

Fundamental Story

Bank Sector – Overweight

Rawisara Suwanumphai | Email: rawisara.suw@thanachartsec.co.th

Earnings Review

กำไรสุทธิ 4Q25F ยังคงเป็นไปตามคาด

- การเติบโตของสินเชื่อที่ซบเซา และ NIM ที่หดตัว จะได้รับ...
- การชดเชยบางส่วนจากรายได้จากการลงทุนที่แข็งแกร่ง
- คุณภาพสินทรัพย์คาดว่าจะยังอยู่ในระดับที่บริหารจัดการได้
- คงน้ำหนักการลงทุน “OVERWEIGHT” KTB และ KBANK เป็น Top Picks

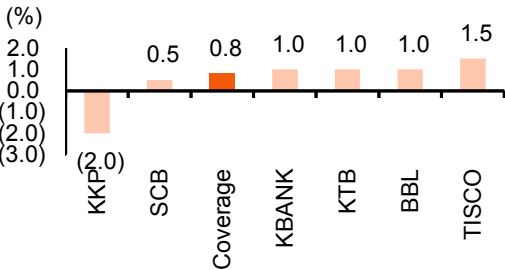
เราคาดว่าธนาคารที่เราทำบทวิเคราะห์จะรายงานกำไรสุทธิรวมกันใน 4Q25 ที่ 4.6 หมื่นลบ. (-1% y-y, -19% q-q) การลดลง q-q เกิดจากค่าใช้จ่ายดำเนินงานที่สูงขึ้นตามฤดูกาล รายได้จากการลงทุนที่ลดลงหลังจากฐานที่สูงผิดปกติในไตรมาสก่อนหน้า และ NIM ที่ลดลง ในขณะเดียวกัน การลดลง y-y น่าจะอยู่ในระดับปานกลาง เนื่องจากผลกระทบจาก NIM ที่ลดลงนั้นถูกชดเชยด้วยรายได้จากการลงทุนที่สูงขึ้น และ credit cost ที่ลดลง

KTB และ BBL น่าจะมีการเติบโตของกำไรที่แข็งแกร่งที่สุดเมื่อเทียบ y-y โดยได้แรงหนุนจากรายได้จากการลงทุนที่สูงขึ้น และการควบคุมต้นทุนที่ดี ในทางตรงกันข้าม เราคาดว่ากำไรของ SCB จะลดลงมากที่สุดเมื่อเทียบ y-y เนื่องจาก credit costs ที่สูงขึ้นและ NIM ที่อ่อนแอลง

ประเด็นสำคัญ:

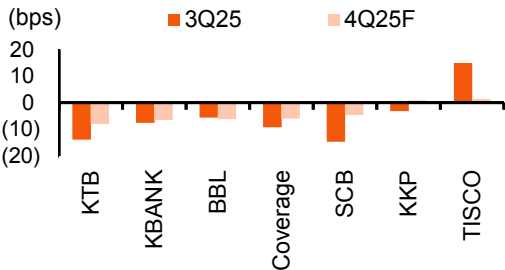
- 1) การเติบโตของสินเชื่อที่ซบเซา: แม้จะเป็นช่วงไฮซีซั่นในไตรมาส 4 แต่เราคาดว่ายอดสินเชื่อรวมจะเพิ่มขึ้นเพียง 1% q-q (และยังลดลง 2% y-y) โดยถูกกดดันจากการหดตัวในทุกกลุ่มสินเชื่อ เนื่องจากธนาคารยังคงดำเนินนโยบายปล่อยสินเชื่ออย่างระมัดระวังในกลุ่ม SME และรายย่อย ท่ามกลางอุปสงค์ที่อ่อนแอจากกลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่
- 2) NIM หดตัว: NIM รวมของกลุ่มคาดว่าจะลดลง 6bps q-q มาอยู่ที่ 3.00% จากแรงกดดันของการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย แม้ว่าต้นทุนทางการเงินจะค่อยๆ ปรับลดลง แต่ไม่น่าจะชดเชยการลดลงของผลตอบแทนจากสินทรัพย์ที่ก่อให้เกิดรายได้ได้ทั้งหมด ทั้งนี้ KTB มีแนวโน้มเผชิญการหดตัวของ NIM มากที่สุดที่ 9bps q-q ขณะที่ TISCO และ KKP คาดว่าจะเห็น NIM เพิ่มขึ้นเล็กน้อย 1bp
- 3) รายได้ที่มีโชดกเบี้ย (Non-NII) แข็งแกร่ง: เราคาดว่า non-NII ของกลุ่มจะเติบโต 22% y-y โดยได้แรงหนุนจากปัจจัยหลัก 2 ประการ ได้แก่ ประการแรก ธนาคารยังคงได้รับประโยชน์จากรายได้จากการลงทุนในพอร์ตพันธบัตรที่แข็งแกร่ง ประการที่สอง รายได้ค่าธรรมเนียมมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น โดยมีค่าธรรมเนียมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจบริหารความมั่งคั่ง (wealth-related fees) เป็นตัวขับเคลื่อนหลัก อย่างไรก็ตาม เมื่อเทียบ q-q คาดว่า non-NII จะลดลง 13% จากระดับที่สูงผิดปกติของรายได้จากการลงทุนใน 3Q25

Ex 1: Loan Growth q-q



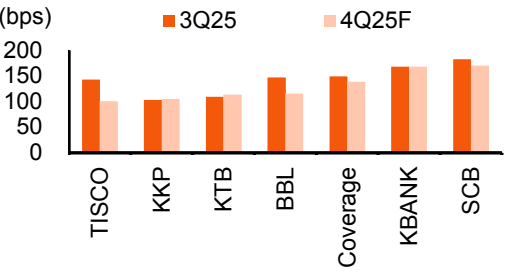
Source: Thanachart estimates

Ex 2: Change in NIM q-q



Source: Thanachart estimates

Ex 3: Credit Costs



Source: Thanachart estimates

Fundamental Story

- 4) การควบคุมต้นทุนอย่างมีวินัย: ท่ามกลางรายได้ดอกเบี้ยสุทธิ (NII) ที่อ่อนแอ เราเชื่อว่าธนาคารจะเข้มงวดในการควบคุมต้นทุนมากขึ้น เช่น การลดค่าใช้จ่ายด้านการตลาด และการเลื่อนการลงทุนด้านไอทีออกไป เราคาดว่าค่าใช้จ่ายดำเนินงานรวม (opex) ของกลุ่มจะทรงตัวเมื่อเทียบ y-y แต่เพิ่มขึ้น 9% q-q จากปัจจัยฤดูกาล ทั้งนี้ อัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ของกลุ่มคาดว่าจะปรับเพิ่มขึ้นเล็กน้อยมาอยู่ที่ 48.3% จาก 47.5% ใน 4Q24
- 5) คุณภาพสินทรัพย์อยู่ในระดับที่บริหารจัดการได้: เราคาดว่า NPL รวมของกลุ่มจะลดลง 2% q-q โดยมีสาเหตุหลักจากการลดลงของ NPL ของ BBL หลังจากการปรับโครงสร้างพอร์ตสินเชื่อประสบความสำเร็จ ธนาคารอื่นๆ คาดว่าจะสามารถรักษาคุณภาพสินทรัพย์โดยรวมให้ทรงตัวได้ Credit cost มีแนวโน้มลดลงมาอยู่ที่ 138bps จาก 149bps ใน 3Q25 โดยภาพรวม เราเชื่อว่าธนาคารยังคงมีเงินสำรองรองรับความเสี่ยงในระดับที่แข็งแกร่ง โดยคาดว่าอัตราส่วน coverage ratio ของกลุ่มจะอยู่ในระดับแข็งแกร่งที่ 207%

Ex 4: Summary 3Q25F Net Profit							
Stocks	Net profit (Bt m)			Change (%)		Expected results date	Comment
	4Q24	3Q25	4Q25F	y-y	q-q		
BBL	10,494	13,893	10,701	2.0	(23.0)	19-21 Jan	รายได้จากการลงทุนที่แข็งแกร่ง การควบคุมต้นทุนที่ดี และคุณภาพสินทรัพย์ที่ดีขึ้น น่าจะช่วยหนุนกำไรสุทธิจาก NIM ที่อ่อนแอ NPL คาดว่าจะลดลงอย่างมากถึง 8% q-q หนุนโดยโครงการปรับโครงสร้าง
KBANK	10,768	13,007	10,811	0.4	(16.9)	21-Jan	NIM คาดว่าจะลดลงทั้ง y-y และ q-q สะท้อนถึงแรงกดดันด้านอัตราดอกเบี้ยต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม รายได้ค่าธรรมเนียมน่าจะยังคงแข็งแกร่ง หนุนโดยค่าธรรมเนียมที่เกี่ยวกับการบริหารความมั่งคั่ง คุณภาพสินทรัพย์คาดว่าจะยังคงอยู่ในระดับที่จัดการได้ ขณะที่การบริหารจัดการอย่างรอบคอบน่าจะช่วยรักษาระดับ credit cost ให้สูงอยู่ที่ประมาณ 165bps
KKP	1,451	1,670	1,455	0.2	(12.9)	20-21 Jan	แตกต่างจากธนาคารขนาดใหญ่ โดย NIM ของ KKP คาดว่าจะปรับตัวสูงขึ้นเล็กน้อย หนุนโดยต้นทุนทางการเงินที่ลดลง ส่วนการขาดทุนจากรถยนต์ที่ยืดคื้นคาดว่าจะลดลงเล็กน้อย q-q นอกจากนี้ รายได้ค่าธรรมเนียม โดยเฉพาะค่าธรรมเนียมที่เกี่ยวกับการบริหารความมั่งคั่ง คาดว่าจะยังคงแข็งแกร่ง
KTB	10,475	14,620	10,665	1.8	(27.1)	20-21 Jan	รายได้จากการลงทุนที่สูงขึ้น การควบคุมต้นทุนที่ดี และคุณภาพสินทรัพย์ที่แข็งแกร่ง น่าจะช่วยเป็นเบาะรองรับกำไรสุทธิจาก NIM ที่อ่อนแอ
SCB	11,707	12,056	10,757	(8.1)	(10.8)	21-Jan	SCB น่าจะยังคงดำเนินงานได้ดีในแง่ของการควบคุมค่าใช้จ่ายดำเนินงาน อย่างไรก็ตาม เนื่องจากมีสัดส่วนสินเชื่อรายย่อยสูง credit cost จึงคาดว่าจะยังคงอยู่ในระดับสูงราว 170bps เมื่อรวมกับการลดลงของ NIM จึงน่าจะส่งผลให้กำไรสุทธิลดลง
TISCO	1,702	1,730	1,698	(0.2)	(1.9)	14-Jan	NIM คาดว่าจะเพิ่มขึ้น q-q หนุนโดยต้นทุนทางการเงินที่ลดลง คุณภาพสินทรัพย์น่าจะยังคงอยู่ในระดับที่จัดการได้ อย่างไรก็ตาม credit cost มีแนวโน้มที่จะปรับตัวเข้าสู่ภาวะปกติอย่างต่อเนื่องหลังจากได้รับประโยชน์จากระดับที่ต่ำในปี 2024
Coverage	46,597	56,976	46,087	(1.1)	(19.1)		

Sources: Company data, Thanachart estimates

Fundamental Story

Ex 5: 4Q25F Key Financial Highlight

(Bt m)	BBL	KBANK	KKP	KTB	SCB	TISCO	Coverage
Net interest income	30,005	33,936	4,179	25,361	29,288	3,448	126,216
Change q-q%	-2.4%	-0.7%	-1.3%	-2.0%	-0.4%	0.6%	-1.3%
Change y-y%	-11.7%	-5.7%	-10.1%	-14.4%	-9.7%	1.4%	-9.9%
Net fee income	7,011	9,161	1,556	5,967	8,478	1,270	33,442
Change q-q%	7.0%	-1.8%	0.6%	2.4%	2.2%	-1.3%	1.9%
Change y-y%	0.0%	7.6%	-3.9%	2.7%	6.2%	-3.1%	3.7%
Non-interest income	13,650	14,132	2,052	12,383	12,901	1,471	56,589
Change q-q%	-19.1%	-4.6%	-17.8%	-18.5%	-8.9%	-19.9%	-13.4%
Change y-y%	27.1%	13.6%	-5.1%	45.5%	15.4%	6.1%	21.9%
OPEX	22,772	23,410	3,524	17,560	18,770	2,228	88,263
Change q-q%	10.0%	11.7%	-5.8%	9.5%	6.8%	-2.6%	8.6%
Change y-y%	-4.1%	5.0%	-13.3%	0.8%	0.4%	-5.0%	-0.3%
Pre-provision profit	20,883	24,658	2,707	20,184	23,419	2,691	94,542
Change q-q%	-22.4%	-12.0%	-9.4%	-19.4%	-9.9%	-9.6%	-15.5%
Change y-y%	-0.4%	-5.7%	-1.5%	-2.5%	-6.1%	10.1%	-3.5%
ECL	7,569	10,196	898	7,360	10,027	580	36,631
Change q-q%	-22.3%	0.2%	-1.1%	2.2%	-7.4%	-30.1%	-7.7%
Change y-y%	-0.8%	-16.7%	-1.7%	9.4%	2.3%	72.2%	-2.7%
Net profit	10,701	10,811	1,455	10,665	10,757	1,698	46,087
Change q-q%	-23.0%	-16.9%	-12.9%	-27.1%	-10.8%	-1.9%	-19.1%
Change y-y%	2.0%	0.4%	0.2%	1.8%	-8.1%	-0.2%	-1.1%
Gross loans	2,632,728	2,439,750	338,812	2,618,318	2,365,237	233,865	10,628,710
Change q-q%	1.0%	1.0%	-2.0%	1.0%	0.5%	1.5%	0.8%
Change y-y%	-2.2%	-1.8%	-7.9%	-3.0%	-1.6%	0.7%	-2.3%
Deposits	3,160,926	2,767,687	346,092	2,783,494	2,502,497	208,636	11,769,332
Change q-q%	-0.4%	0.9%	-1.2%	0.6%	0.2%	0.7%	0.2%
Change y-y%	-0.3%	1.8%	-3.7%	1.9%	1.2%	1.0%	0.9%
NPLs	95,506	90,145	16,792	90,827	94,661	5,392	393,322
Change q-q%	-7.6%	-0.7%	-1.0%	-0.4%	-0.6%	1.1%	-2.4%
Change y-y%	11.3%	-3.1%	-3.9%	-4.5%	-3.0%	-1.3%	-0.3%
Key ratios (%)							
LDR	83.3%	88.2%	93.0%	94.1%	94.5%	112.1%	90.3%
NIM	2.62%	3.18%	3.74%	2.69%	3.39%	4.90%	3.00%
Cost to income	52.2%	48.7%	56.6%	46.5%	44.5%	45.3%	48.3%
Credit cost (bp)	115	168	105	113	170	100	138
NPL ratio	3.6%	3.7%	5.0%	3.5%	4.0%	2.3%	3.7%
ROE	7.2%	7.3%	9.0%	9.1%	8.7%	15.9%	8.2%

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Bank Sector Valuations

Stocks	Rating	Current price	Target price	Norm EPS growth		Norm PE		P/BV		Yield	
		(Bt)	(Bt)	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
				(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
BBL	HOLD	169.00	164.00	9.0	(5.3)	6.5	6.9	0.5	0.5	5.0	5.0
KBANK	BUY	194.00	222.00	2.6	(2.3)	9.2	9.4	0.8	0.8	6.7	6.7
KKP	BUY	67.25	76.00	14.0	6.9	9.9	9.2	0.8	0.8	7.1	7.6
KTB	BUY	28.25	35.00	9.8	(4.1)	8.2	8.6	0.8	0.8	6.7	6.8
SCB	BUY	138.00	152.00	10.2	(3.4)	9.6	9.9	0.9	0.9	8.3	8.1
TISCO	HOLD	110.50	108.00	(1.9)	2.2	13.1	12.8	2.0	2.0	7.0	7.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนาชาติเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลงแก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of TNS, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an “Overweight” sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. “Underweight” is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. “Neutral” is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Disclosures:

หมายเหตุ: ธนาคารทหารไทยธนาชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ:* “บริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น Joint Lead Underwriter ให้กับบริษัท บริษัท ยูโรเอเชีย โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) Euroasia Total Logistics Pcl (ETL) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ:* “บริษัทหลักทรัพย์ ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย “หุ้นกู้ของบริษัท แอดวานซ์อินโฟร์เซอร์วิส จำกัด (มหาชน) (ADVANC) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1” ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

หมายเหตุ:* “บริษัทหลักทรัพย์ ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย “หุ้นกู้ของบริษัท พีทีที โกลบอล เคมิคอล จำกัด (มหาชน) (PTTGC) ครั้งที่1/2568” ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”