

Global Stock Strategy



ส่องประเด็น เฟ้นหุ้นต่างประเทศ/ DR

MSTR คาด 3Q26 กำไรโตแรงจาก Bitcoin ฟิ้นตัว

- Strategy Inc. หรือชื่อเดิม MicroStrategy มีธุรกิจหลักคือ Bitcoin Treasury โดยเป็นผู้ถือ Bitcoin สถาบันรายใหญ่ที่สุดในโลก ถือครอง 843,775 BTC คิดเป็นประมาณ 4% ของ Bitcoin ทั้งหมดที่จะมีในโลก มูลค่าต้นทุนรวมราว \$63.9bn ควบคู่ไปกับธุรกิจซอฟต์แวร์ Business Intelligence
- ผลประกอบการผันผวนตามราคา Bitcoin 2Q26 ขาดทุนสุทธิ \$8.22bn จาก mark-to-market แต่แนวโน้ม 3Q26 คาดพลิกกลับมาทำกำไรสุทธิ \$5.78bn โต +4548% YoY จากราคา Bitcoin ที่ฟื้นตัวเกือบ 30%หนุนโดยความหวังกฎหมาย Clarity Act ที่ลดความเสี่ยงด้านกฎระเบียบ และปัจจัยมหากาที่เอื้อต่อสินทรัพย์เสี่ยง
- เราแนะนำ "ซื้อ" ที่ราคาเป้าหมาย \$228 อ้างอิงจาก Bloomberg Consensus เราคาดว่าแนวโน้มการฟื้นตัวที่ต่อเนื่องของ Bitcoin จะทำให้ MSTR กำไรกลับมาเติบโตมหาศาล

ประเด็นการลงทุน

- Strategy Inc. หรือชื่อเดิมคือ MicroStrategy เป็น bitcoin treasury company รายแรกและใหญ่ที่สุดในโลก ควบคู่กับการเป็นผู้พัฒนาซอฟต์แวร์ Business Intelligence (BI) ที่ขับเคลื่อนด้วย AI โดยที่ธุรกิจหลักคือ Bitcoin Treasury Company ระดมทุนผ่านการออกหุ้น หุ้นบริมสิทธิ และตราสารหนี้ เพื่อนำเงินไปซื้อและถือ Bitcoin ทำให้มูลค่าและราคาหุ้น MSTR เคลื่อนไหวตาม Bitcoin เป็นหลัก และมีธุรกิจซอฟต์แวร์ จำหน่ายซอฟต์แวร์วิเคราะห์ข้อมูลและ Business Intelligence ให้ลูกค้าองค์กร
- MSTR รายงานรายได้ 2Q26 ที่ \$122.4m +6.9% YoY ขาดทุนจากการดำเนินงาน \$8.33bn เทียบกับกำไร \$14.03bn ในไตรมาสเดียวกันปีก่อน ซึ่งส่วนใหญ่มาจากการปรับมูลค่า Bitcoin แบบ mark-to-market โดยขาดทุนสุทธิ \$8.22bn สถานะ Bitcoin ณ 26 ก.ค. 2026 ถือครอง 843,775 BTC เพิ่มขึ้น 25% นับจากต้นปี 2026 เป็นผู้ถือ Bitcoin สถาบันรายใหญ่ที่สุดในโลก คิดเป็นราว 4% ของ Bitcoin ทั้งหมดที่จะมีในโลก มูลค่าต้นทุนรวมประมาณ \$63.9bn ราคาเฉลี่ยที่ซื้อ/ขายต่อเหรียญประมาณ \$75,578
- CFO อธิบายว่าบริษัทเปลี่ยนจากออกตราสารเพื่อซื้อ Bitcoin อย่างเดียว มาเป็น active capital management ที่สามารถขายหุ้น, หนี้ หรือ Bitcoin กลับกันไปมาเพื่อบริหารสภาพคล่องและงบดุล โดย Digital Credit เป็นหัวใจของกลยุทธ์ใหม่ นำโดย STRC (Stretch) ผลัดกันที่เร็วของ ที่เติบโต +98% QoQ Effective yield อยู่ที่ 13.6% แต่มีปัญหาคือหลุดจากช่วงราคาพาร์ (\$99-\$100) ตั้งแต่ปลายเดือนพฤษภาคม ปัจจุบันเทรดที่ประมาณ \$89.50 MSTR มีเป้าหมายดึงกลับสู่พาร์ภายในกรอบเวลาประมาณ 70 วันซื้อขาย นับจากวันที่หลุดพาร์ (28 พ.ค.) ซึ่งจะตกราวๆ 8 กันยายน 2026 MSTR ยึดหลักการ 5 เสาหลักเพื่อดึง STRC กลับพาร์ ได้แก่ 1. เสริม USD Reserve ให้แข็งแกร่ง 2. Bitcoin Monetization (ขาย BTC บางส่วนเพื่อจุดประสงค์เฉพาะ) 3. ซื้อคืน digital credit สูงสุด \$1bn 4. ซื้อคืน MSTR สูงสุด \$1bn 5. บริหารอัตราเงินปันผล STRC อย่างรอบคอบ ผลบวกที่คาดว่าจะตามมาหาก MSTR สามารถยึดราคา STRC ให้ใกล้พาร์ได้ในระยะยาว จะช่วยให้บริษัทสามารถสะสม Bitcoin เพิ่มได้เร็วขึ้นเล็กน้อยเมื่อเทียบกับจำนวนหุ้นที่มีอยู่ ทำให้ BTC ต่อหุ้นเพิ่มขึ้น และนำไปสู่การออกตราสารเพิ่มได้มากขึ้น หรือใช้อัตราเงินปันผลที่ต่ำลงได้
- แนวโน้ม 3Q26 คาดการณ์รายได้อยู่ที่ \$127m หดตัว -1.3% YoY อย่างไรก็ตาม Adjusted Operating Income คาดอยู่ที่ \$10.1bn โตถึง +7966% YoY และคาดกลับมาทำกำไรสุทธิที่ \$5.78bn โต +4548% YoY Adjusted EPS อยู่ที่ \$9.66/หุ้น สาเหตุที่ Operating Income สูงมาจากผลกระทบของการ mark-to-market มูลค่า Bitcoin ที่บริษัทถือเข้าไปในกำไรขาดทุนด้วย ซึ่งมาจากราคา Bitcoin ที่ฟื้นตัวแรงเกือบ 30% นับตั้งแต่ต้น 2Q26 เนื่องจาก Strategy ถือ Bitcoin มูลค่าหลักหมื่นล้านดอลลาร์ การเปลี่ยนแปลง

นิยามศัพท์

STRC

คือบริมสิทธิแบบถาวรของ Strategy Inc. ชื่อเดิมว่า Variable Rate Series A Perpetual Stretch Preferred Stock ซื้อขายใน Nasdaq ภายใต้สัญลักษณ์ STRC โดยถูกออกมาเพื่อถือหุ้น Bitcoin หรือใช้ในการชำระหนี้สำคัญ ได้แก่ 1. มูลค่าที่ตราไว้ \$100/หุ้น 2. ไม่มีวันครบกำหนด ต่างจากหุ้น 3. จ่ายปันผลเงินสดในอัตราผันแปร โดยปัจจุบันบริษัทประกาศอัตรา 12% ต่อปี 4. STRC ไม่สามารถแปลงเป็นหุ้นสามัญ MSTR ได้ จึงมี Upside จากราคา Bitcoin จำกัดกว่าหุ้นสามัญ ความเสี่ยงหลักคือเครดิตของ Strategy Inc. และราคา Bitcoin เพราะ STRC ไม่ได้มี Bitcoin เป็นหลักประกันโดยตรง หากฐานะการเงินของ Strategy แยลง ผู้ถือ STRC ก็อาจขาดทุนได้

ราคา BTC เพียงไม่กี่เปอร์เซ็นต์ก็ทำให้เกิด unrealized gain/loss หลักพันถึงหมื่นล้านดอลลาร์ การปรับตัวขึ้น 30% ของ Bitcoin จึงส่งผลทำให้ MSTR พลิกจากขาดทุนมาเป็นกำไรมหาศาล อย่างไรก็ตาม ราคาของ Bitcoin ยังคงผันผวนซึ่งทำให้กำไรที่เกิดขึ้นจริงอาจต่างจากที่ consensus คาดไว้

- ราคา Bitcoin ได้รับแรงสนับสนุนหลักจากการที่ประธานาธิบดีทรัมป์เรียกร้องให้สภาองเกรสผ่านร่างกฎหมาย Clarity Act ฉบับที่เป็นธรรม ซึ่งเป็นกฎหมายกำกับดูแลสินทรัพย์ดิจิทัลที่กำลังพิจารณาอยู่ และได้รับการสนับสนุนจากทั้งวอลสตรีทและกลุ่มธุรกิจคริปโต เป็นสัญญาณว่ารัฐบาลสหรัฐฯ เปิดกว้างต่อการถือครองบิตคอยน์และสินทรัพย์ดิจิทัลอื่นๆ เพิ่มเติมหากหน่วยงานกำกับดูแลอนุมัติ ซึ่งจะช่วยลดความเสี่ยงด้านกฎระเบียบที่ครอบคลุมบิตคอยน์มานาน ทำให้ธนาคาร บริษัทจัดการสินทรัพย์ และองค์กรต่างๆ กล้าจัดสรรเงินทุนเข้าสู่ภาคนี้มากขึ้น ผนวกกับปัจจัยเชิงบวกด้านมหภาค จากตัวเลขการจ้างงานที่อ่อนแอและเงินเฟ้อที่ชะลอตัวลงทำให้ความกังวลเรื่องอัตราดอกเบี้ยลดลง นอกจากนั้น หนี้สาธารณะที่พุ่งขึ้น กดดันค่าเงินดอลลาร์ให้อ่อนตัว ทำให้ Bitcoin กลับมาฟื้นตัวอีกครั้ง โดยในรอบนี้เรามองว่า Bitcoin จะมี drawdown ที่ต่ำลงหลังจบรอบ Halving จากการที่ฐานนักลงทุนกว้างและสถาบันเข้ามามากขึ้น ไม่ใช่แค่การพึ่งรายย่อยแบบในอดีต มีทั้ง Spot Bitcoin ETF, กองทุนและสถาบัน และบริษัทที่ถือ BTC ใน Treasury อีกทั้ง Leverage ในระบบโป่งใสและกระจายมากขึ้น ตลาดรอบก่อนมี Leverage กระจุกอยู่ในแพลตฟอร์มที่เปราะบาง เช่น Celsius, BlockFi, Three Arrows Capital และ FTX เมื่อรายหนึ่งล้มจึงเกิด Forced Liquidation ต่อเนื่องกัน กฎระเบียบที่มีมากขึ้น การย้ายเข้าสู่แพลตฟอร์มที่แข็งแกร่งขึ้นทำให้ตรวจสอบได้มากขึ้นและมีความเสี่ยงคู่สัญญาน้อยกว่าระบบ Crypto Lending แบบเดิม
- แม้การปรับขึ้นของ Bitcoin จะทำให้ MSTR ได้กำไรมหาศาล แต่ในอีกแง่ ความผันผวนของราคา Bitcoin ก็ส่งผลมหาศาลต่อ MSTR เช่นกัน เพราะ MSTR ใช้ leveraged play บน Bitcoin ทำให้หุ้นเคลื่อนไหวแรงกว่า BTC ประมาณ 1.5-1.6 เท่า ทั้งขาขึ้นและขาลง การที่ราคา Bitcoin ปรับตัวลงจะทำให้ MSTR เจ็บหนักพอสมควร ความเสี่ยงที่ลดลงคือความเสี่ยงจาก STRC หลุดพาร์ต่อเนื่อง ซึ่ง STRC เป็นเครื่องยนต์หลักในการซื้อ Bitcoin เพิ่ม หากเทรตต่ำกว่าพาร์ต่อเนื่องจะทำให้บริษัทออกตราสารใหม่เพื่อระดมทุนซื้อ BTC ได้ยากขึ้น หรือต้องจ่ายดอกเบี้ยแพงขึ้น
- เราแนะนำ "ซื้อ" ที่ราคาเป้าหมาย \$228 อ้างอิงจาก Bloomberg Consensus คิดเป็น Upside +86% mNAV อยู่ที่ 1.02x เราคาดว่าแนวโน้มการฟื้นตัวต่อเนื่องของ Bitcoin จะทำให้ MSTR กำไรกลับมาเติบโตมหาศาล ผนวกกับการฟื้นตัวของ STRC เป็นเงื่อนไขสำคัญต่อรอบเติบโตถัดไป

Figure 1: Key Financial Summary (Annual)

Strategy Inc (MSTR US) - Adj. Highlights					
In Millions of USD, unless per-share	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
12 Months Ending	12/31/24	12/31/25	12/31/26	12/31/27	12/31/28
Market Data (as of 8/22/2026)*					
Market Capitalization	47,376				
Enterprise Value	66,140				
Software Business (Adjusted)					
Revenue	464	477	498	507	523
Growth %, YoY		2.97%	4.24%	1.90%	3.26%
Gross Margin %	72.1%	68.7%	66.8%	65.5%	63.7%
Adj. Operating Income (EBIT)	(1,776)	(5,444)	(5,353)	17,158	4,365
Margin %	(383.2%)	(1140.8%)	(1076.0%)	3384.9%	833.9%
Net Income, Adj	(1,294)	(4,230)	(7,187)	8,474	6,986
Margin %	(279.3%)	(886.2%)	(1444.6%)	1671.7%	1334.6%
Diluted EPS, Adj	(6.72)	(15.23)	(22.37)	19.73	28.16
Growth %, YoY		n/m	n/m	n/m	n/m
Cash Flow					
Cash from Operations	(53)	(67)	1,013	480	235
Capital Expenditures	(14)	(45)	(5)	(7)	(7)
Free Cash Flow (ex-Bitcoin)	(67)	(113)	1,008	473	228
memo: Bitcoin Purchases	(22,073)	(22,467)	(17,768)	(15,839)	(16,295)
Digital Assets (Bitcoin) & Balance Sheet					
Bitcoins Held ('000s)	447.5	713.5	-	-	-
Fair Value of Digital Assets	23,909	58,854	81,822	104,768	131,905
Cash & Equivalents	38	2,302	2,540	3,363	3,786
Total Debt	7,259	8,248	8,226	6,795	5,811
Net Debt / (Cash)	7,220	5,946	5,587	5,587	2,960

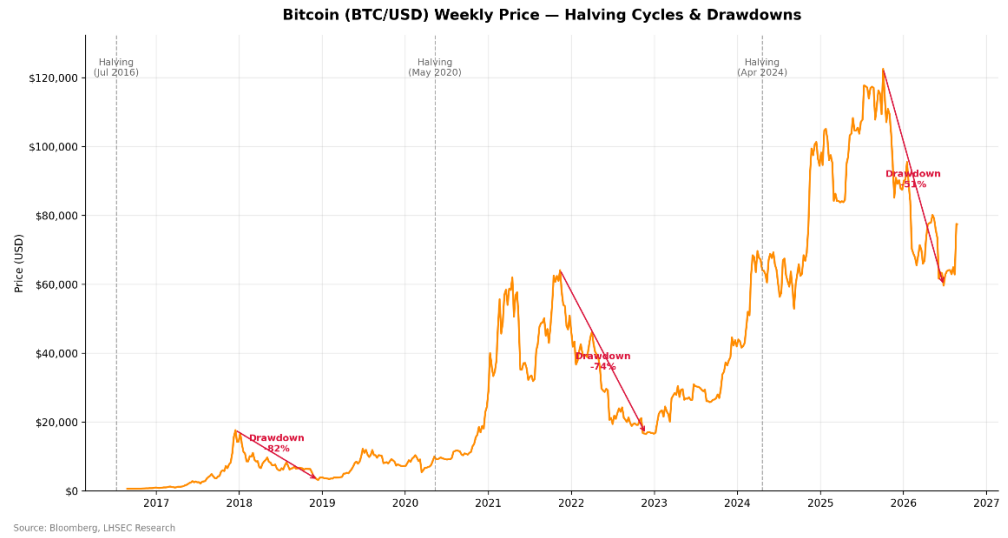
Source: Bloomberg, LHSEC Research

Figure 2: Key Financial Summary (Quarterly)

Strategy Inc (MSTR US) - Adj. Highlights					
In Millions of USD, unless per-share	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E
3 Months Ending	12/31/25	3/31/26	6/30/26	9/30/26	12/31/26
Software Business (Adjusted)					
Revenue	123	124	122	127	124
Growth %, YoY	1.9%	11.9%	6.9%	-1.3%	0.8%
Gross Margin %	66.1%	67.1%	66.6%	67.6%	66.3%
Adj. Operating Income (EBIT)	(17,446)	(14,470)	(8,331)	10,115	9,143
Margin %	(14180.4%)	(11640.6%)	(6806.5%)	7965.6%	7373.6%
Net Income, Adj	(12,620)	(12,543)	-	5,777	5,553
Margin %	(10261.7%)	(10093.9%)	-	4548.0%	4478.0%
Diluted EPS, Adj	(42.93)	(38.25)	-	9.66	14.49
Cash Flow					
Cash from Operations	(22)	14	(4)	1,435	(195)
Capital Expenditures	(38)	(1)	(2)	(2)	(1)
Free Cash Flow (ex-Bitcoin)	(59)	13	(6)	1,432	(196)
memo: Bitcoin Purchases	(3,084)	(7,251)	(6,421)	(3,101)	(3,525)
Digital Assets (Bitcoin) & Balance Sheet					
Bitcoins Held ('000s)	713.5	762.1	846.0	-	-
Fair Value of Digital Assets	58,854	51,650	49,672	65,513	80,217
Cash & Equivalents	2,302	2,207	1,712	2,385	2,334
Total Debt	8,248	8,257	6,771	6,724	6,726
Net Debt / (Cash)	5,946	6,050	4,323	5,587	5,587

Source: Bloomberg, LHSEC Research

Figure 3: Bitcoin Price



รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ แลนด์ แอนด์ เฮาส์ จำกัด (มหาชน) ("บริษัท") เพื่อวัตถุประสงค์ในการเผยแพร่ข้อมูลเกี่ยวกับการลงทุนเท่านั้น และไม่ถือเป็นคำแนะนำซื้อขาย หรือคำแนะนำให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์

บริษัทเป็นหนึ่งในกลุ่มบริษัท แอล เอส ไพเน็กซ์เซียล กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) ("LHFG") ทั้งนี้ การอ้างถึง LHFG หรือบริษัทในกลุ่ม LHFG ในรายงานฉบับนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อประกอบการวิเคราะห์หรือการเปรียบเทียบข้อมูลเท่านั้น และไม่ได้มีวัตถุประสงค์เพื่อชักนำการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทในกลุ่ม LHFG ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่มีแนวโน้มความน่าเชื่อถือ อย่างไรก็ตาม บริษัทไม่รับรองความถูกต้อง ความครบถ้วน หรือความสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าว และขอสงวนสิทธิ์ในการแก้ไข เปลี่ยนแปลง หรือเพิ่มเติมข้อมูลในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาความเหมาะสมของการลงทุนอย่างรอบคอบก่อนตัดสินใจลงทุน บริษัทไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นที่