  |
| Net profit                | (1,539)  | 253      | -709.4  | (1,447)  | 767      | -288.7 | (169)    | 1,135    | -114.9 |
| Core profit               | (2,411)  | 253      | -1054.6 | (1,447)  | 767      | -288.7 | (169)    | 1,135    | -114.9 |
| EPS (Bt)                  | -0.17    | 0.02     | -1054.6 | -0.10    | 0.06     | -288.7 | -0.01    | 0.08     | -114.9 |
| Change in key assumptions |          |          |         |          |          |        |          |          |        |
| Gross margin (%)          | 28.1     | 23.7     | 18.5    | 29.4     | 24.8     | 18.4   | 30.1     | 25.9     | 16.4   |
| S&A expenses/Sales (%)    | 31.8     | 22.2     | 43.3    | 31.0     | 21.9     | 41.1   | 30.0     | 21.8     | 37.2   |
| Net margin (%)            | -7.2     | 1.0      | -791.7  | -6.5     | 3.0      | -319.5 | -0.7     | 4.1      | -117.4 |

Source: TISCO estimates

Figure 2. Sum-of-parts valuation

| Business                                    | NAV            | Bt / share   | Valuation method           |
|---------------------------------------------|----------------|--------------|----------------------------|
| Mass Transit                                | 85,105         | 5.29         | DCF                        |
| A/R from government agencies                | 12,449         | 0.77         |                            |
| VGI Global Media Pcl. (VGI: Holding 46.31%) | 12,205         | 0.76         | SOTP (Target Price Bt1.25) |
| MATCH Business (RABBIT: Holding 65.4%)      | 4,868          | 0.30         | Fair value of Bt1          |
| ROCTEC (ROCTEC: Holding 63.2%)              | 3,489          | 0.22         | Fair value of Bt0.68       |
| Investment                                  |                |              |                            |
| BTS GIG (BTS GIG: Holding 33%)              | 6,559          | 0.41         | DCF (Target Price Bt3.40)  |
| Other Project                               |                |              |                            |
| Motor Way                                   | 2,304          | 0.17         | NAV                        |
| Pink and Yellow Line                        | 24,461         | 1.52         |                            |
| Property and liquid investments             | 42,334         | 2.63         |                            |
| <b>Total</b>                                | <b>193,773</b> | <b>12.06</b> |                            |
| (-) Net Debt                                | 135,995        | 8.45         |                            |
| <b>Target price</b>                         | <b>57,779</b>  | <b>3.59</b>  |                            |

Source: TISCO estimates

รายละเอียดเพิ่มเติม : สามารถอ่านรายงานฉบับเต็มได้ใน “Company Report” (ภาษาอังกฤษ)

สำนักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด

48/8 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ชั้น 5 ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทรศัพท์ : (66) 2633-6999 โทรสาร : (66) 2633-6490

Market Insight

E-mail : [tiscoresearch@tisco.co.th](mailto:tiscoresearch@tisco.co.th)

รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือข้อชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชนหรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ยอมรับความเสี่ยงและรับผิดชอบฝ่ายเดียว

20 กุมภาพันธ์ 2569

Page 21



## กระแสหลักทรัพย์

### ● KTC : สรุปประเด็นสำคัญจากการประชุมนักวิเคราะห์

บริษัท กรุงไทยการด์ (KTC) จัดงาน Opportunity Day (การประชุมสาธารณะแบบสดสำหรับนักลงทุน) ตามด้วยการประชุม นักวิเคราะห์ (แบบพบปะตัวจริง) เมื่อวานนี้ รายละเอียดประเด็นสำคัญบางส่วนจากการประชุมอยู่ด้านล่าง เอกสารประกอบการ นำเสนอสามารถดูได้ที่ลิงก์นี้ <https://www.set.or.th/en/market/product/stock/quote/KTC/company-profile/oppday-company-snapshot>

- บริษัทเพิ่งประกาศอัตราดอกเบี้ยเงินปันผลที่ 55% (อ้างอิงจากการเงินแยกต่างหาก) สำหรับปี 2025 คิดเป็น 1.77 บาท ต่อหุ้น ซึ่งสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินปันผลที่ 45% (1.32 บาทต่อหุ้น) ที่ประกาศไว้สำหรับปี 2024 เราเชื่อว่าบริษัทจะสามารถ รักษาระดับอัตรานี้ไว้ได้ในอนาคต และผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) น่าจะแตะจุดต่ำสุดแล้ว
- เกี่ยวกับ "ปิดหนี้ไว" "ไปต่อได้" ของธนาคารแห่งประเทศไทยที่ประกาศไปเมื่อเร็วๆ นี้ ผู้บริหารระบุว่า การลงทะเบียนเปิดให้ ลงทะเบียนในเดือนมกราคม 2026 และบริษัทคาดว่าจะไม่มีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่อฐานะการเงิน
- สำหรับ credit cost ในปี 2026 บริษัทคาดว่าจะอยู่ในระดับใกล้เคียงกับปี 2025 (5.3%) และไม่คาดว่าจะมีการตัดหนี้สูญ จำนวนมาก เนื่องจากคุณภาพของพอร์ตสินเชื่อดีขึ้นนับตั้งแต่เกิดการระบาดใหญ่ โดยมีการใช้เกณฑ์ที่เข้มงวดและรอบคอบ มากขึ้น
- บริษัทมีเงินกู้รวม 15.8 พันล้านบาทที่จะครบกำหนดชำระในปี 2026 ต้นทุนการกู้ยืมโดยเฉลี่ยอยู่ที่ประมาณ 3.41% ซึ่ง สามารถทดแทนได้ง่ายด้วยต้นทุนการกู้ยืมที่ต่ำกว่าเนื่องจากอัตราดอกเบี้ยที่ลดลงเมื่อเร็วๆ นี้ บริษัทคาดว่าต้นทุนการกู้ยืม จะลดลงอย่างน้อย 15 bps ในปี 2026
- ในธุรกิจสินเชื่อจำนำทะเบียนรถ บริษัทคาดว่าจะประกาศความร่วมมือใหม่ๆ ในเร็วๆ นี้ บริษัทได้ปรับกลยุทธ์สำหรับธุรกิจนี้ ตั้งแต่ปลายปีที่แล้วเพื่อขยายพอร์ตสินเชื่อให้มากขึ้นในอีกหลายปีข้างหน้า
- เป้าหมายสำหรับปี 2026 : การเติบโตของพอร์ตโฟลิโอโดยรวม 1-2%, อัตราส่วนหนี้เสียต่ำกว่า 2.0%, การเติบโตของการใช้จ่ายผ่านบัตรเครดิต 5% และการเติบโตของพอร์ตสินเชื่อส่วนบุคคล 2.0%
- เราคงคำแนะนำ "ถือ" สำหรับ KTC โดยมูลค่าที่เหมาะสมเท่ากับ 34.00 บาท ■

**รายละเอียดเพิ่มเติม : สามารถอ่านรายงานฉบับเต็มได้ใน “Company Report” (ภาษาอังกฤษ)**

**สำนักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด**

48/8 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ชั้น 5 ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทรศัพท์ : (66) 2633-6999 โทรสาร : (66) 2633-6490

Market Insight

E-mail : [tiscoresearch@tisco.co.th](mailto:tiscoresearch@tisco.co.th)

รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือข้อสรุปใดๆ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชนหรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อยอมรับความเสี่ยงและรับผิดชอบเพียงผู้เดียว

20 กุมภาพันธ์ 2569

Page 22



## กระแสหลักทรัพย์สิน

### ● PROPERTY : อัปเดตกลุ่มอสังหาฯ 4Q25 : ปรับประมาณการกำไรก่อน ประกาศงบ

#### ลดความเสี่ยงช่องว่างยอดจองและการปรับประมาณการลง

เราออกบันทึกการคาดการณ์กำไรฉบับปรับปรุงใหม่อีกครั้ง หลังจากสถิติตลาดที่อ่อนแอสำหรับบริษัทที่อยู่อาศัยระดับ low-end และความคลาดเคลื่อนที่อาจเกิดขึ้นจากแนวทางการคาดการณ์ประจำปี เราได้ปรับลดประมาณการกำไรปี 2025 สำหรับหุ้นที่เราแนะนำให้ขาย โดยเฉพาะ PSH และ LPN เนื่องจากมีแนวโน้มที่จะยังคงนำผิวดวงในด้านผลการดำเนินงานในภาคที่อยู่อาศัย เนื่องจากอัตรากำไรที่อ่อนแออย่างต่อเนื่องและค่าใช้จ่ายเพิ่มเติม หลังจากความคลาดเคลื่อนในกำไรบางส่วนสำหรับปี 2025 กำไรในภาคที่อยู่อาศัยปี 2026 คาดว่าจะเติบโตที่ 12% เมื่อเทียบกับการคาดการณ์ก่อนหน้านี้ที่ 7% โดยได้รับแรงหนุนจาก backlog ที่แข็งแกร่งและผลกระทบจากฐานต่ำ

#### เสริมความแข็งแกร่งให้กับหุ้นที่เลือกและ และรวมประมาณการ CPN

ในทางกลับกัน เราได้ปรับเพิ่มประมาณการกำไรสำหรับ SIRI ซึ่งยังคงเป็นหุ้นที่เราเลือกหลักในภาคที่อยู่อาศัยควบคู่ไปกับ AP จากการปรับตัวขึ้นของภาคส่วนต่างๆ ในช่วงที่ผ่านมา เรายังคงเห็นราคาค่าหุ้นของบริษัทสำคัญๆ ที่เราแนะนำสะท้อนไปสู่เป้าหมายของเรา ในขณะที่เรายังไม่เห็นมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจที่เกี่ยวข้องกับภาคส่วนใดๆ ที่จะสร้างแรงหนุนเพิ่มเติมจากเป้าหมายปัจจุบัน ในรายงานนี้ เราได้เพิ่มการคาดการณ์สำหรับ CPN ซึ่งคาดว่าจะแสดงการเติบโตในการคาดการณ์รายไตรมาส โดยได้รับแรงหนุนจากผลประกอบการที่เพิ่มขึ้นจากห่วงโซ่อุปทานใหม่ๆ นอกจากนี้ เราได้คำนึงถึงกำไรเพิ่มเติมจาก 3Q25 เพื่อชดเชยการเปลี่ยนแปลงประมาณการทั้งปีของเรา

#### 4Q25F คาดการณ์การฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องท่ามกลางการลดลงรายปี

สำหรับปี 2025 ทั้งปี กำไรสุทธิจากภาคที่อยู่อาศัยโดยรวมคาดว่าจะอยู่ที่ 5.7 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 21.3% QoQ แต่ลดลง 19.6% YoY รายได้รวมคาดว่าจะอยู่ที่ 36.8 พันล้านบาท ลดลง 15.0% YoY และ 5.3% QoQ แม้จะมีแรงกดดันด้านรายได้ แต่กำไรของบริษัทขนาดใหญ่ยังคงทรงตัว กำไรที่แท้จริงของภาคส่วนนี้คาดว่าจะสูงกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ไว้เล็กน้อย โดยอาจมีบริษัทขนาดเล็กบางแห่งที่พลาดเป้าไปมาก ยอดจองรวมภายใต้การวิเคราะห์ของเราสำหรับปี 2025 อยู่ที่ 153 พันล้านบาท ลดลง 5.5% YoY คิดเป็น 80% ของยอดจองที่บริษัทต่างๆ คาดการณ์ไว้ในตอนแรก ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อคาดการณ์ในอนาคต ขึ้นอยู่กับอัตราการฟื้นตัวของตลาด

#### แนวโน้มปี 2026 มุ่งสู่การทรงตัวและการพัฒนาพื้นที่ที่มีความหนาแน่นสูง

ประเด็นสำคัญในเดือนมกราคม ได้แก่ โครงการ Supalai Loft Tha Phra Interchange ซึ่งส่งมอบ 910 ยูนิตใกล้กับเส้นทางคมนาคมหลัก บริษัท AP (Thailand) (AP) เปิดตัวโครงการ Pleno Future-Rangsit โดยมุ่งเป้าไปที่ความต้องการในตลาด "Blue Ocean" ในกลุ่มบ้านแบบดูเพล็กซ์ บริษัท AREA คาดการณ์ว่าปี 2026 จะมีการเติบโตของการเปิดตัวโครงการอย่างน้อย 5% การเปิดตัวโครงการที่อยู่อาศัยของ BOI อาจผลักดันให้การเปิดตัวยูนิตใหม่สูงเกินคาดมากกว่า 10% การพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ยังคงกระจุกตัวอยู่ในพื้นที่ที่มีความหนาแน่นสูง โดยเฉพาะโซน 1 (CBD) ซึ่งมีโครงการที่อยู่ระหว่างดำเนินการ 93 โครงการ และโซน 6 (บางนา) ซึ่งเอื้อต่อความต้องการแรงงานภาคอุตสาหกรรม เรายังไม่เห็นแนวทางการดำเนินงานที่สมบูรณ์จากบริษัทที่อยู่อาศัยหลังจากการประกาศผลประกอบการ แต่เรามั่นใจได้ว่าการเปิดตัวโครงการจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ลดลง YoY ทั้งนี้ เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" สำหรับ AP และ SIRI โดยมูลค่าที่เหมาะสมเท่ากับ 10.60 และ 1.80 บาท ตามลำดับ ■

**รายละเอียดเพิ่มเติม : สามารถอ่านรายงานฉบับเต็มได้ใน “Company Report” (ภาษาอังกฤษ)**

## กระแสหลักทรัพย์

Figure 1. Earnings revision

| Old          | Revenue        |                |                | Net profit    |               |               | EPS (Bt/sh) |             |             |
|--------------|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|-------------|-------------|-------------|
|              | 2025E          | 2026E          | 2027E          | 2025E         | 2026E         | 2027E         | 2025E       | 2026E       | 2027E       |
| Btm          |                |                |                |               |               |               |             |             |             |
| LH           | 19,117         | 21,009         | 24,919         | 3,997         | 4,670         | 5,473         | 0.33        | 0.39        | 0.46        |
| PSH          | 12,116         | 14,582         | 13,948         | 319           | 594           | 537           | 0.15        | 0.27        | 0.25        |
| SPALI        | 24,517         | 26,476         | 20,953         | 3,941         | 4,762         | 3,935         | 2.02        | 2.44        | 2.01        |
| QH           | 7,727          | 7,376          | 7,606          | 2,167         | 2,315         | 2,502         | 0.20        | 0.22        | 0.23        |
| AP           | 35,290         | 37,662         | 39,021         | 4,141         | 4,464         | 4,515         | 1.32        | 1.42        | 1.44        |
| LPN          | 6,541          | 6,783          | 6,243          | 102           | 146           | 186           | 0.07        | 0.10        | 0.13        |
| SIRI         | 26,818         | 27,494         | 26,684         | 3,820         | 3,845         | 4,415         | 0.22        | 0.22        | 0.25        |
| <b>Total</b> | <b>134,477</b> | <b>141,235</b> | <b>139,259</b> | <b>20,089</b> | <b>21,496</b> | <b>22,059</b> | <b>5.16</b> | <b>5.45</b> | <b>5.06</b> |
| Growth       | -17.9%         | 5.0%           | -1.4%          | -18.6%        | 7.0%          | 2.6%          | -18.6%      | 7.0%        | 2.6%        |

| New          | Revenue        |                |                | Net profit    |               |               | EPS (Bt/sh) |             |             |
|--------------|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|-------------|-------------|-------------|
|              | 2025E          | 2026E          | 2027E          | 2025E         | 2026E         | 2027E         | 2025E       | 2026E       | 2027E       |
| Btm          |                |                |                |               |               |               |             |             |             |
| LH           | 19,117         | 21,009         | 24,919         | 3,997         | 4,670         | 5,473         | 0.33        | 0.39        | 0.46        |
| PSH          | 12,116         | 14,582         | 13,948         | 183           | 600           | 530           | 0.08        | 0.27        | 0.24        |
| SPALI        | 24,517         | 26,476         | 20,953         | 3,941         | 4,762         | 3,935         | 2.02        | 2.44        | 2.01        |
| QH           | 7,727          | 7,376          | 7,606          | 2,167         | 2,315         | 2,502         | 0.20        | 0.22        | 0.23        |
| AP           | 37,010         | 37,662         | 39,022         | 4,331         | 4,464         | 4,515         | 1.38        | 1.42        | 1.44        |
| LPN          | 6,762          | 6,794          | 6,254          | 75            | 146           | 187           | 0.05        | 0.10        | 0.13        |
| SIRI         | 29,590         | 30,337         | 29,443         | 4,119         | 4,135         | 4,814         | 0.24        | 0.24        | 0.28        |
| <b>Total</b> | <b>136,841</b> | <b>144,236</b> | <b>142,144</b> | <b>18,813</b> | <b>21,092</b> | <b>21,956</b> | <b>4.30</b> | <b>5.07</b> | <b>4.79</b> |
| Growth       | -16.5%         | 5.4%           | -1.5%          | -23.7%        | 12.1%         | 4.1%          | -23.7%      | 12.1%       | 4.1%        |

| Change       | Revenue     |             |             | Net profit   |              |              | EPS (Bt/sh)  |              |              |
|--------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|              | 2025E       | 2026E       | 2027E       | 2025E        | 2026E        | 2027E        | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
| %            |             |             |             |              |              |              |              |              |              |
| LH           | 0.0%        | 0.0%        | 0.0%        | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         |
| PSH          | 0.0%        | 0.0%        | 0.0%        | -42.5%       | 1.0%         | -1.3%        | -42.5%       | 1.0%         | -1.3%        |
| SPALI        | 0.0%        | 0.0%        | 0.0%        | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         |
| QH           | 0.0%        | 0.0%        | 0.0%        | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         |
| AP           | 4.9%        | 0.0%        | 0.0%        | 4.6%         | 0.0%         | 0.0%         | 4.6%         | 0.0%         | 0.0%         |
| LPN          | 3.4%        | 0.2%        | 0.2%        | -26.3%       | 0.3%         | 0.3%         | -26.3%       | 0.3%         | 0.3%         |
| SIRI         | 10.3%       | 10.3%       | 10.3%       | 7.8%         | 7.6%         | 9.0%         | 7.8%         | 7.6%         | 9.0%         |
| <b>Total</b> | <b>1.8%</b> | <b>2.1%</b> | <b>2.1%</b> | <b>-6.3%</b> | <b>-1.9%</b> | <b>-0.5%</b> | <b>-6.3%</b> | <b>-1.9%</b> | <b>-0.5%</b> |

| Consensus comparison - 2025F profit |               |               |              | Target price changes |        |           |               |        |
|-------------------------------------|---------------|---------------|--------------|----------------------|--------|-----------|---------------|--------|
|                                     | TISCO         | Cons          | %Diff        | Old TP               | New TP | Chg       | Current Price | Upside |
| LH                                  | 3,997         | 3,868         | 3.3%         | 3.8                  | 3.8    | 0%        | 4.4           | -14%   |
| PSH                                 | 183           | 489           | -62.5%       | 3.0                  | 3.0    | 0%        | 3.96          | -24%   |
| SPALI                               | 3,941         | 4,249         | -7.3%        | 18.0                 | 18.0   | 0%        | 18.8          | -4%    |
| QH                                  | 2,167         | 1,868         | 16.0%        | 1.1                  | 1.1    | 0%        | 1.44          | -21%   |
| AP                                  | 4,331         | 4,335         | -0.1%        | 10.6                 | 10.6   | 0%        | 9.35          | 13%    |
| LPN                                 | 75            | 101           | -25.6%       | 1.3                  | 1.3    | 0%        | 1.64          | -21%   |
| SIRI                                | 4,119         | 4,221         | -2.4%        | 1.8                  | 1.8    | 0%        | 1.52          | 18%    |
| <b>Total</b>                        | <b>24,670</b> | <b>19,131</b> | <b>29.0%</b> |                      |        | <b>0%</b> |               |        |

Source: Company data, TISCO Research

รายละเอียดเพิ่มเติม : สามารถอ่านรายงานฉบับเต็มได้ใน “Company Report” (ภาษาอังกฤษ)

สำนักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด

48/8 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ชั้น 5 ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทรศัพท์ : (66) 2633-6999 โทรสาร : (66) 2633-6490

Market Insight

E-mail : [tiscoresearch@tisco.co.th](mailto:tiscoresearch@tisco.co.th)

รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือข้อชี้แนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชนหรือโดยทางอื่นใด  
ทิสโก้ไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้  
เป็นการนำไปใช้โดยผู้ยอมรับความเสี่ยงและเป็นผู้รับผิดชอบผู้ให้แต่ผู้เดียว

20 กุมภาพันธ์ 2569

Page 24

## กระแสหลักทรัพย์

Figure 2. 4Q25 earnings preview updates

|        | Net Profit |         |         | Revenue    |         |         | Consensus             |                   | Results Date | Analyst Meeting |
|--------|------------|---------|---------|------------|---------|---------|-----------------------|-------------------|--------------|-----------------|
|        | 4Q25E Bt.m | YoY (%) | QoQ (%) | 4Q25E Bt.m | YoY (%) | QoQ (%) | 4Q25E Net Profit Bt.m | Difference NP (%) |              |                 |
| LH     | 998        | -61.5%  | 26.8%   | 5,717      | -36.8%  | -12.3%  | 987                   | 1.1%              | 27-Feb       | 5-Mar           |
| PSH    | -22        | -92.5%  | -119.2% | 2,815      | -41.2%  | 5.2%    | n.a.                  | n.a.              | 27-Feb       | 2-Mar           |
| SPALI  | 1,264      | -36.4%  | 8.2%    | 6,912      | -14.0%  | -7.8%   | 1,240                 | 1.9%              | 24-Feb       | 27-Feb          |
| QH     | 950        | 103.3%  | 97.8%   | 1,713      | 18.3%   | 34.2%   | n.a.                  | n.a.              | 24-Feb       | 25-Feb          |
| AP     | 1,306      | 1.0%    | 13.1%   | 9,939      | 8.5%    | -8.2%   | 1,282                 | 1.9%              | 26-Feb       | 26-Feb          |
| LPN    | -7         | -93.8%  | -114.4% | 1,515      | -0.5%   | 12.1%   | 4                     | -278.3%           | 26-Feb       | 26-Feb          |
| SIRI   | 1,278      | 2.8%    | 27.7%   | 8,264      | -21.7%  | -9.7%   | 1,388                 | -7.9%             | 27-Feb       | 5-Mar           |
| Sector | 5,767      | -19.6%  | 21.3%   | 36,874     | -15.0%  | -5.3%   | 4,901                 | n.a.              |              |                 |
| CPN    | 4,616      | 19.0%   | -15.0%  | 11,051     | 2.0%    | 2.0%    | 4,551                 | 1.4%              | 23-Feb       | 25-Feb          |

Source: Company data, TISCO Research

Figure 3. Presales 4Q25, 2025 Actual vs Mgmt Estimates

| Presales 4Q25A | 4Q25A Bt. bn | YoY (%) | QoQ (%) | 2025A Bt. bn | YoY (%) | Mgmt 2025E Bt. bn | YoY (%) | 2025A as % of 2025E |
|----------------|--------------|---------|---------|--------------|---------|-------------------|---------|---------------------|
| LH             | 3.71         | (9.6)   | 27.8    | 14.30        | (23.8)  | 23.0              | 22.6    | 62.2                |
| PSH            | 1.86         | (34.6)  | (51.7)  | 11.14        | (20.4)  | 19.8              | 41.2    | 56.3                |
| SPALI          | 5.79         | (13.3)  | (32.6)  | 26.25        | (1.8)   | 32.0              | 19.7    | 82.0                |
| QH             | 1.50         | 3.8     | (32.9)  | 6.37         | (12.7)  | 7.8               | 9.9     | 81.6                |
| AP             | 14.09        | 52.3    | 12.9    | 46.87        | 0.2     | 55.0              | 17.5    | 85.2                |
| LPN            | 1.78         | 14.4    | (16.1)  | 7.28         | (13.8)  | 8.0               | (5.4)   | 91.0                |
| SIRI           | 12.85        | 25.0    | 66.8    | 41.70        | 2.2     | 46.0              | 12.7    | 90.7                |
| Total          | 41.58        | 15.0    | 4.3     | 153.90       | (5.5)   | 191.6             | 17.7    | 80.3                |

Source: Company data, TISCO Research

Figure 4. Earnings Snapshot

|         | Mkt Cap   | 6MTH ADV  | Current Price | YTD | TP   |      | EPS Chg (%) |      |       | P/E (x) |      |       | ROE (x) |       | P/BV (x) |       | Yield | TP      |
|---------|-----------|-----------|---------------|-----|------|------|-------------|------|-------|---------|------|-------|---------|-------|----------|-------|-------|---------|
|         | (US\$, m) | (US\$, m) | (Bt)          | (%) | (Bt) |      | Recom.      | 2024 | 2025E | 2026E   | 2024 | 2025E | 2026E   | 2025E | 2026E    | 2025E | 2026E | 2025E + |
| LH      | 1,696     | 6.5       | 4.4           | 12% | 3.8  | HOLD | -27%        | -27% | 17%   | 7.0     | 9.6  | 13.2  | 10.5    | 10.5  | 1.0      | 1.0   | 7.3   | 4.1     |
| PSH     | 280       | 0.2       | 4.0           | 7%  | 3.0  | SELL | -79%        | -80% | 227%  | 3.9     | 19.0 | 47.3  | 1.0     | 1.0   | 0.2      | 0.2   | 5.3   | 3.2     |
| SPALI   | 1,184     | 8.3       | 18.8          | 6%  | 18.0 | BUY  | 3%          | -36% | 21%   | 6.1     | 5.9  | 9.3   | 11.7    | 11.7  | 0.7      | 0.6   | 5.1   | 18.9    |
| QH      | 498       | 3.4       | 1.4           | 6%  | 1.1  | SELL | -14%        | 1%   | 7%    | 6.2     | 7.2  | 7.1   | 7.5     | 7.5   | 0.5      | 0.5   | 7.6   | 1.2     |
| AP      | 949       | 5.0       | 9.4           | 6%  | 10.6 | BUY  | -17%        | -14% | 3%    | 4.9     | 5.9  | 6.8   | 11.9    | 11.9  | 0.7      | 0.6   | 6.0   | 11.2    |
| LPN     | 77        | 0.1       | 1.6           | 7%  | 1.3  | SELL | -66%        | -32% | 95%   | 6.8     | 21.6 | 31.7  | 0.9     | 0.9   | 0.2      | 0.2   | 2.0   | 1.3     |
| SIRI    | 856       | 1.2       | 1.5           | 11% | 1.8  | BUY  | -13%        | -22% | 0%    | 4.4     | 5.0  | 6.4   | 10.9    | 10.9  | 0.5      | 0.5   | 5.3   | 1.9     |
| Average | 791.3     | 3.5       |               |     |      |      | -15%        | -24% | 12%   | 5.6     | 7.0  | 9.1   | 8.8     | 8.8   | 0.6      | 0.6   | 5.5   |         |
| CPN     | 9,266     | 26.4      | 64.0          | 14% | 83.0 | BUY  | 4%          | 9%   | 8%    | 13.1    | 12.0 | 11.1  | 16.2    | 15.7  | 2.0      | 1.8   | 2.5   | 85.1    |

Source: Company data, TISCO Research

Figure 5. CPN 4Q25 estimates

| QUARTERLY RESULTS (Bt m)       | 4Q24   | 1Q25   | 2Q25   | 3Q25   | 4Q25e  | QoQ% | YoY%  |
|--------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|------|-------|
| Rental revenue                 | 10,834 | 10,792 | 10,724 | 10,835 | 11,051 | 2%   | 2%    |
| Gross Profit                   | 6,675  | 6,842  | 6,633  | 6,781  | 6,914  | 2%   | 4%    |
| S&A Expenses                   | 2,706  | 2,044  | 1,994  | 1,961  | 1,450  | -26% | -46%  |
| Share of profit of associate   | 44     | 522    | 507    | 582    | 698    | 20%  | 1504% |
| Interest expense               | 901    | 883    | 880    | 889    | 901    | 1%   | 0%    |
| Net Profit before extra. Items | 4,194  | 3,847  | 3,902  | 4,500  | 4,616  | 3%   | 10%   |
| Net Profit                     | 3,893  | 4,227  | 4,305  | 5,424  | 4,616  | -15% | 19%   |
| EPS (Bt)                       | 0.86   | 0.94   | 0.95   | 1.20   | 1.02   | -15% | 18%   |
| Gross Margin (%)               | 58.6   | 60.4   | 59.4   | 60.1   | 60.1   | 0%   | 2%    |
| Operating Margin (%)           | 19.6   | 49.0   | 49.2   | 49.5   | 52.4   | 6%   | 167%  |
| EBITDA Margin (%)              | 46.7   | 66.6   | 67.0   | 67.4   | 70.3   | 4%   | 51%   |
| S&A Expenses to Sales (%)      | 26.2   | 27.2   | 28.2   | 29.2   | 30.2   | 3%   | 15%   |
| Net Profit Margin (%)          | 35.0   | 33.1   | 33.5   | 42.3   | 36.4   | -14% | 4%    |

Source: Company data, TISCO Research

รายละเอียดเพิ่มเติม : สามารถอ่านรายงานฉบับเต็มได้ใน “Company Report” (ภาษาอังกฤษ)

สำนักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด

48/8 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ชั้น 5 ถนนสาทรเหนือ เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทรศัพท์ : (66) 2633-6999 โทรสาร : (66) 2633-6490

Market Insight

E-mail : [tiscoresearch@tisco.co.th](mailto:tiscoresearch@tisco.co.th)

รายงานฉบับนี้ไม่ถือเป็นคำแนะนำหรือการชักชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชนหรือโดยทางอื่นใด  
ทิสโก้ไม่ต้องรับผิดชอบความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปใช้ข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคำนวณทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้  
เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อย่างมีความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

20 กุมภาพันธ์ 2569

Page 25



## กระแสหลักทรัพย์

- PTT : 4Q สอดคล้องคาด ; เงินปันผลพิเศษเป็นบวกเล็กน้อย ; แนวโน้ม 1Q26F แข็งแกร่ง

**กำไร 4Q25 สอดคล้องคาด ได้แรงหนุนจากกำไรพิเศษที่ไม่ใช่ธุรกิจหลัก**

PTT รายงานผลประกอบการใน 4Q25 ที่ 2.55 หมื่นล้านบาท เพิ่มขึ้น 29% QoQ และ 174% YoY โดยมีกำไรจากธุรกิจหลักอยู่ที่ 1.57 หมื่นล้านบาท (+5% QoQ, -22% YoY) ซึ่งสอดคล้องกับทั้งการคาดการณ์ของเรา (TISCOe: 2.52 หมื่นล้านบาท) และการคาดการณ์ของ Bloomberg (2.56 หมื่นล้านบาท) รายการนอกธุรกิจหลัก ทั้งในระดับ PTT และจากบริษัทในเครือ เป็นปัจจัยหลักที่ทำให้กำไรสุทธิเติบโตอย่างแข็งแกร่งทั้ง QoQ และ YoY ในระดับ PTT บริษัทบันทึกกำไรพิเศษ 7.5 พันล้านบาทจากการจัดประเภทการลงทุนใน Lotus Pharmaceutical ใหม่ พร้อมกับผลขาดทุนจากการด้อยค่า 200 ล้านบาทที่เกี่ยวข้องกับสินทรัพย์ภายใต้ PTT Tank และ PTTGM กำไรสุทธิปี FY2025 อยู่ที่ 9.02 หมื่นล้านบาท แทบไม่เปลี่ยนแปลง YoY

**การดำเนินงานด้านก๊าซหลักอ่อนตัวลง**

แม้โดยรวมจะสอดคล้องกับที่คาดการณ์ไว้ แต่การดำเนินงานในธุรกิจก๊าซหลักอ่อนตัวลงในไตรมาสนี้ โดย EBITDA ลดลง 6% QoQ และ 11% YoY ในหน่วยธุรกิจจัดหาและซื้อขาย (S&T) EBITDA ลดลง 26% QoQ (ทรงตัว YoY) เนื่องจากราคาน้ำมันเชื้อเพลิงอ่อนตัวลง ปริมาณการขายก๊าซก็ลดลง 1% QoQ และ 7% YoY เนื่องจากความต้องการที่ลดลงตามฤดูกาลจากภาคการผลิตไฟฟ้าและการบริโภคที่ลดลงจากอุตสาหกรรมปิโตรเคมี เมื่อเทียบกับ YoY ปริมาณขายยังได้รับผลกระทบจากการแข่งขันที่เพิ่มขึ้นจากผู้ขายรายใหม่ที่เข้าสู่ตลาด ในโรงงานแยกก๊าซ (GSP) การดำเนินงานได้รับประโยชน์จากการเริ่มดำเนินการอีกครั้งของ GSP#5 อย่างไรก็ตาม มาร์จินลดลงเนื่องจากราคาขายที่ลดลงตามตลาดปิโตรเคมีที่อ่อนตัวลง ดังนั้น แม้ว่าจะมีการปรับกำไรจากนโยบาย Single Gas Pool ของ PTTGC เป็นจำนวนประมาณ 200 ล้านบาท แต่ EBITDA ของ GSP ยังคงลดลง 14% เมื่อ QoQ และ 80% YoY ผลประกอบการจากธุรกิจผู้ให้บริการระบบส่งไฟฟ้า (TSO) เพิ่มขึ้น 7% QoQ และ 13% YoY โดยได้รับการสนับสนุนจากปริมาณสำรองที่เพิ่มขึ้น ในขณะเดียวกัน EBITDA ของหน่วยธุรกิจการค้ำระหว่างประเทศลดลงเล็กน้อยเหลือ 1.1 พันล้านบาทใน 4Q25 จาก 3.2 พันล้านบาทใน 3Q25 แม้ว่าจะดีขึ้นอย่างเห็นได้ชัดจากผลขาดทุน 13 ล้านบาทใน 4Q24

**แนวโน้มใน 1Q26F ที่แข็งแกร่ง แม้จะไม่มีรายการพิเศษ**

แม้จะไม่มีกำไรจากธุรกิจที่ไม่ใช่ธุรกิจหลัก PTT ยังคงคาดว่าจะเห็นการเติบโตของกำไรเล็กน้อย QoQ ใน 1Q26 เราคาดว่าจะได้รับผลประกอบการที่แข็งแกร่งขึ้นจากธุรกิจก๊าซหลัก โดยได้รับการสนับสนุนจากการยกเลิกนโยบาย Single Gas Pool และความต้องการก๊าซที่สูงขึ้นตามฤดูกาล นอกจากนี้ ราคาน้ำมันที่สูงขึ้นน่าจะช่วยหนุนผลประกอบการจาก PTTEP และบริษัทในเครือ P&R (ผ่านกำไรจากสินค้าคงคลังที่อาจเกิดขึ้น)

**เงินปันผลพิเศษเป็นสัญญาณบวกเล็กน้อย คงคำแนะนำ “ถือ”**

แม้ว่าเงินปันผลต่อหุ้น (DPS) สุดท้ายที่ 1.2 บาท จะเป็นไปตามที่เราคาดการณ์ไว้ แต่เงินปันผลพิเศษเพิ่มเติมอีก 0.2 บาท ถือเป็นเรื่องดีเล็กน้อย ทำให้ผลตอบแทนรวมอยู่ที่ 3.7% ส่งผลให้เงินปันผลรวมสำหรับปี 2025 คิดเป็น 73% ของกำไรทั้งปี เราคงคำแนะนำ “ถือ” สำหรับ PTT โดยมีมูลค่าที่เหมาะสมตาม SOTP ที่ 36.00 บาท ความเสี่ยงหลัก ได้แก่ การปิดโรงงาน การเปลี่ยนแปลงในสภาพแวดล้อมด้านกฎระเบียบ และราคาน้ำมันที่ลดลง ■

**รายละเอียดเพิ่มเติม : สามารถอ่านรายงานฉบับเต็มได้ใน “Company Report” (ภาษาอังกฤษ)**

**สำนักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด**

48/8 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ชั้น 5 ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทรศัพท์ : (66) 2633-6999 โทรสาร : (66) 2633-6490

Market Insight

E-mail : [tiscoresearch@tisco.co.th](mailto:tiscoresearch@tisco.co.th)

รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชนหรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อยอมรับความเสี่ยงและรับผิดชอบที่มิใช่ของผู้จัดทำ

20 กุมภาพันธ์ 2569

Page 26

# กระแสรายงาน

| Forecasts and ratios         |           |           |           |           |           |
|------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Year Ended December 31       | 2023      | 2024      | 2025      | 2026E     | 2027E     |
| Sales (THBm)                 | 3,144,551 | 3,090,453 | 2,662,145 | 2,595,417 | 2,695,610 |
| EBITDA (THBm)                | 442,938   | 411,782   | 362,622   | 411,529   | 438,613   |
| Net profit (THBm)            | 112,024   | 90,072    | 90,166    | 90,029    | 101,368   |
| Net Profit (% chg from prev) | nm.       | nm.       | nm.       | 0.0       | 0.0       |
| EPS (THB)                    | 3.92      | 3.15      | 3.16      | 3.15      | 3.55      |
| EPS (%YoY)                   | 3.4       | -19.6     | 0.1       | -0.2      | 12.6      |
| EPS vs Cons (%)              | nm.       | nm.       | nm.       | -4.1      | 4.0       |
| PER (X)                      | 8.5       | 10.6      | 9.9       | 11.9      | 10.6      |
| Yield (%)                    | 5.3       | 5.6       | 6.1       | 5.5       | 6.2       |
| P/BV (X)                     | 1.0       | 0.9       | 0.9       | 0.9       | 0.9       |
| EV/EBITDA (X)                | 3.6       | 3.9       | 4.1       | 4.1       | 3.8       |
| ROE (%)                      | 10.7      | 8.3       | 8.1       | 7.9       | 8.6       |

Source: Company data, TISCO estimates

Figure 1. PTT's 4Q25 earnings summary

| Bt mn                           | 4Q25   | 3Q25   | QoQ % | 4Q24   | YoY % | 2025    | YoY % |
|---------------------------------|--------|--------|-------|--------|-------|---------|-------|
| Gross profit                    | 64,357 | 71,081 | -9    | 80,469 | -20   | 272,935 | -19   |
| Operating income (EBIT)         | 40,188 | 46,662 | -14   | 46,627 | -14   | 180,676 | -20   |
| Profit before tax (PBT)         | 31,272 | 36,677 | -15   | 35,729 | -12   | 140,228 | -22   |
| Reported profit                 | 25,535 | 19,783 | 29    | 9,312  | 174   | 90,166  | 0     |
| Core profit                     | 15,698 | 14,963 | 5     | 20,010 | -22   | 59,819  | -40   |
| EBITDA breakdown                |        |        |       |        |       |         |       |
| E&P                             | 47,642 | 48,442 | -2    | 54,821 | -13   |         |       |
| Gas                             | 13,156 | 14,057 | -6    | 14,836 | -11   |         |       |
| Oil                             | 4,254  | 4,951  | -14   | 4,970  | -14   |         |       |
| International trading           | 1,115  | 3,202  | -65   | -13    | 8,677 |         |       |
| P&R                             | 10,146 | 10,659 | -5    | 11,645 | -13   |         |       |
| Others                          | -582   | -277   | 110   | -543   | 7     |         |       |
| Gas EBITDA breakdown            |        |        |       |        |       |         |       |
| S&T                             | 2,834  | 3,809  | -26   | 2,822  | 0     |         |       |
| TSO                             | 7,518  | 6,999  | 7     | 6,649  | 13    |         |       |
| GSP                             | 616    | 715    | -14   | 3,046  | -80   |         |       |
| NGV                             | -315   | -333   | -5    | -494   | -36   |         |       |
| Others                          | 2,503  | 2,867  | -13   | 2,813  | -11   |         |       |
| GSP sales volume (kt)           | 1,672  | 1,581  | 6     | 1,681  | -1    |         |       |
| HDPE price (US\$/t)             | 871    | 920    | -5    | 968    | -10   |         |       |
| GSP gas feedstock cost (US\$/t) | 379    | 376    | 1     | 391    | -3    |         |       |

Source: Company data, TISCO estimates

รายละเอียดเพิ่มเติม : สามารถอ่านรายงานฉบับเต็มได้ใน “Company Report” (ภาษาอังกฤษ)

สำนักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด

48/8 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ชั้น 5 ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทรศัพท์ : (66) 2633-6999 โทรสาร : (66) 2633-6490

Market Insight

E-mail : [tiscoresearch@tisco.co.th](mailto:tiscoresearch@tisco.co.th)

รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือข้อสรุปใดๆ ที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชนหรือโดยทางอื่นใด  
 ทิสโก้ไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้  
 เป็นการนำไปใช้โดยผู้รับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

20 กุมภาพันธ์ 2569

Page 27



## กระแสหลักทรัพย์

### ● TASC0 : ผลประกอบการใน 4Q25 อ่อนตัวลง คาดว่าอัตรากำไรจะฟื้นตัวใน 1H26

#### ผลประกอบการใน 4Q25 อ่อนตัวลง คาดว่าอัตรากำไรจะฟื้นตัวใน 1H26

TASC0 รายงานผลประกอบการใน 4Q25 ที่อ่อนตัวลง ถูกกดดันจากราคายางมะตอยในภูมิภาคที่ลดลงอย่างมากและขาดทุน NRV ในระดับสูง อย่างไรก็ตามผลประกอบการยังสูงกว่าประมาณการของเรา จากรายได้อื่นที่สูงกว่าคาดและค่าใช้จ่ายดำเนินงานที่ต่ำกว่า เราคาดว่าอัตรากำไรจะปรับดีขึ้นตั้งแต่ 1Q26 เป็นต้นไป เนื่องจากราคายางมะตอยเริ่มทรงตัวและต้นทุนน้ำมันดิบกลับสู่ระดับปกติ คงคำแนะนำ “ซื้อ”

#### ผลประกอบการใน 4Q25 ได้รับผลกระทบจากราคาที่ลดลงและการขาดทุน NRV

TASC0 มีกำไรสุทธิ 4Q25 ที่ 112 ล้านบาท ลดลง 81% YoY และ 38% QoQ หากไม่รวมค่าเผื่อนี้ส่งผลสุทธิ 16 ล้านบาท กำไรปกติอยู่ที่ 128 ล้านบาท ลดลง 75% YoY และ 33% QoQ ผลการดำเนินงานถูกขับเคลื่อนโดยยอดขายยางมะตอยที่ลดลง 14% YoY จากราคาที่ลดลง (แต่เพิ่มขึ้น 9% QoQ จากปริมาณที่เพิ่มขึ้นตามงบกระตุ้นเศรษฐกิจ) และอัตรากำไรขั้นต้นของยางมะตอยลดลงเหลือ 4.7% (เทียบกับ 12.4% ในปีก่อน และ 5.5% ใน 3Q25) การลดลงของอัตรากำไรสะท้อนถึงราคายางมะตอยที่ลดลง 10% QoQ ท่ามกลางอุปสงค์ในภูมิภาคที่อ่อนตัวและอุปทานในประเทศที่เพิ่มขึ้น ส่งผลให้เกิดขาดทุน NRV จำนวน 140 ล้านบาท ซึ่งกดดันอัตรากำไรลงอย่างมีนัยสำคัญ กำไรจากธุรกิจก่อสร้างฟื้นตัว YoY มาอยู่ที่ 14 ล้านบาท จากรายได้ที่เพิ่มขึ้น แต่การปรับขึ้นดังกล่าวยังไม่เพียงพอที่จะชดเชยกำไรจากธุรกิจยางมะตอยที่อ่อนตัว

#### แนวโน้มอัตรากำไรได้รับการสนับสนุนจากราคายางมะตอยที่ทรงตัวและต้นทุนน้ำมันดิบที่ลดลง

เราคาดว่ากำไรจะดีขึ้นอย่างต่อเนื่องจาก 1Q26 เนื่องจากราคายางมะตอยในภูมิภาคทรงตัวอยู่ที่ประมาณ 360 ดอลลาร์สหรัฐต่อตัน เทียบกับ 355 ดอลลาร์สหรัฐต่อตัน ณ สิ้นปี 2025 การรับน้ำมันดิบจำนวน 600,000 บาร์เรลในเดือนมกราคม 2026 จะช่วยลดต้นทุนน้ำมันดิบเฉลี่ยของบริษัทและสนับสนุนการฟื้นตัวของอัตรากำไรตลอด 1H26 ด้วยส่วนต่างราคาที่ดีขึ้น เราคาดว่าจะสามารถพลิกกลับผลขาดทุน NRV ใน 4Q25 ได้บางส่วน ในขณะที่การเก็บเงินจากลูกหนี้ในช่วงต้นปี 2026 ควรจะช่วยให้สามารถพลิกกลับการตั้งสำรองหนี้สงสัยจะสูญได้บางส่วน ปัจจุบันเหล่านี้นับสนับสนุนการฟื้นตัวของกำไรที่เห็นได้ชัดในช่วง 1Q-2Q26 การซื้อน้ำมันดิบจากเวเนซุเอลายังคงหยุดชะงักเนื่องจากมาตรการคว่ำบาตรของสหรัฐฯ ยังไม่ถูกยกเลิก

#### คงคำแนะนำ “ซื้อ” สำหรับ TASC0 และยังคงมูลค่าที่เหมาะสม 16.50 บาท

เมื่อรวมผลประกอบการใน 4Q25 แล้ว การคาดการณ์กำไรปี 2026-27F ของเราจะปรับลดลง 0-2% มูลค่าที่เหมาะสมที่ 16.50 บาท โดยอิงจากอัตราส่วนราคาต่อกำไร (PER) ปี 2026 ที่ 16.5 เท่า (สูงกว่าค่าเฉลี่ยสามปีที่ผ่านมา 0.5 เท่า) ยังคงไม่เปลี่ยนแปลง เรายังคงให้คำแนะนำ “ซื้อ” โดยได้รับการสนับสนุนจากอัตรากำไรที่ปรับตัวดีขึ้นใน 1H26 ต้นทุนน้ำมันดิบที่ลดลง และการคาดการณ์ว่าการตั้งสำรองจะถูกยกเลิก ความเสี่ยงที่สำคัญ ได้แก่ ความผันผวนของราคาน้ำมันดิบ ความต้องการที่ลดลงในอินโดนีเซียและเวียดนาม อุปทานล้นตลาดในประเทศ การกลับรายการการตั้งสำรองที่ต่ำกว่าที่คาดไว้ และความเป็นไปได้ที่งบประมาณปี FY 2027 จะล่าช้าหากการจัดตั้งคณะรัฐมนตรีล่าช้าออกไป ■

**รายละเอียดเพิ่มเติม : สามารถอ่านรายงานฉบับเต็มได้ใน “Company Report” (ภาษาอังกฤษ)**

**สำนักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด**

48/8 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ชั้น 5 ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทรศัพท์ : (66) 2633-6999 โทรสาร : (66) 2633-6490

**Market Insight**

E-mail : [tiscoresearch@tisco.co.th](mailto:tiscoresearch@tisco.co.th)

รายงานฉบับนี้ไม่ถือเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชนหรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

**20 กุมภาพันธ์ 2569**

**Page 28**

## กระแสหลักทรัพย์

### Forecasts and ratios

| Year Ended December 31       | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Sales (THBm)                 | 31,106 | 27,964 | 26,962 | 27,170 | 27,269 |
| EBITDA (THBm)                | 4,259  | 3,291  | 2,386  | 2,979  | 3,129  |
| Net profit (THBm)            | 2,306  | 1,417  | 1,137  | 1,578  | 1,731  |
| Net Profit (% chg from prev) | 0 %    | 0 %    | 4 %    | 0 %    | 2 %    |
| EPS (THB)                    | 1.46   | 0.90   | 0.72   | 1.00   | 1.10   |
| EPS (% YoY)                  | -2.6   | -38.5  | -19.8  | 38.8   | 9.7    |
| PER (X)                      | 12.3   | 18.9   | 20.8   | 15.0   | 13.7   |
| Yield (%)                    | 8.3    | 6.0    | 6.7    | 6.7    | 6.7    |
| P/BV (X)                     | 1.4    | 1.5    | 1.7    | 1.6    | 1.6    |
| EV/EBITDA (X)                | 6.7    | 8.7    | 11.0   | 8.4    | 7.8    |
| ROE (%)                      | 14.2   | 8.8    | 7.7    | 11.0   | 11.5   |

Source: Company data, TISCO estimates

Figure 1. NRV loss and weak prices compress margins, driving sharp 4Q25 earnings decline

|                               | 4Q25  | 4Q24  | % YoY  | 3Q25  | % QoQ  | 12M25  | 12M24  | Chg. (%) |
|-------------------------------|-------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|----------|
| Sales                         | 6,932 | 7,764 | -10.7  | 6,465 | 7.2    | 26,962 | 27,964 | -3.6     |
| Cost of Sales                 | 6,618 | 6,847 | -3.3   | 6,006 | 10.2   | 24,736 | 24,828 | -0.4     |
| Gross Profit                  | 314   | 917   | -65.8  | 459   | -31.6  | 2,226  | 3,136  | -29.0    |
| S&A Expenses                  | 290   | 319   | -9.1   | 276   | 5.2    | 1,178  | 1,243  | -5.3     |
| Interest Expense              | 27    | 32    | -17.1  | 32    | -15.4  | 131    | 148    | -11.4    |
| Equity Income                 | 39    | 32    | 19.1   | 46    | -16.3  | 176    | 110    | 59.6     |
| Other Incomes                 | 122   | 69    | 77.6   | 61    | 100.0  | 300    | 285    | 5.2      |
| Net Profit before Tax         | 158   | 667   | -76.3  | 259   | -39.0  | 1,393  | 2,140  | -34.9    |
| Income Tax                    | 34    | 155   | -78.4  | 73    | -53.9  | 312    | 411    | -24.1    |
| Normalized Profit             | 128   | 511   | -75.0  | 192   | -33.2  | 1,091  | 1,692  | -35.5    |
| Other Gain/(Loss)             | -16   | 65    | n.a.   | -12   | n.a.   | 46     | -275   | n.a.     |
| Net Profit                    | 112   | 576   | -80.6  | 180   | -37.8  | 1,137  | 1,417  | -19.8    |
| EPS (Bt)                      | 0.07  | 0.36  | -80.6  | 0.11  | -37.8  | 0.72   | 0.90   | -19.8    |
| EBITDA                        | 410   | 963   | -57.5  | 491   | -16.6  | 2,386  | 3,291  | -27.5    |
| Asphalt sales volume (m tons) | 0.30  | 0.32  | -6.3   | 0.28  | 7.1    | 1.15   | 1.10   | 4.5      |
|                               |       |       | bpsYoY |       | bpsQoQ |        |        | bpsYoY   |
| Gross Margin (%)              | 4.5   | 11.8  | -7.3   | 7.1   | -2.6   | 8.3    | 11.2   | -3.0     |
| S&A Exp (% of Sales)          | 4.2   | 4.1   | 0.1    | 4.3   | -0.1   | 4.4    | 4.4    | -0.1     |
| Normalized Margin (%)         | 1.8   | 6.6   | -4.7   | 3.0   | -1.1   | 4.0    | 6.1    | -2.0     |
| Net Profit Margin (%)         | 1.6   | 7.4   | -5.8   | 2.8   | -1.2   | 4.2    | 5.1    | -0.9     |
|                               | 4Q25  | 4Q24  | % YoY  | 3Q25  | % QoQ  | 12M25  | 12M24  | % YoY    |
| Asphalt sales                 | 6,377 | 7,398 | -13.8  | 5,865 | 8.7    | 25,086 | 25,797 | -2.8     |
| COS                           | 6,076 | 6,478 | -6.2   | 5,540 | 9.7    | 22,997 | 22,707 | 1.3      |
| Gross profit - Asphalt        | 300   | 920   | -67.3  | 325   | -7.5   | 2,089  | 3,090  | -32.4    |
| Gross margin (%)              | 4.7   | 12.4  |        | 5.5   |        | 8.3    | 12.0   |          |
|                               |       |       |        |       |        |        | 0      |          |
| Construction revenue          | 555   | 366   | 51.4   | 599   | -7.4   | 1,876  | 2,167  | -13.4    |
| Construction cost             | 541   | 369   | 46.6   | 465   | 16.4   | 1,740  | 2,121  | -18.0    |
| Gross profit - Construction   | 14    | -3    | n.a.   | 134   | -89.9  | 137    | 46     | 198.1    |
| Construction gross margin (%) | 2.5   | -0.8  |        | 22.4  |        | 7.3    | 2.1    |          |

Source: Company data, TISCO Research

Figure 2. Earnings revisions

|                       | 2025   |        |         | 2026F  |        |         | 2027F  |        |         |
|-----------------------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|
|                       | Old    | New    | % Chg   | Old    | New    | % Chg   | Old    | New    | % Chg   |
| Sales revenue         | 27,032 | 26,962 | -0.3    | 27,218 | 27,170 | -0.2    | 27,319 | 27,269 | -0.2    |
| Cost of goods sold    | 24,788 | 24,736 | -0.2    | 24,499 | 24,452 | -0.2    | 24,483 | 24,435 | -0.2    |
| Gross profit          | 2,244  | 2,226  | -0.8    | 2,719  | 2,718  | -0.1    | 2,836  | 2,834  | -0.1    |
| S&A expenses          | 1,189  | 1,178  | -1.0    | 1,198  | 1,195  | -0.2    | 1,202  | 1,200  | -0.2    |
| Other income          | 237    | 300    | 26.6    | 244    | 309    | 26.6    | 252    | 318    | 26.6    |
| Interest expenses     | 137    | 131    | -4.0    | 90     | 156    | 73.2    | 85     | 100    | 17.4    |
| Income tax            | 293    | 312    | 6.5     | 293    | 293    | 0.0     | 315    | 324    | 2.9     |
| Normalized profit     | 1,046  | 1,091  | 4.3     | 1,574  | 1,578  | 0.2     | 1,683  | 1,731  | 2.8     |
| Extra items           | 41.7   | 45.6   | 9.4     | 0.0    | 0.0    | n.a.    | 0.0    | 0.0    | n.a.    |
| Net profit            | 1,088  | 1,137  | 4.5     | 1,574  | 1,578  | 0.2     | 1,683  | 1,731  | 2.8     |
| EPS (Bt)              | 0.69   | 0.72   | 4.5     | 1.00   | 1.00   | 0.2     | 1.07   | 1.10   | 2.8     |
|                       |        |        | bps chg |        |        | bps chg |        |        | bps chg |
| Sales volume (m tons) | 1.16   | 1.16   | 0.0     | 1.20   | 1.20   | 0.0     | 1.20   | 1.20   | 0.0     |
| Gross margin (%)      | 8.3    | 8.3    | 0.0     | 10.0   | 10.0   | 0.0     | 10.4   | 10.4   | 0.0     |
| S&A exp/ Sales (%)    | 4.4    | 4.4    | 0.0     | 4.4    | 4.4    | 0.0     | 4.4    | 4.4    | 0.0     |
| Net margin (%)        | 4.0    | 4.2    | 0.2     | 5.8    | 5.8    | 0.0     | 6.2    | 6.3    | 0.2     |

Source: TISCO estimates

รายละเอียดเพิ่มเติม : สามารถอ่านรายงานฉบับเต็มได้ใน “Company Report” (ภาษาอังกฤษ)

สำนักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด

48/8 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ชั้น 5 ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทรศัพท์ : (66) 2633-6999 โทรสาร : (66) 2633-6490

Market Insight

E-mail : [tiscoresearch@tisco.co.th](mailto:tiscoresearch@tisco.co.th)

รายงานฉบับนี้ไม่ถือเป็นคำแนะนำหรือข้อชี้แนะซื้อขายหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชนหรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดหมายทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ยอมรับความเสี่ยงและรับผิดชอบหน้าที่ของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

20 กุมภาพันธ์ 2569

Page 29



## กระแสหลักทรัพย์

### ● TIDLOR : ประเด็นสำคัญจากการประชุมนักวิเคราะห์

Tidlор Holdings จัดประชุมนักวิเคราะห์หลังประกาศผลประกอบการ 4Q25 วันนี้ โดยจะมี Opportunity Day สำหรับนักลงทุนรายย่อยต่อเวลา 9:15 (ลิงก์บน YouTube) สรุปประเด็นสำคัญดังนี้

**คำชี้แจงเรื่อง credit cost :** ผู้บริหารระบุว่า หากไม่รวมการตั้งสำรองเพิ่มเติมแบบ management overlay (สำหรับความเสี่ยงน้ำท่วมและความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจ) credit cost ใน 4Q25 จะอยู่ที่ 2.71% (เทียบกับ 3.62% เมื่อรวม overlay) สำหรับปี 2026 บริษัทคาดว่า credit cost ทั้งปีจะไม่สูงกว่าระดับปี 2025 และอาจต่ำกว่า

**เป้าหมายทางการเงินปี 2026 (จากเอกสารนำเสนอ) :**

1. การเติบโตสินเชื่อ : 5-10%
2. การเติบโตของเบี้ยประกันภัยที่ไม่ใช่ประกันชีวิต : 5-10%
3. อัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ : ระดับกลาง 50%
4. อัตราส่วนหนี้เสีย : 1.5-1.8%
5. Credit cost : 2.5-2.8%

**สินเชื่อบรรทุกเริ่มเห็นสัญญาณดีขึ้น :**

ผู้บริหารมีมุมมองเชิงบวกต่อพอร์ตสินเชื่อบรรทุก โดยเห็นสัญญาณว่าธุรกิจผ่านจุดต่ำสุดแล้ว บริษัทเห็นโมเมนตัมดีขึ้นใน 4Q25 และยังคงมองบวกต่อการเติบโตในปี 2026

**มุมมองโดยรวม :**

เรามีมุมมองเชิงบวกจากการประชุมครั้งนี้ มุมมองผู้บริหารต่อคุณภาพสินทรัพย์มีความมั่นใจ และเรามองว่าการตั้ง management overlay เพิ่มเติมจะเป็นกันชนที่ช่วยรองรับการขยายสินเชื่อได้เร็วขึ้นในปี โดยไม่จำเป็นต้องตั้งสำรองในระดับสูง เรามองว่าหากราคาหุ้นอ่อนตัวลง จะเป็นโอกาสในการสะสมหุ้น TIDLOR ทั้งนี้ เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” สำหรับ TIDLOR โดยมูลค่าที่เหมาะสมเท่ากับ 25.00 บาท ■

**รายละเอียดเพิ่มเติม :** [สามารถอ่านรายงานฉบับเต็มได้ใน “Company Report” \(ภาษาอังกฤษ\)](#)

**สำนักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด**

48/8 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ชั้น 5 ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทรศัพท์ : (66) 2633-6999 โทรสาร : (66) 2633-6490

Market Insight

E-mail : [tiscoresearch@tisco.co.th](mailto:tiscoresearch@tisco.co.th)

รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชนหรือโดยทางอื่นใด  
ทิสโก้ไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้  
เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อยอมรับความเสี่ยงและรับผิดชอบเพียงผู้เดียว

20 กุมภาพันธ์ 2569

Page 30



## กระแสหลักทรัพย์

### ● TRUE : ผลประกอบการใน 4Q25 แข็งแกร่ง; เงินปันผลเกินคาด

#### ผลประกอบการใน 4Q25 แข็งแกร่งเกินคาด

TRUE รายงานผลประกอบการใน 4Q25 ที่แข็งแกร่งถึง 4.0 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 154.5% QoQ และพลิกกลับจากขาดทุนสุทธิ 7.5 พันล้านบาท ใน 4Q24 ผลลัพธ์นี้สูงกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ (2.7 พันล้านบาท) และสูงกว่าที่นักวิเคราะห์ของ Bloomberg consensus คาดการณ์ไว้ (3.1 พันล้านบาท) จากรายการที่ไม่ใช่ธุรกิจหลักและค่าเสื่อมราคา TRUE บันทึกการพิเศษหลายรายการใน 4Q25 รวมถึงการด้อยค่าของเงินลงทุน (2.4 พันล้านบาท) ที่เกี่ยวข้องกับการปรับปรุงเครือข่าย (1.2 พันล้านบาท) และค่าความนิยมประจำปี (0.5 พันล้านบาท) ซึ่งถูกหักล้างบางส่วนด้วยผลขาดทุนทางภาษีที่ยกยอดมา 1.8 พันล้านบาท และกำไรจากการลงทุนในบริษัทรวม 0.5 พันล้านบาท ไม่รวมรายการที่ไม่ใช่ธุรกิจหลัก รายได้หลักอยู่ที่ 6.1 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 32.9% QoQ และเพิ่มขึ้น 70.8% YoY ซึ่งสอดคล้องกับความคาดหวังของเรา การเติบโตของรายได้หลัก QoQ และ YoY เกิดจากการประหยัดต้นทุนเต็มไตรมาสจากการประมูลคลื่นความถี่และการฟื้นตัวของรายได้ สำหรับปี FY2025 บริษัทมีกำไร 9.2 พันล้านบาท เทียบกับขาดทุน 1.1 หมื่นล้านบาทในปี 2024

#### ผลการดำเนินงานหลักที่แข็งแกร่ง นำโดยกลุ่มธุรกิจโทรศัพท์มือถือ

EBITDA ของ TRUE เติบโต 3.2% QoQ และ 10.3% YoY ใน 4Q25 โดยได้รับแรงหนุนจากการปรับปรุงธุรกิจโทรศัพท์มือถือและการประหยัดต้นทุนเต็มไตรมาส รายได้จากโทรศัพท์มือถือกลับมาอยู่ในระดับก่อนเกิดเหตุการณ์เครือข่ายเติบโต 1.2% QoQ เนื่องจากการเติบโตของผู้ใช้บริการกลับมาเป็นบวกเป็นครั้งแรกในรอบสามไตรมาส (+578,000 รายใน 4Q25 เทียบกับ -605,000 รายใน 3Q25) จากความพึงพอใจของลูกค้าที่ดีขึ้นและประสิทธิภาพเครือข่ายที่ดีขึ้น ในขณะเดียวกัน การเติบโตของ ARPU ได้รับการสนับสนุนจากปัจจัยตามฤดูกาลที่สูงขึ้น ยอดขายและอัตรากำไรของโทรศัพท์มือถือดีขึ้น QoQ เนื่องจากความต้องการที่แข็งแกร่งจาก iPhone 17 ในทางกลับกัน แม้ว่ารายได้ออนไลน์จะลดลงเล็กน้อย QoQ เนื่องจากไม่มีโครงการ B2B ครั้งเดียว แต่จำนวนผู้สมัครใช้บริการยังคงเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว QoQ ทั้งนี้ ARPU ออนไลน์ได้รับการปรับปรุงใหม่โดยไม่รวมรายได้ B2B ในการคำนวณ (เพื่อให้สะท้อนแพ็คเกจ B2C ได้ดีขึ้น) และผู้ใช้ที่ไม่ได้ใช้งานถูกลบออกจากจำนวนผู้สมัครใช้บริการที่รายงาน รายได้จาก PayTV ลดลง QoQ และ YoY เนื่องจากผลกระทบเต็มไตรมาสจาก EPL ในด้านต้นทุน การประหยัดต้นทุนคลื่นความถี่เต็มไตรมาส ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานเครือข่ายที่ลดลง และค่าเสื่อมราคาและการบริหาร (DD&A) ช่วยชดเชยค่าใช้จ่ายในการขายและการบริหาร (SG&A) ตามฤดูกาลใน 4Q25 โดยรวมแล้ว EBITDA margin ดีขึ้นเป็น 67.5% ใน 4Q25 จาก 65.3% ใน 3Q25 และ 47.8% ใน 4Q24

#### เงินปันผลรอบสุดท้ายเหนือความคาดหมาย

บริษัท TRUE ประกาศจ่ายเงินปันผลรอบสุดท้าย 0.12 บาทต่อหุ้น (สำหรับการดำเนินงานตุลาคม-ธันวาคม 2025) คิดเป็นอัตราการจ่ายเงินปันผล 104% (68% ของกำไรหลัก) สูงกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ในกรณีพื้นฐาน (อัตราการจ่ายเงินปันผล 50%) เงินปันผลรวมทั้งปีจะอยู่ที่ 0.31 บาทต่อหุ้น คิดเป็นอัตราการจ่ายเงินปันผล 116% (56% ของกำไรหลัก) ซึ่งให้ผลตอบแทนประมาณ 3% เราจึงปรับเพิ่มประมาณการอัตราการจ่ายเงินปันผลแบบระยะยาวของเราเป็น 70% ในปี 2026-28F (ผลตอบแทน 3-4%)

**รายละเอียดเพิ่มเติม : สามารถอ่านรายงานฉบับเต็มได้ใน “Company Report” (ภาษาอังกฤษ)**

## กระแสหลักทรัพย์

คงคำแนะนำ "ซื้อ" สำหรับ TRUE ; ปรับเพิ่มมูลค่าที่เหมาะสมเป็น 15.80 บาท

ผู้บริหารประกาศเป้าหมายการดำเนินงานทั้งปี 2026 ซึ่งยืนยันความคาดหวังของเราเกี่ยวกับการฟื้นตัวของผลการดำเนินงานในปี 2026 ผู้บริหารคาดการณ์การเติบโตของรายได้จากการให้บริการและ EBITDA ที่ +2-3% และ +7-9% ตามลำดับ (TISCOe คาดการณ์ไว้ที่ 3% และ 9% ในปี 2026) นอกจากนี้ ยังมีการปรับลดประมาณการค่าใช้จ่ายลงทุน (CAPEX) ลงเหลือ 2.5-2.7 หมื่นล้านบาทในปี 2026 (TISCO อยู่ที่ 2.5 หมื่นล้านบาท) โดยมีเป้าหมาย 3 ปีอยู่ที่ 13-14% ของค่าใช้จ่ายลงทุนต่อยอดขาย เนื่องจาก TRUE กำลังเข้าสู่ช่วงค่าใช้จ่ายลงทุนที่ลดลง ด้วยมูลค่านับที่ยังคงต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง เราจึงยังคงให้คำแนะนำ "ซื้อ" สำหรับ TRUE โดยปัจจุบันซื้อขายอยู่ที่ 7.4 เท่าของ EV/EBITDA ในปี 2026 ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต 1 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน และต่ำกว่า ADVANC (10.7 เท่า) ถึง 31% และต่ำกว่าบริษัทคู่แข่งในภูมิภาค (8.8 เท่า) ถึง 15% เมื่อพิจารณาถึงผลการดำเนินงานในปี 2025 แนวทางการบริหารใหม่ และการคาดการณ์เรื่องเงินปันผล เราจึงปรับประมาณการกำไรของ TRUE ในปี 2026F-27F ลง 3%-0% และเพิ่มปี 2028 เข้ามาในการคาดการณ์ของเรา เราปรับเพิ่มมูลค่าที่เหมาะสมของ TRUE เป็น 15.80 บาท (จาก 14.90 บาท) โดยอิงจากการคาดการณ์ค่าใช้จ่ายลงทุนที่ลดลง ■

| Forecasts and ratios         |         |         |         |         |         |
|------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Year Ended December 31       | 2024    | 2025    | 2026E   | 2027E   | 2028E   |
| Sales (THBm)                 | 206,020 | 195,669 | 190,628 | 194,007 | 197,403 |
| EBITDA (THBm)                | 98,142  | 107,266 | 114,857 | 117,492 | 119,132 |
| Net profit (THBm)            | -10,966 | 9,240   | 23,013  | 27,992  | 28,141  |
| Net Profit (% chg from prev) | nm.     | nm.     | 2.5     | 0.1     | nm.     |
| EPS (THB)                    | -0.32   | 0.27    | 0.67    | 0.81    | 0.81    |
| EPS (% YoY)                  | na.     | na.     | 1.5     | 21.6    | 0.5     |
| EPS vs Cons (%)              | nm.     | nm.     | 4.9     | 8.2     | nm.     |
| PER (X)                      | -35.0   | 40.8    | 20.6    | 16.9    | 16.8    |
| Yield (%)                    | 0.0     | 2.8     | 3.4     | 4.1     | 4.2     |
| P/BV (X)                     | 5.2     | 5.0     | 5.7     | 5.2     | 4.8     |
| EV/EBITDA (X)                | 8.1     | 7.4     | 7.4     | 7.0     | 6.5     |
| ROE (%)                      | -13.7   | 12.4    | 29.2    | 32.3    | 29.6    |

Source: Company data, TISCO estimates

Figure 1. TRUE's 4Q25 earnings summary

| Bt mn                                        | 4Q25    | 3Q25    | QoQ %  | 4Q24    | YoY%   |
|----------------------------------------------|---------|---------|--------|---------|--------|
| Revenue                                      | 47,407  | 47,228  | 0%     | 52,742  | -10%   |
| COGS                                         | -14,317 | -15,154 | -6%    | -22,530 | -36%   |
| Gross profit                                 | 33,090  | 32,074  | 3%     | 30,212  | 10%    |
| SG&A                                         | -5,264  | -5,118  | 3%     | -4,988  | 6%     |
| DD&A                                         | -17,520 | -17,855 | -2%    | -17,227 | 2%     |
| Operating income (EBIT)                      | 10,306  | 9,101   | 13%    | 7,997   | 29%    |
| Interest expenses                            | -5,102  | -5,108  | 0%     | -5,313  | -4%    |
| Profit before tax (PBT)                      | 5,204   | 3,993   | 30%    | 2,684   | 94%    |
| Tax                                          | 1,787   | -155    | -1253% | -29     | -6262% |
| Affiliated profit                            | 1,163   | 733     | -59%   | -1,117  | -204%  |
| Non-core items (FX gain & other extra items) | -2,073  | -2,998  | -31%   | -11,066 | -81%   |
| Core profit (excluding extra items)          | 6,076   | 4,571   | 32.9%  | 3,558   | 70.8%  |
| Reported profit                              | 4,003   | 1,573   | 154.5% | -7,508  | 153.3% |
| Reported EBITDA                              | 27,826  | 26,956  | 3.2%   | 25,224  | 10.3%  |
| TRUE - postpaid ARPU (Bt/month/user)         | 422     | 421     | 0%     | 426     | -1%    |
| TRUE - prepaid ARPU (Bt/month/user)          | 133     | 130     | 2%     | 121     | 10%    |
| TRUE - net add postpaid Subscribers ('000)   | 98      | -93     | 205%   | 8       | 1125%  |
| TRUE - net add prepaid Subscribers ('000)    | 480     | -512    | 194%   | 107     | -349%  |
| TRUE - FBB ARPU (Bt/month/user)              | 498     | 498     | 0%     | 499     | 0%     |
| TRUE - net add FBB Subscribers ('000)        | 32      | 18      | 80%    | 21      | 53%    |
| Revenue breakdown                            |         |         |        |         |        |
| Mobile                                       | 32,685  | 32,305  | 1%     | 32,939  | -1%    |
| Online                                       | 6,390   | 6,512   | -2%    | 6,294   | 2%     |
| Pay TV                                       | 1,308   | 1,729   | -24%   | 1,526   | -14%   |
| Service revenue excl. IC                     | 41,194  | 41,272  | 0%     | 41,598  | 1%     |

Source: Company data, TISCO Research

รายละเอียดเพิ่มเติม : สามารถอ่านรายงานฉบับเต็มได้ใน “Company Report” (ภาษาอังกฤษ)

สำนักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด

48/8 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ชั้น 5 ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทรศัพท์ : (66) 2633-6999 โทรสาร : (66) 2633-6490

Market Insight

E-mail : [tiscoresearch@tisco.co.th](mailto:tiscoresearch@tisco.co.th)

รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือข้อชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชนหรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ต้องรับผิดชอบความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

20 กุมภาพันธ์ 2569

Page 32

## กระแสหลักทรัพย์

Figure 2. TRUE's full year performance summary

| Bt bn                                              | 2025           | 2026e          | 2027e          | 2028e          |
|----------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Mobile                                             | 130,104        | 133,128        | 135,134        | 137,139        |
| Online                                             | 25,663         | 26,954         | 27,742         | 28,530         |
| Pay TV                                             | 6,032          | 6,040          | 6,040          | 6,040          |
| Others                                             | 3,020          | 3,020          | 3,020          | 3,020          |
| <b>Service revenue excl. IC</b>                    | <b>164,819</b> | <b>169,143</b> | <b>171,936</b> | <b>174,728</b> |
| Interconnection revenue                            | 1,000          | 1,000          | 1,000          | 1,000          |
| Spectrum arrangement                               | 10,893         | 960            | 960            | 960            |
| Revenues from product sales                        | 18,957         | 19,526         | 20,111         | 20,715         |
| <b>Total revenues</b>                              | <b>195,669</b> | <b>190,628</b> | <b>194,007</b> | <b>197,403</b> |
| Regulatory costs                                   | -5,154         | -5,726         | -5,812         | -5,898         |
| Interconnection costs                              | -1,286         | -1,286         | -1,286         | -1,286         |
| Network costs and other cost of providing services | -44,721        | -28,713        | -28,577        | -29,435        |
| Cost of sales                                      | -19,261        | -19,623        | -20,212        | -20,818        |
| Selling and administrative expenses                | -20,221        | -20,423        | -20,627        | -20,834        |
| <b>Total expenses</b>                              | <b>-90,643</b> | <b>-75,772</b> | <b>-76,515</b> | <b>-78,271</b> |
| <b>EBITDA</b>                                      | <b>105,026</b> | <b>114,857</b> | <b>117,492</b> | <b>119,132</b> |
| Depreciation and amortization                      | -68,606        | -70,028        | -69,294        | -72,427        |
| <b>Operating profit</b>                            | <b>36,420</b>  | <b>44,829</b>  | <b>48,198</b>  | <b>46,705</b>  |
| Other income (expenses)                            | 1,396          | 0              | 0              | 0              |
| Share of results in subsidiaries and associates    | 3,407          | 2,455          | 2,493          | 2,493          |
| Extra items                                        | -13,671        | 0              | 0              | 0              |
| Financial cost                                     | -20,600        | -18,719        | -15,822        | -14,140        |
| Income tax (expense) revenue                       | 2,160          | -5,222         | -6,475         | -6,513         |
| Minority interest                                  | 129            | -330           | -402           | -404           |
| <b>Net profit</b>                                  | <b>9,240</b>   | <b>23,013</b>  | <b>27,992</b>  | <b>28,141</b>  |
| <b>Core profit</b>                                 | <b>19,216</b>  | <b>23,013</b>  | <b>27,992</b>  | <b>28,141</b>  |

Source: Company data, TISCO Research

Figure 3. Management also announced its 2026e full year operating targets, confirming our expectation for performance recovery in 2026e. We now raise our conservative dividend payout assumption to 70% in 2026-28e (yield 3-4%)

| Bt bn                            | Management target | TISCOe    |           |           |           |           |             |
|----------------------------------|-------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-------------|
|                                  |                   | New       |           |           | Old       |           |             |
|                                  | 2026e             | 2026e     | 2027e     | 2028e     | 2026e     | 2027e     | 2028e       |
| Core service revenue growth (%)  | 2-3%              | 2.6%      | 1.7%      | 1.6%      | 2.3%      | 1.6%      | n.a.        |
| EBITDA growth (%)                | 7-9%              | 9.4%      | 2.3%      | 1.4%      | 8.1%      | 1.6%      | n.a.        |
| Normal CAPEX                     | 25-27             | 25        | 25        | 25        | 28        | 28        | n.a.        |
| Spectrum payment*                |                   | 10        | 25        | 13        | 10        | 25        | n.a.        |
| <b>Total</b>                     |                   | <b>35</b> | <b>50</b> | <b>38</b> | <b>38</b> | <b>53</b> | <b>n.a.</b> |
| Net debt/EBITDA (x)              | 3.5               | 3.3       | 3.0       | 2.5       | 3.4       | 3.0       | n.a.        |
| Dividend payout (2028e ambition) | 70%               | 70%       | 70%       | 70%       | 50%       | 50%       | n.a.        |

\*Note: Our 2027e spectrum payment has already included potential CAPEX for 2100MHz band expiring in 2027e; Source: Company data, TISCO estimates

Figure 4. Key assumptions

| Key assumptions                              | New   |       |       | TRUE     |          |       | %Change |       |       |
|----------------------------------------------|-------|-------|-------|----------|----------|-------|---------|-------|-------|
|                                              | 2026e | 2027e | 2028e | 2026e    | 2027e    | 2028e | 2026e   | 2027e | 2028e |
| Mobile - prepaid ARPU (Bt/month/user)        | 135   | 135   | 135   | 135      | 135      | n.a.  | 0%      | 0%    | n.a.  |
| Mobile - net subscriber growth (k users)     | 450   | 450   | 450   | 450      | 450      | n.a.  | 0%      | 0%    | n.a.  |
| Mobile - postpaid ARPU (Bt/month/user)       | 423   | 424   | 424   | 424      | 424      | n.a.  | 0%      | 0%    | n.a.  |
| Mobile - net subscriber growth (k users)     | 250   | 250   | 250   | 250      | 250      | n.a.  | 0%      | 0%    | n.a.  |
| Mobile - blended ARPU (Bt/month/user)        | 228   | 228   | 228   | 228      | 228      | n.a.  | 0%      | 0%    | n.a.  |
| Mobile - net subscriber growth (k users)     | 700   | 700   | 700   | 700      | 700      | n.a.  | 0%      | 0%    | n.a.  |
| FBB/online ARPU (Bt/month/user)              | 505   | 505   | 505   | Restated | Restated | n.a.  | n.a.    | n.a.  | n.a.  |
| FBB/online - net subscriber growth (k users) | 130   | 130   | 130   | 100      | 100      | n.a.  | 30%     | 30%   | n.a.  |

Source: Company data, TISCO estimates

รายละเอียดเพิ่มเติม : สามารถอ่านรายงานฉบับเต็มได้ใน “Company Report” (ภาษาอังกฤษ)

สำนักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด

48/8 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ชั้น 5 ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทรศัพท์ : (66) 2633-6999 โทรสาร : (66) 2633-6490

รายงานฉบับนี้ไม่ถือเป็นคำแนะนำหรือข้อสรุปใด ๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้เป็นการนำไปใช้โดยผู้รับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

Market Insight

E-mail : [tiscoresearch@tisco.co.th](mailto:tiscoresearch@tisco.co.th)

20 กุมภาพันธ์ 2569

Page 33

## กระแสข่าวเด่นในประเทศ

**PTT : ivoฝีมือบริหารเด็ด จัดหนักปันผลสูง 2.30 บ.**

PTT ivoฝีมือบริหารท่ามกลางพลังงานขาหลงแต่กำไรไตรมาส 4/68 พุ่งแตะ 2.5 หมื่นล้านบาท กำไรทั้งปีแตะ 9.01 หมื่นล้านบาท ได้รายการพิเศษหนุน พร้อมivoแกร่งปันผลเพิ่มอีก 1.40 บาท ดันทั้งปีสูง 2.30 บาท ส่งแนวโน้มปี 2569 คาดน้ำมันเคลื่อนไหว 58-68 ดอลลาร์ (ทันหุ้น) ■

**ORI : เป้ารายได้ 69 ทะลุหมื่นล. เปิดตัวโครงการ 1.9 หมื่นล.**

ORI เปิดกลยุทธ์ ORIGIN Portfolio Evolution กระจายพอร์ต 5 ธุรกิจในกลุ่มขยายโอกาสผ่านเครือข่าย มองอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ต่างชาติย้ายฐานเข้ามา ปี 2569 เป้ายอดขาย 2.5 หมื่นล้านบาท ยอดโอน 1.6 หมื่นล้านบาท ภายใต้แบล็ก 4 หมื่นล้านบาท คาดรายได้รวมปีนี้ 1 หมื่นล้านบาท เปิดตัวโครงการรวมทั้งหมด 1.9 หมื่นล้านบาท ปีนี้วางแผนออก 1 กอง REIT และปลายปีถัดไปแตกบริษัทหลานไอพีโอ พร้อมมุ่งแนวทาง ESG (ทันหุ้น) ■

**TOP : บุกกำไรพิเศษ 600 ล. มุ่งหาธุรกิจ-พันธมิตรใหม่**

TOP มุ่งกลยุทธ์ 2S1P เสริมแกร่งธุรกิจหลัก หาธุรกิจ-พันธมิตรใหม่ ดันธุรกิจโตยั่งยืน จ่อบุกกำไรพิเศษซื้อคืนหุ้น 600 ล้านบาท ไตรมาส 1/2569 มองแนวโน้มราคาน้ำมันป้อนตัว จากซัพพลายสั้น พร้อมเกาะติดปัญหามิรัฐศาสตร์หนุนให้ราคาผันผวน ส่วนค่าการกลั่นเชิงแกร่ง ดีมานด์โต ยันโครงการ CFP เสร็จตามแผน (ทันหุ้น) ■

**TIDLOR : กำไรทำสถิติสูงสุด พอร์ตสินเชื่อทะลุแสนล.**

TIDLOR ท็อปฟอร์ม ปี 68 กำไรนิวไฮ 4.96 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 17.4% หลังคุณภาพประกัน-สินเชื่อ พร้อมคุม NPL ต่ำ 1.5% ivoพอร์ตสินเชื่อรวม 1.09 แสนล้านบาท เพิ่มขึ้น 5.4% จากปี 67 (ทันหุ้น) ■

**TU : ปันผลครึ่งหลังปี 68 หั่นละ 0.35 บาท ชีปี 69 ยอดขายโต 3-4% รับทุกธุรกิจฟื้น**

TU เผยงบปี 68 มีกำไรสุทธิ 4,609 ล้านบาท ลดลง 7.5% และมียอดขาย 132,719 ล้านบาท ลดลง 4.1% เหตุยอดขายธุรกิจหลักชะลอตัวจากผลกระทบอัตราแลกเปลี่ยน พร้อมอนุมัติจ่ายปันผลครึ่งหลังปี 68 หั่นละ 0.35 บาท ส่วนปี 69 ตั้งเป้ายอดขายเติบโต 3-4% มั่นใจทุกธุรกิจฟื้นหนุนปริมาณขายเพิ่ม (ข่าวหุ้น) ■

**TFG : ออลไทม์ไฮกำไรปี 68 พุ่ง 7,440 ล้าน บอर्डไฟเขียวปันผลอีก 0.30 บาท ลั่นเป้าปีนี้รายได้นิวไฮต่อ!**

TFG มาตามนัด! ปี 68 ทำออลไทม์ไฮกำไรสุทธิ 7,440.84 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 136.68% และมีรายได้รวม 73,358.74 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 11% บอर्डไฟเขียวจ่ายปันผลอีกหั่นละ 0.30 บาท ชี XD วันที่ 4 มี.ค.นี้ ส่วนปี 69 ตั้งเป้ารายได้เติบโตนิวไฮต่อ! ธุรกิจค้าปลีก-เวียดนาม กระจายความเสี่ยง ล็อกต้นทุน-เพิ่มสินค้ามาจจีนสูง (ข่าวหุ้น) ■

**ICHI : กำไรพุ่ง 1,327 ล้าน ใจป้าปันผล 0.60 บาท ลั่นปี 69 ยอดขายนิวไฮ**

อิชิตัน กรุ๊ป แจ้งงบปี 68 มียอดขายรวม 8,086.2 ล้านบาท ลดลง 5.9% แต่มีกำไรสุทธิ 1,327.6 ล้านบาท เติบโต 1.6% จากปีก่อน ivoไตรมาส 4/68 มีกำไรสุทธิ 316.9 ล้านบาท เติบโต 53.6% ด้านบอर्डอนุมัติจ่ายปันผลงวดปี 68 หั่นละ 0.60 บาท ส่วนปี 69 คาดยอดขายโตต่อเนื่องมากกว่า 15% (ข่าวหุ้น) ■



## กระแข่าวเด่นต่างประเทศ

### IMF คงเป้าเศรษฐกิจจีนปี 2569 โต 4.5% เน้นเร่งปฏิรูปโครงสร้าง-ลดพึ่งพาส่งออก

กองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF) ยังคงประมาณการอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจของจีนในปี 2569 ไว้ที่ 4.5% ตามเดิม แม้เตือนถึงความเสี่ยงจากอุปสงค์ภายในประเทศที่อ่อนแอและเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัว ซึ่งอาจกระทบต่อเศรษฐกิจจีนที่มีขนาดใหญ่เป็นอันดับสองของโลก รายงานดังกล่าวเป็นส่วนหนึ่งของการทบทวนภาวะเศรษฐกิจจีนประจำปี 2568 ซึ่งเผยแพร่ในวันพุธที่ 18 กุมภาพันธ์ 2569 และใช้เป็นพื้นฐานของการประเมินภาวะเศรษฐกิจล่าสุด (อินโฟเควสท์) ■

### แบงก์ชาติฟิลิปปินส์ขึ้นดอกเบี้ยครั้งที่ 6 เหลือ 4.25% หลังศก.ชะลอตัวหนักสุดในรอบ 14 ปี

ธนาคารกลางฟิลิปปินส์ (BSP) ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 0.25% สู่ระดับ 4.25% ในวันที่ 19 กุมภาพันธ์ 2569 นับเป็นการลดดอกเบี้ยต่อเนื่องเป็นครั้งที่ 6 หลังผลกระทบจากคดีทุจริตครั้งใหญ่จุดเศรษฐกิจชะลอตัวต่ำสุดในรอบ 14 ปี หากไม่นับช่วงการระบาดของโควิด-19 BSP ระบุในแถลงการณ์ว่า เศรษฐกิจขยายตัวต่ำกว่าที่คาดการณ์ไว้ เนื่องจากอุปสงค์ภายในประเทศอ่อนแอ แม้ตัวชี้วัดล่าสุดบ่งชี้ว่าเศรษฐกิจอาจฟื้นตัวในช่วงครึ่งหลังของปี หากความเชื่อมั่นกลับมาเร็วพอ (อินโฟเควสท์) ■

### OpenAI เล็งปิดติลระดมทุนกว่า 1 แสนล้านดอลลาร์ รองรับแผนลงทุนเพิ่มด้าน AI

โอเพนเอไอ (OpenAI) กำลังระดมทุนระยะแรกของการระดมทุนรอบใหม่ ซึ่งคาดว่าจะมีมูลค่ามากกว่า 1 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐ และอาจส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้นทะลุ 8.5 แสนล้านดอลลาร์ ขณะที่มูลค่าก่อนการระดมทุนอยู่ที่ประมาณ 7.3 แสนล้านดอลลาร์ การระดมทุนครั้งใหญ่ที่เกิดขึ้นในช่วงที่โอเพนเอไอซึ่งเป็นผู้พัฒนาแชตจีพีที (ChatGPT) เตรียมแผนลงทุนวงเงินระดับหลายล้านล้านดอลลาร์ในช่วงทศวรรษข้างหน้า เพื่อขยายและยกระดับโครงสร้างพื้นฐานด้านปัญญาประดิษฐ์ (AI) (อินโฟเควสท์) ■

### กัมพูชาส่งออกไปอาเซียน-EU โตเล็กน้อยในเดือนมกราคม

กระทรวงพาณิชย์กัมพูชารายงานวันที่ 19 กุมภาพันธ์ 2569 ว่า ยอดส่งออกไปยังสมาคมประชาชาติแห่งเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ (อาเซียน) และสหภาพยุโรป (EU) เติบโตขึ้นเล็กน้อยในเดือนมกราคม รายงานระบุว่า กัมพูชาส่งออกผลิตภัณฑ์มูลค่า 480 ล้านดอลลาร์ให้กับประเทศสมาชิกอาเซียนในเดือนมกราคม ปีนี้ เพิ่มขึ้น 8% เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน ขณะเดียวกัน กัมพูชาส่งออกสินค้ามูลค่า 456.7 ล้านดอลลาร์ไปยังตลาด EU เพิ่มขึ้น 4% เมื่อเทียบรายปี รายงานระบุว่า ตลาดอาเซียนคิดเป็น 16% และ EU คิดเป็น 15.2% ของมูลค่าการส่งออกรวมทั้งหมดของประเทศ ซึ่งอยู่ที่ 3 พันล้านดอลลาร์ในเดือนมกราคมปี 2569 (อินโฟเควสท์) ■

### Boeing คว่ำตึกขาย 737 MAX ให้ Vietnam Airlines จำนวน 50 ลำ

โบอิง (Boeing Co) เปิดเผยเมื่อวันพุธที่ 18 กุมภาพันธ์ 2569 ว่า บริษัทได้สรุปข้อตกลงขายเครื่องบินรุ่น 737 MAX จำนวน 50 ลำ ให้กับสายการบินเวียดนามแอร์ไลน์ (Vietnam Airlines) เรียบร้อยแล้ว ข้อตกลงดังกล่าวเกิดขึ้นหลังจากสหรัฐฯ และเวียดนามจัดการเจรจาการค้ารอบใหม่ในช่วงต้นเดือนกุมภาพันธ์ โดยฝ่ายเวียดนามส่งสัญญาณพร้อมเพิ่มการนำเข้าสินค้าจากสหรัฐฯ โดยเฉพาะสินค้าในกลุ่มเครื่องจักรและเทคโนโลยีขั้นสูง แถลงการณ์ของทั้งสองบริษัทระบุว่า เครื่องบินชุดใหม่นี้จะนำไปใช้เป็นหลักในเส้นทางบินภายในประเทศและเส้นทางบินภูมิภาคของเวียดนามแอร์ไลน์ (อินโฟเควสท์) ■

## Regional Market

19-Feb-26

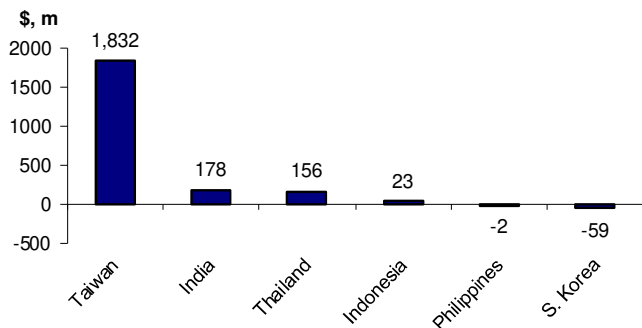
|                   | PE (x)      |             | P/BV (x)   |            | ROE %       |             | EPS gth %   |             | Div Yield % |            |
|-------------------|-------------|-------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|
|                   | 25F         | 26F         | 25F        | 26F        | 25F         | 26F         | 25F         | 26F         | 25F         | 26F        |
| <b>AsiaPac</b>    | <b>18.2</b> | <b>15.9</b> | <b>2.1</b> | <b>1.9</b> | <b>11.6</b> | <b>12.2</b> | <b>20.4</b> | <b>14.5</b> | <b>2.3</b>  | <b>2.6</b> |
| <b>County</b>     |             |             |            |            |             |             |             |             |             |            |
| Australia         | 22.0        | 18.5        | 2.4        | 2.2        | 10.4        | 11.7        | 8.5         | 18.7        | 3.2         | 3.4        |
| China             | 15.7        | 14.0        | 1.5        | 1.4        | 9.6         | 10.0        | 22.7        | 12.2        | 2.6         | 2.8        |
| Hong Kong         | 13.0        | 11.6        | 1.4        | 1.3        | 10.4        | 10.6        | 6.0         | 11.9        | 2.9         | 3.2        |
| India             | 20.4        | 17.6        | 3.0        | 2.7        | 14.8        | 15.0        | 12.4        | 15.9        | 1.5         | 1.6        |
| Indonesia         | 15.5        | 13.2        | 1.9        | 1.8        | 12.5        | 13.1        | 21.9        | 17.4        | 4.7         | 5.2        |
| Japan             | 24.5        | 22.9        | 2.6        | 2.5        | 10.6        | 10.8        | (0.0)       | 6.9         | 1.6         | 1.7        |
| Korea             | 10.2        | 8.5         | 1.7        | 1.4        | 16.4        | 16.4        | 102.7       | 20.3        | 1.3         | 1.5        |
| Malaysia          | 16.4        | 15.3        | 1.6        | 1.5        | 9.5         | 9.9         | 2.7         | 7.1         | 3.9         | 4.1        |
| New Zealand       | 29.8        | 27.4        | 1.8        | 1.8        | 4.5         | 6.8         | 49.3        | 8.7         | 2.9         | 3.2        |
| Philippines       | 10.5        | 9.8         | 1.4        | 1.3        | 12.8        | 12.8        | 4.2         | 6.7         | 3.2         | 3.3        |
| Singapore         | 16.9        | 15.3        | 1.7        | 1.6        | 10.1        | 10.7        | (7.3)       | 10.3        | 4.3         | 4.5        |
| Taiwan            | 24.1        | 18.3        | 3.8        | 3.4        | 15.7        | 18.5        | 12.0        | 31.3        | 2.0         | 2.4        |
| Vietnam           | 13.6        | 11.3        | 1.8        | 1.5        | 13.4        | 13.6        | 10.5        | 20.2        | 2.0         | 2.4        |
| <b>Thailand *</b> | <b>12.0</b> | <b>15.6</b> | <b>1.1</b> | <b>1.4</b> | <b>9.4</b>  | <b>8.5</b>  | <b>16.3</b> | <b>(8)</b>  | <b>4.8</b>  | <b>3.4</b> |

Source : Bloomberg Finance LP, TISCO Research

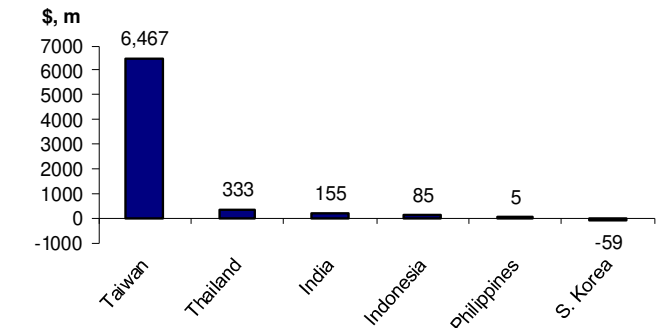
Note : \*TISCO's universe are recurring earnings.

## Foreign Institutional Investment

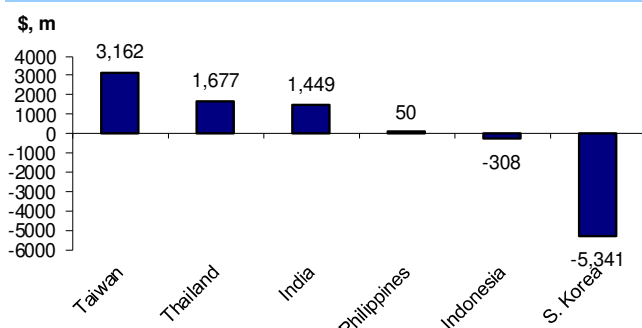
Foreign Investment by Day



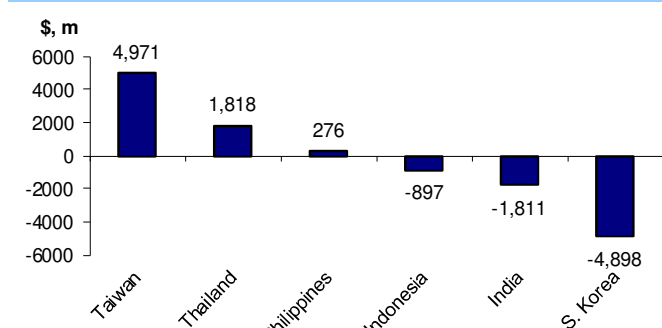
Foreign Investment by Week to Date (WTD)



Foreign Investment by Month to Date (MTD)



Foreign Investment by Year to Date (YTD)



Note : Latest data available

Sources : Bloomberg, TISCO Research

### สำนักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด

48/8 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ชั้น 5 ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทรศัพท์ : (66) 2633-6999 โทรสาร : (66) 2633-6490

Market Insight

E-mail : [tiscoresearch@tisco.co.th](mailto:tiscoresearch@tisco.co.th)

รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือข้อชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชนหรือโดยทางอื่นใด  
 ทิสโก้ไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้  
 เป็นการนำไปใช้โดยผู้ยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

20 กุมภาพันธ์ 2569

Page 36

## Warrant Valuations

**ใบสำคัญแสดงสิทธิ**

| หลักทรัพย์ | วันครบกำหนด | จำนวน<br>ที่ยังไม่ใช่สิทธิ<br>(ล้านหน่วย) | อัตรา<br>การใช้สิทธิ<br>W:S | ราคา<br>การใช้สิทธิ<br>(บาท) | จำนวน<br>ที่ซื้อขาย<br>(พันหน่วย) | การแกว่งตัว<br>ของหุ้นแม่<br>(% ต่อปี) | ราคา<br>หุ้นแม่<br>(บาท) | ราคา<br>ใบสำคัญฯ<br>(บาท) | มูลค่าตาม<br>ทฤษฎี<br>(บาท) | ส่วนเกิน<br>ของราคา<br>(%) | ส่วนเกิน<br>ราคาโดยรวม<br>(%) | อัตราทด<br>(เท่า) | คำแนะนำ*   |
|------------|-------------|-------------------------------------------|-----------------------------|------------------------------|-----------------------------------|----------------------------------------|--------------------------|---------------------------|-----------------------------|----------------------------|-------------------------------|-------------------|------------|
| A5-W4      | 8/8/2026    | 361                                       | 1.0000                      | 3.5000                       | 1                                 | 16.7                                   | 1.84                     | 0.01                      | 0.00                        | Overpriced                 | 90.8                          | 184.0             | ลดลงทุน    |
| A5-W5      | 13/5/2027   | 236                                       | 1.0000                      | 2.0000                       | 968                               | 16.7                                   | 1.84                     | 0.11                      | 0.08                        | 36.3                       | 14.7                          | 16.7              | ลดลงทุน    |
| ACC-W2     | 16/5/2027   | 448                                       | 1.2228                      | 0.8178                       | 1,634                             | 97.3                                   | 0.45                     | 0.15                      | 0.11                        | 33.7                       | 109.0                         | 3.7               | ลดลงทุน    |
| ASW-W3     | 22/5/2028   | 90                                        | 1.0000                      | 9.0000                       | 1,398                             | 27.7                                   | 7.10                     | 0.57                      | 0.64                        | -10.9                      | 34.8                          | 12.5              | เพิ่มลงทุน |
| B-W8       | 14/11/2026  | 2,691                                     | 1.0000                      | 0.3000                       | 5                                 | 232.9                                  | 0.04                     | 0.01                      | 0.01                        | -23.7                      | 675.0                         | 4.0               | ลดลงทุน    |
| BC-W3      | 27/2/2026   | 57                                        | 1.0000                      | 1.5000                       | 0                                 | 39.3                                   | 0.75                     | n.a.                      | 0.00                        | n.a.                       | n.a.                          | n.a.              | -          |
| BC-W4      | 28/2/2028   | 114                                       | 1.0000                      | 2.5000                       | 360                               | 39.3                                   | 0.75                     | 0.07                      | 0.00                        | 1,582.1                    | 242.7                         | 10.7              | ลดลงทุน    |
| BE8-W1     | 31/5/2026   | 13                                        | 1.0000                      | 75.0000                      | 290                               | 58.1                                   | 6.15                     | 0.75                      | 0.00                        | Overpriced                 | 1,131.7                       | 8.2               | ลดลงทุน    |
| BIOTEC-W2  | 31/3/2026   | 1,017                                     | 1.0000                      | 0.5000                       | 0                                 | 86.5                                   | 0.19                     | n.a.                      | 0.00                        | n.a.                       | n.a.                          | n.a.              | -          |
| BR-W1      | 1/9/2026    | 457                                       | 1.0000                      | 5.0000                       | 1,960                             | 15.9                                   | 1.70                     | 0.01                      | 0.00                        | Overpriced                 | 194.7                         | 170.0             | ลดลงทุน    |
| BRI-W1     | 15/6/2028   | 150                                       | 1.0000                      | 3.0000                       | 0                                 | 37.7                                   | 1.53                     | n.a.                      | 0.08                        | n.a.                       | n.a.                          | n.a.              | -          |
| BTC-W7     | 12/7/2026   | 683                                       | 1.1840                      | 1.0990                       | 5                                 | 44.9                                   | 0.23                     | 0.02                      | 0.00                        | Overpriced                 | 385.2                         | 13.6              | ลดลงทุน    |
| BTS-W8     | 20/11/2026  | 2,632                                     | 1.0360                      | 14.3870                      | 66                                | 35.9                                   | 2.68                     | 0.01                      | 0.00                        | Overpriced                 | 437.2                         | 277.6             | ลดลงทุน    |
| BWG-W7     | 28/5/2027   | 964                                       | 1.0000                      | 0.4500                       | 76,487                            | 75.3                                   | 0.32                     | 0.07                      | 0.07                        | -3.1                       | 62.5                          | 4.6               | เพิ่มลงทุน |
| CAZ-W1     | 14/12/2030  | 122                                       | 1.0000                      | 0.8000                       | 105                               | 57.6                                   | 1.59                     | 0.72                      | 0.91                        | -20.8                      | -4.4                          | 2.2               | เพิ่มลงทุน |
| CEN-W5     | 11/5/2026   | 372                                       | 1.0000                      | 2.1400                       | 110                               | 47.3                                   | 0.76                     | 0.01                      | 0.00                        | Overpriced                 | 182.9                         | 76.0              | ลดลงทุน    |
| CGH-W5     | 30/5/2026   | 65                                        | 1.0000                      | 1.0000                       | 0                                 | 35.9                                   | 0.47                     | n.a.                      | 0.00                        | n.a.                       | n.a.                          | n.a.              | -          |
| CHASE-W1   | 4/6/2027    | 198                                       | 1.0000                      | 0.5000                       | 467                               | 74.0                                   | 0.57                     | 0.25                      | 0.20                        | 25.8                       | 31.6                          | 2.3               | ลดลงทุน    |
| CHAYO-W4   | 14/5/2027   | 126                                       | 1.0000                      | 2.5000                       | 4,778                             | 69.3                                   | 1.49                     | 0.40                      | 0.21                        | 86.7                       | 94.6                          | 3.7               | ลดลงทุน    |
| CHO-W4     | 9/6/2026    | 278                                       | 0.2000                      | 1.1500                       | 0                                 | 199.8                                  | 0.06                     | n.a.                      | 0.00                        | n.a.                       | n.a.                          | n.a.              | -          |
| CIG-W10    | 7/7/2028    | 80                                        | 1.0000                      | 0.5000                       | 0                                 | 298.2                                  | 0.03                     | 0.06                      | 0.03                        | 116.2                      | 1,766.7                       | 0.5               | ลดลงทุน    |
| CIG-W9     | 10/5/2028   | 289                                       | 1.0000                      | 0.5000                       | 17                                | 298.2                                  | 0.03                     | 0.02                      | 0.03                        | -26.6                      | 1,633.3                       | 1.5               | เพิ่มลงทุน |
| COMAN-W1   | 24/6/2027   | 84                                        | 1.0000                      | 3.0000                       | 476                               | 80.0                                   | 0.46                     | 0.07                      | 0.01                        | 744.8                      | 567.4                         | 6.6               | ลดลงทุน    |
| CV-W1      | 23/2/2029   | 63                                        | 0.5000                      | 1.0000                       | 0                                 | 63.2                                   | n.a.                     | n.a.                      | n.a.                        | n.a.                       | n.a.                          | n.a.              | -          |
| DCON-W4    | 17/3/2027   | 846                                       | 1.0000                      | 0.3000                       | 9,419                             | 47.3                                   | 0.24                     | 0.03                      | 0.03                        | 10.1                       | 37.5                          | 8.0               | ลดลงทุน    |
| DEMCO-W8   | 20/5/2027   | 183                                       | 1.0000                      | 2.0000                       | 4,097                             | 48.2                                   | 2.50                     | 0.51                      | 0.66                        | -22.2                      | 0.4                           | 4.9               | เพิ่มลงทุน |
| EA-W1      | 13/2/2028   | 1,238                                     | 1.0000                      | 4.0000                       | 20,288                            | 53.6                                   | 3.32                     | 0.78                      | 0.78                        | 0.6                        | 44.0                          | 4.3               | ลดลงทุน    |
| ECF-W6     | 31/7/2026   | 274                                       | 1.0000                      | 0.0800                       | 251                               | 165.3                                  | 0.06                     | 0.02                      | 0.02                        | -0.8                       | 66.7                          | 3.0               | ลดลงทุน    |
| EMC-W7     | 16/6/2027   | 2,068                                     | 1.0000                      | 0.1300                       | 0                                 | 254.5                                  | 0.02                     | n.a.                      | 0.01                        | n.a.                       | n.a.                          | n.a.              | -          |
| EMPIRE-W1  | 28/1/2027   | 194                                       | 1.0000                      | 3.0000                       | 2,120                             | 69.2                                   | 0.82                     | 0.12                      | 0.01                        | 1,041.0                    | 280.5                         | 6.8               | ลดลงทุน    |
| EMPIRE-W2  | 28/1/2028   | 48                                        | 1.0000                      | 6.0000                       | 1,044                             | 69.2                                   | 0.82                     | 0.18                      | 0.01                        | 1,131.2                    | 653.7                         | 4.6               | ลดลงทุน    |
| GLORY-W1   | 16/11/2027  | 135                                       | 1.0000                      | 1.0000                       | 880                               | 68.9                                   | 0.65                     | 0.17                      | 0.15                        | 15.6                       | 80.0                          | 3.8               | ลดลงทุน    |
| HYDRO-W2   | 5/2/2027    | 125                                       | 0.2659                      | 1.5040                       | 2,285                             | 126.0                                  | 2.88                     | 0.12                      | 0.44                        | -72.6                      | -32.1                         | 6.4               | เพิ่มลงทุน |
| IMH-W1     | 30/6/2026   | 107                                       | 1.0000                      | 6.0000                       | 130                               | 20.6                                   | 3.04                     | 0.08                      | 0.00                        | Overpriced                 | 100.0                         | 38.0              | ลดลงทุน    |
| IROYAL-W1  | 28/10/2026  | 57                                        | 1.0000                      | 3.0000                       | 1,376                             | 58.2                                   | 5.65                     | 1.53                      | 2.21                        | -30.7                      | -19.8                         | 3.7               | เพิ่มลงทุน |
| IROYAL-W2  | 28/10/2027  | 23                                        | 1.0000                      | 6.0000                       | 1,214                             | 58.2                                   | 5.65                     | 1.05                      | 1.59                        | -33.8                      | 24.8                          | 5.4               | เพิ่มลงทุน |
| ITEL-W5    | 26/6/2026   | 277                                       | 1.0000                      | 2.0000                       | 2,590                             | 54.1                                   | 1.48                     | 0.11                      | 0.05                        | 115.3                      | 42.6                          | 13.5              | ลดลงทุน    |
| ITEL-W6    | 26/6/2028   | 346                                       | 1.0000                      | 3.0000                       | 3,864                             | 54.1                                   | 1.48                     | 0.21                      | 0.19                        | 10.0                       | 116.9                         | 7.0               | ลดลงทุน    |
| J-W3       | 3/6/2026    | 30                                        | 1.0000                      | 9.0000                       | 18                                | 45.4                                   | 0.69                     | 0.06                      | 0.00                        | Overpriced                 | 1,213.0                       | 11.5              | ลดลงทุน    |
| J-W4       | 31/7/2026   | 160                                       | 1.0000                      | 3.1000                       | 235                               | 45.4                                   | 0.69                     | 0.07                      | 0.00                        | Overpriced                 | 359.4                         | 9.9               | ลดลงทุน    |
| JAS-W4     | 9/10/2031   | 4,146                                     | 1.0000                      | 3.0000                       | 18,876                            | 38.5                                   | 1.48                     | 0.36                      | 0.20                        | 76.8                       | 127.0                         | 4.1               | ลดลงทุน    |
| K-W3       | 23/6/2026   | 39                                        | 1.0000                      | 3.0000                       | 246                               | 32.2                                   | 1.12                     | 0.05                      | 0.00                        | Overpriced                 | 172.3                         | 22.4              | ลดลงทุน    |
| KGEN-W2    | 29/7/2026   | 417                                       | 1.1413                      | 1.7524                       | 171                               | 97.7                                   | 1.30                     | 0.15                      | 0.20                        | -25.2                      | 44.9                          | 9.9               | ลดลงทุน    |
| KKP-W6     | 17/3/2026   | 71                                        | 1.0000                      | 70.0000                      | 0                                 | 23.5                                   | 73.25                    | n.a.                      | 3.52                        | n.a.                       | n.a.                          | n.a.              | -          |
| KUN-W3     | 21/3/2027   | 59                                        | 1.0400                      | 1.2500                       | 155                               | 34.5                                   | 0.71                     | 0.06                      | 0.01                        | 631.0                      | 84.2                          | 12.3              | ลดลงทุน    |

**สำนักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด**

48/8 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ชั้น 5 ถนนสาทรเหนือ เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทรศัพท์ : (66) 2633-6999 โทรสาร : (66) 2633-6490

Market Insight

E-mail : [tiscoresearch@tisco.co.th](mailto:tiscoresearch@tisco.co.th)

รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชนหรือโดยทางอื่นใด  
 ทิสโก้ไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้  
 เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อยู่ในความเสี่ยงและเป็นดุลพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

20 กุมภาพันธ์ 2569

Page 37

## Warrant Valuations

**ใบสำคัญแสดงสิทธิ(ต่อ)**

| หลักทรัพย์ | วันครบกำหนด | จำนวน<br>ที่ยังไม่ใช้สิทธิ<br>(ล้านหน่วย) | อัตรา<br>การใช้สิทธิ<br>W:S | ราคา<br>การใช้สิทธิ<br>(บาท) | จำนวน<br>ที่ซื้อขาย<br>(พันหน่วย) | การแกว่งตัว<br>ของหุ้นแม่<br>(% ต่อปี) | ราคา<br>หุ้นแม่<br>(บาท) | ราคา<br>ใบสำคัญฯ<br>(บาท) | มูลค่าตาม<br>ทฤษฎี<br>(บาท) | ส่วนเกิน<br>ของราคา<br>(%) | ส่วนเกิน<br>ราคาโดยรวม<br>(%) | อัตราทด<br>(เท่า) | คำแนะนำ*   |
|------------|-------------|-------------------------------------------|-----------------------------|------------------------------|-----------------------------------|----------------------------------------|--------------------------|---------------------------|-----------------------------|----------------------------|-------------------------------|-------------------|------------|
| MADAME-W6  | 26/5/2029   | 1,665                                     | 1.0000                      | 0.2500                       | 65                                | 72.1                                   | 0.59                     | 0.12                      | 0.37                        | -67.3                      | -37.3                         | 4.9               | เพิ่มลงทุน |
| MGI-W1     | 21/8/2026   | 84                                        | 1.0000                      | 10.0000                      | 13,391                            | 39.7                                   | 6.55                     | 0.73                      | 0.07                        | 977.2                      | 63.8                          | 9.0               | ลดลงทุน    |
| NER-W2     | 14/5/2026   | 308                                       | 1.0000                      | 5.5000                       | 12,559                            | 17.5                                   | 5.30                     | 0.17                      | 0.09                        | 80.9                       | 7.0                           | 31.2              | ลดลงทุน    |
| NOBLE-W3   | 19/5/2027   | 685                                       | 1.0000                      | 2.3200                       | 13,692                            | 30.2                                   | 2.52                     | 0.28                      | 0.29                        | -1.9                       | 3.2                           | 9.0               | เพิ่มลงทุน |
| NRF-W2     | 30/9/2028   | 431                                       | 1.0000                      | 1.0000                       | 1,519                             | 98.2                                   | 0.24                     | 0.07                      | 0.06                        | 10.7                       | 345.8                         | 3.4               | ลดลงทุน    |
| ORI-W2     | 18/5/2028   | 614                                       | 1.0000                      | 4.0000                       | 3,977                             | 54.0                                   | 2.24                     | 0.44                      | 0.29                        | 53.0                       | 98.2                          | 5.1               | ลดลงทุน    |
| PEER-W2    | 19/12/2026  | 479                                       | 1.0000                      | 1.3000                       | 64                                | 117.2                                  | 0.10                     | 0.02                      | 0.00                        | 2,037.3                    | 1,220.0                       | 5.0               | ลดลงทุน    |
| PLANET-W2  | 11/3/2027   | 32                                        | 1.0000                      | 1.0000                       | 0                                 | 70.9                                   | 0.51                     | 0.25                      | 0.05                        | 409.7                      | 145.1                         | 2.0               | ลดลงทุน    |
| PLANET-W3  | 3/9/2027    | 11                                        | 1.0000                      | 1.0000                       | 37                                | 70.9                                   | 0.51                     | 0.31                      | 0.08                        | 298.6                      | 156.9                         | 1.6               | ลดลงทุน    |
| PPPM-W6    | 19/8/2026   | 130                                       | 1.0000                      | 0.2200                       | 4                                 | 47.6                                   | 0.27                     | 0.09                      | 0.06                        | 62.6                       | 14.8                          | 3.0               | ลดลงทุน    |
| PRG-W4     | 16/5/2027   | 0                                         | 1.0361                      | 4.8256                       | 0                                 | 18.0                                   | 9.10                     | n.a.                      | 4.39                        | n.a.                       | n.a.                          | n.a.              | -          |
| PRG-W5     | 14/11/2027  | 1                                         | 1.0132                      | 4.9351                       | 0                                 | 18.0                                   | 9.10                     | 3.98                      | 4.32                        | -8.0                       | -2.6                          | 2.3               | เพิ่มลงทุน |
| PROEN-W2   | 15/10/2026  | 98                                        | 1.0000                      | 1.0000                       | 2,898                             | 52.3                                   | 1.31                     | 0.35                      | 0.31                        | 14.0                       | 3.1                           | 3.7               | ลดลงทุน    |
| PROS-W1    | 14/5/2026   | 271                                       | 1.0000                      | 1.0000                       | 67                                | 75.4                                   | 0.45                     | 0.01                      | 0.00                        | 804.6                      | 124.4                         | 45.0              | ลดลงทุน    |
| PROUD-W3   | 13/5/2028   | 244                                       | 1.0000                      | 2.0000                       | 50                                | 39.9                                   | 0.70                     | 0.14                      | 0.01                        | 1,081.9                    | 205.7                         | 5.0               | ลดลงทุน    |
| PSTC-W3    | 28/4/2027   | 235                                       | 1.0000                      | 0.5000                       | 560                               | 57.9                                   | 0.28                     | 0.05                      | 0.02                        | 117.8                      | 96.4                          | 5.6               | ลดลงทุน    |
| PTECH-W1   | 29/9/2028   | 122                                       | 1.0000                      | 4.0000                       | 11                                | 100.6                                  | 1.97                     | 0.35                      | 0.86                        | -59.5                      | 120.8                         | 5.6               | เพิ่มลงทุน |
| ROCTEC-W5  | 5/2/2027    | 2,029                                     | 1.0000                      | 1.5000                       | 2,351                             | 42.6                                   | 0.68                     | 0.01                      | 0.00                        | 102.7                      | 122.1                         | 68.0              | ลดลงทุน    |
| SAMTEL-W2  | 15/1/2027   | 103                                       | 1.0000                      | 8.0000                       | 227                               | 36.3                                   | 4.06                     | 0.61                      | 0.02                        | 3,261.8                    | 112.1                         | 6.7               | ลดลงทุน    |
| SGC-W2     | 12/9/2027   | 1,188                                     | 1.0000                      | 1.6000                       | 454                               | 52.6                                   | 1.02                     | 0.34                      | 0.12                        | 180.3                      | 90.2                          | 3.0               | ลดลงทุน    |
| SKE-W1     | 30/5/2026   | 223                                       | 1.0000                      | 1.3000                       | 0                                 | 68.7                                   | 0.16                     | n.a.                      | 0.00                        | n.a.                       | n.a.                          | n.a.              | -          |
| STELLA-W6  | 27/7/2027   | 1,641                                     | 1.0000                      | 0.5000                       | 51                                | 84.9                                   | 0.20                     | 0.04                      | 0.03                        | 31.5                       | 170.0                         | 5.0               | ลดลงทุน    |
| TAKUNI-W2  | 29/7/2028   | 350                                       | 1.0000                      | 0.3000                       | 35                                | 65.4                                   | 0.40                     | 0.34                      | 0.17                        | 105.4                      | 60.0                          | 1.2               | ลดลงทุน    |
| TCC-W5     | 27/5/2028   | 98                                        | 1.0000                      | 0.5000                       | 272                               | 47.2                                   | 0.29                     | 0.19                      | 0.03                        | 458.2                      | 137.9                         | 1.5               | ลดลงทุน    |
| TEAMG-W1   | 22/6/2026   | 136                                       | 1.0070                      | 14.9020                      | 5,342                             | 46.0                                   | 3.50                     | 0.16                      | 0.00                        | Overpriced                 | 330.3                         | 22.0              | ลดลงทุน    |
| TFG-W4     | 14/5/2027   | 568                                       | 1.0000                      | 3.8000                       | 14,416                            | 40.6                                   | 5.80                     | 1.39                      | 2.04                        | -32.0                      | -10.5                         | 4.2               | เพิ่มลงทุน |
| TGE-W2     | 15/1/2027   | 110                                       | 1.0000                      | 3.0000                       | 1,758                             | 30.3                                   | 1.40                     | 0.07                      | 0.00                        | 8,294.8                    | 119.3                         | 20.0              | ลดลงทุน    |
| TNITY-W2   | 9/6/2027    | 54                                        | 1.0000                      | 5.0000                       | 1,334                             | 26.3                                   | 2.90                     | 0.24                      | 0.02                        | 1,268.5                    | 80.7                          | 12.1              | ลดลงทุน    |
| TPL-W1     | 19/3/2027   | 283                                       | 1.0000                      | 0.7000                       | 1                                 | 77.2                                   | 0.54                     | 0.27                      | 0.12                        | 117.0                      | 79.6                          | 2.0               | ลดลงทุน    |
| TRUBB-W3   | 6/7/2028    | 19                                        | 1.0000                      | 1.5000                       | 3,239                             | 58.6                                   | 0.88                     | 0.30                      | 0.18                        | 71.4                       | 104.5                         | 2.9               | ลดลงทุน    |
| TVDH-W5    | 15/6/2028   | 219                                       | 1.0000                      | 0.5000                       | 74                                | 137.3                                  | 0.05                     | 0.02                      | 0.02                        | 23.7                       | 940.0                         | 2.5               | ลดลงทุน    |
| TVDH-W6    | 9/4/2027    | 637                                       | 1.0000                      | 0.0700                       | 1,200                             | 137.3                                  | 0.05                     | 0.03                      | 0.02                        | 30.6                       | 100.0                         | 1.7               | ลดลงทุน    |
| TWZ-W8     | 23/7/2026   | 2,250                                     | 1.0000                      | 0.1200                       | 10                                | 345.0                                  | 0.03                     | 0.01                      | 0.02                        | -36.7                      | 333.3                         | 3.0               | ลดลงทุน    |
| TWZ-W9     | 23/7/2029   | 2,250                                     | 1.0000                      | 0.2000                       | 0                                 | 345.0                                  | 0.03                     | n.a.                      | 0.03                        | n.a.                       | n.a.                          | n.a.              | -          |
| UREKA-W3   | 8/10/2027   | 63                                        | 1.0000                      | 2.0000                       | 1,254                             | 46.9                                   | 0.37                     | 0.24                      | 0.00                        | Overpriced                 | 505.4                         | 1.5               | ลดลงทุน    |
| VGI-W3     | 21/5/2027   | 2,583                                     | 1.2349                      | 9.6370                       | 427                               | 46.7                                   | 1.31                     | 0.03                      | 0.00                        | Overpriced                 | 637.5                         | 53.9              | ลดลงทุน    |
| VBHA-W5    | 14/12/2028  | 1,124                                     | 1.0000                      | 2.0000                       | 3,629                             | 15.7                                   | 1.41                     | 0.07                      | 0.02                        | 262.0                      | 46.8                          | 20.1              | ลดลงทุน    |
| WH-W1      | 1/7/2026    | 19                                        | 1.0000                      | 8.0000                       | 72                                | 20.5                                   | 8.90                     | 1.12                      | 0.98                        | 14.1                       | 2.5                           | 7.9               | ลดลงทุน    |
| WAVE-W4    | 17/6/2027   | 1,122                                     | 1.0000                      | 0.2000                       | 0                                 | 353.4                                  | 0.02                     | 0.01                      | 0.02                        | -43.3                      | 950.0                         | 2.0               | เพิ่มลงทุน |
| WIIL-W3    | 5/5/2026    | 279                                       | 1.0220                      | 3.9140                       | 997                               | 28.0                                   | 0.90                     | 0.01                      | 0.00                        | Overpriced                 | 336.0                         | 92.0              | ลดลงทุน    |
| XBIO-W6    | 5/1/2027    | 45                                        | 1.9415                      | 0.7726                       | 465                               | 219.3                                  | 0.06                     | 0.03                      | 0.02                        | 88.5                       | 1,213.4                       | 3.9               | ลดลงทุน    |
| XBIO-W7    | 23/12/2027  | 643                                       | 1.9415                      | 0.5151                       | 4,167                             | 219.3                                  | 0.06                     | 0.01                      | 0.04                        | -74.9                      | 767.0                         | 11.6              | เพิ่มลงทุน |
| ZIGA-W2    | 30/3/2027   | 246                                       | 1.0000                      | 4.2500                       | 3,474                             | 40.4                                   | 1.01                     | 0.08                      | 0.00                        | Overpriced                 | 328.7                         | 12.6              | ลดลงทุน    |

จำนวนที่ซื้อขายและราคาปิด = ณ 19/02/2026

CV-W1, ZIGA-W2 เป็นใบสำคัญฯ ที่มีเงื่อนไขพิเศษ ควรศึกษาก่อนลงทุน

\* เป็นคำแนะนำ ณ 20/02/2026 ซึ่งสามารถเปลี่ยนแปลงได้ ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับราคาหุ้นแม่และภาวะการลงทุนในตลาดเป็นหลัก

**สำนักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด**

48/8 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ชั้น 5 ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทรศัพท์ : (66) 2633-6999 โทรสาร : (66) 2633-6490

**Market Insight**

E-mail : [tiscoresearch@tisco.co.th](mailto:tiscoresearch@tisco.co.th)

รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชนหรือโดยทางอื่นใด  
 ทิสโก้ไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใด ๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดหมายทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้  
 เป็นการนำไปใช้โดยผู้ยอมรับความเสี่ยงและรับผิดชอบเพียงผู้ใดแต่ผู้เดียว

**20 กุมภาพันธ์ 2569**
**Page 38**

## NVDR Daily Summary

As of 19-Feb-26

### Total NVDR Trading

|             | Total NVDR Turnover<br>(Bt, m) | Net NVDR Turnover<br>(Bt, m) | % of NVDR to<br>Underlying Turnover |
|-------------|--------------------------------|------------------------------|-------------------------------------|
| Grand Total | 46,662                         | 2,279                        | 26%                                 |

Source: SET, TISCO Research

### Top Net Buy

| Rank | Ticker | NVDR Net Buying Value (Bt, m) |         |        |         |         |
|------|--------|-------------------------------|---------|--------|---------|---------|
|      |        | 19-Feb                        | 18-Feb  | 17-Feb | 16-Feb  | 13-Feb  |
| 1    | PTT    | 1,297.61                      | 199.45  | 194.12 | 480.04  | 127.84  |
| 2    | PTTEP  | 827.30                        | -335.69 | 352.52 | 51.88   | 228.66  |
| 3    | DELTA  | 776.74                        | 85.72   | -9.10  | 300.65  | -448.16 |
| 4    | TOP    | 480.66                        | 105.34  | 143.23 | 64.69   | 167.78  |
| 5    | BH     | 279.90                        | 71.80   | -4.22  | 63.24   | 67.49   |
| 6    | TTB    | 207.03                        | 290.51  | 62.19  | 77.71   | 50.72   |
| 7    | GULF   | 162.10                        | -195.35 | -1.73  | -337.49 | 150.54  |
| 8    | SCC    | 141.42                        | 6.38    | -29.65 | -160.83 | -35.35  |
| 9    | CPAXT  | 93.52                         | -49.29  | 100.85 | 44.87   | -75.60  |
| 10   | BCP    | 91.44                         | 90.58   | 201.38 | 261.79  | 277.64  |
| 11   | WHA    | 84.22                         | 162.41  | -4.85  | -86.71  | 103.88  |
| 12   | HANA   | 82.66                         | -45.68  | 57.77  | 35.63   | -27.85  |
| 13   | IRPC   | 71.15                         | -9.42   | 11.73  | -7.63   | 29.78   |
| 14   | TFG    | 58.41                         | 46.84   | 38.48  | 10.23   | 9.11    |
| 15   | BAM    | 57.98                         | 82.38   | 45.06  | -4.61   | -14.66  |
| 16   | SCGP   | 57.82                         | 41.72   | -2.00  | -11.10  | -1.38   |
| 17   | SPRC   | 52.13                         | 7.51    | -4.28  | -3.73   | 7.59    |
| 18   | EA     | 50.16                         | 56.02   | 59.79  | -0.21   | 17.55   |
| 19   | SIRI   | 47.74                         | 86.70   | -5.41  | -13.96  | -13.78  |
| 20   | LH     | 38.12                         | 19.17   | -32.27 | -17.91  | 73.72   |

Sources : SET, TISCO Research

### Top Net Sell

| Rank | Ticker | NVDR Net Selling Value (Bt, m) |          |         |         |         |
|------|--------|--------------------------------|----------|---------|---------|---------|
|      |        | 19-Feb                         | 18-Feb   | 17-Feb  | 16-Feb  | 13-Feb  |
| 1    | CPALL  | -559.42                        | 189.25   | 108.99  | 34.93   | -143.91 |
| 2    | AOT    | -244.62                        | 91.80    | -108.57 | -44.90  | -39.10  |
| 3    | ADVANC | -217.89                        | -279.60  | -28.62  | 15.56   | -370.89 |
| 4    | SCB    | -216.25                        | -308.78  | 962.74  | -57.75  | 7.39    |
| 5    | TRUE   | -169.66                        | 473.94   | -34.27  | -206.62 | 249.15  |
| 6    | OR     | -142.25                        | 20.88    | 25.90   | -31.97  | -57.85  |
| 7    | KTB    | -141.05                        | 10.61    | 12.32   | 405.23  | -125.85 |
| 8    | BBL    | -140.67                        | -161.49  | 464.75  | 214.32  | -307.72 |
| 9    | KTC    | -127.79                        | -178.69  | 232.53  | 330.24  | -59.44  |
| 10   | SAWAD  | -101.68                        | 43.23    | -9.84   | -30.98  | -19.76  |
| 11   | KBANK  | -99.49                         | 1,082.05 | 212.53  | 838.55  | -470.71 |
| 12   | BEM    | -97.18                         | -89.76   | -73.20  | 32.35   | 29.11   |
| 13   | MTC    | -78.51                         | -6.48    | 33.64   | 3.14    | 5.10    |
| 14   | BANPU  | -77.96                         | -17.62   | -32.88  | -52.52  | -45.88  |
| 15   | THAI   | -55.77                         | 204.37   | 85.02   | -21.76  | -55.18  |
| 16   | AEONTS | -49.70                         | -14.10   | 9.92    | -8.74   | -34.74  |
| 17   | KKP    | -47.01                         | 84.48    | -1.11   | -38.57  | -6.68   |
| 18   | TIDLO  | -45.20                         | 62.44    | 42.58   | 4.23    | 22.94   |
| 19   | M      | -43.56                         | -5.13    | 19.95   | -4.88   | -28.79  |
| 20   | HMPRO  | -42.28                         | 52.78    | 18.70   | -54.34  | -47.76  |

Sources : SET, TISCO Research

### Top Active

| Rank | Ticker | NVDR Most Active Value (Bt, m) |          |          |          | %         |
|------|--------|--------------------------------|----------|----------|----------|-----------|
|      |        | Buy                            | Sell     | Total    | Net      | Turnover* |
| 1    | PTT    | 3,611.83                       | 2,314.22 | 5,926.05 | 1,297.61 | 29.21     |
| 2    | CPALL  | 1,594.75                       | 2,154.17 | 3,748.93 | -559.42  | 28.46     |
| 3    | DELTA  | 2,168.48                       | 1,391.74 | 3,560.21 | 776.74   | 31.09     |
| 4    | KBANK  | 1,104.80                       | 1,204.29 | 2,309.10 | -99.49   | 23.03     |
| 5    | PTTEP  | 1,335.51                       | 508.20   | 1,843.71 | 827.30   | 26.29     |
| 6    | KTB    | 795.55                         | 936.60   | 1,732.14 | -141.05  | 31.01     |
| 7    | SCB    | 745.55                         | 961.80   | 1,707.34 | -216.25  | 20.38     |
| 8    | GULF   | 879.09                         | 716.99   | 1,596.07 | 162.10   | 23.44     |
| 9    | ADVANC | 686.81                         | 904.70   | 1,591.51 | -217.89  | 24.73     |
| 10   | BBL    | 640.94                         | 781.61   | 1,422.54 | -140.67  | 22.33     |
| 11   | TRUE   | 620.04                         | 789.70   | 1,409.74 | -169.66  | 36.84     |
| 12   | AOT    | 486.84                         | 731.45   | 1,218.29 | -244.62  | 27.74     |
| 13   | TOP    | 843.62                         | 362.96   | 1,206.58 | 480.66   | 39.59     |
| 14   | TTB    | 619.88                         | 412.85   | 1,032.73 | 207.03   | 37.41     |
| 15   | BH     | 631.96                         | 352.06   | 984.02   | 279.90   | 30.22     |
| 16   | BDMS   | 385.22                         | 421.41   | 806.63   | -36.20   | 19.60     |
| 17   | TISCO  | 267.28                         | 274.23   | 541.51   | -6.95    | 46.04     |
| 18   | WHA    | 309.97                         | 225.75   | 535.71   | 84.22    | 32.37     |
| 19   | OR     | 187.68                         | 329.92   | 517.60   | -142.25  | 20.03     |
| 20   | SCC    | 324.28                         | 182.87   | 507.15   | 141.42   | 36.83     |

Note : \* % of Trading Value in Underlying Securities

Sources : SET, TISCO Research

### Top Outstanding Share

| Rank | Ticker  | Outstanding Share (Share) |                | % of    |
|------|---------|---------------------------|----------------|---------|
|      |         | NVDR Share                | Paid-up Share  | Paid-up |
| 1    | TISCO-P | 7,300                     | 9,859          | 74.04   |
| 2    | MORE    | 2,121,307,574             | 7,176,748,441  | 29.56   |
| 3    | F&D     | 4,750,586                 | 17,624,308     | 26.95   |
| 4    | BBL     | 431,656,205               | 1,908,842,894  | 22.61   |
| 5    | NDR     | 88,631,499                | 456,891,630    | 19.40   |
| 6    | AMATA   | 177,777,729               | 1,150,000,000  | 15.46   |
| 7    | TISCO   | 119,713,485               | 800,645,624    | 14.95   |
| 8    | KKP     | 122,123,716               | 846,760,480    | 14.42   |
| 9    | THIP    | 12,605,415                | 89,999,686     | 14.01   |
| 10   | BCP     | 201,583,316               | 1,472,640,647  | 13.69   |
| 11   | GBX     | 147,287,263               | 1,089,076,392  | 13.52   |
| 12   | KBANK   | 316,102,752               | 2,369,327,593  | 13.34   |
| 13   | RCL     | 103,943,836               | 828,750,000    | 12.54   |
| 14   | HFT     | 77,446,370                | 658,434,300    | 11.76   |
| 15   | TRUE    | 4,011,077,495             | 34,552,100,801 | 11.61   |
| 16   | CHO-W4  | 31,048,300                | 278,474,616    | 11.15   |
| 17   | CPF     | 932,656,429               | 8,406,962,585  | 11.09   |
| 18   | TOP     | 242,255,974               | 2,233,835,566  | 10.84   |
| 19   | BH      | 85,101,652                | 794,964,292    | 10.71   |
| 20   | SIRI    | 1,856,161,369             | 17,449,541,291 | 10.64   |

Sources : SET, TISCO Research

## Short Sales

As of 19-ก.พ.-26

### Short Sales Summary

|                       | ปริมาณ<br>(หุ้น)   | มูลค่า<br>(ล้านบาท) | %มูลค่าการขายชอร์ต<br>เทียบกับมูลค่าการซื้อขายรวม |
|-----------------------|--------------------|---------------------|---------------------------------------------------|
| Common Shares         | 47,380,901         | 1,047               |                                                   |
| NVDR                  | 95,981,800         | 2,478               |                                                   |
| <b>All Securities</b> | <b>143,362,701</b> | <b>3,525</b>        | <b>3.69%</b>                                      |

Source: SET, TISCO Research

ข้อมูลธุรกรรมปริมาณขายชอร์ตสูงสุด 20 อันดับแรก

| หุ้น     | ขายชอร์ต         |                     |                     | การซื้อขายแบบ Auto Matching |                  | ปริมาณหุ้นขายชอร์ต<br>เทียบกับปริมาณ Auto Matching (%) |
|----------|------------------|---------------------|---------------------|-----------------------------|------------------|--------------------------------------------------------|
|          | ปริมาณ<br>(หุ้น) | มูลค่า<br>(ล้านบาท) | ราคาเฉลี่ย<br>(บาท) | ราคาปิด<br>(บาท)            | ปริมาณ<br>(หุ้น) |                                                        |
| 1 CBG    | 1,357,900        | 64.75               | 47.68               | 47.75                       | 8,948,200        | 15.17%                                                 |
| 2 TISCO  | 730,400          | 83.96               | 114.96              | 115.00                      | 5,121,500        | 14.23%                                                 |
| 3 ADVANC | 962,100          | 374.51              | 389.27              | 390.00                      | 8,263,600        | 11.64%                                                 |
| 4 CPALL  | 13,401,900       | 719.84              | 53.71               | 54.50                       | 122,388,600      | 10.94%                                                 |
| 5 MTC    | 1,211,600        | 47.72               | 39.39               | 39.25                       | 11,778,900       | 10.29%                                                 |
| 6 AOT    | 3,639,200        | 205.86              | 56.57               | 56.25                       | 38,812,400       | 9.38%                                                  |
| 7 CENTEL | 318,100          | 12.33               | 38.75               | 38.50                       | 3,415,900        | 9.31%                                                  |
| 8 AWC    | 8,293,200        | 22.92               | 2.76                | 2.76                        | 91,483,200       | 9.07%                                                  |
| 9 CPAXT  | 2,115,100        | 38.11               | 18.02               | 17.90                       | 23,424,900       | 9.03%                                                  |
| 10 OSP   | 610,200          | 11.46               | 18.79               | 18.80                       | 6,793,400        | 8.98%                                                  |
| 11 BDMS  | 8,148,100        | 181.14              | 22.23               | 22.30                       | 92,530,300       | 8.69%                                                  |
| 12 HMPRO | 5,521,200        | 41.26               | 7.47                | 7.50                        | 75,635,400       | 7.30%                                                  |
| 13 CRC   | 1,429,100        | 31.63               | 22.13               | 21.90                       | 19,576,000       | 7.30%                                                  |
| 14 BANPU | 7,433,200        | 45.24               | 6.09                | 6.15                        | 104,067,400      | 7.14%                                                  |
| 15 BTS   | 12,340,700       | 32.95               | 2.67                | 2.68                        | 176,215,800      | 7.00%                                                  |
| 16 MINT  | 754,600          | 20.19               | 26.75               | 26.75                       | 11,122,600       | 6.66%                                                  |
| 17 TCAP  | 241,600          | 14.86               | 61.49               | 61.75                       | 3,645,200        | 6.62%                                                  |
| 18 STA   | 845,100          | 12.79               | 15.14               | 15.20                       | 12,999,400       | 6.50%                                                  |
| 19 COM7  | 905,500          | 23.14               | 25.55               | 25.00                       | 14,281,700       | 6.34%                                                  |
| 20 JTS   | 23,400           | 1.46                | 62.60               | 62.50                       | 387,400          | 6.04%                                                  |

### Top Short Sales By Value

| หุ้น     | As of 19-ก.พ.-26 |                     |                     | -1W              |                     |                     | -2W              |                     |                     | -1M              |                     |                     |
|----------|------------------|---------------------|---------------------|------------------|---------------------|---------------------|------------------|---------------------|---------------------|------------------|---------------------|---------------------|
|          | ปริมาณ<br>(หุ้น) | มูลค่า<br>(ล้านบาท) | ราคาเฉลี่ย<br>(บาท) | ปริมาณ<br>(หุ้น) | มูลค่า<br>(ล้านบาท) | ราคาเฉลี่ย<br>(บาท) | ปริมาณ<br>(หุ้น) | มูลค่า<br>(ล้านบาท) | ราคาเฉลี่ย<br>(บาท) | ปริมาณ<br>(หุ้น) | มูลค่า<br>(ล้านบาท) | ราคาเฉลี่ย<br>(บาท) |
| 1 CPALL  | 13,401,900       | <b>719.84</b>       | 53.71               | 22,375,000       | 1,168.43            | 52.22               | 36,209,400       | 1,834.80            | 50.67               | 42,886,000       | 2,126.82            | 49.59               |
| 2 ADVANC | 962,100          | <b>374.51</b>       | 389.27              | 1,693,400        | 659.82              | 389.64              | 4,316,300        | 1,669.86            | 386.87              | 8,247,600        | 3,088.45            | 374.47              |
| 3 DELTA  | 1,246,000        | <b>288.97</b>       | 231.92              | 3,737,700        | 839.89              | 224.71              | 8,055,400        | 1,788.95            | 222.08              | 21,549,100       | 4,454.74            | 206.73              |
| 4 AOT    | 3,639,200        | <b>205.86</b>       | 56.57               | 15,625,900       | 888.43              | 56.86               | 25,383,600       | 1,442.05            | 56.81               | 49,174,300       | 2,676.70            | 54.43               |
| 5 BDMS   | 8,148,100        | <b>181.14</b>       | 22.23               | 40,095,500       | 870.70              | 21.72               | 77,423,400       | 1,654.14            | 21.36               | 117,475,900      | 2,460.75            | 20.95               |
| 6 KBANK  | 783,100          | <b>161.53</b>       | 206.27              | 2,991,000        | 607.22              | 203.02              | 9,577,700        | 1,872.49            | 195.51              | 19,908,200       | 3,833.62            | 192.56              |
| 7 GULF   | 2,009,900        | <b>121.55</b>       | 60.48               | 10,896,300       | 653.79              | 60.00               | 20,886,800       | 1,212.30            | 58.04               | 29,217,700       | 1,606.63            | 54.99               |
| 8 BBL    | 527,000          | <b>89.04</b>        | 168.96              | 2,985,800        | 496.09              | 166.15              | 5,749,400        | 941.06              | 163.68              | 20,120,300       | 3,225.68            | 160.32              |
| 9 TISCO  | 730,400          | <b>83.96</b>        | 114.96              | 3,038,300        | 345.31              | 113.65              | 5,527,800        | 624.78              | 113.03              | 7,137,200        | 804.47              | 112.72              |
| 10 BH    | 386,400          | <b>75.29</b>        | 194.84              | 1,406,600        | 267.69              | 190.31              | 4,693,800        | 871.70              | 185.71              | 9,951,900        | 1,740.18            | 174.86              |
| 11 SCB   | 479,100          | <b>71.04</b>        | 148.27              | 1,721,400        | 248.04              | 144.09              | 3,612,800        | 512.13              | 141.75              | 10,609,500       | 1,471.92            | 138.74              |
| 12 PTT   | 1,864,000        | <b>68.77</b>        | 36.89               | 4,816,000        | 174.44              | 36.22               | 8,628,800        | 310.60              | 36.00               | 22,938,800       | 802.86              | 35.00               |
| 13 CBG   | 1,357,900        | <b>64.75</b>        | 47.68               | 2,380,500        | 113.05              | 47.49               | 3,281,600        | 154.56              | 47.10               | 4,010,000        | 185.92              | 46.37               |
| 14 OR    | 4,303,600        | <b>63.39</b>        | 14.73               | 7,500,100        | 108.97              | 14.53               | 13,725,900       | 196.99              | 14.35               | 20,873,900       | 296.37              | 14.20               |
| 15 MTC   | 1,211,600        | <b>47.72</b>        | 39.39               | 5,015,800        | 196.26              | 39.13               | 9,979,800        | 383.12              | 38.39               | 18,688,300       | 672.82              | 36.00               |
| 16 BANPU | 7,433,200        | <b>45.24</b>        | 6.09                | 16,344,300       | 96.92               | 5.93                | 26,565,000       | 154.29              | 5.81                | 38,957,400       | 221.71              | 5.69                |
| 17 HMPRO | 5,521,200        | <b>41.26</b>        | 7.47                | 21,588,800       | 155.39              | 7.20                | 31,152,500       | 221.28              | 7.10                | 53,866,700       | 377.03              | 7.00                |
| 18 SCC   | 183,700          | <b>40.89</b>        | 222.57              | 1,280,800        | 282.13              | 220.28              | 1,678,400        | 369.12              | 219.93              | 7,170,000        | 1,512.05            | 210.89              |
| 19 TRUE  | 2,898,000        | <b>39.83</b>        | 13.74               | 17,811,800       | 244.96              | 13.75               | 50,060,600       | 663.27              | 13.25               | 147,753,800      | 1,769.72            | 11.98               |
| 20 CPAXT | 2,115,100        | <b>38.11</b>        | 18.02               | 11,083,600       | 189.88              | 17.13               | 13,124,400       | 223.37              | 17.02               | 19,136,200       | 313.37              | 16.38               |

Sources : SET, TISCO Research

### สำนักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด

48/8 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ชั้น 5 ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทรศัพท์ : (66) 2633-6999 โทรสาร : (66) 2633-6490

Market Insight

E- mail : [tiscoresearch@tisco.co.th](mailto:tiscoresearch@tisco.co.th)

รายงานฉบับนี้ไม่ได้เป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชนหรือโดยทางอื่นใด  
 ที่สโกไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทความวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้  
 เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อย่างมีความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

20 กุมภาพันธ์ 2569

Page 40

## Insider Transactions

แบบรายงานการเปลี่ยนแปลงการถือหลักทรัพย์และสัญญาซื้อขายล่วงหน้าของผู้บริหาร (แบบ 59)

| ชื่อบริษัท | ชื่อผู้บริหาร             | ประเภทหลักทรัพย์ | วันที่ทำธุรกรรม | จำนวน (หน่วย) | ราคา (บาท) | มูลค่า (บาท) | ธุรกรรม |
|------------|---------------------------|------------------|-----------------|---------------|------------|--------------|---------|
| DELTA      | นาย เอ็ม-ลิน เฉิน         | หุ้นสามัญ        | 19/2/2569       | 1,100         | 226.00     | 248,600      | ซื้อ    |
| DELTA      | นาย เอ็ม-ลิน เฉิน         | หุ้นสามัญ        | 19/2/2569       | 5,000         | 225.00     | 1,125,000    | ซื้อ    |
| INSET      | นาย วิเชียร เจริญจิณ      | หุ้นสามัญ        | 19/2/2569       | 100,000       | 2.62       | 262,000      | ซื้อ    |
| MMM        | นาย สุริยา วงศ์ศิริชัยกุล | หุ้นสามัญ        | 18/2/2569       | 400,000       | 3.42       | 1,368,000    | ซื้อ    |
| TMW        | นาย ไพฑูรย์ กลัดเขียว     | หุ้นสามัญ        | 18/2/2569       | 2,000         | 60.25      | 120,500      | ขาย     |

Sources : SEC, TISCO Research

## Reports on Acquisition or Disposition of Securities

แบบรายงานการได้มาหรือจำหน่ายหลักทรัพย์ของกิจการ (แบบ 246-2)

| ชื่อบริษัท | ชื่อผู้ได้มา/จำหน่าย                         | sell/buy/เพิ่ม-ลด concert party/เพิ่ม-ลด บ.258 | ประเภทหลักทรัพย์ | %ได้มา/จำหน่าย | %หลังได้มา/จำหน่าย | วันที่ได้มา/จำหน่าย |
|------------|----------------------------------------------|------------------------------------------------|------------------|----------------|--------------------|---------------------|
| SPTX       | บริษัท บิลิตา โฮลดิ้ง จำกัด                  | ได้มา                                          | หุ้น             | 5.75           | 5.75               | 18/2/2569           |
| SPTX       | บริษัท วิมาดา คอร์ป จำกัด                    | ได้มา                                          | หุ้น             | 6.23           | 6.23               | 18/2/2569           |
| THANI      | NORTH HAVEN THAI PRIVATE EQUITY TITAN COMPAI | จำหน่าย                                        | หุ้น             | 0.74           | 4.87               | 18/2/2569           |

Sources : SEC, TISCO Research

## Equities Calendar

| MON                                                                                                                                                                        | TUE                                                                                                                                                            | WED                              | THU                                                                                                                                                                                                        | FRI                                                                                                                                                                                                          |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>FEB</b>                                                                                                                                                                 |                                                                                                                                                                |                                  |                                                                                                                                                                                                            |                                                                                                                                                                                                              |
| <b>2</b><br>SPBOND80 - XD @ 0.02838 Bt.                                                                                                                                    | <b>3</b><br>STI - XD @ 0.026 Bt.                                                                                                                               | <b>4</b>                         | <b>5</b><br>METCO - XD @ 30.00 Bt.<br>PPPM - NS 528,000 Shares<br>SIRI - NS 9,320,000 Shares<br>THAIBEV19 - XD @ 0.423 Bt.                                                                                 | <b>6</b>                                                                                                                                                                                                     |
| <b>9</b><br>AAPL19 - XD @ 0.0045 Bt.<br>AAPL80 - XD @ 0.00805 Bt.<br>BANPU - NS 5 Shares<br>BC - NS 11,250 Shares<br>PTECH - XR 2 : 1 @ 2.00 Bt.<br>SFLEX - NS 80 Shares   | <b>10</b><br>IBM06 - XD @ 0.02081 Bt.<br>VISA06 - XD @ 0.00259 Bt.<br>VISA80 - XD @ 0.00259 Bt.<br>IRC - XD @ 0.493 Bt.<br>TRU - NS 442,208 Shares             | <b>11</b><br>SCN - NS 310 Shares | <b>12</b><br>MADAME - NS 2 Shares<br>QDC - NS 132,814,042 Shares<br>CAZ - NS 38,400 Shares                                                                                                                 | <b>13</b><br>LLY80 - XD @ 0.00274 Bt.<br>SBUX80 - XD @ 0.00987 Bt.<br>AMGN06 - XD @ 0.01951 Bt.<br>3BBIF - XD @ 0.224123 Bt.<br>DIF - XD @ 0.2222 Bt.<br>POPF - XD @ 0.215 Bt.<br>MMM - NS 29,999,979 Shares |
| <b>16</b>                                                                                                                                                                  | <b>17</b><br>BWG - NS 580,010,998 Shares                                                                                                                       | <b>18</b>                        | <b>19</b><br>MSFT01 - XD @ 0.0049 Bt.<br>MSFT06 - XD @ 0.00706 Bt.<br>MSFT19 - XD @ 0.008 Bt.<br>MSFT80 - XD @ 0.01499 Bt.<br>OKJ - XD @ 0.07 Bt.<br>MMM - XD stock dividend 10 : 1<br>MMM - XD @ 0.05 Bt. | <b>20</b><br>ECF - NS 23,277,467 Shares                                                                                                                                                                      |
| <b>23</b><br>BOL - XD @ 0.175 Bt.<br>OR - XD @ 0.30 Bt.<br>PTTEP - XD @ 4.65 Bt.<br>SPTX - NS 25,000,000,000 Shares<br>PRG - NS 536 Shares<br>KASET - NS 19,169,044 Shares | <b>24</b><br>JNJ03 - XD @ 0.016339 Bt.<br>PTTGC - XD @ 0.50 Bt.<br>MBAX - XD @ 0.10 Bt.<br>GLOBAL - XD stock dividend 27 : 1<br>GLOBAL - XD @ 0.1841152263 Bt. | <b>25</b>                        | <b>26</b><br>UNIQLO80 - XD @ 0.05475 Bt.                                                                                                                                                                   | <b>27</b><br>ADVANC - XD @ 27.41 Bt.<br>ESTEE80 - XD @ 0.00369 Bt.                                                                                                                                           |

หมายเหตุ :

XD : ผู้ซื้อหลักทรัพย์ไม่ได้รับเงินปันผล, XB : ผู้ซื้อหลักทรัพย์ไม่ได้รับประโยชน์อื่นใด, XE : ผู้ซื้อหลักทรัพย์ไม่ได้รับสิทธิในการแปลงสภาพหลักทรัพย์, XN : ผู้ซื้อหลักทรัพย์ไม่ได้รับสิทธิในการรับเงินคืนจากการขาดทุน,  
XR : ผู้ซื้อหลักทรัพย์ไม่ได้รับสิทธิของหุ้นออกใหม่, XT : ผู้ซื้อหลักทรัพย์ไม่ได้รับสิทธิในแสดงสิทธิซื้อหุ้นที่เกินสิทธิได้, XW : ผู้ซื้อหลักทรัพย์ไม่ได้รับสิทธิในแสดงสิทธิที่จะซื้อหลักทรัพย์, NL : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย,  
NS : ระบุหุ้นที่เพิ่มทุนเข้าซื้อขาย, SP : หุ้นซื้อขาย, DEL : พันสภาพการเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน

Source : TISCO Research, SET

# ECONOMIC CALENDAR

| Date          |    |          | Indicator                               | Unit    | Period | Consensus | Actual   | Previous | Revised  |
|---------------|----|----------|-----------------------------------------|---------|--------|-----------|----------|----------|----------|
| 2026 February |    |          |                                         |         |        |           |          |          |          |
| Thu           | 19 | Japan    | Core Machine Orders                     | % MoM   | Dec    | 5.0%      | 19.1%    | -11.0%   | --       |
|               |    |          | Core Machine Orders                     | % YoY   | Dec    | 3.9%      | 16.8%    | -6.4%    | --       |
|               |    | US       | Trade Balance                           | USD, bn | Dec    | -\$55.5b  | -\$70.3b | -\$56.8b | -\$53.0b |
|               |    |          | Wholesale Inventories                   | % MoM   | Dec P  | 0.2%      | 0.2%     | 0.2%     | --       |
|               |    |          | Philadelphia Fed Business Outlook Index |         | Feb    | 7.5       | 16.3     | 12.6     | --       |
|               |    |          | Initial Jobless Claims                  | Persons | Feb-14 | 225k      | 206k     | 227k     | 229k     |
|               |    |          | Continuing Claims                       | Persons | Feb-07 | 1860k     | 1869k    | 1862k    | 1852k    |
|               |    |          | Leading Index                           | %       | Dec    | -0.2%     | -0.2%    | -0.3%    | --       |
|               |    |          | Pending Home Sales                      | % MoM   | Jan    | 2.0%      | -0.8%    | -9.3%    | -7.4%    |
|               |    |          | Pending Home Sales                      | % YoY   | Jan    | 2.3%      | -1.2%    | -1.3%    | -1.1%    |
|               |    | Eurozone | Consumer Confidence                     | Index   | Feb P  | -12       | -12.2    | -12.4    | --       |
| Fri           | 20 | Japan    | CPI                                     | % YoY   | Jan    | 1.6%      | 1.5%     | 2.1%     | --       |
|               |    |          | CPI (ex Fresh Food)                     | % YoY   | Jan    | 2.0%      | 2.0%     | 2.4%     | --       |
|               |    |          | Natl CPI Ex Fresh Food, Energy          | % YoY   | Jan    | 2.7%      | 2.6%     | 2.9%     | --       |
|               |    |          | S&P Global Japan PMI Composite          | Index   | Feb P  | --        | 53.8     | 53.1     | --       |
|               |    |          | S&P Global Japan PMI Mfg                | Index   | Feb P  | --        | 52.8     | 51.5     | --       |
|               |    |          | S&P Global Japan PMI Services           | Index   | Feb P  | --        | 53.8     | 53.7     | --       |
|               |    | UK       | Retail Sales                            | % MoM   | Jan    | 0.3%      | --       | 0.3%     | --       |
|               |    |          | Retail Sales                            | % YoY   | Jan    | 3.6%      | --       | 3.1%     | --       |
|               |    | France   | HCOB France Manufacturing PMI           | Index   | Feb P  | 50.9      | --       | 51.2     | --       |
|               |    |          | HCOB France Service PMI                 | Index   | Feb P  | 49.2      | --       | 48.4     | --       |
|               |    |          | HCOB France Composite PMI               | Index   | Feb P  | 49.6      | --       | 49.1     | --       |
|               |    | Germany  | HCOB Germany Services PMI               | Index   | Feb P  | 52.4      | --       | 52.4     | --       |
|               |    |          | HCOB Germany Composite PMI              | Index   | Feb P  | 52.3      | --       | 52.1     | --       |
|               |    |          | HCOB Germany Manufacturing PMI          | Index   | Feb P  | 49.5      | --       | 49.1     | --       |
|               |    | Eurozone | HCOB Eurozone Manufacturing PMI         | Index   | Feb P  | 50        | --       | 49.5     | --       |
|               |    |          | HCOB Eurozone Services PMI              | Index   | Feb P  | 51.9      | --       | 51.6     | --       |
|               |    |          | HCOB Eurozone Composite PMI             | Index   | Feb P  | 51.5      | --       | 51.3     | --       |
|               |    | UK       | S&P Global UK Services PMI              | Index   | Feb P  | 53.5      | --       | 54       | --       |
|               |    |          | S&P Global UK Manufacturing PMI         | Index   | Feb P  | 51.5      | --       | 51.8     | --       |
|               |    |          | S&P Global UK Composite PMI             | Index   | Feb P  | 53.2      | --       | 53.7     | --       |
|               |    | US       | Personal Income                         | %       | Dec    | 0.3%      | --       | 0.3%     | --       |
|               |    |          | Personal Spending                       | %       | Dec    | 0.3%      | --       | 0.5%     | --       |
|               |    |          | PCE Price Index YoY                     | % YoY   | Dec    | 2.8%      | --       | 2.8%     | --       |
|               |    |          | Core PCE Price Index MoM                | % MoM   | Dec    | 0.3%      | --       | 0.2%     | --       |
|               |    |          | Core PCE Price Index YoY                | % YoY   | Dec    | 2.9%      | --       | 2.8%     | --       |
|               |    |          | GDP Annualized                          | % QoQ   | 4Q A   | 2.8%      | --       | 4.4%     | --       |
|               |    |          | S&P Global Manufacturing PMI            | Index   | Feb P  | 52.4      | --       | 52.4     | --       |
|               |    |          | S&P Global Services PMI                 | Index   | Feb P  | 53        | --       | 52.7     | --       |
|               |    |          | S&P Global Composite PMI                | Index   | Feb P  | 53.1      | --       | 53       | --       |
|               |    |          | New Home Sales                          | Units   | Dec    | 730k      | --       | --       | --       |
|               |    |          | New Home Sales                          | % MoM   | Dec    | 0.0%      | --       | --       | --       |
|               |    |          | U. of Mich. Sentiment                   | Index   | Feb F  | 57.3      | --       | 57.3     | --       |
|               |    |          | Building Permits                        | Units   | Dec F  | --        | --       | 1448k    | --       |

# TISCO Securities Company Limited

www.tiscosec.com

## สำนักงานใหญ่

48/8 อาคารทีเอสโกทาวเวอร์ ชั้น 4 ถ.สาทรเหนือ เขตบางรัก  
กรุงเทพฯ 10500  
โทรศัพท์ 0-2633-6000 กด 5 โทรสาร 0-2633-6490, 0-2633-6660

## สำนักงานสาขานครราชสีมา

1936/3 โซนเอ ถ.มิตรภาพ ต.ในเมือง อ.เมือง  
จ.นครราชสีมา 30000  
โทรศัพท์ 0-4425-7752 โทรสาร 0-4425-3752

## สำนักงานสาขานครปฐม

386, 388 หมู่ 8 ถ.เพชรเกษม ต.พระประโทน อ.เมือง  
จ.นครปฐม 73000  
โทรศัพท์ 0-3414-2000 โทรสาร 0-3425-1676

## สำนักงานสาขาอุดรธานี

227/1 ซอยอุดรดุสิต 3 ถ.อุดรดุสิต ต.หมากแข้ง อ.เมือง  
จ.อุดรธานี 41000  
โทรศัพท์ 0-4224-6888 โทรสาร 0-4224-5793

| <br>Corporate Governance Report<br>of Thai Listed Companies 2025 | Score Range | Level       | Description              |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------|-------------|--------------------------|
|                                                                                                                                                    | 90 - 100    | 5           | ดีเลิศ                   |
|                                                                                                                                                    | 80 - 89     | 4           | ดีมาก                    |
|                                                                                                                                                    | 70 - 79     | 3           | ดี                       |
|                                                                                                                                                    | 60 - 69     | 2           | ดีพอใช้                  |
|                                                                                                                                                    | 50 - 59     | 1           | ผ่าน                     |
|                                                                                                                                                    | < 50        | n.a.<br>N/R | n.a.<br>ไม่ปรากฏในรายงาน |

## Anti-Corruption Progress Indicator :

ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 7 พฤศจิกายน 2568)

|                                         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|-----------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Certified :                             | มีการได้รับการรับรอง CAC                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| Declared :                              | ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| Ensure its compliance by parent company | มีบริษัทแม่ดูแลให้ทำตามกฎหมาย<br>บริษัทรับรองตนเองว่า มีบริษัทแม่ซึ่งอยู่ภายใต้บังคับกฎหมาย Bribery Act หรือกฎหมายอื่นทำนองเดียวกันที่ให้บริษัท<br>แม่ต้องรับผิดชอบการให้สินบนของบริษัทย่อยในต่างประเทศด้วย โดยการดูแลดังกล่าวครอบคลุมถึง การกำหนด<br>นโยบาย แนวปฏิบัติ และการตรวจสอบให้มีการปฏิบัติตามนโยบาย/ แนวปฏิบัติดังกล่าวอย่างสม่ำเสมอด้วย |
| n.a.                                    | ไม่ได้เข้าร่วม CAC / ไม่มีบริษัทแม่ดูแลให้ทำตามกฎหมาย                                                                                                                                                                                                                                                                                              |

## Disclaimer

ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 7 พฤศจิกายน 2568)

เนื่องจากผลสำรวจหรือผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลสำรวจหรือผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลสำรวจหรือผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลสำรวจหรือผลการ  
ประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ทีเอสโก มีไต่ถาม ตรวจสอบ หรือรับรองความถูกต้อง  
ครบถ้วนของผล ผลสำรวจ หรือผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด

## ESG Rating

ดัชนี อีเอสจี ไทยพัฒนา หรือ Thaipat ESG Index จะคัดเลือกหลักทรัพย์จากกลุ่มหลักทรัพย์ ESG100 ซึ่งเป็นหลักทรัพย์ที่มีการดำเนินงานโดดเด่นด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และ  
ธรรมาภิบาล (Environmental, Social and Governance) จำนวน 100 หลักทรัพย์ จากการจัดอันดับโดยสถาบันไทยพัฒนา

ข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์และการคาดการณ์ รวมทั้งการแสดงความเห็นทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่า  
น่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ไม่อาจรับรองความถูกต้อง ความสมบูรณ์ แท้จริงของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ได้มาจากการพิจารณาโดยเหมาะสมและรอบคอบแล้ว และอาจ  
เปลี่ยนแปลงได้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้าแต่อย่างใด รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับ  
บริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชน หรือโดยทางอื่นใด ที่สโกไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล  
บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้เป็นกรนำไปใช้โดยผู้ใช้อย่างมีความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว