

# Fundamental Story

## Finance Sector – Overweight

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

## Earnings Preview

### คาดการณ์การดำเนินงาน 4Q25F ดี: MTC โดดเด่นที่สุด

- ผู้ให้สินเชื่อจำนำทะเบียน: สินเชื่อเติบโตดีขึ้น และคุณภาพสินทรัพย์ทรงตัว
- กลุ่มผู้ให้สินเชื่อรถบรรทุก: การฟื้นตัวแบบตัว L
- ตลาดมีความกังวลเรื่องคุณภาพสินทรัพย์มากเกินไป
- มูลค่าหุ้นน่าสนใจ ชอบ TIDLOR ที่สุด รองลงมาคือ SAWAD และ MTC

เราคาดว่าผู้ให้บริการสินเชื่อเพื่อผู้บริโภคทั้ง 6 รายที่อยู่ภายใต้การวิเคราะห์ของเรา จะรายงานกำไรสุทธิ 4Q25F ที่ราว 4.8 พันลบ. เพิ่มขึ้น 15% y-y แต่ลดลง 6% q-q กลุ่มผู้ให้สินเชื่อจำนำทะเบียนเราคาดว่าจะมีผลประกอบการอยู่ในระดับที่ดี โดยได้รับแรงสนับสนุนจาก 1) การเติบโตของสินเชื่อในระดับปานกลาง 2) ต้นทุนทางการเงินที่ปรับลดลงเล็กน้อยหลังการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย และ 3) คุณภาพสินทรัพย์ที่ยังคงมีเสถียรภาพ

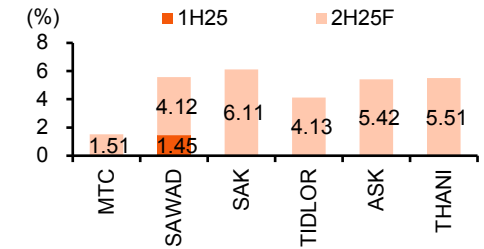
ขณะที่กลุ่มผู้ให้สินเชื่อรถบรรทุกมีแนวโน้มผ่านจุดต่ำสุดของกำไรไปแล้ว และการดำเนินงานกำลังเข้าสู่การฟื้นตัวในลักษณะตัว L ปัจจุบันบวกได้แก่คุณภาพสินทรัพย์ที่ทรงตัว และต้นทุนทางการเงินที่ลดลง อย่างไรก็ตาม ปริมาณสินเชื่อคาดว่าจะยังคงปรับลดลง q-q สะท้อนถึงอุปสงค์ที่ยังอ่อนแอในตลาดรถบรรทุก

- เราคาดว่ากำไรสุทธิ 4Q24 ของผู้ให้บริการสินเชื่อจำนำทะเบียนรถทั้ง 4 รายที่อยู่ภายใต้การวิเคราะห์ของเรา (MTC, SAK, SAWAD และ TIDLOR) อยู่ที่ประมาณ 4.4 พันลบ. เพิ่มขึ้น 9% y-y และเพิ่มขึ้น 5% q-q

ประเด็นสำคัญ: 1) การเติบโตของสินเชื่อรวมอยู่ที่ 3% q-q และ 7% y-y สะท้อนการเร่งตัวขึ้นเล็กน้อยเมื่อเทียบกับไตรมาสก่อนหน้า เนื่องจากผู้ประกอบการเริ่มกลับมาทยอยขยายธุรกิจ ภายใต้คุณภาพสินทรัพย์ที่ยังอยู่ในระดับบริหารจัดการได้ 2) NIM ขยายตัวเป็น 15.13% (จาก 15.05% ใน 3Q25) โดยได้อานิสงส์จากต้นทุนทางการเงินที่ลดลงหลังการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย และ 3) คุณภาพสินทรัพย์ยังคงมีเสถียรภาพโดย NPL เพิ่มขึ้นเล็กน้อย 2% q-q ผู้บริหารคาดว่าผลกระทบจากเหตุอุทกภัยในพื้นที่ภาคใหญ่จะอยู่ในระดับที่สามารถบริหารจัดการได้ เนื่องจากพอร์ตสินเชื่อมีการกระจายตัวที่ดี และมีความคุ้มครองจากประกันภัยสำหรับยานพาหนะที่ได้รับความเสียหาย นอกจากนี้ ผู้ประกอบการยังได้ออกมาตรการช่วยเหลือเฉพาะจุด เช่น การพักชำระหนี้เป็นระยะเวลา 2-4 เดือน สำหรับลูกค้าที่ได้รับผลกระทบ

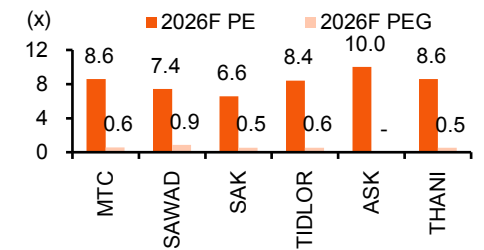
- **MTC** คาดว่าจะเป็นผู้นำของกลุ่ม โดยมีกำไรสุทธิประมาณ 1.8 พันลบ. เพิ่มขึ้น 15% y-y และ 3% q-q ผลการดำเนินงานคาดว่าจะได้รับแรงหนุนจากการเติบโตของสินเชื่อ 3% q-q และ 13.2% y-y ขณะที่คุณภาพสินทรัพย์ยังคงมีเสถียรภาพ เราคาดว่า NPLs จะเพิ่มขึ้นเล็กน้อย 2% q-q ส่งผลให้ credit cost ทรงตัว q-q ที่ระดับ 269 bps

### Ex 1: Dividend yield



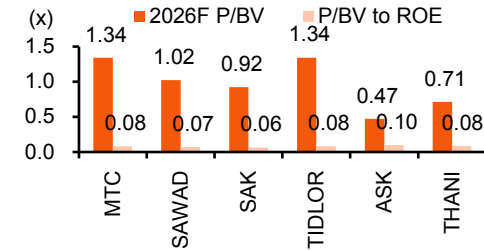
Source: Company data, Thanachart estimates

### Ex 2: 2026F PE And PEG



Source: Company data, Thanachart estimates

### Ex 3: 2026F P/BV And P/BV to ROE



Source: Company data, Thanachart estimates

## Fundamental Story

- **TIDLOR** คาดว่าจะรายงานกำไรสุทธิประมาณ 1.2 พันลบ. เพิ่มขึ้น 13% y-y แต่ลดลง 16% q-q ปัจจัยบวกประกอบด้วย 1) รายได้ค่าธรรมเนียมเติบโตแข็งแกร่ง 9% y-y และ 22% q-q จากการขยายธุรกิจประกันภัย 2) การเติบโตของสินเชื่อปรับดีขึ้นที่ 2.8% q-q (+6.1% y-y) ได้รับแรงหนุนจากแคมเปญปรับลดอัตราดอกเบี้ยและความตั้งใจของฝ่ายบริหารในการกลับมาขยายสินเชื่อ และ 3) NIM ขยายตัว 13 bps q-q สู่ระดับ 16.42% จากต้นทุนทางการเงินที่ลดลง อย่างไรก็ตาม ปัจจัยบวกดังกล่าวถูกหักล้างบางส่วนด้วย credit cost ที่เพิ่มขึ้นเป็น 285 bps (จาก 224 bps ใน 3Q25) ซึ่งสะท้อนการสิ้นสุดโครงการ คุณสู้ เราช่วย และการตั้งสำรอง management overlays เพิ่มเติมที่เกี่ยวข้องกับความเสี่ยงจากอุทกภัยในพื้นที่ขนาดใหญ่
  - **SAWAD** คาดว่ามีกำไรสุทธิประมาณ 1.2 พันลบ. เพิ่มขึ้น 1% y-y แต่ลดลง 6% q-q การลดลง q-q มีสาเหตุหลักจากการขาดทุนจากการปรับมูลค่ายุติธรรมของหุ้นการบินไทย (THAI; แนะนำ "ขาย" ) มูลค่าประมาณ 40 ลบ. หากไม่รวมรายการดังกล่าว การดำเนินงานหลักคาดว่าจะทรงตัว q-q โดยรวมการเติบโตของสินเชื่อคาดว่าจะปรับดีขึ้นเป็น +2% q-q (เทียบกับ -2.4% YTD ใน 9M25) ขณะที่ NIM ขยายตัว 10 bps q-q สู่ระดับ 15.17% จากต้นทุนทางการเงินที่ลดลง credit cost คาดว่าจะลดลงเล็กน้อย 8 bps q-q จากคุณภาพสินทรัพย์ที่ยังคงมีเสถียรภาพ อย่างไรก็ตาม ประโยชน์ดังกล่าวมีแนวโน้มจะถูกชดเชยด้วย ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน (opex) ที่กลับสู่ระดับปกติ หลังจากสองไตรมาสก่อนหน้านี้มีค่าใช้จ่ายต่ำผิดปกติจากการกลับรายการค่าเผื่อการด้อยค่า
  - **SAK** คาดว่าจะรายงานกำไรสุทธิประมาณ 227 ลบ. ลดลง 2% y-y แต่เพิ่มขึ้น 1% q-q ภาพรวมผลการดำเนินงานยังไม่โดดเด่นนัก สินเชื่อคาดว่าจะฟื้นตัวเล็กน้อยที่ +2% q-q (ทรงตัว y-y ) หลังจากหดตัวแรง 6.4% q-q ใน 3Q25 ขณะที่ NIM คาดว่าจะเพิ่มขึ้น 9 bps q-q สู่ระดับ 19.91% และคุณภาพสินทรัพย์ที่ทรงตัวน่าจะช่วยให้ credit cost ลดลงเล็กน้อยมาอยู่ที่ 122 bps (-4 bps q-q)
  - สำหรับผู้ให้สินเชื่อครบทุกทั้ง 2 ราย (ASK และ THANI) เราคาดว่ากำไรสุทธิรวมจะอยู่ที่ประมาณ 380 ลบ. เพิ่มขึ้นอย่างมาก 173% y-y แต่ลดลง 6% q-q การเติบโตที่แข็งแกร่ง y-y มีสาเหตุหลักจาก credit cost ที่ลดลง ขณะที่ผลการดำเนินงานเมื่อเทียบ q-q ยังคงถูกกดดันจากปริมาณสินเชื่อที่หดตัวลง
- ประเด็นสำคัญ: 1) ปริมาณสินเชื่อหดตัว 3% q-q และ 15% y-y จากอุปสงค์ในตลาดทรบทรุกที่อ่อนแอ และนโยบายการปล่อยสินเชื่อที่คัดเลือกมากขึ้น 2) NIM ปรับดีขึ้นมาอยู่ที่ 4.7% จาก 4.6% ใน 3Q25 โดยได้รับแรงหนุนจาก ดอกเบี้ยจ่ายที่ลดลงหลังมีการเร่งชำระหนี้ เนื่องจากยอดสินเชื่อปรับลดลง และ 3) มีการขายและตัดจำหน่าย NPL ในระดับสูง เนื่องจากผู้ประกอบการเดินหน้ากลยุทธ์เคลียร์รับตุล ดังนั้น credit cost จึงคาดว่าจะยังคงอยู่ในระดับสูงที่ประมาณ 234 bps
- เรายังคงมุมมอง "Overweight" ต่อกลุ่มอุตสาหกรรมนี้ โดยเชื่อว่าตลาดมีความกังวลเกี่ยวกับความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์มากเกินไป ซึ่งผู้ประกอบการได้แสดงให้เห็นถึงความสามารถในการบริหารจัดการความเสี่ยงดังกล่าวได้ดี นอกจากนี้ การเลือกตั้งที่กำลังจะเกิดขึ้นคาดว่าจะช่วยสนับสนุนคุณภาพสินทรัพย์ในระยะสั้น แม้ว่าการเติบโต

# Fundamental Story

- ทางเศรษฐกิจโดยรวมยังคงซบเซา ด้วยเหตุนี้ เราคาดว่า credit cost ในปี 2026F จะปรับลดลง y-y
- การปรับฐานของราคาหุ้นอย่างรุนแรงหลังการประกาศผลประกอบการ 3Q25 ได้ช่วยให้ มูลค่าหุ้น (valuation) น่าสนใจขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ จากการคาดการณ์การเติบโตของกำไรสุทธิในระดับ หลักสิบล้าน ๆ ในปี 2026F และค่า PE ปี 2026F ที่ประมาณ 7-8 เท่า ทำให้ภาพรวมของผลตอบแทนเทียบกับความเสี่ยง (risk-reward) ดูน่าสนใจในปัจจุบัน
  - หุ้น Top Pick ของเรายังคงเป็น ผู้ให้สินเชื่อจำนำทะเบียนรถรายใหญ่ที่มีขนาดธุรกิจและความได้เปรียบด้านแหล่งเงินทุน ได้แก่ TIDLOR, SAWAD และ MTC

Ex 4: Summary 4Q25F Net Profit

|          | 4Q24  | 3Q25  | 4Q25F | y-y % | q-q %  | Tentative results date |
|----------|-------|-------|-------|-------|--------|------------------------|
| MTC      | 1,543 | 1,724 | 1,777 | 15.2  | 3.1    | 17-Feb                 |
| SAWAD    | 1,225 | 1,323 | 1,238 | 1.1   | (6.4)  | 27-Feb                 |
| SAK      | 231   | 224   | 227   | (1.6) | 1.4    | 18-Feb                 |
| TIDLOR   | 1,044 | 1,406 | 1,181 | 13.1  | (16.0) | 18-Feb                 |
| ASK      | 17    | 104   | 113   | 570.9 | 8.2    | 20-Feb                 |
| THANI    | 123   | 301   | 267   | 117.7 | (11.1) | n.a.                   |
| Coverage | 4,182 | 5,082 | 4,803 | 14.8  | (5.5)  |                        |

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: 4Q25F Key Financial Highlights Of Covered 6 Consumer Finances

|                    | Title loan |        |        |         |          | Truck loan |        |          | Title+Truck loans |
|--------------------|------------|--------|--------|---------|----------|------------|--------|----------|-------------------|
|                    | MTC        | SAWAD  | SAK    | TIDLOR  | Coverage | ASK        | THANI  | Coverage | Coverage          |
| Loan (Bt m)        | 183,489    | 92,626 | 14,243 | 108,429 | 398,787  | 58,832     | 40,281 | 99,113   | 497,900           |
| q-q%               | 3.0%       | 2.0%   | 2.0%   | 2.8%    | 2.7%     | -3.0%      | -2.0%  | -2.6%    | 1.6%              |
| y-y%               | 13.2%      | -0.5%  | -0.1%  | 6.1%    | 7.3%     | -14.4%     | -15.0% | -14.7%   | 2.1%              |
| NIM (%)            | 13.98%     | 15.17% | 19.91% | 16.42%  | 15.13%   | 4.82%      | 4.52%  | 4.70%    | 13.01%            |
| bps q-q            | 4          | 15     | 9      | 13      | 8        | 13         | 10     | 11       | 19                |
| bqs y-y            | (16)       | 34     | (9)    | 48      | 10       | 11         | 30     | 19       | 54                |
| NPL (Bt m)         | 4,792      | 3,591  | 412    | 1,795   | 10,589   | 4,986      | 1,024  | 6,011    | 16,600            |
| q-q%               | 2.0%       | 1.3%   | 3.6%   | 0.8%    | 1.6%     | 0.3%       | -2.9%  | -0.3%    | 0.9%              |
| NPL ratio          | 2.6%       | 3.9%   | 2.9%   | 1.7%    | 2.7%     | 8.5%       | 2.5%   | 6.1%     | 3.3%              |
| Credit costs (bps) | 269        | 200    | 118    | 285     | 252      | 270        | 180    | 234      | 248               |
| bps q-q            | (0)        | (8)    | (4)    | 61      | 15       | (8)        | 37     | 10       | 14                |
| bqs y-y            | (16)       | 30     | (23)   | 9       | 4        | (82)       | (42)   | (66)     | (12)              |
| Net profit (Bt m)  | 1,777      | 1,238  | 227    | 1,181   | 4,423    | 113        | 267    | 380      | 4,803             |
| q-q%               | 3.1%       | -6.4%  | 1.4%   | -16.0%  | -5.4%    | 8.2%       | -11.1% | -6.2%    | -5.5%             |
| y-y%               | 15.2%      | 1.1%   | -1.6%  | 13.1%   | 9.4%     | 570.9%     | 117.7% | 172.2%   | 14.8%             |

Sources: Company data, Thanachart estimates

# Fundamental Story

Ex 6: Finance Sector Valuations

| Stocks | Rating | Current | Target | Norm EPS growth |        | Norm PE |       | P/BV  |       | Yield |       |
|--------|--------|---------|--------|-----------------|--------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
|        |        | price   | price  | 2025F           | 2026F  | 2025F   | 2026F | 2025F | 2026F | 2025F | 2026F |
|        |        | (Bt)    | (Bt)   | (%)             | (%)    | (x)     | (x)   | (x)   | (x)   | (%)   | (%)   |
| ASK    | SELL   | 7.30    | 7.30   | 25.8            | (8.0)  | 9.2     | 10.0  | 0.5   | 0.5   | 4.9   | 5.0   |
| BAM    | HOLD   | 8.15    | 7.50   | 36.1            | (19.3) | 12.1    | 15.0  | 0.6   | 0.6   | 6.6   | 5.3   |
| JMT    | SELL   | 8.75    | 8.50   | (25.4)          | 5.0    | 10.7    | 10.1  | 0.5   | 0.5   | 5.6   | 5.9   |
| KTC    | BUY    | 27.50   | 36.00  | 4.6             | 2.1    | 9.1     | 8.9   | 1.6   | 1.5   | 5.4   | 5.6   |
| MTC    | BUY    | 30.50   | 45.00  | 12.9            | 15.2   | 9.8     | 8.5   | 1.5   | 1.3   | 1.5   | 1.8   |
| SAK    | BUY    | 3.24    | 4.60   | 10.4            | 12.0   | 7.3     | 6.5   | 1.0   | 0.9   | 6.2   | 6.9   |
| SAWAD  | BUY    | 23.80   | 32.00  | (10.8)          | 8.6    | 8.0     | 7.4   | 1.1   | 1.0   | 5.6   | 6.1   |
| THANI  | BUY    | 1.64    | 2.30   | 26.3            | 16.2   | 10.0    | 8.6   | 0.7   | 0.7   | 5.5   | 6.4   |
| TIDLOR | BUY    | 16.90   | 22.50  | 20.8            | 15.1   | 9.6     | 8.3   | 1.5   | 1.3   | 4.2   | 4.8   |

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)”