

# Thailand Bank Sector

## มาตรการบรรเทาผลกระทบจากโควิดดีขึ้น

Sector Valuation			Current	Target	Norm EPS grw		Norm PE		P/BV		Div yield	
Company	BBG Code	Rec.	price (Bt)	price (Bt)	2021F (%)	2022F (%)	2021F (x)	2022F (x)	2021F (x)	2022F (x)	2021F (%)	2022F (%)
Bank of Ayudhya	BAY TB	HOLD	33.75	34.00	3.4	3.5	10.4	10.1	0.8	0.7	2.6	2.5
Bangkok Bank	BBL TB	HOLD	118.50	130.00	41.4	12.4	9.3	8.3	0.5	0.5	3.0	3.4
KASIKORN BANK	KBANK TB	BUY	135.00	160.00	18.7	10.6	9.2	8.3	0.7	0.6	2.2	2.4
Kiatnakin Bank	KKP TB	BUY	55.25	70.00	7.1	15.3	8.5	7.4	0.9	0.9	4.3	5.0
Krung Thai Bank	KTB TB	BUY	11.40	15.00	34.9	26.0	7.1	5.6	0.4	0.4	3.3	4.1
Siam Com. Bank	SCB TB	BUY	128.00	150.00	13.0	11.8	14.1	12.6	1.0	0.9	2.1	2.4
Tisco Fin. Group	TISCO TB	BUY	93.00	110.00	8.2	6.5	11.3	10.6	1.8	1.7	6.2	6.6
TMBThanachart	TTB TB	HOLD	1.15	1.10	(8.0)	15.5	11.9	10.3	0.5	0.5	3.9	4.2

Source: Thanachart estimates, note: based on 27 September 2021 closing prices

กลุ่มธนาคารของไทยกำลังเข้าสู่ระยะที่ 2 ของมาตรการบรรเทาผลกระทบจากโควิด-19 ซึ่งน่าจะส่งผลให้มีการบริหารจัดการงบดุลได้ดีกว่าช่วงแรกของมาตรการผ่อนปรน เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรขึ้นโดยเฉลี่ย 16% ในปี 2021-23F และคงน้ำหนักลงทุนเป็น "OVERWEIGHT"

### การแก้ไข NPL ระยะ 2

ขปท. ออกมาตรการบรรเทาผลกระทบจากโควิด-19 ระยะที่แรกเพื่อทำให้นักธนาคารมีสินเชื่อที่ได้รับการผ่อนปรน (forbearance loans) เพื่อลดภาระการชำระหนี้สำหรับลูกค้าที่ได้รับผลกระทบจากโควิด การชะลอการบันทึก NPL บางส่วนอาจกลายเป็น NPL เมื่อระยะเวลาผ่อนปรนสิ้นสุดลง ปัจจุบันขปท. ได้ออกมาตรการผ่อนปรนระยะที่ 2 เพื่อการอนุญาตให้มีการปรับโครงสร้างหนี้หลายปี และน่าจะช่วยให้ธนาคารสามารถจัดการ NPLs และกันสำรองได้ดีขึ้น และด้วยระยะเวลาล็อกดาวน์ที่สั้นกว่าที่คาด และค่าธรรมเนียม FIDF ที่ลดลง เราจึงปรับประมาณการกำไรของเราขึ้น 14%, 24% และ 11% ในปี 2021-23F และยังคงให้น้ำหนักลงทุนเป็น "OVERWEIGHT" ด้วยเห็นแนวโน้มความต้องการสินเชื่อที่ฟื้นตัว และตั้งสำรองที่ลดลง ซึ่งเราคาดว่าจะหนุนให้กำไรเติบโตในระดับเลขสองหลักในปี 2021-23F

### ผลการดำเนินงานรายวัน

เนื่องจากความกังวลต่อการเพิ่มขึ้นของ NPL และการตั้งสำรองที่สูงขึ้น ถูกบรรเทาด้วยมาตรการบรรเทาผลกระทบจากโควิด-19 ของขปท. เราจึงคาดว่า Credit cost ของกลุ่มฯ ได้ผ่านจุดสูงสุดที่ 1.8% แล้วในปี 2020 แม้การปรับโครงสร้างหนี้จะส่งผลกระทบต่อ NIM แต่ประโยชน์จากตั้งสำรองที่ลดลงมีมากกว่า นอกจากการกันสำรอง เราคาดว่ากำไรดำเนินงานหลักของธนาคารจะแตะจุดต่ำสุดใน 3Q21F และฟื้นตัวจาก 4Q21F และคาดว่ากำไรก่อนตั้งสำรองจะเติบโต 2%, 5% และ 3% ในปี 2021-23F หากรวมการตั้งสำรอง เราคาดว่ากำไรจะเติบโต 17%, 13% และ 9%

### แนวโน้มหลังปี 2023F

เราคาดว่ากำไรของกลุ่มฯ จะเข้าสู่ภาวะปกติจากผลกระทบของมาตรการโควิดตั้งแต่ปี 2024F เป็นต้นไป เมื่อถึงตอนนั้น ธนาคารน่าจะยังคงมี NIM ที่ต่ำ และการเติบโตของสินเชื่อที่อ่อนแอ นอกจากนี้แนวโน้มรายได้ค่าธรรมเนียมยังไม่สดใสภายใต้การดูแลของหน่วยงานกำกับดูแล และผลกระทบที่เพิ่มขึ้นจากการไม่มีตัวกลาง ปัจจัยหนุนหลักน่าจะมาจากสัดส่วนของสินเชื่อที่มีสินเชื่อรายย่อยที่ให้ผลตอบแทนสูงมากขึ้น ความสามารถในการทำรายได้ค่าธรรมเนียมจากการทำ cross-sell และการบริหารจัดการต้นทุนที่มีประสิทธิภาพอย่างมาก

### "OVERWEIGHT" ด้วย SCB และ KBANK เป็น Top Pick ใหม่ของเรา

เราคาดว่าหุ้นกลุ่มธนาคารจะพลิกฟื้นจากแนวโน้มเศรษฐกิจที่ดีขึ้น กำไรที่แข็งแกร่ง และการฟื้นตัวของ ROE เราขอปรับปรับโครงสร้างองค์กรของ SCB เนื่องจากจะปลดล็อกทั้งการเติบโตและกับดักมูลค่า โปรดดูบทวิเคราะห์ "ปรับโครงสร้างองค์กร" เราเพิ่ม KBANK เป็น Top Pick ของเรา ด้วยมี valuation ที่ถูก และได้ประโยชน์จากการปรับโครงสร้างองค์กร ซึ่งนำโดย KBTG บริษัทในเครือด้านเทคโนโลยี

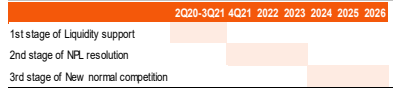


SARACHADA SORNSONG

662 – 779 9106

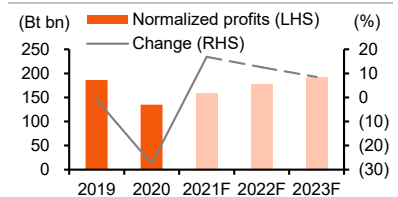
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

### Covid-19 Battle Journey



Source: Thanachart

### Clear Earnings Recovery



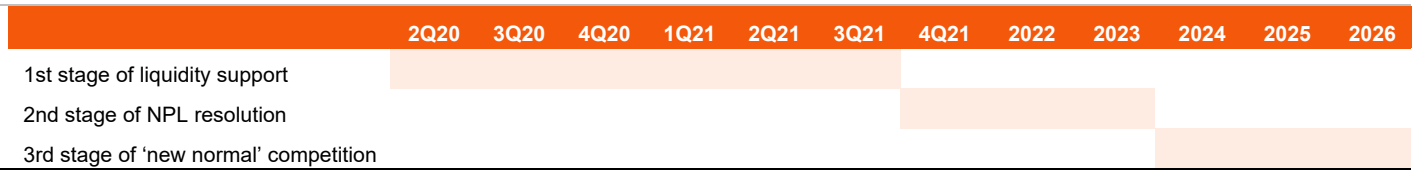
Sources: Company data; Thanachart estimates

### Change In Ratings And TPs

	TP (Bt/share)		Rating	
	New	Old	New	Old
BAY	34.00	34.00	HOLD	BUY
BBL	130.00	116.00	HOLD	HOLD
KBANK	160.00	150.00	BUY	BUY
KKP	70.00	69.00	BUY	BUY
KTB	15.00	13.00	BUY	BUY
SCB	150.00	120.00	BUY	BUY
TISCO	110.00	107.00	BUY	BUY
TTB	1.10	1.12	HOLD	HOLD

Source: Thanachart

**Ex 1: Entering The Second Phase Of NPL Resolution**



Source: Thanachart estimates

**Ex 2: Relief Measures For COVID-19 Impacts**

BOT	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	
	<b>Blanket measures</b>				➔	<b>Targeted measures</b>			
<b>Businesses</b>	<b>Feb-20</b> Issued proactive measures to assist borrowers and relaxed pre-emptive debt restructuring rules  <b>Mar-20</b> Issued minimum guidelines covering various types of loan products (inc. the first phase of relief measures for retail borrowers)	<b>Apr-20</b> Launched debt holiday for SMEs* for a 6-month period	<b>Sep-20</b> Launched DR BIZ to help expedite debt restructuring for multi-creditor businesses	<b>Oct-20</b> Issued debt-restructuring guidelines for SMEs after debt holiday ended	<b>Jan-21</b> Extended current measures to help borrowers affected by the new wave of COVID-19**	<b>Apr-21</b> Issued two new measures* to support business recovery and transformation post-COVID-19  <b>Jun-21</b> Released guidelines for debt forbearance and restructuring	<b>Jul-21</b> Provided a two-month debt holiday for individuals and SMEs suffering a direct impact from the latest lockdown		
<b>Individuals</b>		<b>Jun-20</b> Implemented second phase of relief measures to assist retail borrowers	<b>Sep-20</b> Implemented debt consolidation		<b>Feb-21</b> Rolled out credit card and personal loan "Debt Mediation Fair" for both NPL and non-NPL status loans	<b>Apr-21</b> Changed the methods for calculation of default interest and application of debt repayment proceeds  <b>May-21</b> Issued third phase of relief measures for retail borrowers			
<b>Effective Period of BoT Relief measures</b>									
<b>Loan classification guidelines</b>	The BoT temporarily allowed banks to relax loan classifications for two years for loans in the relief-measure suspension period								
	After the debt holiday ended, the BoT allowed the freezing of loan stages in two cases:								
	<b>May – Oct 20</b> Debt holiday for a six-month period, ended on 22 Oct 2020			<b>Oct 20 – Dec 20</b> 1) SMEs which are in the debt-restructuring process		<b>Oct 20 – Jun 21</b> 2) SMEs which cannot forecast their cash flows clearly**			

Source: KBANK, Bank of Thailand

Note: \* According to the Emergency Decree on Financial Rehabilitation and Recovery to Support Businesses Affected by COVID-19 (B.E. 2564), dated 19 April 2021. (ie, soft loans and asset warehousing)

## Ex 2: Relief Measures For COVID-19 Impacts (Con't)

## Measures from BoT

## Credit Adjustments

## For Businesses:

- **Loan Payments for SMEs:**

- ✓ 6-month debt holiday on principal and interest payments for SMEs having credit lines not over Bt100mn (ended in October 2020); 2-month debt holiday for SMEs hit by COVID-19

**For Individuals:** First phase is the minimum guideline for the general public. Measure ended in June 2020

- **Credit Card and Revolving Loans:**

- ✓ Reducing minimum installment payment to 5% in 2020-21 and 8% in 2022, returning to 10% in 2023; refinancing into long-term loans with lower interest rates

- **Personal Loans with Installment Payments and Auto Title Loans:**

- ✓ (Banks and SFIs), 3-month grace period on principal and interest payments
- ✓ (Other lenders), 3-month grace period on principal and interest payments, or pay up to 70% of installments for 6 months

- **Hire Purchase:**

- ✓ 3-month grace period on principal and interest payments, or 6-month grace period on principal payments for motorcycles (<=Bt35,000), automobiles (<=250,000), and leasing (<=Bt3m)

- **Housing Loans and Micro and Nanofinance:**

- ✓ 3-month grace period on principal payments and case-by-case interest rate cuts for housing (<=Bt3m) and micro and nano finance (<=Bt20m)

- **Ease Commercial Bank Loan Rules for Easier Access**

**Phase 2: For Individuals:** Second phase is to ease the burden of affected people; customers can opt in for alternative measures suited to their debt-servicing ability

- **Reduce the interest rate ceiling for credit cards and personal loans** by 2% to 4% p.a., effective from 1 August 2020 onwards.

- **Increase credit limit from 1.5x to 2x of monthly income** for good debtors with a monthly income of less than Bt30,000, from August 2020 to December 2021

- **Provide alternative measures to help debtors hit by COVID-19** whose loans do not become NPLs, such as suspension of principal and/or interest payments, extension of loan terms, payment reductions, or postponement of debt repayments

- **Restructure debt:** FIs must focus on debtors' debt-servicing ability in order to relieve their burden

**Debt Consolidation Program for Individuals:**

- **Consolidate** unsecured loans, hire purchase and housing loans from the same creditor to utilize the collateral. For the combined unsecured loan, the interest rate is capped to be no higher than the Minimum Retail Rate (MRR), while the loan repayment period can be extended according to the debt-servicing ability of the debtor

**"DR BIZ" Project for Businesses which have Multiple Financial Institution Creditors with Total Loans of Bt50m–500m:**

- **Receive** relief measures with all financial institutions in an integrated manner
- **Have** main creditors take care of debtors and coordinate with other creditors
- **Around** 8,400 debtors with total loans of Bt1.2trn have qualified to take part in the scheme

**Phase 3: For Individuals:** Extend most measures in phase 2, but add options for customers who want to return cars to close loan contracts

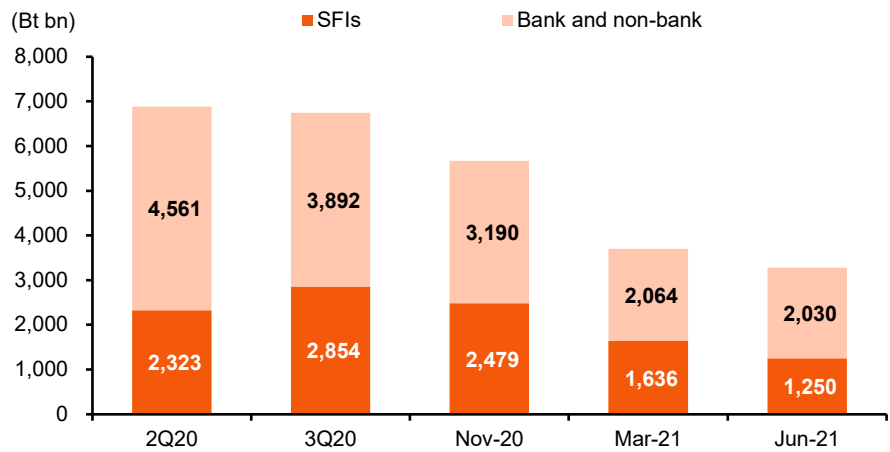
## Loan Classifications

- **Standstill:** For debt holidays, allow SMEs to maintain loan stages which are in the process of debt restructuring until 31 December 2020; and SMEs which cannot forecast their cash flows clearly until 31 December 2021
- **Non-NPL (Pre-emptive):**
  - 1) Can immediately classify non-NPL debtors as stage 1 (stage 1 or stage 2 >> stage 1)
  - 2) Not to be deemed as TDR and not to be reported to the National Credit Bureau
- **NPL:** Classified as stage 1, under a 3 consecutive-month payment period (from the previous 12 months)
- **Additional Working Capital:** Can be classified as stage 1, provided that the debtors have sufficient cash flows for repayment

Regulation Relaxation	Report to the BoT	Other measures
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ No additional provisions for unused credit lines</li> <li>▪ Easing liquidity-related regulations, including NSFR and LCR</li> <li>▪ Reducing the FIDF fee from 0.46% of the deposit base to 0.23% per annum for a period of two years</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Financial institutions are required to submit reports to the BoT detailing the target loans and outstanding debts of the debtors who are subject to these measures</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Relaxing credit lines in emergency cases</li> </ul>

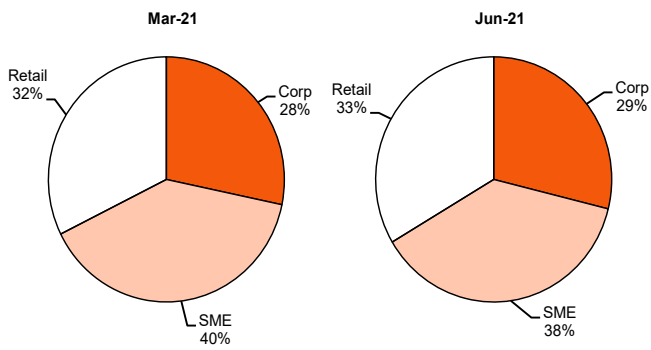
Source: KBANK, Bank of Thailand

**Ex 3: Loans Under Relief Program – System Wide**



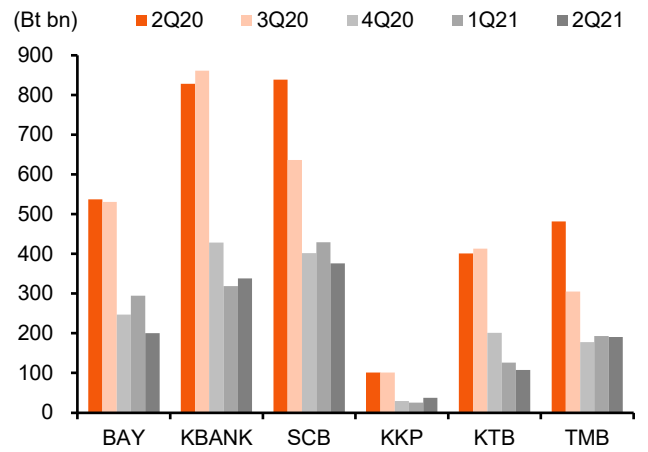
Source: Bank of Thailand

**Ex 4: Loans Under Relief Program- Banks And Non-banks**



Source: Bank Of Thailand

**Ex 5: Forbearance Loans Comparison**



Source: Company data

## Ex 6: Forbearance Loans Comparison In Detail

## KBANK's Loans Under COVID-19 Relief Program

(Bt bn)	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21
Loans outstanding	2,126.75	2,156.65	2,244.82	2,300.00	2,400.00
% under relief plan	38.90%	39.90%	19.10%	13.87%	14.08%
<b>Forbearance loans</b>	<b>828</b>	<b>861</b>	<b>428</b>	<b>319</b>	<b>338</b>
- Retail	82	219	150	89	108
- Corporate		137	129	94	95
- SME	746	505	149	136	135

## SCB's Loans Under COVID-19 Relief Program

(Bt bn)	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21
Loans outstanding	2,144.39	2,170.78	2,255.24	2,277.00	2,297.00
% under relief plan	38.93%	29.30%	17.83%	18.8%	16.4%
<b>Forbearance loans</b>	<b>839</b>	<b>636</b>	<b>402</b>	<b>429</b>	<b>376</b>
- Retail	406	208	119	81	72
- Corporate	216	210	177	161	145
- SME	217	218	106	187	159

## TMB's Loans Under COVID-19 Relief Program

(Bt bn)	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21
Loans outstanding	1,381.86	1,363.16	1,392.93	1,380.00	1,359.00
% under relief plan	41.75%	22.35%	12.76%	13.83%	14.39%
<b>Forbearance loans</b>	<b>577</b>	<b>305</b>	<b>178</b>	<b>191</b>	<b>196</b>
- Retail	351	77	70	78	101
- Corporate	131	137	82	40	44
- SME	95	90	25	73	51

## KKP's Loans Under COVID-19 Relief Program

(Bt bn)	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21
Loans outstanding	247.68	254.98	267.74	277.76	290.19
% under relief plan	41.00%	40.00%	11.00%	9.00%	13.00%
<b>Forbearance loans</b>	<b>101</b>	<b>101</b>	<b>29.5</b>	<b>25.0</b>	<b>37.7</b>
- Retail	76	76	0	8.33	14.51
- Corporate					
- SME	25	25	29.5	16.67	23.22

## BAY's Loans Under COVID-19 Relief Program

Bt bn	2Q20	4Q20	1Q21	2Q21
Loans outstanding	1,854.74	1,832.94	1,839.30	1,820.70
% under relief plan	28.66%	13.48%	16.00%	11.10%
<b>Forbearance loans</b>	<b>532</b>	<b>247</b>	<b>294</b>	<b>202</b>
- Retail	271	55	94	77
- Corporate				
- SME	260	192	200	125

## KTB's Loans Under COVID-19 Relief Program

(Bt bn)	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21
Loans outstanding	2,227.78	2,294.44	2,233.33	2,520.00	2,700.00
% under relief plan	18.00%	18.00%	9.00%	5.00%	4.00%
<b>Forbearance loans</b>	<b>401</b>	<b>413</b>	<b>201</b>	<b>126</b>	<b>108</b>
- Retail	204	201	38	33	18
- Corporate					
- SME	197	212	163	93	90

Source: Company data

---

**Ex 7: Easing Lockdown Measures**

---

***Here's what the overall situation in high-risk areas (ie, Bangkok) will look like during this initial phase from 1 September 2021:***

- 1) Restaurants can reopen for dine-in until 8pm. It is noteworthy that those with aircon can open at 50% of their capacity, whereas those without can open at 75%. Restaurant staff need to be fully vaccinated and a weekly antigen test is required. It has also been reported that diners must be vaccinated to eat indoors, but the details are still unclear.
- 2) Shopping malls, department stores, and community malls can return to business until as late as 8pm.
- 3) Tutoring schools, cinemas, spas, amusement parks, water parks, fitness centers, public pools, and convention halls located inside shopping centers must remain closed.
- 4) Barbers and beauty parlors can reopen. Meanwhile, massage parlors can open but only for foot massages.
- 5) Outdoor sports venues and public parks can reopen until 8pm. Sports competitions can be carried out, but no spectators are allowed.
- 6) Domestic travel is allowed with public transport able to run at 75% of capacity. However, it is only advised if it is really necessary.
- 7) The night curfew is still in place between 9pm-4am.

***While from 1 October following places are allowed to reopen:***

- 1) Learning center and museums (75% visitors are allowed or 1 person per 4 sqm)
- 2) Nail salons can reopen but only for in advance appointments.
- 3) Tattoo shops can reopen but only for in advance appointments of fully inoculated customers.
- 4) Spa can reopen but limit services not exceeding two customers per hour. Fully inoculated customers or having a negative rapid test 72 hours before services are allowed.
- 5) Cinema and theatre can reopen at 50% utilization rate until as late as 9pm. Moviegoers are required to wear masks all the time, no food and drink are allowed.
- 6) Live music is allowed to perform in restaurants. Limit number of musicians to 3 people and they have to wear masks all the time. Singers can perform without a mask. And the restaurants have to comply with COVID-19 Free Setting procedure.
- 7) Exhibitions and events remain to be closed.
- 8) Opening hours for shopping malls, department stores, and community malls are extended to 9pm.
- 9) Outdoor sports venues can reopen until 9pm. Sports competitions can be carried out and 25% of spectators are allowed.
- 10) The night curfew is still in place but from 10pm to 4am instead.

---

Source: Thanachart compilations

**Ex 8: Fresh COVID-19 Relief Measures = Sustainable Solutions**

**Additional debt aid measures**

- 1) **The measures** cover the adjustment, improvement, relaxation and extension of existing measures for all borrower segments, especially retail and small and medium-sized enterprises.
- 2) **Relaxation of rules for credit card, personal loan and digital lending:**
  - Credit card and personal loans: Minimum payment to be no lower than 5% for 2021, 8% for 2022 and 10% from 2023 onwards. Together with an increase in the credit limit for personal loans for borrowers who have a salary of less than Bt30,000 per month to 2x their income in 2021 and the removal of the cap on the number of lenders.
  - Digital lending: Increasing credit line to Bt40,000 and loan duration to 12 months with the right to extend for another 12 months going to 2023.

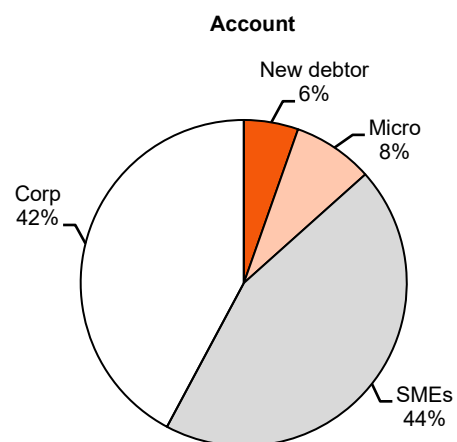
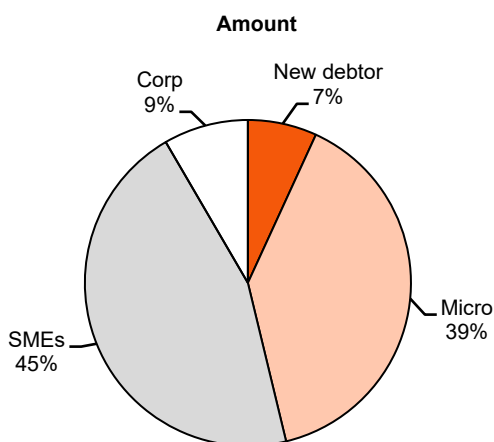
**Loan classification**

- 1) **Standstill:** allows retail and SMEs which are in the process of debt restructuring to maintain loan stages until 31 March 2021, extension from 31 December 2021.
- 2) **COVID-impacted loans that have been restructured from 1 January 2021 - 31 December 2021 and for plans that have proven to reduce the financial burden for borrowers:**
  - **Non-NPL (pre-emptive):** Can immediately classify non-NPL debtors as stage 1 (stage 1 or stage 2 >> stage 1)
  - **NPL:** Classified as stage 1 under a three consecutive month payment period (from the previous 12 months)
  - **Additional working capital:** Can be classified as stage 1, provided that the debtors have sufficient cash flow for repayments
  - **Provisioning policy** for restructuring that causes an effective interest rate (EIR) is not a good reflection of cash flow received. Banks can apply the new EIR for their present value loss calculation.
  - **The above relaxations will last from 1 January 2022- 31 December 2023.**
- 3) **COVID-impacted loans that have been restructured from 1 January 2021 - 31 December 2021 though a modification of repayment terms either via the extension of the loan duration or grace period of the principal and/or interest. This also includes a transformation of short-term to long-term loans:**
  - Not applicable for the abovementioned relaxation.

Regulation Relaxation	Report to the BoT
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ No additional provisions for unused credit lines</li> <li>▪ Extension of the reduction in the FIDF fee from 0.46% of the deposit base to 0.23% per annum from end 2021 to 2022</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Financial institutions are required to submit reports to the BoT detailing the target loans and outstanding debts of debtors who are subject to these measures on a monthly basis within 21 days from month end</li> <li>▪ Reporting to the National Credit Bureau (NCB) is required only for NPLs; there is no need to do so for non-NPLs.</li> </ul>

Sources: Company data, Thanachart estimates

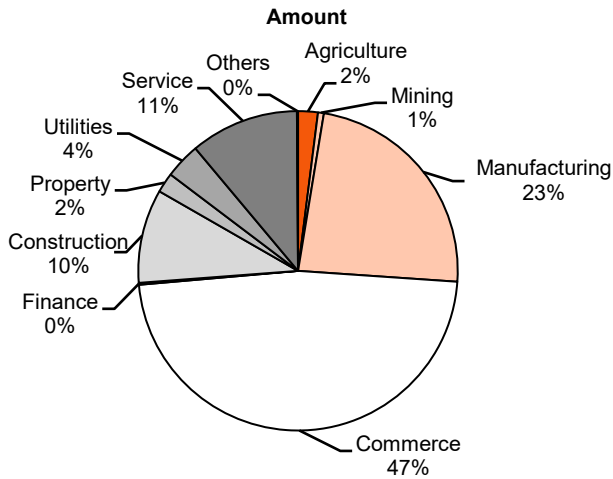
**Ex 9: Soft Loans By Lending Segment**



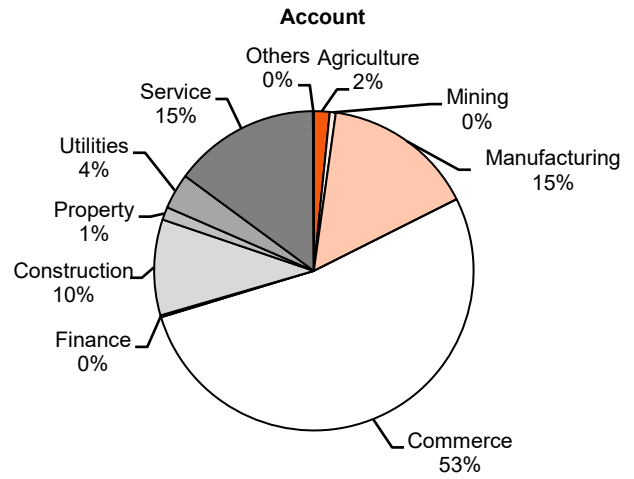
Sources: BoT

Sources: BoT

**Ex 10: Soft Loans By Industry**

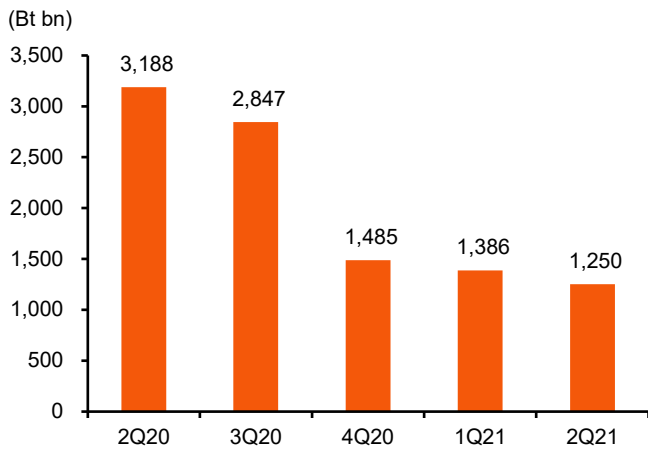


Sources: BoT



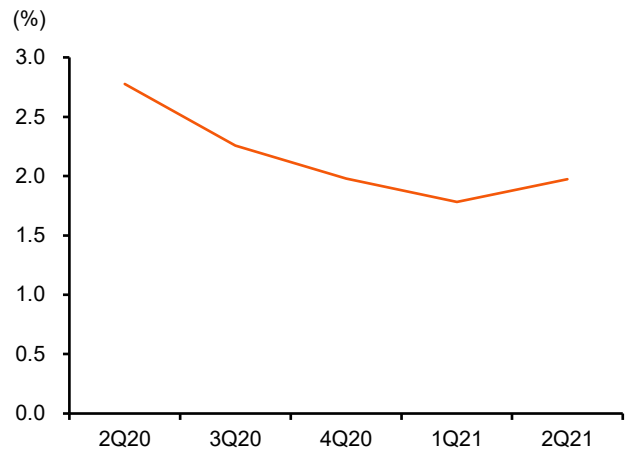
Sources: BoT

**Ex 11: Commercial Banks' Forbearance Loans**



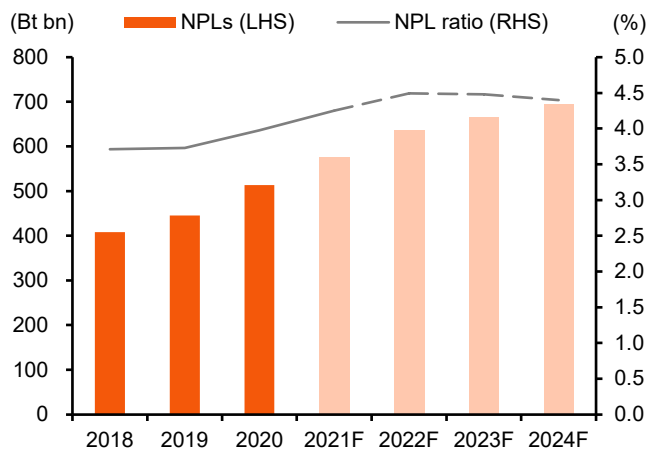
Source: Company data

**Ex 12: Sector's Credit Costs**



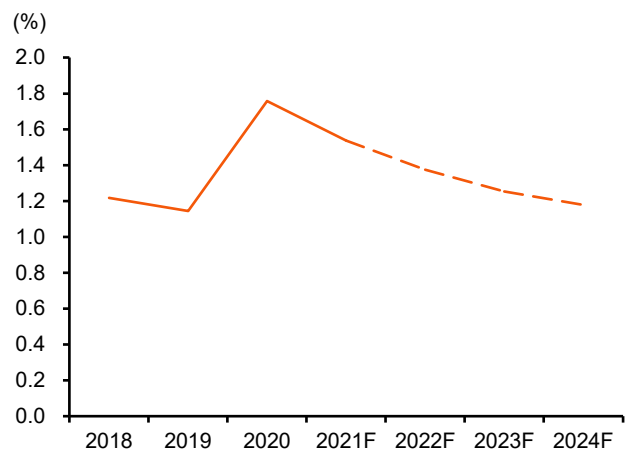
Source: Company data

**Ex 13: NPLs Are On The Rise**



Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 14: But Credit Costs Have Already Passed Their Peak**



Sources: Company data, Thanachart estimates



**Ex 15: Earnings Revisions**

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>Normalized profits (Bt bn)</b>					
- New	186.25	134.96	157.78	177.52	192.57
- Old			138.17	142.86	173.50
- Change (%)			14.19	24.26	10.99
<b>NIM (%)</b>					
- New	2.95	2.93	2.72	2.71	2.61
- Old			2.71	2.62	2.63
- Change (pp)			0.02	0.09	(0.01)
<b>Net fee income (Bt bn)</b>					
- New	158.82	152.45	160.08	168.82	178.85
- Old			158.05	165.29	174.66
- Change (%)			1.28	2.13	2.40
<b>Provisions (Bt bn)</b>					
- New	158.61	235.20	211.69	207.05	199.75
- Old			216.80	211.91	202.09
- Change (%)			(2.36)	(2.29)	(1.16)
<b>OPEX (Bt bn)</b>					
- New	353.01	352.52	350.02	355.56	363.06
- Old			356.72	364.34	372.14
- Change (%)			(1.88)	(2.41)	(2.44)

Sources: Company data, Thanachart estimates

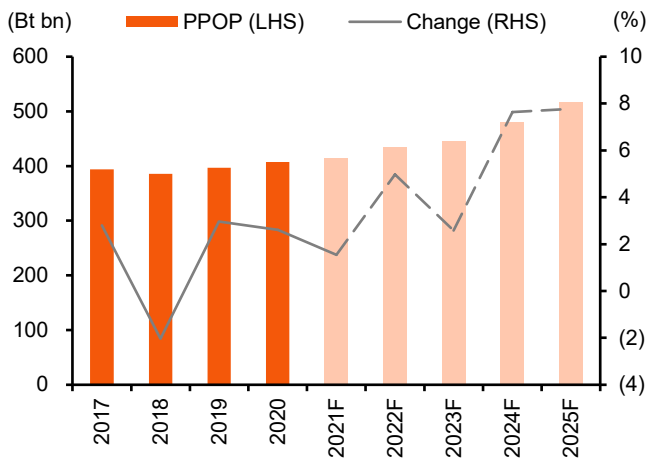
## Ex 16: Key Assumptions Comparison

		BAY	BBL	KBANK	KKP	KTB	SCB	TISCO	TTB	Industry
<b>Rating</b>		<b>HOLD</b>	<b>HOLD</b>	<b>BUY</b>	<b>BUY</b>	<b>BUY</b>	<b>BUY</b>	<b>BUY</b>	<b>HOLD</b>	<b>Overweight</b>
<b>Target price</b>	<b>(Bt)</b>	<b>34.00</b>	<b>130.00</b>	<b>160.00</b>	<b>70.00</b>	<b>15.00</b>	<b>150.00</b>	<b>110.00</b>	<b>1.10</b>	
Upside	(%)	0.7	9.7	18.5	26.7	31.6	17.2	18.3	(4.3)	
<b>Consensus TP</b>	<b>(Bt)</b>	<b>34.71</b>	<b>145.28</b>	<b>155.94</b>	<b>64.47</b>	<b>12.82</b>	<b>123.65</b>	<b>105.18</b>	<b>1.22</b>	
Differ from consensus	(%)	(2.1)	(10.5)	2.6	8.6	17.0	21.3	4.6	(9.5)	
<b>Market cap.</b>	<b>(US\$ m)</b>	<b>7,242</b>	<b>6,742</b>	<b>9,330</b>	<b>1,419</b>	<b>4,832</b>	<b>13,270</b>	<b>2,232</b>	<b>3,249</b>	
<b>Pre-provision profit</b>	2020A	63,999	52,769	85,088	10,581	66,722	80,516	10,894	36,806	407,375
<b>(Bt m)</b>	2021F	60,027	60,417	93,373	11,558	62,498	80,888	10,825	34,099	413,685
	2022F	61,885	60,570	98,064	12,110	69,007	85,240	10,314	37,077	434,268
	2023F	63,151	62,831	100,186	12,851	71,601	86,582	10,676	37,618	445,496
<b>Net profit (Bt m)</b>	2020A	23,040	17,181	29,487	5,123	16,732	27,218	6,063	10,112	134,956
	2021F	32,004	24,288	35,005	5,485	22,563	30,753	6,561	9,304	165,962
	2022F	24,644	27,293	38,708	6,323	28,436	34,390	6,989	10,742	177,526
	2023F	25,625	30,688	40,452	7,314	31,921	37,073	7,238	12,275	192,586
<b>Loan growth (y-y %)</b>	2020A	0.83	14.89	12.13	11.65	11.72	6.69	(7.42)	0.05	8.04
	2021F	0.64	3.26	6.09	11.68	12.97	3.45	(2.89)	(0.08)	4.87
	2022F	5.31	4.82	6.04	6.70	7.78	4.14	2.97	2.96	5.38
	2023F	5.46	4.89	6.11	6.93	8.16	4.21	3.23	3.60	5.61
<b>Deposit growth (y-y %)</b>	2020A	17.08	18.56	13.17	46.09	14.26	12.09	(5.84)	(1.77)	13.14
	2021F	3.08	9.14	6.61	4.32	7.94	(1.41)	2.00	(2.52)	4.45
	2022F	4.63	5.00	5.64	7.23	8.17	3.88	2.00	3.53	5.32
	2023F	4.78	5.00	5.71	7.34	8.30	3.92	2.00	3.54	5.42
<b>NIM (%)</b>	2020A	3.27	2.19	3.14	4.35	2.79	3.10	4.57	2.93	2.93
	2021F	2.95	2.04	3.11	4.00	2.42	2.87	4.54	2.88	2.72
	2022F	2.93	2.00	3.04	4.03	2.45	2.91	4.38	2.91	2.71
	2023F	2.86	1.94	2.95	3.91	2.33	2.79	4.31	2.77	2.61
<b>Fee income growth (%)</b>	2020A	(19.34)	(13.31)	(10.17)	(5.82)	(11.66)	23.31	(16.80)	30.59	(4.01)
	2021F	(5.65)	13.16	5.22	30.93	(4.23)	9.14	6.98	(5.03)	5.00
	2022F	4.02	6.00	5.47	3.22	3.73	7.13	4.99	4.53	5.46
	2023F	5.74	6.00	4.85	6.28	4.73	7.13	6.68	6.80	5.94
<b>Total provisions to loans (%)</b>	2020A	4.17	7.84	5.99	4.95	6.45	6.18	5.26	3.80	5.92
	2021F	4.59	8.72	6.44	5.50	6.18	6.56	5.62	4.26	6.31
	2022F	4.78	8.83	6.78	5.97	6.09	7.05	5.16	4.78	6.54
	2023F	4.88	8.71	6.99	6.16	5.64	7.36	4.69	5.12	6.56
<b>NPL ratio (%)</b>	2020A	2.48	4.40	4.48	3.11	4.56	4.47	2.48	2.83	3.97
	2021F	2.83	4.85	4.86	4.30	3.95	4.85	3.06	3.54	4.25
	2022F	3.10	5.10	5.05	4.40	3.81	5.37	3.12	3.96	4.46
	2023F	3.08	5.10	5.00	4.50	3.67	5.35	3.12	3.98	4.42
<b>ROE (%)</b>	2020A	8.25	3.92	6.97	11.33	4.91	6.71	15.42	5.06	6.21
	2021F	7.91	5.30	7.71	11.36	6.40	7.27	16.27	4.49	7.26
	2022F	7.60	5.72	7.98	12.14	7.63	7.69	16.51	5.05	7.36
	2023F	7.47	6.15	7.82	12.98	8.07	7.84	16.34	5.58	7.56
<b>LLC (%)</b>	2020A	167.3	177.7	133.1	155.0	140.5	137.4	210.5	133.8	148.87
	2021F	161.3	179.1	132.1	124.3	155.3	134.6	181.9	119.7	148.54
	2022F	153.8	172.9	133.9	131.8	158.6	131.0	163.7	120.4	146.50
	2023F	157.7	170.4	139.5	133.1	152.7	137.1	149.4	128.4	148.34

Sources: Company data, Thanachart estimates

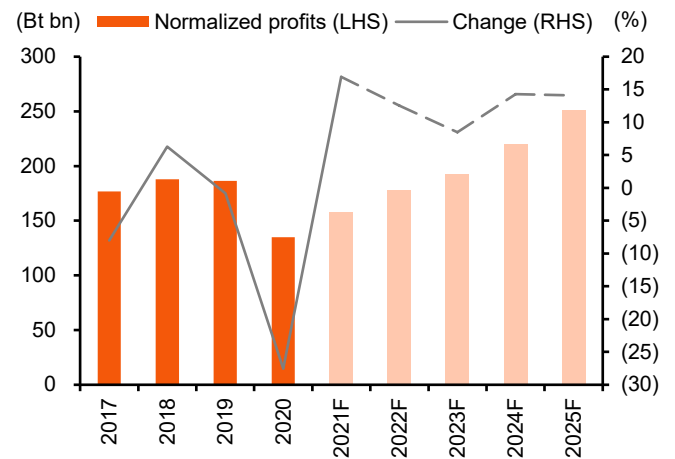
Based on 27 September 2021 closing prices

Ex 17: PPOP Growth



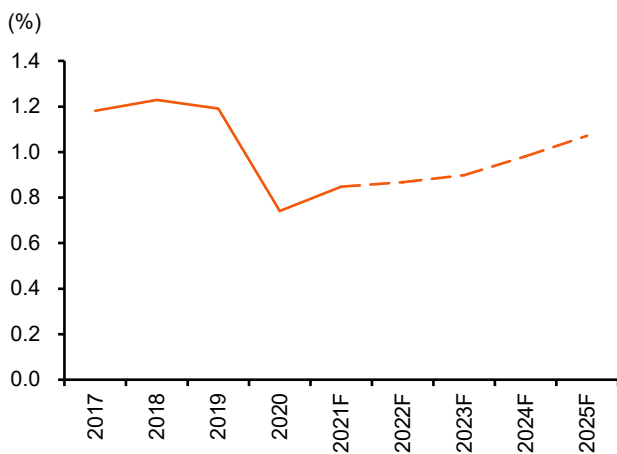
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 18: Earnings Growth



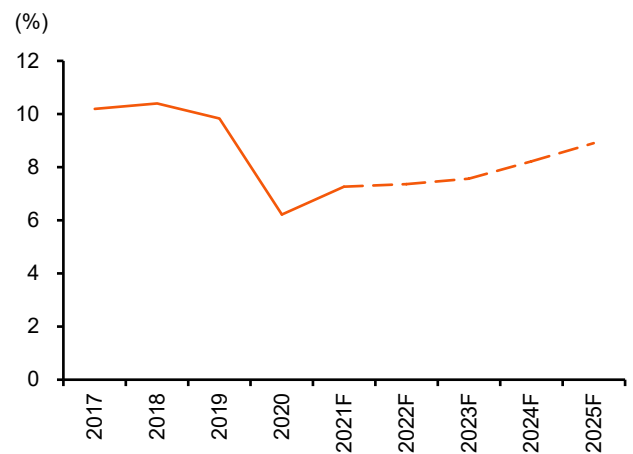
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 19: ROA



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 20: ROE



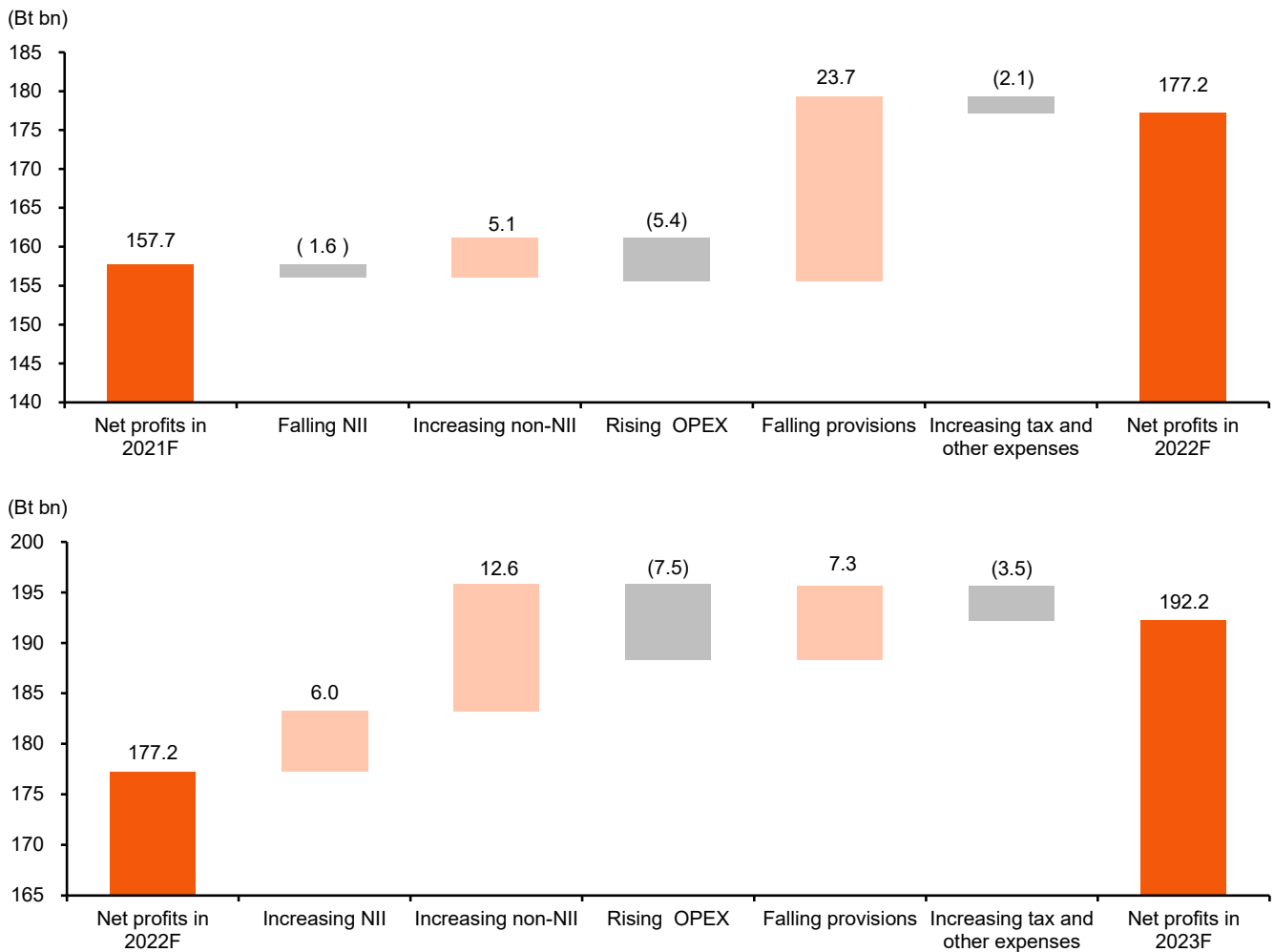
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 21: GDP Growth Revisions

	2019	2020	— 2021F —		— 2022F —		— 2023F —	
			New	Old	New	Old	New	Old
	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
<b>Real GDP growth</b>	<b>2.3</b>	<b>(6.1)</b>	<b>0.8</b>	<b>1.4</b>	<b>3.2</b>	<b>3.9</b>	<b>4.9</b>	<b>5.2</b>
Private consumption	4.0	(1.0)	1.7	2.6	2.2	2.1	2.6	2.5
Private investment	2.7	(8.4)	5.9	6.6	6.0	6.0	4.0	4.0
Government investment	0.1	5.7	8.2	8.2	6.8	6.8	4.0	4.0
Export (nominal US\$ growth)	(3.3)	(6.5)	16.2	12.0	3.2	3.2	3.5	3.9
Import (nominal US\$ growth)	(5.6)	(13.8)	23.7	18.7	3.7	4.5	4.5	4.8
Export of services	0.6	(60.8)	(28.8)	(27.5)	46.2	73.0	82.9	80.0
Current account (% to GDP)	7.0	3.5	2.4	4.3	7.1	6.5	6.9	6.3
Headline CPI	0.7	(0.9)	1.5	1.5	1.2	1.2	1.0	1.0
Bt/USD - average	31.05	31.30	31.6	31.1	31.8	30.6	31.0	29.6
Policy rate	1.25	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50

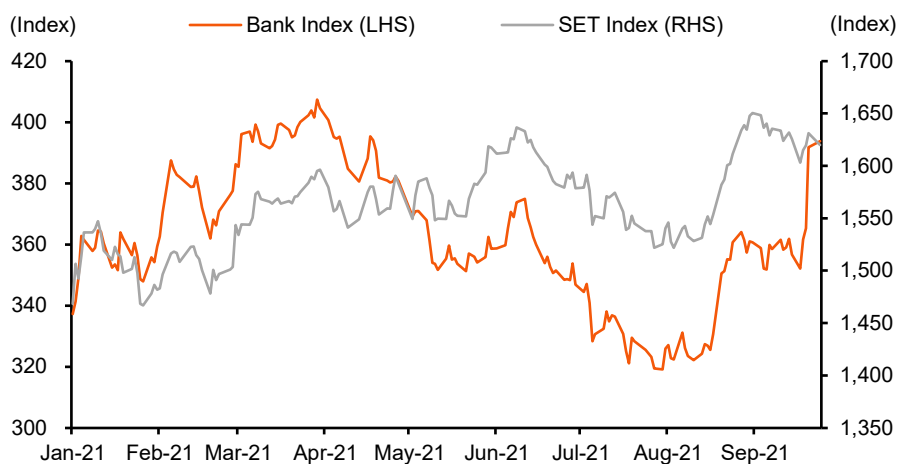
Sources: Bank of Thailand, NESDB, Bloomberg, Thanachart estimates

**Ex 22: Earnings Recovery During Relief Programs In 2022-23F**



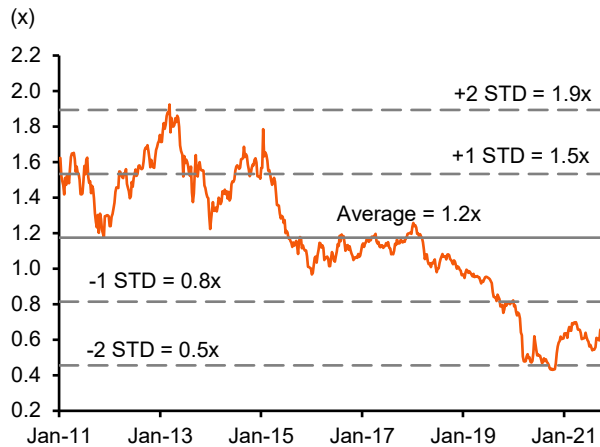
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 23: Banking Index Vs. SET**



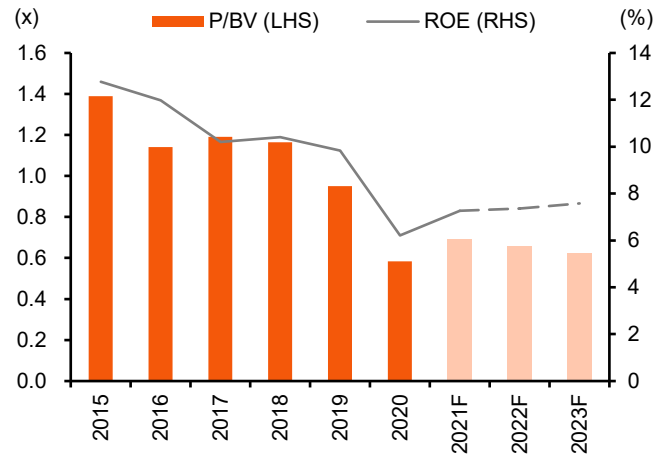
Source: Bloomberg

**Ex 24: Rock Bottom Valuation**



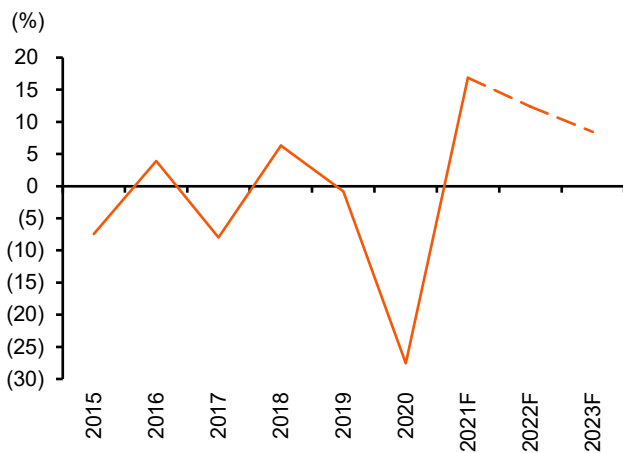
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

**Ex 25: Toward The End Of The De-rating Cycle**



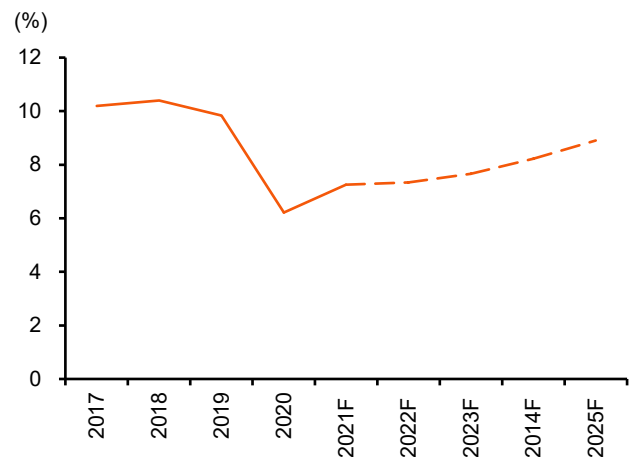
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 26: Less Volatile Earnings**



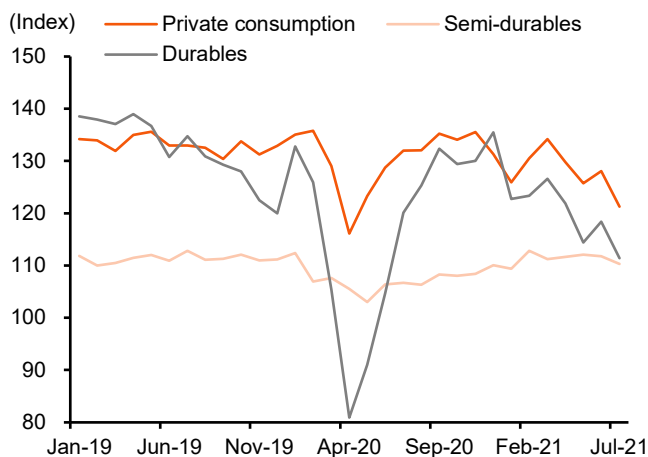
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 27: Recovering ROE**



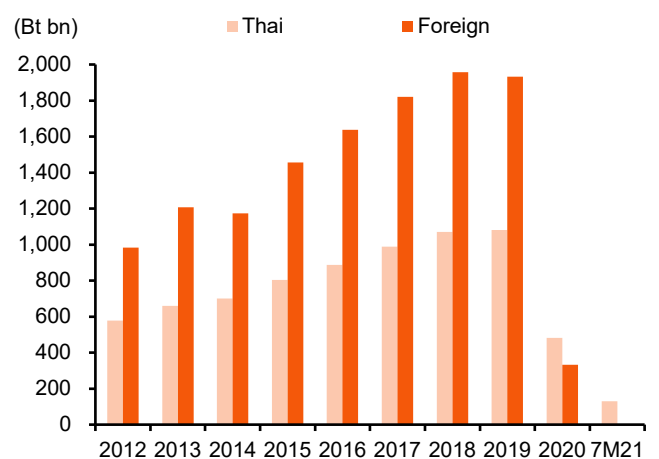
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 28: Post-lockdown Pent-up Consumption**

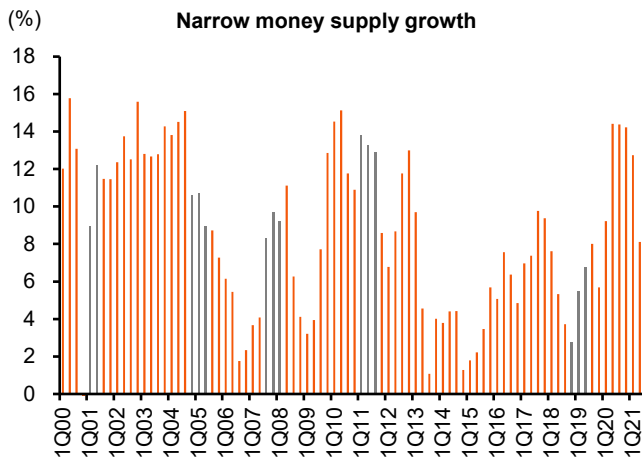


Source: Bank of Thailand

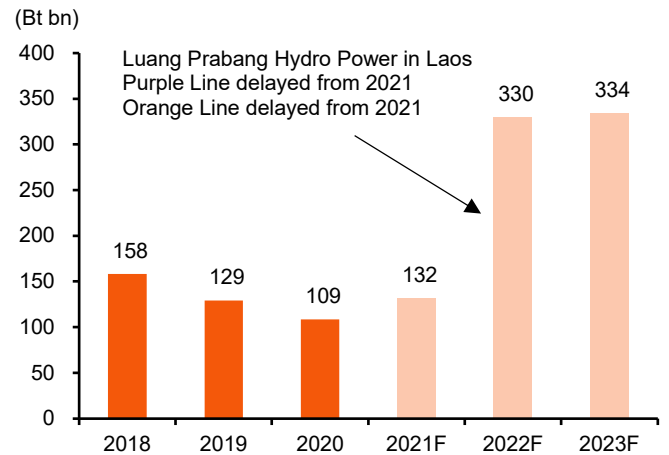
**Ex 29: Thai Tourism Income Should Come Back First**



Source: Tourism Authority of Thailand

**Ex 30: Money Supply Growth During Election Period**

Source: Bank of Thailand

**Ex 31: Large Backlog Without A New Infrastructure Cycle**

Sources: Company data; Thanachart estimates

**Ex 32: Valuation Comparison**

Stocks	Ratings	TP (Bt/shr)	— Norm EPS grw —		— Norm PE —		— P/BV —		— ROE —		— Div yield —	
			2021F (%)	2022F (%)	2021F (x)	2022F (x)	2021F (x)	2022F (x)	2021F (%)	2022F (%)	2021F (%)	2022F (%)
BAY	HOLD	34.00	3.4	3.5	10.4	10.1	0.8	0.7	7.9	7.6	2.6	2.5
BBL	HOLD	130.00	41.4	12.4	9.3	8.3	0.5	0.5	5.3	5.7	3.0	3.4
KBANK	BUY	160.00	18.7	10.6	9.2	8.3	0.7	0.6	7.7	8.0	2.2	2.4
KKP	BUY	70.00	7.1	15.3	8.5	7.4	0.9	0.9	11.4	12.1	4.3	5.0
KTB	BUY	15.00	34.9	26.0	7.1	5.6	0.4	0.4	6.4	7.6	3.3	4.1
SCB	BUY	150.00	13.0	11.8	14.1	12.6	1.0	0.9	7.3	7.7	2.1	2.4
TISCO	BUY	110.00	8.2	6.5	11.3	10.6	1.8	1.7	16.3	16.5	6.2	6.6
TTB	HOLD	1.10	(8.0)	15.5	11.9	10.3	0.5	0.5	4.5	5.0	3.9	4.2

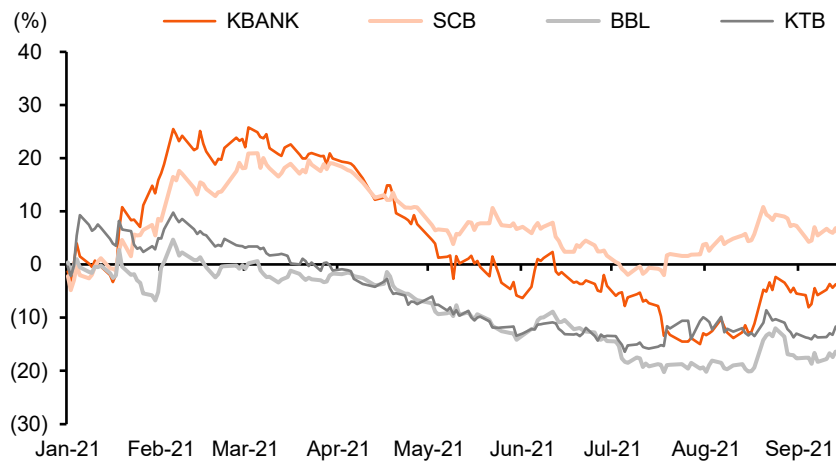
Source: Thanachart estimates

**Ex 33: Recommendation Summary**

	Recommendation		Reasons
	New	Old	
BAY	HOLD	BUY	Severe margin pressure due to too much liquidity, market share lost.
BBL	HOLD	HOLD	Fairly priced and slow development to new ecosystem.
KBANK	BUY	BUY	PPOP growth has turned around while valuation is too much of a laggard to SCB
KKP	BUY	BUY	Prime beneficiary of capital markets due to the SET being a liquidity-driven market.
KTB	BUY	BUY	Very impressive balance sheet improvement while P/BV is still at a deep discount to peers'.
SCB	BUY	BUY	Bold reorganization move to unlock growth and value.
TISCO	BUY	BUY	Solid return-focused bank with very high dividend yield.
TTB	HOLD	HOLD	Smooth integration process should allow the bank to reap more synergy benefits in 2022.

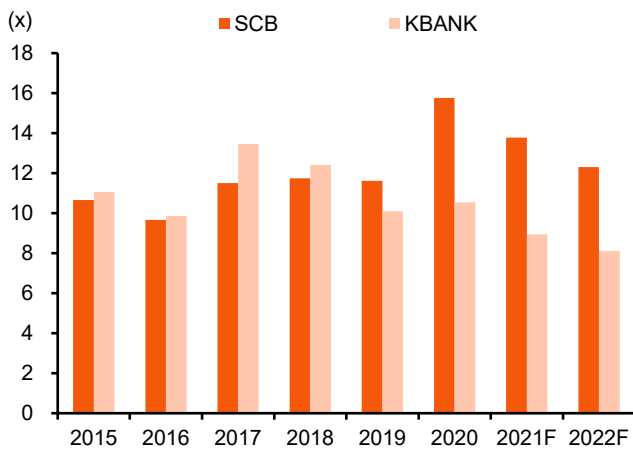
Source: Thanachart

**Ex 34: Big Banks' Share Price Performances Vs. SET**



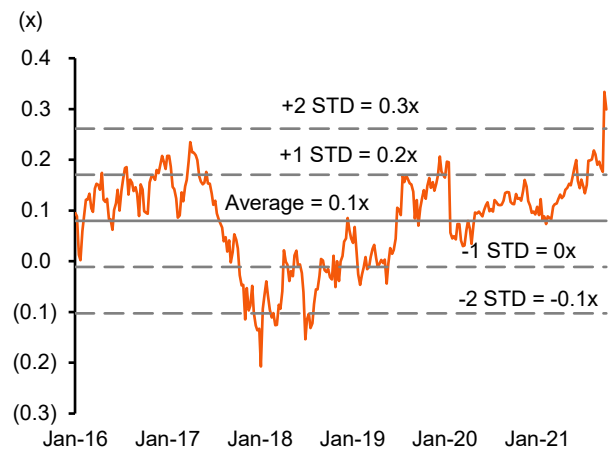
Source: Bloomberg

**Ex 35: P/BV-To-ROE Of KBANK And SCB...**



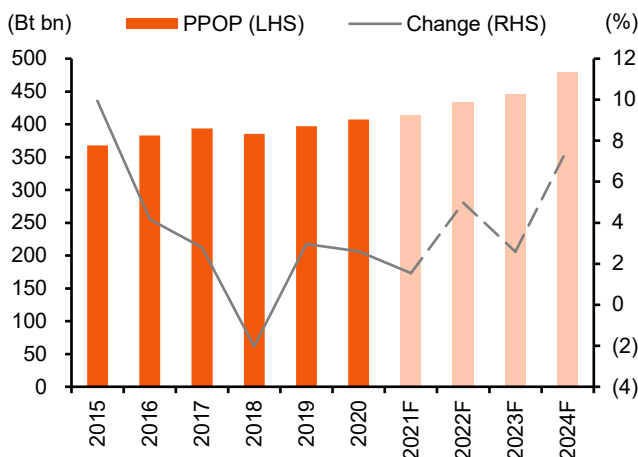
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 36: ...P/BV Gap Is Above The Mean**



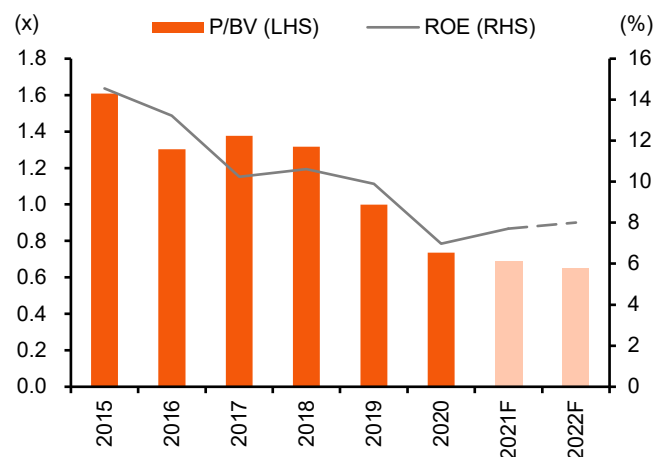
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

**Ex 37: A Turnaround Of KBANK's PPOP**



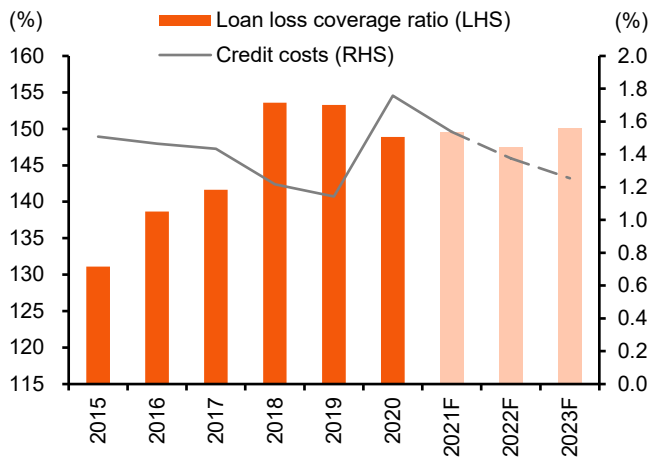
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 38: KBANK's De-rating Looks To Have Been Overdone**



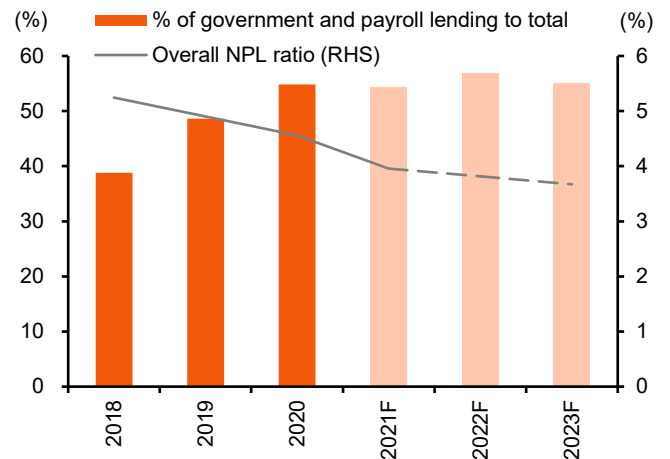
Sources: Company data, Bloomberg, Thanachart estimates

**Ex 39: KTB's Credit Costs And Loan Loss Coverage Ratio**



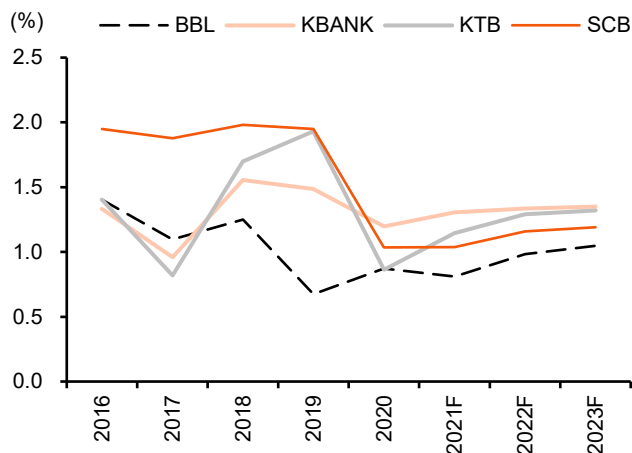
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 40: Safe Haven Portion Vs. NPL Ratio At KTB**



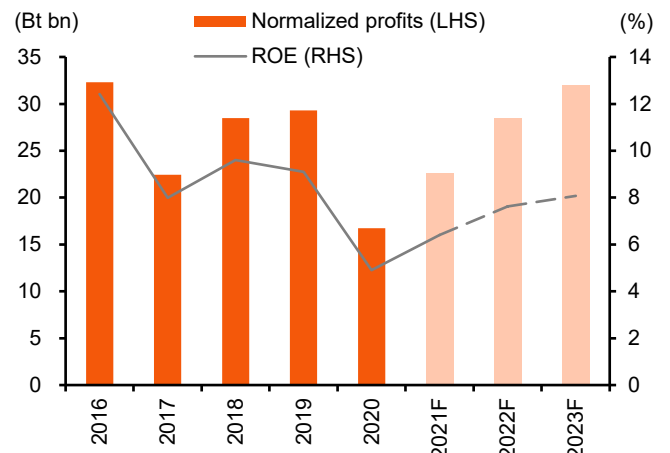
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 41: Net Spreads Minus Credit Costs Comparison**



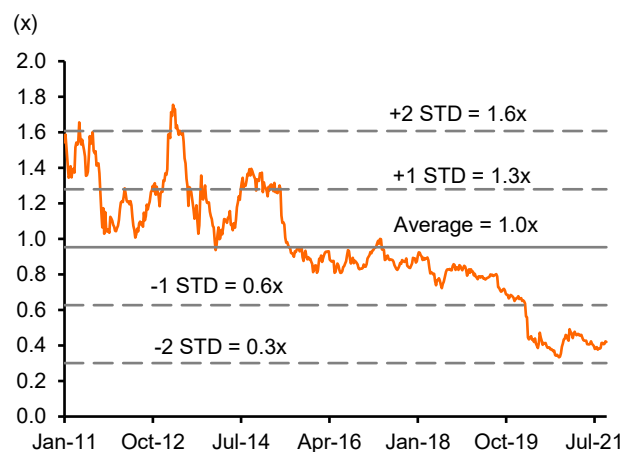
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 42: KTB's Strong Earnings Growth And Rising ROE**



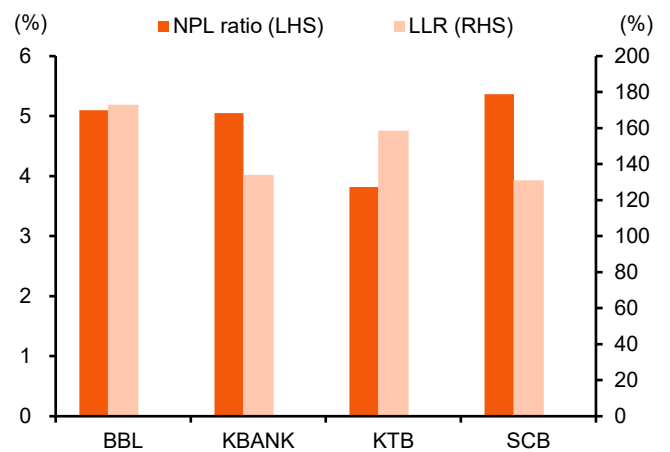
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 43: Too Deep A Discount For KTB**



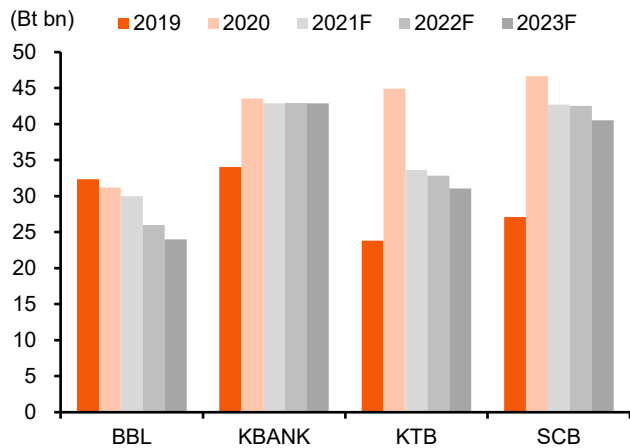
Sources: Company data, Bloomberg, Thanachart estimates

**Ex 44: KTB's Balance Sheet Quality Is No Longer Inferior**

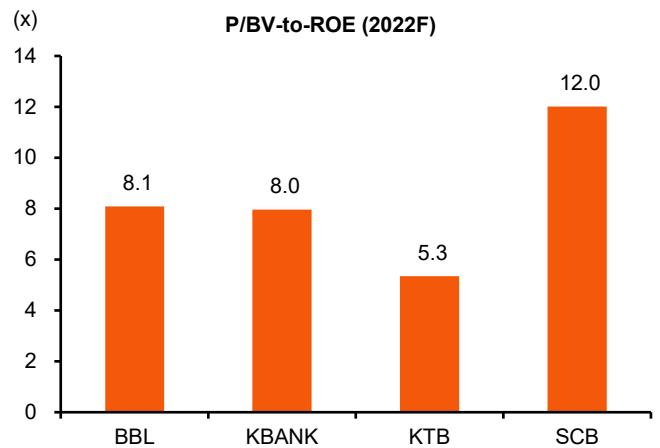


Sources: Company data, Thanachart estimates; note as at xxx



**Ex 45: Hit Less Hard Than Peers By COVID-19**

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 46: Not As Inexpensive As It Looks**

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

**Ex 47: BAY –HOLD, Price Bt33.75, TP Bt34.00**

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Pre Provision Profit	63,999	60,027	61,885	63,151
Net profit	23,040	32,004	24,644	25,625
Consensus NP	—	30,700	25,128	27,872
Diff frm cons (%)	—	4.2	(1.9)	(8.1)
Norm profit	23,040	23,819	24,644	25,625
Prev. Norm profit	—	20,978	19,336	23,671
Chg frm prev (%)	—	13.5	27.5	8.3
Norm EPS (Bt)	3.1	3.2	3.4	3.5
Norm EPS grw (%)	(10.9)	3.4	3.5	4.0
Norm PE (x)	10.8	10.4	10.1	9.7
P/BV (x)	0.9	0.8	0.7	0.7
Div yield (%)	1.0	2.6	2.5	2.6
ROE (%)	8.3	7.9	7.6	7.5
ROA (%)	0.9	0.9	0.9	0.9

Sources: Company data, Bloomberg, Thanachart estimates

**Ex 48: BBL – HOLD, Price Bt118.50, TP Bt130.00**

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Pre Provision Profit	52,769	60,417	60,570	62,831
Net profit	17,181	24,288	27,293	30,688
Consensus NP	—	25,605	27,927	33,478
Diff frm cons (%)	—	(5.1)	(2.3)	(8.3)
Norm profit	17,181	24,288	27,293	30,688
Prev. Norm profit	—	16,863	18,163	23,044
Chg frm prev (%)	—	44.0	50.3	33.2
Norm EPS (Bt)	9.0	12.7	14.3	16.1
Norm EPS grw (%)	(52.0)	41.4	12.4	12.4
Norm PE (x)	13.2	9.3	8.3	7.4
P/BV (x)	0.5	0.5	0.5	0.4
Div yield (%)	2.1	3.0	3.4	4.1
ROE (%)	3.9	5.3	5.7	6.2
ROA (%)	0.5	0.6	0.6	0.7

Sources: Company data, Bloomberg, Thanachart estimates

**Ex 49: KBANK – BUY, Price Bt135.00, TP Bt160.00**

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Pre Provision Profit	85,088	93,373	98,064	100,186
Net profit	29,487	35,005	38,708	40,452
Consensus NP	—	33,428	37,026	43,003
Diff frm cons (%)	—	4.7	4.5	(5.9)
Norm profit	29,487	35,005	38,708	40,452
Prev. Norm profit	—	30,430	30,388	38,989
Chg frm prev (%)	—	15.0	27.4	3.8
Norm EPS (Bt)	12.3	14.6	16.2	16.9
Norm EPS grw (%)	(23.9)	18.7	10.6	4.5
Norm PE (x)	11.0	9.2	8.3	8.0
P/BV (x)	0.7	0.7	0.6	0.6
Div yield (%)	1.9	2.2	2.4	5.0
ROE (%)	7.0	7.7	8.0	7.8
ROA (%)	0.8	0.9	1.0	1.0

Sources: Company data, Bloomberg, Thanachart estimates

**Ex 50: KKP – BUY, Price Bt55.25, TP Bt70.00**

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Pre Provision Profit	10,581	11,558	12,110	12,851
Net profit	5,123	5,485	6,323	7,314
Consensus NP	—	5,558	6,150	6,851
Diff frm cons (%)	—	(1.3)	2.8	6.7
Norm profit	5,123	5,485	6,323	7,314
Prev. Norm profit	—	5,552	5,751	7,178
Chg frm prev (%)	—	(1.2)	9.9	1.9
Norm EPS (Bt)	6.1	6.5	7.5	8.6
Norm EPS grw (%)	(14.4)	7.1	15.3	15.7
Norm PE (x)	9.1	8.5	7.4	6.4
P/BV (x)	1.0	0.9	0.9	0.8
Div yield (%)	4.1	4.3	5.0	7.8
ROE (%)	11.3	11.4	12.1	13.0
ROA (%)	1.5	1.5	1.6	1.7

Sources: Company data, Bloomberg, Thanachart estimates

**Ex 51: KTB – BUY, Price Bt11.40, TP Bt15.00**

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Pre Provision Profit	66,722	62,498	69,007	71,601
Net profit	16,732	22,563	28,436	31,921
Consensus NP	—	18,897	21,141	24,948
Diff frm cons (%)	—	19.4	34.5	27.9
Norm profit	16,732	22,563	28,436	31,921
Prev. Norm profit	—	16,386	15,955	19,175
Chg frm prev (%)	—	37.7	78.2	66.5
Norm EPS (Bt)	1.2	1.6	2.0	2.3
Norm EPS grw (%)	(42.9)	34.9	26.0	12.3
Norm PE (x)	9.5	7.1	5.6	5.0
P/BV (x)	0.5	0.4	0.4	0.4
Div yield (%)	2.4	3.3	4.1	7.0
ROE (%)	4.9	6.4	7.6	8.1
ROA (%)	0.5	0.7	0.8	0.8

Sources: Company data, Bloomberg, Thanachart estimates

**Ex 52: SCB – BUY, Price Bt128.00, TP Bt150.00**

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Pre Provision Profit	80,516	80,888	85,240	86,582
Net profit	27,218	30,753	34,390	37,073
Consensus NP	—	33,379	36,623	44,071
Diff frm cons (%)	—	(7.9)	(6.1)	(15.9)
Norm profit	27,218	30,753	34,390	37,073
Prev. Norm profit	—	30,654	34,091	36,705
Chg frm prev (%)	—	0.3	0.9	1.0
Norm EPS (Bt)	8.0	9.1	10.1	10.9
Norm EPS grw (%)	(24.6)	13.0	11.8	7.8
Norm PE (x)	16.0	14.1	12.6	11.7
P/BV (x)	1.1	1.0	0.9	0.9
Div yield (%)	1.8	2.1	2.4	4.3
ROE (%)	6.7	7.3	7.7	7.8
ROA (%)	0.9	0.9	1.0	1.1

Sources: Company data, Bloomberg, Thanachart estimates

**Ex 53: TISCO – BUY, Price Bt93.00, TP Bt110.00**

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Pre Provision Profit	10,894	10,825	10,314	10,676
Net profit	6,063	6,561	6,989	7,238
Consensus NP	—	6,567	6,964	7,502
Diff frm cons (%)	—	(0.1)	0.4	(3.5)
Norm profit	6,063	6,561	6,989	7,238
Prev. Norm profit	—	6,309	6,596	7,050
Chg frm prev (%)	—	4.0	6.0	2.7
Norm EPS (Bt)	7.6	8.2	8.7	9.0
Norm EPS grw (%)	(16.6)	8.2	6.5	3.6
Norm PE (x)	12.3	11.3	10.6	10.3
P/BV (x)	1.9	1.8	1.7	1.6
Div yield (%)	6.8	6.2	6.6	8.3
ROE (%)	15.4	16.3	16.5	16.3
ROA (%)	2.1	2.4	2.5	2.5

Sources: Company data, Bloomberg, Thanachart estimates

**Ex 54: TTB – HOLD, Price Bt1.15, TP Bt1.10**

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Pre Provision Profit	36,806	34,099	37,077	37,618
Net profit	10,112	9,304	10,742	12,275
Consensus NP	—	10,173	12,845	15,773
Diff frm cons (%)	—	(8.5)	(16.4)	(22.2)
Norm profit	10,112	9,304	10,742	12,275
Prev. Norm profit	—	9,373	10,014	13,064
Chg frm prev (%)	—	(0.7)	7.3	(6.0)
Norm EPS (Bt)	0.1	0.1	0.1	0.1
Norm EPS grw (%)	(31.0)	(8.0)	15.5	14.3
Norm PE (x)	11.0	11.9	10.3	9.0
P/BV (x)	0.5	0.5	0.5	0.5
Div yield (%)	3.9	3.9	4.2	5.5
ROE (%)	5.1	4.5	5.0	5.6
ROA (%)	0.6	0.5	0.6	0.7

Sources: Company data, Bloomberg, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## Valuation Comparison

## Ex 55: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG Code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		— ROE —		— Div. Yield —	
			21F (%)	22F (%)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (%)	22F (%)	21F (%)	22F (%)
BOC Hong Kong Holdings	2388 HK	Hong Kong	(2.9)	12.8	9.4	8.3	0.8	0.7	8.7	9.3	5.4	6.0
Bank of East Asia	23 HK	Hong Kong	75.3	1.4	7.2	7.1	0.3	0.3	4.4	4.6	7.8	6.3
China Citic Bank Corp	998 HK	Hong Kong	11.3	7.7	3.2	3.0	0.3	0.3	10.1	10.2	8.4	9.1
Hang Seng Bank	11 HK	Hong Kong	2.3	9.6	14.9	13.6	1.4	1.3	9.6	10.4	4.5	4.9
Industrial & Commercial Bk	1398 HK	Hong Kong	6.2	7.4	4.6	4.3	0.5	0.5	11.7	11.3	6.7	7.2
Axis Bank	AXSB IN	India	(6.2)	93.8	35.1	18.1	2.6	2.2	6.3	12.8	0.6	2.4
ICICI Bank	ICICIBC IN	India	15.9	(2.5)	23.1	23.7	na	na	14.1	13.8	0.5	0.6
State Bank of India	SBIN IN	India	(97.8)	63.7	18.1	11.0	1.6	1.4	8.7	13.0	0.7	1.2
Bank Central Asia	BBCA IJ	Indonesia	(78.2)	492.5	137.1	23.1	7.1	3.6	5.7	16.5	0.1	1.9
Bank Danamon	BDMN IJ	Indonesia	86.2	na	10.7	na	0.6	na	5.7	na	1.7	na
Bank Internasional	BNII IJ	Indonesia	77.2	na	1.5	na	0.2	na	13.2	na	34.5	na
Bank Mandiri	BMRI IJ	Indonesia	77.2	245.4	25.8	7.5	3.2	0.8	13.2	11.5	2.0	3.2
Bank Pan	PNBN IJ	Indonesia	77.2	245.4	3.2	0.9	0.4	0.1	13.2	11.5	15.8	26.0
Bank Rakyat	BBRI IJ	Indonesia	53.3	245.4	16.4	4.8	2.1	0.5	13.2	11.5	3.1	5.1
Bank Negara	BBNI IJ	Indonesia	176.9	61.7	10.4	6.4	0.8	0.7	8.1	11.5	2.0	3.7
CIMB Group Holdings	CIMB MK	Malaysia	284.6	15.1	10.4	9.0	0.8	0.8	8.2	8.6	4.3	5.0
Hong Leong Bank	HLBK MK	Malaysia	(1.0)	10.9	13.6	12.2	1.3	1.2	10.2	10.4	2.4	3.0
Malayan Banking	MAY MK	Malaysia	na	na	na	10.5	na	1.0	na	9.8	na	7.5
Public Bank	PBKF MK	Malaysia	(77.1)	11.8	na	na	na	na	11.4	12.1	na	na
Industrial Bank of Korea	024110 KS	S Korea	29.0	(0.5)	4.0	4.0	0.3	0.3	8.0	7.5	6.2	6.4
DBS Group Holdings	DBS SP	Singapore	41.1	3.7	11.5	11.0	1.4	1.3	12.1	12.1	3.9	4.5
Oversea-Chinese Banking	OCBC SP	Singapore	37.5	7.5	10.6	9.8	1.0	1.0	9.9	10.1	4.4	4.8
United Overseas Bank	UOB SP	Singapore	37.8	12.2	11.1	9.9	1.0	1.0	9.5	10.2	4.7	5.2
Bank of Ayudhya	BAY TB*	Thailand	3.4	3.5	10.4	10.1	0.8	0.7	7.9	7.6	2.6	2.5
Bangkok Bank	BBL TB*	Thailand	41.4	12.4	9.3	8.3	0.5	0.5	5.3	5.7	3.0	3.4
KASIKORNBANK	KBANK TB*	Thailand	18.7	10.6	9.2	8.3	0.7	0.6	7.7	8.0	3.3	3.6
Kiatnakin Bank	KKP TB*	Thailand	7.1	15.3	8.5	7.4	0.9	0.9	11.4	12.1	4.3	5.0
Krung Thai Bank	KTB TB*	Thailand	34.9	26.0	7.1	5.6	0.4	0.4	6.4	7.6	3.3	4.1
Siam Commercial Bank	SCB TB*	Thailand	13.0	11.8	14.1	12.6	1.0	0.9	7.3	7.7	2.1	2.4
Tisco Financial Group	TISCO TB*	Thailand	8.2	6.5	11.3	10.6	1.8	1.7	16.3	16.5	6.2	6.6
TMBThanachart Bank	TTB TB*	Thailand	(8.0)	15.5	11.9	10.3	0.5	0.5	4.5	5.0	3.9	4.2
<b>Average</b>			<b>31.5</b>	<b>58.8</b>	<b>16.0</b>	<b>9.7</b>	<b>1.2</b>	<b>0.9</b>	<b>9.4</b>	<b>10.3</b>	<b>5.1</b>	<b>5.2</b>

Source: Bloomberg

Note: \* Thanachart estimates , using Thanachart normalized EPS

Based on 27 September 2021 closing prices

หมายเหตุ: บริษัททุนธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำทวีตวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

## STOCK PERFORMANCE

	Absolute (%)				Rel SET (%)			
	1M	3M	12M	YTD	1M	3M	12M	YTD
<b>SET Index</b>	<b>0.5</b>	<b>2.6</b>	<b>28.3</b>	<b>11.8</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>
<b>BANK Index</b>	<b>9.2</b>	<b>13.0</b>	<b>52.8</b>	<b>16.8</b>	<b>8.6</b>	<b>10.4</b>	<b>24.5</b>	<b>5.0</b>
BAY	7.1	9.8	67.9	8.0	6.6	7.2	39.6	(3.8)
BBL	0.9	3.9	17.9	0.0	0.3	1.4	(10.4)	(11.8)
KBANK	9.8	13.4	69.8	19.5	9.2	10.9	41.5	7.7
KKP	(0.9)	0.0	46.4	6.8	(1.4)	(2.6)	18.1	(5.0)
KTB	1.8	7.5	26.0	2.7	1.2	5.0	(2.3)	(9.1)
SCB	21.3	29.9	90.3	46.3	20.8	27.4	62.1	34.5
TISCO	(1.1)	5.1	43.1	5.1	(1.6)	2.5	14.8	(6.7)
TTB	7.5	1.8	23.7	6.5	6.9	(0.8)	(4.6)	(5.3)

Source: Bloomberg

## SECTOR - SWOT ANALYSIS

## S — Strength

- มีฐานทุนแข็งแกร่ง
- มีฐานเงินทุนที่แข็งแกร่ง

## O — Opportunity

- ขยายฐานรายได้ค่าธรรมเนียม
- เข้าสู่กลุ่มสินค้ามูลค่าเพิ่มมากขึ้น
- ขยายธุรกิจไปยังต่างประเทศ

## W — Weakness

- ขาดแคลนกำลังคนที่มีศักยภาพ
- มีการพัฒนานวัตกรรมทางด้านผลิตภัณฑ์ที่ช้า

## T — Threat

- เศรษฐกิจโลกถดถอย
- มาตรฐาน และหลักเกณฑ์ทางด้านบัญชีใหม่

## REGIONAL COMPARISON

Name	— EPS growth —		— PE —		— P/BV —		— ROE —		— Div. Yield —	
	21F (%)	22F (%)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (%)	22F (%)
Hong Kong	18.4	7.8	7.9	7.3	0.7	0.6	8.9	9.2	6.6	6.7
India	(29.3)	51.6	25.4	17.6	2.1	1.8	9.7	13.2	0.0	1.4
Indonesia	67.1	258.1	29.3	8.5	2.0	1.2	10.3	12.5	8.5	na
Malaysia	68.8	12.6	12.0	10.6	1.1	1.0	9.9	10.2	3.3	5.2
S. Korea	29.0	(0.5)	4.0	4.0	0.3	0.3	8.0	7.5	6.2	6.4
Singapore	38.8	7.8	11.0	10.2	1.1	1.1	10.5	10.8	4.3	4.8
Thailand	14.8	12.7	10.2	9.2	0.8	0.8	8.3	8.8	3.6	4.0
<b>Average</b>	<b>29.7</b>	<b>50.0</b>	<b>14.3</b>	<b>9.6</b>	<b>1.2</b>	<b>1.0</b>	<b>9.4</b>	<b>10.3</b>	<b>4.6</b>	<b>4.7</b>
BAY	3.4	3.5	10.4	10.1	0.8	0.7	7.9	7.6	2.6	2.5
BBL	41.4	12.4	9.3	8.3	0.5	0.5	5.3	5.7	3.0	3.4
KBANK	18.7	10.6	9.2	8.3	0.7	0.6	7.7	8.0	3.3	3.6
KKP	7.1	15.3	8.5	7.4	0.9	0.9	11.4	12.1	4.3	5.0
KTB	34.9	26.0	7.1	5.6	0.4	0.4	6.4	7.6	3.3	4.1
SCB	13.0	11.8	14.1	12.6	1.0	0.9	7.3	7.7	2.1	2.4
TISCO	8.2	6.5	11.3	10.6	1.8	1.7	16.3	16.5	6.2	6.6
TTB	(8.0)	15.5	11.9	10.3	0.5	0.5	4.5	5.0	3.9	4.2
<b>Average*</b>	<b>14.8</b>	<b>12.7</b>	<b>10.2</b>	<b>9.2</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>8.3</b>	<b>8.8</b>	<b>3.6</b>	<b>4.0</b>

Sources: Bloomberg Consensus

Note: \* Thanachart estimate – using normalized EPS

Based on 27 September 2021 closing prices

**HOLD** (From: BUY)

**TP: Bt 34.00** (Unchanged)

**28 SEPTEMBER 2021**

**Change in Recommendation**

**Upside : 0.7%**

# Bank of Ayudhya Pcl (BAY TB)

## นำเสนอใจน้อยลง

เนื่องจากสภาพคล่องที่สูงมาก การสูญเสียส่วนแบ่งตลาด และอัตราผลตอบแทนจากสินเชื่อเพื่อการอุปโภคบริโภคที่ลดลง BAY จึงกำลังเผชิญกับแรงกดดันอย่างมากต่อ NIM ด้วยข้อขายสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่ม และมีกำไรที่เติบโตต่ำกว่า เราจึงปรับลดคำแนะนำ BAY เป็น "ถือ" จากซื้อ



**SARACHADA SORNSONG**

662 – 779 9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

### ปรับลดคำแนะนำเป็น "ถือ"

เราปรับลดคำแนะนำ BAY เป็น "ถือ" โดยมีราคาเป้าหมายเดิมที่ 34 บาท 1) เรื่องราวที่นำขึ้นต้นของ BAY ได้จับลงหลังการขาย TIDLOR แล้วเสร็จ และรับรู้ถึงกำไรจากการลงทุนจำนวนมากใน 2Q21 แล้ว ธนาคารพอใจกับการถือหุ้น 30% ใน TIDLOR และไม่มีแผนที่จะขายบริษัทในเครือที่ให้สินเชื่อเพื่อการอุปโภคบริโภค 2) ด้วยผลของการปรับลดอัตราดอกเบี้ย Prime rate อัตราผลตอบแทนจากการปล่อยสินเชื่อเพื่อการอุปโภคบริโภคจึงลดลง และมีสภาพคล่องส่วนเกินสูงมาก ซึ่งทำให้ NIM ของ BAY หดตัวอย่างมาก และเรามองว่ายังอาจลดลงได้อีกมาก 3) ด้วยความระมัดระวังในการพิจารณาสินเชื่อรายย่อย การสูญเสียส่วนแบ่งตลาดสินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์ให้คู่แข่ง และการลงทุนที่ช้าของบริษัทญี่ปุ่น ทำให้การเติบโตของสินเชื่อของ BAY เกือบจะทรงตัวในปี เราคาดสินเชื่อจะเติบโต 5-6% แต่กำไรจะเติบโตเพียง 3-4% ในปี 2022-23F และ 4) BAY ข้อขายที่ P/BV to ROE ที่สูงกว่ากลุ่มฯ 10% โดยมีผลตอบแทนปันผลที่ต่ำกว่าที่ 0.7%

### แรงกดดันต่อ NIM

หลังจากอัปเดตเป็น D-SIBs แล้ว BAY ได้ปรับลดอัตราดอกเบี้ย Prime rate ให้เท่ากับธนาคารขนาดใหญ่ ประกอบกับเพดานอัตราดอกเบี้ยบัตรเครดิตและสินเชื่อส่วนบุคคลที่ลดลง (10% ของสินเชื่อของ BAY) อัตราผลตอบแทนการปล่อยสินเชื่อของ BAY จึงลดลงจากระดับที่สูงกว่า 6% ในปี 2018 เป็น 5.7% ในปี 2020 และ 5.2% ในปีนี้ เนื่องจากสินทรัพย์/หนี้สินของบริษัทญี่ปุ่นในเครือของ BAY ที่ติดลบ และการสูญเสียส่วนแบ่งตลาดในสินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์ NIM ของ BAY จึงกำลังลดลงจาก 3.4% ในปี 2019 และ 3.3% ในปี 2020 เป็น 2.9% ในปีนี้

### สินเชื่อฟื้นตัว

พอร์ตสินเชื่อของ BAY, 50% เป็นสินเชื่อเชิงพาณิชย์ (สินเชื่อเพื่อธุรกิจขนาดใหญ่ + SME) และ 50% เป็นสินเชื่อรายย่อย ด้วยมาตรการล็อกดาวน์ที่ผ่อนคลายลง การกลับมาเปิดประเทศอีกครั้ง และภาพรวมเศรษฐกิจที่ปรับตัวดีขึ้น เราจึงคาดว่า BAY จะมีสินเชื่อฟื้นตัวที่ 5-6% ในปี 2021-23F อีกทั้งเรายังคาดว่าจะเห็นการฟื้นตัวของรายได้ค่าธรรมเนียมที่ดี และประสิทธิภาพด้านต้นทุนที่ดีขึ้นในอีกสามปีข้างหน้า แต่ด้วยอัตรากำไรที่ลดลงอย่างมาก เราจึงคาดว่ากำไรของ BAY จะเติบโตเพียง 3-4% จากปี 2021-23F

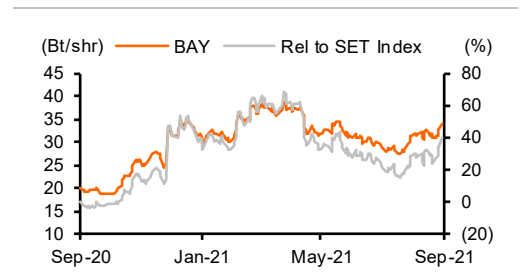
### งบดุลแข็งแกร่งเป็นเบาะรองรับที่ดี

งบดุลของ BAY เป็นหนึ่งในงบดุลที่แข็งแกร่งที่สุดของเรา สินเชื่อที่อยู่ในแผนช่วยเหลือของ BAY มีสัดส่วน 11% ณ 2Q20 อัตราส่วน NPL ต่ำกว่าธนาคารใหญ่อื่นอย่างมาก โดยอยู่ที่เพียง 2.5% ในปีนี้ และเพิ่มขึ้นเป็น 2.8% ในปี 2022 และ 3.1% ในปี 2023 แม้ว่าจะมี NPL ที่ต่ำกว่า แต่ BAY ยังคงนโยบายการกันสำรองล่วงหน้า Credit cost อยู่ที่ 1.8% ในปี 2020 ลดลงเล็กน้อยมาอยู่ที่ 1.7% ใน 1H21 เช่นเดียวกับธนาคารอื่นๆ เราคาดว่า credit cost ของ BAY จะลดลง แต่อัตราส่วน loan loss coverage ของธนาคารอาจสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มฯ ที่มากกว่า 150%

### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Pre Provision Profit	63,999	60,027	61,885	63,151
Net profit	23,040	32,004	24,644	25,625
Consensus NP	—	30,700	25,128	27,872
Diff frm cons (%)	—	4.2	(1.9)	(8.1)
Norm profit	23,040	23,819	24,644	25,625
Prev. Norm profit	—	20,978	19,336	23,671
Chg frm prev (%)	—	13.5	27.5	8.3
Norm EPS (Bt)	3.1	3.2	3.4	3.5
Norm EPS grw (%)	(10.9)	3.4	3.5	4.0
Norm PE (x)	10.8	10.4	10.1	9.7
P/BV (x)	0.9	0.8	0.7	0.7
Div yield (%)	1.0	2.6	2.5	2.6
ROE (%)	8.3	7.9	7.6	7.5
ROA (%)	0.9	0.9	0.9	0.9

### PRICE PERFORMANCE



### COMPANY INFORMATION

Price: as of 27-Sep-21 (Bt)	33.75
Market Cap (US\$ m)	7,408
Listed Shares (m shares)	7,355.8
Free Float (%)	23.1
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	1.1
12M Price H/L (Bt)	38.75/18.80
Sector	BANK
Major Shareholder	MUFG Bank 76.88%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

**กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ**

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



**Ex 1: 12-month DDM-based TP Calculation Using A Base Year Of 2022F**

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal Value
Dividend of common shares	6,281	6,284	7,636	11,376	14,609	19,302	27,906	34,150	37,532	41,257	47,059	47,059
Dividend of preferred shares	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Dividend payment	6,281	6,284	7,636	11,376	14,609	19,302	27,906	34,150	37,532	41,257	47,059	480,582
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.0											
WACC (%)	11.0											
Cost of equity	11.0											
Terminal growth (%)	2.0											
Equity value	249,897											
No. of shares (m)	7,356											
<b>Equity value / share (Bt)</b>	<b>34.00</b>											

Sources: Company data, Thanachart estimates

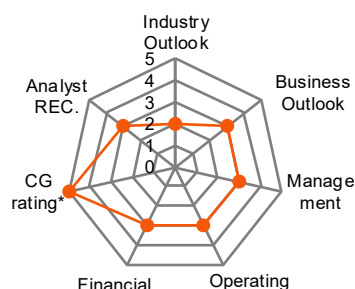
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน) ก่อตั้งเมื่อวันที่ 27 ม.ค. 1945 ด้วยทุนจดทะเบียนเริ่มแรก 1 ล้านบาท และเปิดดำเนินการในวันที่ 1 เม.ย.45 ธนาคารได้เข้าเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เมื่อวันที่ 26 ก.ย.1977 ณ เดือน มี.ค.13 ธนาคารมีทุนจดทะเบียนจำนวน 71 พันลพ. และทุนชำระแล้ว 61 พันลพ. หลังจากการเข้าซื้อ GE ซึ่งเป็น strategic partner ในปี 2007 BAY กลายเป็นผู้นำธุรกิจลูกค้ารายย่อยในประเทศไทย ธนาคารได้เข้าซื้อ Bank of Tokyo Mitsubishi UFJ (BTMU) และรวมการดำเนินงานในประเทศไทยของ BTMU ในปี 2015 พอร์ตสินเชื่อรวมของธนาคาร เป็นสินเชื่อเพื่อธุรกิจรายย่อย และสินเชื่อ SME 47% และ 53% เป็นสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่

Source: Thanachart

## COMPANY RATING



## Rating Scale

Excellent	5
Good	4
Fair	3
Weak	2
Very Weak	1
None	0

Source: Thanachart; \*CG Rating

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

## S — Strength

- เข้าถึงบริษัทญี่ปุ่นอย่างมาก
- มีสินเชื่อรายย่อยแข็งแกร่ง
- เข้าถึงเงินทุนราคาถูก ด้วยได้รับการสนับสนุนจาก BTMU มี Know-how ในนวัตกรรมของผลิตภัณฑ์

## O — Opportunity

- การให้กู้ยืมผ่านระบบดิจิทัล
- มีโอกาสทำ M&A

## W — Weakness

- ฐานต้นทุนการดำเนินงานสูง
- มี credit cost ที่สูงกว่าระดับเฉลี่ยของกลุ่มธนาคารพาณิชย์
- มีสัดส่วน CASA ที่ค่อนข้างต่ำ

## T — Threat

- เศรษฐกิจโลกเข้าสู่ภาวะถดถอย
- มาตรฐานบัญชี และหลักเกณฑ์ทางบัญชีใหม่

## CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	34.71	34.00	-2%
Net profit 21F (Bt m)	30,700	32,004	4%
Net profit 22F (Bt m)	25,128	24,644	-2%
Consensus REC	BUY: 5	HOLD: 3	SELL: 0

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- เรารวมการบริหารจัดการกันสำรองก่อนตลาด ด้วยเหตุนี้ การคาดการณ์ของเราจึงสูงกว่าสำหรับปี 2021F

## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- Downside risk จากเศรษฐกิจชะลอตัวซึ่งจะทำให้การบริโภคลดลง และส่งผลต่อภาคธุรกิจ ทำให้เกิดความเสี่ยงต่อการประมาณการของเรา
- ในกรณีที่ BAY สามารถปรับปรุง NIM ได้มากกว่าที่เราคิด จะเป็น upside ต่อประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

## INCOME STATEMENT

	FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<i>NIM under pressure</i>						
Interest and Dividend Income		110,455	108,062	100,471	102,974	108,053
Interest Expenses		34,032	26,758	22,378	22,696	26,403
<b>Net Interest Income</b>		<b>76,423</b>	<b>81,304</b>	<b>78,092</b>	<b>80,278</b>	<b>81,650</b>
% of total income		68.5%	72.3%	71.3%	71.2%	70.5%
Gain on Investment		607	109	200	210	221
Fee Income		21,777	17,564	16,571	17,238	18,227
Gain on Exchange		4,350	4,112	4,300	4,343	4,386
Others		8,207	9,102	10,000	10,300	10,815
<b>Non-interest Income</b>		<b>35,151</b>	<b>31,160</b>	<b>31,471</b>	<b>32,511</b>	<b>34,090</b>
% of total income		31.5%	27.7%	28.7%	28.8%	29.5%
<b>Total Income</b>		<b>111,574</b>	<b>112,464</b>	<b>109,563</b>	<b>112,789</b>	<b>115,740</b>
Operating Expenses		52,169	48,465	49,536	50,904	52,589
<b>Pre-provisioning Profit</b>		<b>59,405</b>	<b>63,999</b>	<b>60,027</b>	<b>61,885</b>	<b>63,151</b>
Provisions		28,203	36,644	32,283	33,414	33,803
<b>Pre-tax Profit</b>		<b>31,202</b>	<b>27,355</b>	<b>27,744</b>	<b>28,471</b>	<b>29,348</b>
Income Tax		6,380	5,538	5,549	5,694	5,870
After Tax Profit		24,822	21,817	22,195	22,777	23,478
Equity Income		1,409	1,523	1,623	1,867	2,147
Minority Interest		(383)	(300)	0	0	0
Extraordinary Items		6,900	0	8,185	0	0
<b>NET PROFIT</b>		<b>32,749</b>	<b>23,040</b>	<b>32,004</b>	<b>24,644</b>	<b>25,625</b>
<b>Normalized Profit</b>		<b>25,849</b>	<b>23,040</b>	<b>23,819</b>	<b>24,644</b>	<b>25,625</b>
EPS (Bt)		4.5	3.1	4.4	3.4	3.5
Normalized EPS (Bt)		3.5	3.1	3.2	3.4	3.5

## BALANCE SHEET

	FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<i>Loan growth looks set to improve next year</i>						
<b>ASSETS:</b>						
<b>Liquid Items</b>		<b>365,262</b>	<b>553,718</b>	<b>615,000</b>	<b>629,000</b>	<b>641,000</b>
cash & cash equivalents		33,830	30,333	30,000	30,000	30,000
interbank & money market		331,431	523,385	585,000	599,000	611,000
Securities under resale agreeme		0	0	0	0	0
Investments		130,292	176,465	184,870	193,680	202,916
<b>Net loans</b>		<b>1,754,976</b>	<b>1,765,623</b>	<b>1,768,024</b>	<b>1,856,780</b>	<b>1,956,035</b>
Gross and accrued interest		1,822,360	1,842,030	1,852,732	1,949,647	2,056,073
Provisions for doubtful		67,384	76,407	84,708	92,867	100,038
Fixed assets - net		32,530	34,562	33,133	31,703	29,350
Other assets		76,532	79,006	85,000	86,700	88,434
<b>Total assets</b>		<b>2,359,592</b>	<b>2,609,374</b>	<b>2,686,028</b>	<b>2,797,863</b>	<b>2,917,735</b>
<b>LIABILITIES:</b>						
<b>Liquid Items</b>		<b>1,822,808</b>	<b>2,083,682</b>	<b>2,127,237</b>	<b>2,219,752</b>	<b>2,319,391</b>
Deposit		1,566,885	1,834,505	1,890,937	1,978,468	2,073,003
Interbank & money market		252,121	243,570	232,000	236,640	241,373
Liability payable on demand		3,802	5,607	4,300	4,644	5,016
Borrow ings		175,667	146,119	150,701	150,658	150,550
Other liabilities		89,001	90,394	91,394	92,394	93,394
<b>Total liabilities</b>		<b>2,087,476</b>	<b>2,320,195</b>	<b>2,369,332</b>	<b>2,462,804</b>	<b>2,563,335</b>
Minority interest		1,326	1,635	1,635	1,635	1,635
<b>Shareholders' equity</b>		<b>270,790</b>	<b>287,544</b>	<b>315,061</b>	<b>333,424</b>	<b>352,766</b>
Preferred capital		-	-	-	-	-
Paid-in capital		73,558	73,558	73,558	73,558	73,558
Share premium		52,879	52,879	52,879	52,879	52,879
Surplus/ Others		4,312	4,271	4,271	4,271	4,271
Retained earnings		140,041	156,836	184,352	202,716	222,057
<b>Liabilities &amp; equity</b>		<b>2,359,592</b>	<b>2,609,374</b>	<b>2,686,028</b>	<b>2,797,863</b>	<b>2,917,735</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates



**VALUATION**

<b>FY ending Dec</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>
Normalized PE (x)	9.6	10.8	10.4	10.1	9.7
Normalized PE - at target price (x)	9.7	10.9	10.5	10.1	9.8
PE (x)	7.6	10.8	7.8	10.1	9.7
PE - at target price (x)	7.6	10.9	7.8	10.1	9.8
P/PPP (x)	4.2	3.9	4.1	4.0	3.9
P/PPP - at target price (x)	4.2	3.9	4.2	4.0	4.0
P/BV (x)	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
P/BV - at target price (x)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
Dividend yield (%)	2.5	1.0	2.6	2.5	2.6
Market cap / net loans (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Market cap / deposit (x)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	3.5	3.1	3.2	3.4	3.5
EPS	4.5	3.1	4.4	3.4	3.5
DPS	0.9	0.4	0.9	0.8	0.9
PPP/Share	8.1	8.7	8.2	8.4	8.6
BV/Share	36.8	39.1	42.8	45.3	48.0

*Above the sector's mean***FINANCIAL RATIOS**

<b>FY ending Dec</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>
<b>Growth Rate (%)</b>					
Net interest income (NII)	1.5	6.4	(4.0)	2.8	1.7
Non-interest income (Non-II)	3.8	(11.4)	1.0	3.3	4.9
Operating expenses	0.8	(7.1)	2.2	2.8	3.3
Pre-provisioning profit (PPP)	3.4	7.7	(6.2)	3.1	2.0
Net profit	32.0	(29.6)	38.9	(23.0)	4.0
Normalized profit growth	4.2	(10.9)	3.4	3.5	4.0
EPS	32.0	(29.6)	38.9	(23.0)	4.0
Normalized EPS	4.2	(10.9)	3.4	3.5	4.0
Dividend payout ratio	19.1	11.2	20.0	25.0	25.0
Loan - gross	8.7	0.8	0.6	5.3	5.5
Loan - net	8.7	0.6	0.1	5.0	5.3
Deposit	9.9	17.1	3.1	4.6	4.8
NPLs	7.5	10.5	15.0	15.0	5.0
Total assets	8.6	10.6	2.9	4.2	4.3
Total equity	11.6	6.2	9.6	5.8	5.8
<b>Operating Ratios (%)</b>					
Net interest margin (NIM)	3.4	3.3	2.9	2.9	2.9
Net interest spread	4.7	4.8	4.6	4.6	4.6
Yield on earnings assets	5.1	4.5	3.9	3.9	3.9
Avg cost of fund	1.8	1.3	1.0	1.0	1.1
NII / operating income	68.5	72.3	71.3	71.2	70.5
Non-II / operating income	31.5	27.7	28.7	28.8	29.5
Fee income / operating income	19.5	15.6	15.1	15.3	15.7
Normalized net margin	23.2	20.5	21.7	21.8	22.1
Cost-to-income	46.8	43.1	45.2	45.1	45.4
Credit cost - provision exp / loans	1.6	2.0	1.8	1.7	1.7
PPP / total assets	2.6	2.6	2.3	2.3	2.2
PPP / total equity	23.1	22.9	19.9	19.1	18.4
ROA	1.1	0.9	0.9	0.9	0.9
ROE	10.1	8.3	7.9	7.6	7.5

*Better cost control*

Sources: Company data, Thanachart estimates

## FINANCIAL RATIOS

	FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>Liquidity and Quality Ratio (%)</b>						
<i>Solid balance sheet</i>	Loan-to-deposit	116.0	99.9	97.6	98.2	98.8
	Loan-to-deposit & S-T borrowing	116.0	99.9	97.5	98.2	98.8
	Net loan / assets	74.4	67.7	65.8	66.4	67.0
	Net loan / equity	648.1	614.0	561.2	556.9	554.5
	Investment / assets	5.5	6.8	6.9	6.9	7.0
	Deposit / liabilities	75.1	79.1	79.8	80.3	80.9
	Liabilities / equity	770.9	806.9	752.0	738.6	726.6
	Net interbank lender (Bt m)	79,310	279,815	353,000	362,360	369,627
	Tier 1 CAR	13.3	14.5	16.2	16.5	16.9
	Tier 2 CAR	4.6	4.6	1.2	1.2	1.1
	Total CAR	17.8	19.1	17.4	17.7	18.0
	NPLs (Bt m)	41,334	45,672	52,523	60,401	63,421
	NPLs / Total loans (NPL Ratio)	2.3	2.5	2.8	3.1	3.1
	Loan-Loss-Coverage	163.0	167.3	161.3	153.8	157.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

**BUY** (Unchanged)

Change in Numbers

**TP: Bt 150.00** (From: Bt 120.00)

**Upside : 17.2%**

**28 SEPTEMBER 2021**

# Siam Commercial Bank (SCB TB)

## ปรับโครงสร้างองค์กร

เราขอแนะนำการปรับโครงสร้างองค์กรของ SCB ในการเปลี่ยนธนาคารให้เป็น SCBX- บริษัท โฮลดิ้งด้าน FinTech ซึ่งจะช่วยปลดล็อกธนาคารจากการเติบโตและกับดักมูลค่า ในทวีแควระนี้ เราแสดงมูลค่าที่เพิ่มขึ้นจากการแยกธุรกิจหลักที่เติบโต และได้ราคาเป้าหมายใหม่ที่ 150 บาท แนะนำ "ซื้อ" และเป็น Top Sector Pick ของเรา



**SARACHADA SORNSONG**

662 - 779 9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

### แผนการปรับโครงสร้างองค์กร

บอร์ด SCB อนุมัติจัดตั้ง SCBX เป็นบริษัทแม่ โดยมีธนาคาร SCB เป็นบริษัทย่อย 100% โดยจะดำเนินการผ่านการแลกเปลี่ยนหุ้นแบบ 1:1 เนื่องจาก SCB จะถูกเพิกถอนหากได้รับการอนุมัติจากผู้ถือหุ้น 90% ในการประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้นประจำเดือนพฤศจิกายน และ SCBX จะเป็นนิติบุคคลใหม่ SCB จะจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลเป็นกรณีพิเศษ 70 พันลพ. โดย 50 พันลพ. จะใช้ในการทำเรื่องการโอนธุรกิจ จัดตั้งบริษัทใหม่ และการลงทุนใหม่ ที่เหลืออีก 20 พันลพ. ยังคงอยู่ที่ SCBX สำหรับการลงทุน และเป็นเงินปันผลในอนาคต หลังการปรับโครงสร้างองค์กร SCBX จะประกอบด้วยธุรกิจธนาคารทั่วไปที่เป็นธุรกิจทำเงิน และสองเสาหลักที่มีการเติบโต ได้แก่ 1) สินเชื่อเพื่อผู้บริโภคและบริการทางการเงินดิจิทัล และ 2) บริการแพลตฟอร์มดิจิทัลและเทคโนโลยี

### ประโยชน์ที่สำคัญคืออะไร?

เรามองว่าการปรับโครงสร้างครั้งนี้เป็นการปลดล็อกทั้งการเติบโตและมูลค่า 1) ธนาคารจะสามารถใช้สภาพคล่องส่วนเกินได้ดีขึ้น และจัดสรรเงินทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น 2) ธุรกิจสินเชื่อเพื่อผู้บริโภคที่แยกออกจากกันภายใต้บริษัทย่อย "X" และการร่วมทุนจะช่วยให้มีความยืดหยุ่น คล่องตัว และมีแนวคิดของการเป็นผู้ประกอบการ โอกาสในการเติบโตจะไม่ถูกขัดขวางด้วยข้อจำกัดด้านกฎระเบียบของธนาคารอีกต่อไป ดังนั้นบริษัทฯ จึงสามารถเจาะตลาดสินเชื่อซับไพรม์ที่มีความต้องการของลูกค้าอยู่แต่มีผู้ตอบสนองน้อย (blue ocean) และเข้าถึงกลุ่มผู้ไม่มีบัญชีธนาคาร (Unbanked), ซึ่งคิดเป็นราว 80% ของประชากรทั้งหมด นี้ยังไม่รวมถึงแผนที่จะพัฒนาความร่วมมือและแสวงหาโอกาสในการเติบโตในต่างประเทศ และ 3) เราเห็นมูลค่าเพิ่มที่ชัดเจนของสองเสาหลักผ่านการได้รับการ re-rating การเสนอขายหุ้น IPO และการเป็น start-up unicorns

### ราคาเป้าหมาย sum-of-the-parts อยู่ที่ 150 บาท

เรายังคงคาดการณ์กำไรเช่นเดิมเพื่อรอรายละเอียดเพิ่มเติมหลังการปรับโครงสร้างองค์กรแล้วเสร็จ ในทวีแควระนี้เราได้แสดงรายละเอียดการวิเคราะห์ที่ว่าเราเห็นกำไรและมูลค่าเพิ่มของสองเสาหลักการเติบโตอย่างไร โดยสรุป เรามองว่าการปรับโครงสร้างองค์กรจะเพิ่มกำไรของ SCBX ขึ้น 3-10% และเพิ่ม ROE จาก 7% ในปีนี้ เป็น 11% ในปี 2026F จากราคาเป้าหมาย sum-of-the-part เราให้มูลค่าธุรกิจธนาคารที่ 100 บาท (ลดลงจาก 120 บาทในปัจจุบัน) สินเชื่อเพื่อผู้บริโภคและบริการทางการเงินดิจิทัล 40 บาท และบริการแพลตฟอร์มดิจิทัลและเทคโนโลยี 10 บาท

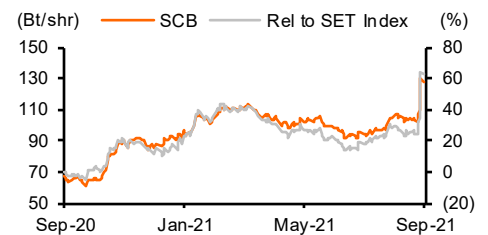
### Upside จากปันผลจ่าย

เนื่องจากความกังวลต่อเสถียรภาพเงินทุนในช่วงการระบาดของโควิด-19 ชปท. จึงได้จำกัดอัตราการจ่ายเงินปันผลของธนาคาร ส่งผลให้อัตราการจ่ายเงินปันผลของ SCB ลดลงเหลือ 29% ในปี 2020 จาก 52% ในปี 2019 การปรับโครงสร้างองค์กรเป็นบริษัทโฮลดิ้งจะเป็นการเปิดทางให้ SCBX จ่ายปันผลเพิ่มขึ้น เนื่องจากบริษัทในเครือที่ไม่ใช่ธนาคารไม่มีกำหนดเงินปันผลสูงสุด

### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Pre Provision Profit	80,516	80,888	85,240	86,582
Net profit	27,218	30,753	34,390	37,073
Consensus NP	—	33,379	36,623	44,071
Diff frm cons (%)	—	(7.9)	(6.1)	(15.9)
Norm profit	27,218	30,753	34,390	37,073
Prev. Norm profit	—	30,654	34,091	36,705
Chg frm prev (%)	—	0.3	0.9	1.0
Norm EPS (Bt)	8.0	9.1	10.1	10.9
Norm EPS grw (%)	(24.6)	13.0	11.8	7.8
Norm PE (x)	16.0	14.1	12.6	11.7
P/BV (x)	1.1	1.0	0.9	0.9
Div yield (%)	1.8	2.1	2.4	4.3
ROE (%)	6.7	7.3	7.7	7.8
ROA (%)	0.9	0.9	1.0	1.1

### PRICE PERFORMANCE

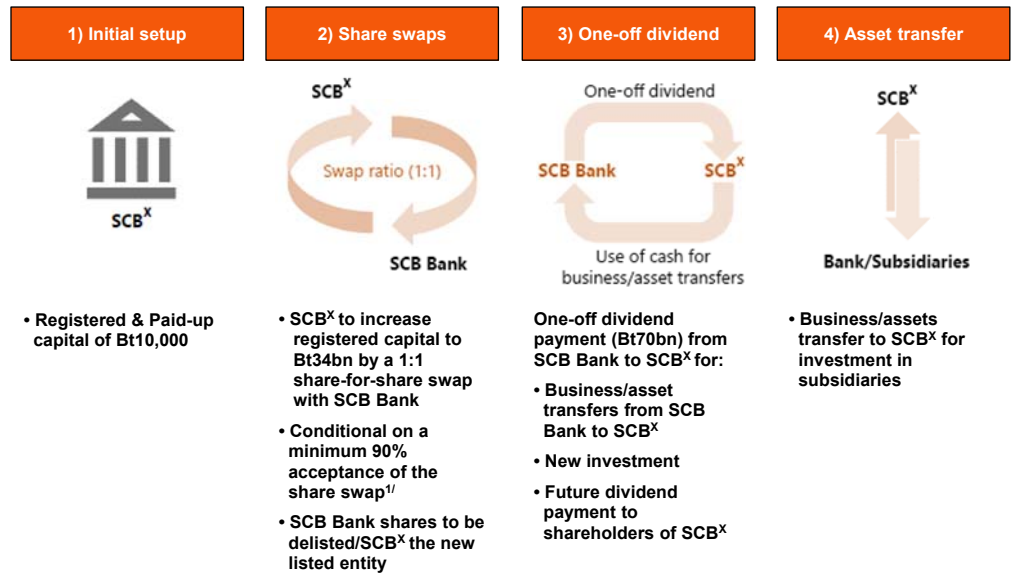


### COMPANY INFORMATION

Price: as of 27-Sep-21 (Bt)	128.00
Market Cap (US\$ m)	12,970
Listed Shares (m shares)	3,395.6
Free Float (%)	76.6
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	46.2
12M Price H/L (Bt)	130.00/60.75
Sector	BANK
Major Shareholder	HM King Maha Vajiralongkorn
	Bodindradebayavarangkun 23.38%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

**Ex 1: Transformation Process**



Source: Company data

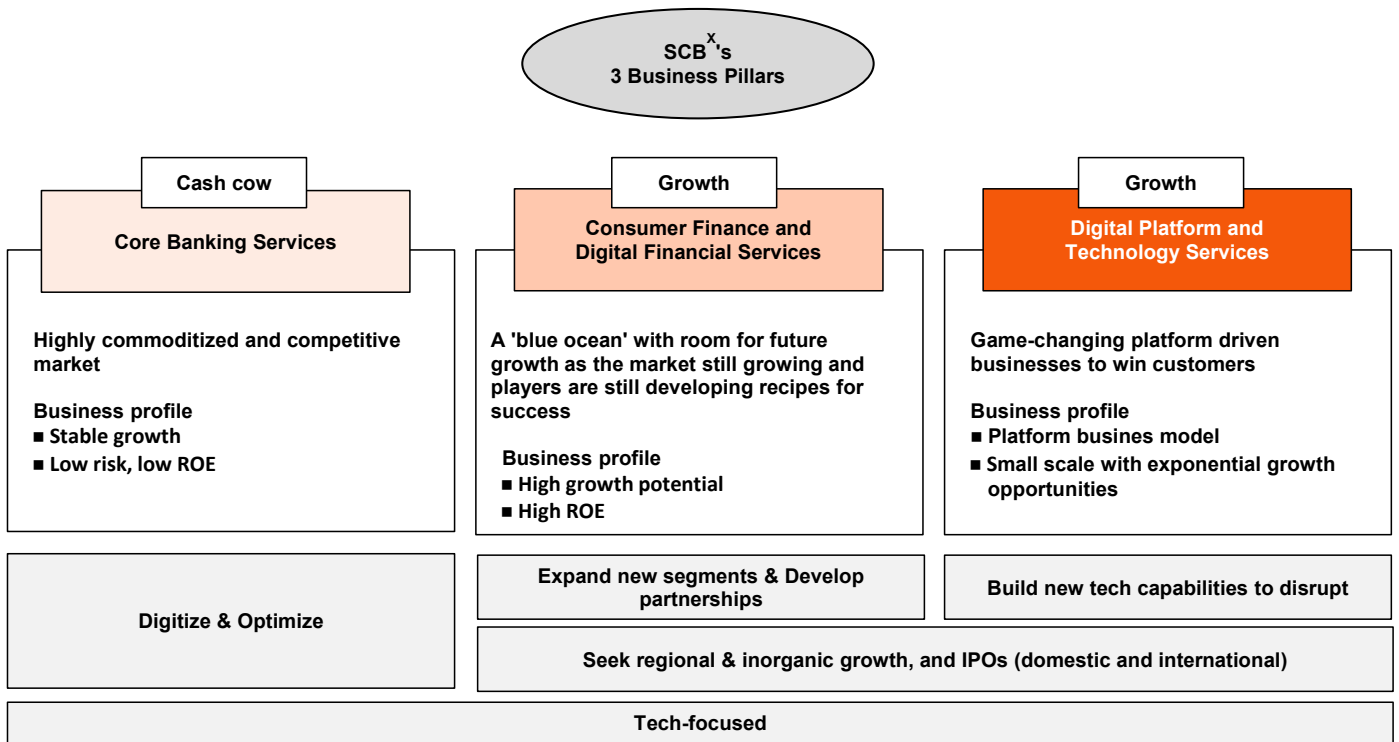
Note: <sup>1/</sup> vs. minimum legal requirement of 75%

**Ex 2: Key Milestones For The Transaction**

Indicative timeline	Key milestones
3Q21	Board approval on 22 September
4Q21	Shareholder approval at EGM on 15 November SEC filing (mid-November)
1Q22	Tender offer (January 2022) Listing of SCB <sup>x</sup> / Delisting of SCB (February 2022)
2Q22	One-off dividend payment to SCB <sup>x</sup> Business / asset transfer

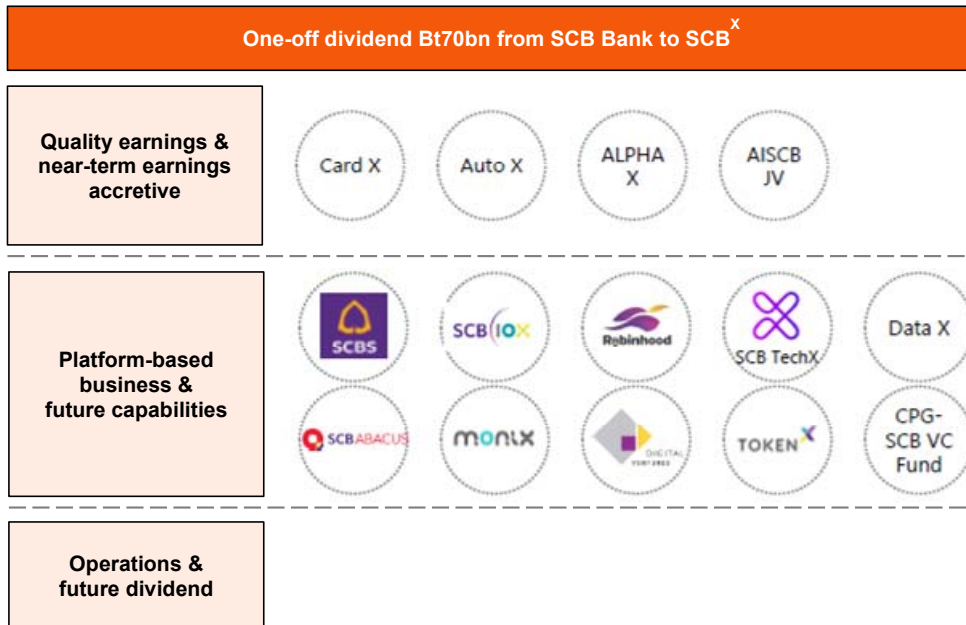
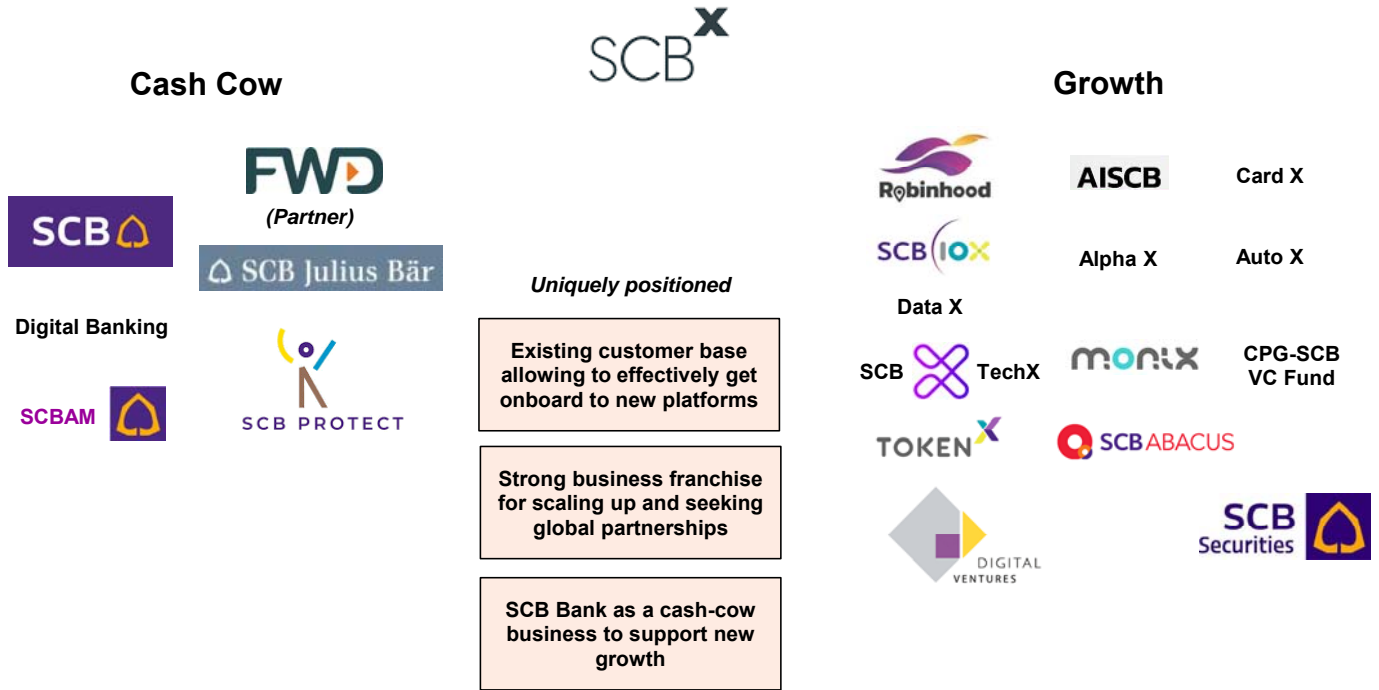
Sources: Company data

**Ex 3: Three Business Pillars**



Source: Company data

Ex 4: Cash Cow And New Growth Subsidiaries and Portfolios



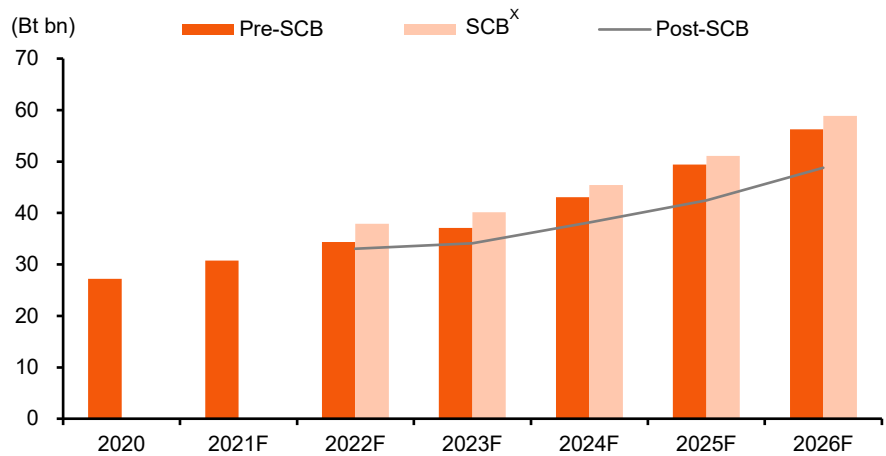
Source: Company data

**Ex 5: Five-year Vision**



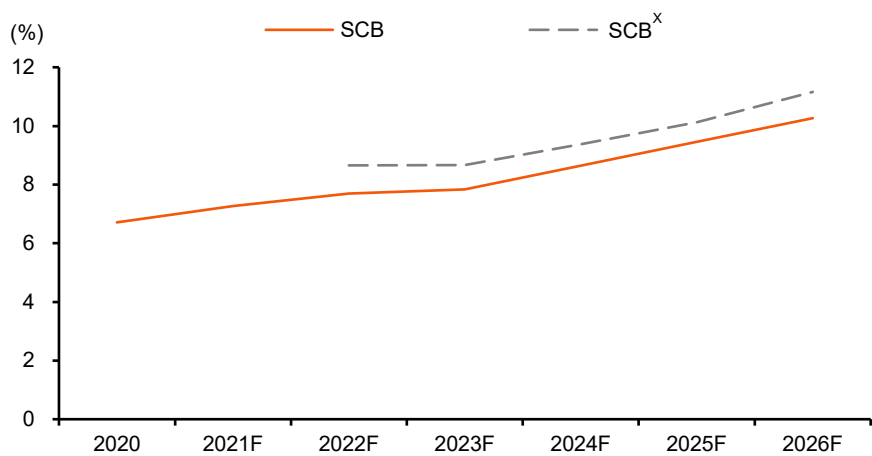
Source: Company data

**Ex 6: Pre Vs. Post-Reorganization Profits Over The Next Five Years**

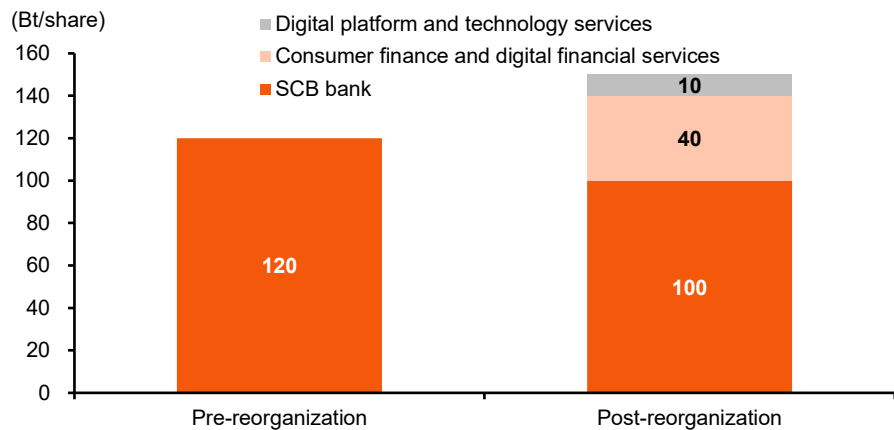


Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 7: ROE Lifted**



Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 8: Clear Value Accretion Post-reorganization**

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 9: Card X's Profit Generation**

Card X	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Loans outstanding (Bt m)	124,200.00	134,136.00	144,866.88	156,456.23	168,972.73
Total income (Bt m)	17,023.24	18,772.60	20,692.92	22,800.33	25,112.50
Operating expenses (Bt m)	5,106.97	5,537.92	6,000.95	6,498.10	7,031.50
Net profits (Bt m)	3,571.41	4,149.22	4,799.97	5,531.89	6,354.11
Net spread (%)	12.16	12.46	12.76	13.06	13.36
Credit costs (%)	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00

Source: Thanachart estimates

**Ex 10: Auto X's Profit Generation**

Auto X	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Loans outstanding (Bt m)	2,000.00	6,000.00	12,000.00	20,000.00	24,000.00
Total income (Bt m)	132.42	646.26	1,349.09	2,385.05	3,244.44
Operating expenses (Bt m)	39.73	190.65	391.24	679.74	908.44
Net profits (Bt m)	58.16	316.49	670.28	1,204.25	1,676.80
Net spread (%)	15.66	14.66	13.66	13.66	13.66
Credit costs (%)	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

Source: Thanachart estimates



**Ex 11: Alpha X's Profit Generation**

Alpha X	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Loans outstanding (Bt m)	8,147.25	9,269.96	10,545.36	11,993.97	13,639.09
Total income (Bt m)	264.48	590.92	672.26	764.66	869.59
Operating expenses (Bt m)	79.34	174.32	194.96	217.93	243.49
Net profits (Bt m)	115.52	296.20	339.66	389.41	446.33
Net spread (%)	4.66	4.66	4.66	4.66	4.66
Credit costs (%)	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50

Source: Thanachart estimates

**Ex 12: AISCB's Profit Generation**

AISCB	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Loans outstanding (Bt m)	4,102.73	9,556.10	12,759.25	15,561.67	18,758.34
Total income (Bt m)	287.04	1,157.93	1,778.94	2,174.26	2,547.03
Operating expenses (Bt m)	86.11	347.38	533.68	652.28	764.11
Net profits (Bt m)	141.05	602.57	934.96	1,142.89	1,336.30
Net spread (%)	14.66	14.16	13.66	13.16	12.66
Credit costs (%)	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60

Source: Thanachart estimates

**Ex 13: SCBS's Profits Contribution**

SCBS	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Total trading volume (Bt m)	1,901,341.87	1,901,341.87	1,901,341.87	1,901,341.87	1,901,341.87
Brokerage market share (%)	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50
Total income (Bt m)	3,918.65	3,935.34	4,022.03	4,115.72	4,217.11
Operating expenses (Bt m)	2,549.53	2,521.21	2,593.22	2,669.43	2,750.27
Net profits (Bt m)	1,095.30	1,131.31	1,143.05	1,157.03	1,173.48

Source: Company data

**Ex 14: Total Profits Contribution Of The 2<sup>nd</sup> Growth Pillar**

Profits contribution to SCB <sup>x</sup> % ownership	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	
CARDX	100%	3,571.41	4,149.22	4,799.97	5,531.89	6,354.11
AUTOX	100%	58.16	316.49	670.28	1,204.25	1,676.80
ALPHAX	50%	57.76	148.10	169.83	194.70	223.16
AISCB	50%	70.52	301.29	467.48	571.45	668.15
SCBS	100%	1,095.30	1,131.31	1,143.05	1,157.03	1,173.48
<b>Total profits contribution</b>		<b>4,853.15</b>	<b>6,046.41</b>	<b>7,250.61</b>	<b>8,659.32</b>	<b>10,095.70</b>

Source: Company data

## Ex 15: Our SOTP TP Using A Base Year Of 2022F

Subsidiaries and JVs	% ownership	Intrinsic value (Bt m)	Holding value for SCB* (Bt m)	Remarks
1. Cash cow: SCB Bank	100%	339,289.29	339,289.29	DDM approach at a cost of equity of 12%
2. Consumer finance and digital financial services		153,680.90	137,703.89	Using a PE approach on 2026F earnings and PV at a 10% discount rate
- Card X	100%	86,798.87	86,798.87	Applying a 20x PE and following the above methodology
- Auto X	100%	22,905.52	22,905.52	Applying a 20x PE and following the above methodology
- Alpha X	50%	4,572.72	2,286.36	Applying a 15x PE and following the above methodology
- AISCB	50%	27,381.29	13,690.64	Applying a 30x PE and following the above methodology
- SCBS	100%	12,022.50	12,022.50	Applying a 15x PE and following the above methodology
3. Digital platform and technology services		47,760.00	35,880.00	Assuming a 20% return on investments
- SCB 10 X portfolio value	100%	24,000.00	24,000.00	Investment budget of Bt20bn
- VC fund with CPG	50%	23,760.00	11,880.00	A 50:50 JV to set up US\$600m VC
Total value			512,873.18	
Number of shares			3,396.00	
Sum-of-the-parts TP			150.00	

Source: Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) เป็นธนาคารไทยแห่งแรก ก่อตั้งขึ้นในปี 1906 ในพระบรมราชูปถัมภ์ และจดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเมื่อปี 1976 ณ ปี 2017 SCB มีสินทรัพย์รวม 3,024 พัน ลบ., และเป็นธนาคารพาณิชย์ที่ใหญ่ที่สุดเป็นอันดับ 2 ในแง่ของสินทรัพย์รวม ธนาคารให้บริการทางการเงินที่ครบถ้วน รวมถึงการให้กู้ยืมแก่ลูกค้าธุรกิจ ลูกค้านักค้า และลูกค้าพาณิชย์ชนกิจ ผ่านทางสำนักงานใหญ่ และเครือข่ายสาขา

Source: Thanachart

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

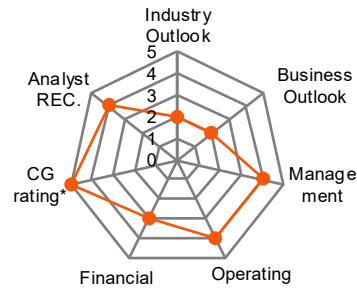
### S — Strength

- เป็นผู้นำผลิตภัณฑ์เพื่อรายย่อย
- มีฐานเงินฝากที่แข็งแกร่ง
- มีงบดุลที่แข็งแกร่งอย่างมาก

### O — Opportunity

- การให้กู้ยืมผ่านดิจิทัลเพิ่มขึ้น
- Wealth management
- ค่าธรรมเนียมบริการ non-banking

## COMPANY RATING



### Rating Scale

<b>Excellent</b>	<b>5</b>
<b>Good</b>	<b>4</b>
<b>Fair</b>	<b>3</b>
<b>Weak</b>	<b>2</b>
<b>Very Weak</b>	<b>1</b>
<b>None</b>	<b>0</b>

Source: Thanachart; \*CG Rating

### W — Weakness

- ฐานต้นทุนสูงหลังเข้าสู่โปรแกรมการปรับโครงสร้างธุรกิจในปี 2017
- ความเสี่ยงจากการกระจุกตัวค่อนข้างสูง

### T — Threat

- Digital disruption
- เศรษฐกิจเข้าสู่ภาวะถดถอยทั่วโลก
- ความเสี่ยงในเรื่องมาตรฐานทางบัญชี และหลักเกณฑ์ต่างๆ

## CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
<b>Target price (Bt)</b>	123.65	150.00	21%
<b>Net profit 21F (Bt m)</b>	33,379	30,753	-8%
<b>Net profit 22F (Bt m)</b>	36,623	34,390	-6%
<b>Consensus REC</b>	<b>BUY: 23</b>	<b>HOLD: 2</b>	<b>SELL: 1</b>

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- การคาดการณ์กำไรของเราไม่ได้รวมแผนการปรับโครงสร้างองค์กร เราคาดการณ์เพื่อระยะเลียดเพิ่มเติมหลังการทำธุรกรรมเสร็จสิ้น
- ราคาเป้าหมายของเราสูงขึ้น เมื่อเราเปลี่ยนมาใช้วิธี SOTP เพื่อรวมมูลค่าเพิ่มที่คาดว่าจะเกิดขึ้นจากแผนการปรับโครงสร้างองค์กร

## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- เหตุการณ์ใดๆ ที่ทำให้ธนาคารมีความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์มากกว่าคาด ซึ่งทำให้ตั้งสำรองสูงกว่าคาด จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการกำไร และราคาเป้าหมายของเรา
- เหตุการณ์ใดๆ ที่ทำให้ธนาคารไม่สามารถได้ประโยชน์จากแผนการปรับโครงสร้างได้อย่างที่คาด จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการกำไร และราคาเป้าหมายของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

## INCOME STATEMENT

*Provisions were at a peak  
in 2020*

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Interest and Dividend Income	135,025	118,371	110,998	114,149	118,257
Interest Expenses	35,624	21,472	17,030	17,097	21,505
<b>Net Interest Income</b>	<b>99,402</b>	<b>96,899</b>	<b>93,967</b>	<b>97,051</b>	<b>96,752</b>
% of total income	70.0%	66.9%	65.3%	65.1%	63.7%
Gain on Investment	5,383	1,703	100	100	100
Fee Income	29,670	36,586	39,931	42,779	45,831
Gain on Exchange	6,817	7,662	8,500	7,500	7,650
Others	145	1,840	1,300	1,339	1,379
<b>Non-interest Income</b>	<b>42,642</b>	<b>47,947</b>	<b>50,031</b>	<b>51,924</b>	<b>55,172</b>
% of total income	30.0%	33.1%	34.7%	34.9%	36.3%
<b>Total Income</b>	<b>142,043</b>	<b>144,846</b>	<b>143,998</b>	<b>148,976</b>	<b>151,924</b>
Operating Expenses	70,538	64,330	63,111	63,735	65,342
<b>Pre-provisioning Profit</b>	<b>71,505</b>	<b>80,516</b>	<b>80,888</b>	<b>85,240</b>	<b>86,582</b>
Provisions	27,111	46,649	42,696	42,521	40,514
<b>Pre-tax Profit</b>	<b>44,394</b>	<b>33,866</b>	<b>38,192</b>	<b>42,719</b>	<b>46,068</b>
Income Tax	8,518	6,794	7,638	8,544	9,214
After Tax Profit	35,876	27,072	30,553	34,175	36,854
Equity Income	31	(78)	0	0	0
Minority Interest	185	224	200	215	218
Extraordinary Items	4,343	0	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>40,436</b>	<b>27,218</b>	<b>30,753</b>	<b>34,390</b>	<b>37,073</b>
<b>Normalized Profit</b>	<b>36,093</b>	<b>27,218</b>	<b>30,753</b>	<b>34,390</b>	<b>37,073</b>
EPS (Bt)	11.9	8.0	9.1	10.1	10.9
Normalized EPS (Bt)	10.6	8.0	9.1	10.1	10.9

## BALANCE SHEET

*Better NPL management  
under new relief  
measures*

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>ASSETS:</b>					
<b>Liquid Items</b>	<b>481,125</b>	<b>599,136</b>	<b>601,000</b>	<b>658,000</b>	<b>706,000</b>
cash & cash equivalents	47,615	51,632	52,000	52,000	52,000
interbank & money market	433,510	547,504	549,000	606,000	654,000
Securities under resale agreeme	0	0	0	0	0
Investments	312,065	311,796	251,320	251,320	251,320
<b>Net loans</b>	<b>2,002,461</b>	<b>2,130,308</b>	<b>2,190,131</b>	<b>2,264,599</b>	<b>2,351,965</b>
Gross and accrued interest	2,116,733	2,269,750	2,343,105	2,435,797	2,538,355
Provisions for doubtful	114,272	139,442	152,974	171,197	186,390
Fixed assets - net	57,418	56,445	49,613	42,789	37,881
Other assets	110,677	180,699	182,000	183,820	185,658
<b>Total assets</b>	<b>2,963,746</b>	<b>3,278,384</b>	<b>3,274,065</b>	<b>3,400,529</b>	<b>3,532,825</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
<b>Liquid Items</b>	<b>2,317,066</b>	<b>2,629,213</b>	<b>2,596,862</b>	<b>2,694,684</b>	<b>2,797,141</b>
Deposit	2,159,425	2,420,455	2,386,362	2,478,974	2,576,217
Interbank & money market	145,844	198,491	200,000	205,000	210,000
Liability payable on demand	11,796	10,267	10,500	10,710	10,924
Borrowings	77,952	67,235	70,663	70,916	70,709
Other liabilities	167,882	170,106	172,000	175,440	178,949
<b>Total liabilities</b>	<b>2,562,900</b>	<b>2,866,554</b>	<b>2,839,525</b>	<b>2,941,040</b>	<b>3,046,798</b>
Minority interest	489	399	199	(16)	(234)
<b>Shareholders' equity</b>	<b>400,358</b>	<b>411,430</b>	<b>434,341</b>	<b>459,505</b>	<b>486,261</b>
Preferred capital	-	-	-	-	-
Paid-in capital	33,992	33,992	33,960	33,960	33,960
Share premium	11,124	11,124	11,124	11,124	11,124
Surplus/ Others	16,170	16,907	16,907	16,907	16,907
Retained earnings	339,072	349,407	372,349	397,514	424,269
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>2,963,746</b>	<b>3,278,384</b>	<b>3,274,065</b>	<b>3,400,529</b>	<b>3,532,825</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

## VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	12.0	16.0	14.1	12.6	11.7
Normalized PE - at target price (x)	14.1	18.7	16.6	14.8	13.7
PE (x)	10.8	16.0	14.1	12.6	11.7
PE - at target price (x)	12.6	18.7	16.6	14.8	13.7
P/PPP (x)	6.1	5.4	5.4	5.1	5.0
P/PPP - at target price (x)	7.1	6.3	6.3	6.0	5.9
P/BV (x)	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9
P/BV - at target price (x)	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0
Dividend yield (%)	4.9	1.8	2.1	2.4	4.3
Market cap / net loans (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Market cap / deposit (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	10.6	8.0	9.1	10.1	10.9
EPS	11.9	8.0	9.1	10.1	10.9
DPS	6.3	2.3	2.7	3.0	5.5
PPP/Share	21.1	23.7	23.8	25.1	25.5
BV/Share	117.9	121.2	127.9	135.3	143.2

*We see the reorganization plan unlocking the bank from growth and value traps*

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>Growth Rate (%)</b>					
Net interest income (NII)	3.1	(2.5)	(3.0)	3.3	(0.3)
Non-interest income (Non-II)	2.0	12.4	4.3	3.8	6.3
Operating expenses	9.1	(8.8)	(1.9)	1.0	2.5
Pre-provisioning profit (PPP)	(2.8)	12.6	0.5	5.4	1.6
Net profit	0.9	(32.7)	13.0	11.8	7.8
Normalized profit growth	(9.9)	(24.6)	13.0	11.8	7.8
EPS	0.9	(32.7)	13.0	11.8	7.8
Normalized EPS	(9.9)	(24.6)	13.0	11.8	7.8
Dividend payout ratio	52.5	28.7	30.0	30.0	50.0
Loan - gross	(1.3)	6.7	3.5	4.1	4.2
Loan - net	(1.9)	6.4	2.8	3.4	3.9
Deposit	(0.0)	12.1	(1.4)	3.9	3.9
NPLs	21.1	19.1	12.0	15.0	4.0
Total assets	(7.0)	10.6	(0.1)	3.9	3.9
Total equity	5.3	2.8	5.6	5.8	5.8
<b>Operating Ratios (%)</b>					
Net interest margin (NIM)	3.2	3.1	2.9	2.9	2.8
Net interest spread	4.5	4.5	4.2	4.2	4.2
Yield on earnings assets	4.5	4.0	3.5	3.5	3.5
Avg cost of fund	1.5	0.8	0.6	0.6	0.8
NII / operating income	70.0	66.9	65.3	65.1	63.7
Non-II / operating income	30.0	33.1	34.7	34.9	36.3
Fee income / operating income	20.9	25.3	27.7	28.7	30.2
Normalized net margin	25.4	18.8	21.4	23.1	24.4
Cost-to-income	49.7	44.4	43.8	42.8	43.0
Credit cost - provision exp / loans	1.3	2.1	1.8	1.8	1.6
PPP / total assets	2.3	2.6	2.5	2.6	2.5
PPP / total equity	18.3	19.8	19.1	19.1	18.3
ROA	1.2	0.9	0.9	1.0	1.1
ROE	9.2	6.7	7.3	7.7	7.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Low interest rates to continue to pressure NIM*

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>Liquidity and Quality Ratio (%)</b>					
Loan-to-deposit	97.9	93.2	97.8	98.0	98.3
Loan-to-deposit & S-T borrowing	97.9	93.2	97.7	98.0	98.3
Net loan / assets	67.6	65.0	66.9	66.6	66.6
Net loan / equity	500.2	517.8	504.2	492.8	483.7
Investment / assets	10.5	9.5	7.7	7.4	7.1
Deposit / liabilities	84.3	84.4	84.0	84.3	84.6
Liabilities / equity	640.2	696.7	653.8	640.0	626.6
Net interbank lender (Bt m)	287,666	349,013	349,000	401,000	444,000
Tier 1 CAR	17.0	17.1	18.2	18.7	19.1
Tier 2 CAR	1.1	1.1	2.0	1.9	1.9
Total CAR	18.1	18.2	20.2	20.6	20.9
NPLs (Bt m)	85,212	101,462	113,637	130,683	135,910
NPLs / Total loans (NPL Ratio)	4.0	4.5	4.8	5.4	5.4
Loan-Loss-Coverage	134.1	137.4	134.6	131.0	137.1

*Strong capital position*

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Bangkok Bank

## INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Interest and Dividend Income	112,565	112,524	112,205	117,191	122,319
Interest Expenses	41,494	35,477	31,169	32,839	36,762
<b>Net Interest Income</b>	<b>71,071</b>	<b>77,046</b>	<b>81,035</b>	<b>84,352</b>	<b>85,556</b>
% of total income	53.2%	64.9%	64.1%	65.6%	64.7%
Gain on Investment	19,765	2,512	1,000	1,000	1,000
Fee Income	28,505	24,711	27,963	29,641	31,419
Gain on Exchange	7,848	11,058	13,000	10,000	10,500
Others	2,696	1,376	1,400	1,462	1,526
<b>Non-interest Income</b>	<b>62,582</b>	<b>41,696</b>	<b>45,363</b>	<b>44,203</b>	<b>46,650</b>
% of total income	46.8%	35.1%	35.9%	34.4%	35.3%
<b>Total Income</b>	<b>133,653</b>	<b>118,743</b>	<b>126,398</b>	<b>128,555</b>	<b>132,207</b>
Operating Expenses	54,963	65,974	65,981	67,985	69,376
<b>Pre-provisioning Profit</b>	<b>78,690</b>	<b>52,769</b>	<b>60,417</b>	<b>60,570</b>	<b>62,831</b>
Provisions	32,351	31,196	30,000	26,000	24,000
<b>Pre-tax Profit</b>	<b>46,339</b>	<b>21,573</b>	<b>30,417</b>	<b>34,570</b>	<b>38,831</b>
Income Tax	10,219	4,014	5,779	6,914	7,766
After Tax Profit	36,120	17,559	24,638	27,656	31,065
Equity Income	93	(14)	100	100	100
Minority Interest	(397)	(364)	(450)	(464)	(477)
Extraordinary Items	0	0	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>35,816</b>	<b>17,181</b>	<b>24,288</b>	<b>27,293</b>	<b>30,688</b>
<b>Normalized Profit</b>	<b>35,816</b>	<b>17,181</b>	<b>24,288</b>	<b>27,293</b>	<b>30,688</b>
EPS (Bt)	18.8	9.0	12.7	14.3	16.1
Normalized EPS (Bt)	18.8	9.0	12.7	14.3	16.1

## BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>ASSETS:</b>					
<b>Liquid Items</b>	<b>530,439</b>	<b>592,922</b>	<b>859,000</b>	<b>913,000</b>	<b>961,000</b>
cash & cash equivalents	58,090	73,886	65,000	65,000	65,000
interbank & money market	472,349	519,036	794,000	848,000	896,000
Securities under resale agreeme	0	0	0	0	0
Investments	649,434	759,394	759,394	782,148	805,585
<b>Net loans</b>	<b>1,891,046</b>	<b>2,189,102</b>	<b>2,242,321</b>	<b>2,343,126</b>	<b>2,460,823</b>
Gross and accrued interest	2,065,322	2,374,669	2,455,443	2,569,431	2,694,996
Provisions for doubtful	174,276	185,567	213,122	226,304	234,172
Fixed assets - net	50,117	74,804	73,956	72,942	70,425
Other assets	95,706	206,738	200,000	201,000	202,000
<b>Total assets</b>	<b>3,216,743</b>	<b>3,822,960</b>	<b>4,134,670</b>	<b>4,312,216</b>	<b>4,499,833</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
<b>Liquid Items</b>	<b>2,510,662</b>	<b>3,037,269</b>	<b>3,328,856</b>	<b>3,484,926</b>	<b>3,648,694</b>
Deposit	2,370,792	2,810,863	3,067,756	3,221,144	3,382,202
Interbank & money market	134,346	219,149	254,000	256,540	259,105
Liability payable on demand	5,523	7,257	7,100	7,242	7,387
Borrowings	144,681	136,177	136,614	136,555	136,664
Other liabilities	133,284	199,267	200,000	201,000	202,000
<b>Total liabilities</b>	<b>2,788,627</b>	<b>3,372,713</b>	<b>3,665,471</b>	<b>3,822,481</b>	<b>3,987,358</b>
Minority interest	365	1,233	1,683	2,147	2,624
<b>Shareholders' equity</b>	<b>427,751</b>	<b>449,014</b>	<b>467,516</b>	<b>487,588</b>	<b>509,851</b>
Preferred capital	-	-	-	-	-
Paid-in capital	19,088	19,088	19,090	19,090	19,090
Share premium	56,346	56,346	56,346	56,346	56,346
Surplus/ Others	34,471	47,257	47,257	47,257	47,257
Retained earnings	317,845	326,322	344,823	364,895	387,158
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>3,216,743</b>	<b>3,822,960</b>	<b>4,134,670</b>	<b>4,312,216</b>	<b>4,499,833</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Bangkok Bank

## VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	6.3	13.2	9.3	8.3	7.4
Normalized PE - at target price (x)	6.9	14.4	10.2	9.1	8.1
PE (x)	6.3	13.2	9.3	8.3	7.4
PE - at target price (x)	6.9	14.4	10.2	9.1	8.1
P/PPP (x)	2.9	4.3	3.7	3.7	3.6
P/PPP - at target price (x)	3.2	4.7	4.1	4.1	3.9
P/BV (x)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
P/BV - at target price (x)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
Dividend yield (%)	5.9	2.1	3.0	3.4	4.1
Market cap / net loans (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Market cap / deposit (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	18.8	9.0	12.7	14.3	16.1
EPS	18.8	9.0	12.7	14.3	16.1
DPS	7.0	2.5	3.6	4.0	4.8
PPP/Share	41.2	27.6	31.6	31.7	32.9
BV/Share	224.1	235.2	244.9	255.4	267.1

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>Growth Rate (%)</b>					
Net interest income (NII)	(0.4)	8.4	5.2	4.1	1.4
Non-interest income (Non-II)	25.3	(33.4)	8.8	(2.6)	5.5
Operating expenses	(0.4)	20.0	0.0	3.0	2.0
Pre-provisioning profit (PPP)	18.9	(32.9)	14.5	0.3	3.7
Net profit	1.4	(52.0)	41.4	12.4	12.4
Normalized profit growth	1.4	(52.0)	41.4	12.4	12.4
EPS	1.4	(52.0)	41.4	12.4	12.4
Normalized EPS	1.4	(52.0)	41.4	12.4	12.4
Dividend payout ratio	37.3	27.8	28.0	28.0	30.0
Loan - gross	(1.0)	14.9	3.3	4.8	4.9
Loan - net	(2.3)	15.8	2.4	4.5	5.0
Deposit	1.9	18.6	9.1	5.0	5.0
NPLs	(1.2)	31.9	14.0	10.0	5.0
Total assets	3.2	18.8	8.2	4.3	4.4
Total equity	3.6	5.0	4.1	4.3	4.6
<b>Operating Ratios (%)</b>					
Net interest margin (NIM)	2.2	2.2	2.0	2.0	1.9
Net interest spread	3.5	3.5	3.3	3.3	3.3
Yield on earnings assets	3.6	3.3	2.9	2.9	2.8
Avg cost of fund	1.6	1.2	0.9	0.9	1.0
NII / operating income	53.2	64.9	64.1	65.6	64.7
Non-II / operating income	46.8	35.1	35.9	34.4	35.3
Fee income / operating income	21.3	20.8	22.1	23.1	23.8
Normalized net margin	26.8	14.5	19.2	21.2	23.2
Cost-to-income	41.1	55.6	52.2	52.9	52.5
Credit cost - provision exp / loans	1.6	1.3	1.2	1.0	0.9
PPP / total assets	2.5	1.5	1.5	1.4	1.4
PPP / total equity	18.7	12.0	13.2	12.7	12.6
ROA	1.1	0.5	0.6	0.6	0.7
ROE	8.5	3.9	5.3	5.7	6.2

Sources: Company data, Thanachart estimates



**Bangkok Bank****FINANCIAL RATIOS**

<b>FY ending Dec</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>
<b>Liquidity and Quality Ratio (%)</b>					
Loan-to-deposit	86.9	84.3	79.7	79.6	79.5
Loan-to-deposit & S-T borrowing	86.9	84.2	79.7	79.6	79.5
Net loan / assets	58.8	57.3	54.2	54.3	54.7
Net loan / equity	442.1	487.5	479.6	480.6	482.7
Investment / assets	20.2	19.9	18.4	18.1	17.9
Deposit / liabilities	85.0	83.3	83.7	84.3	84.8
Liabilities / equity	651.9	751.1	784.0	784.0	782.1
Net interbank lender (Bt m)	338,003	299,887	540,000	591,460	636,895
Tier 1 CAR	17.0	15.8	15.1	15.1	15.2
Tier 2 CAR	3.0	2.6	2.4	2.3	2.2
Total CAR	20.0	18.3	17.5	17.4	17.4
NPLs (Bt m)	79,149	104,401	119,017	130,919	137,465
NPLs / Total loans (NPL Ratio)	3.8	4.4	4.8	5.1	5.1
Loan-Loss-Coverage	220.2	177.7	179.1	172.9	170.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

**KASIKORNBANK****INCOME STATEMENT**

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>
Interest and Dividend Income	130,178	127,592	133,237	137,969	143,669
Interest Expenses	27,490	18,570	15,686	16,447	20,006
<b>Net Interest Income</b>	<b>102,688</b>	<b>109,022</b>	<b>117,551</b>	<b>121,521</b>	<b>123,663</b>
% of total income	64.0%	70.3%	71.9%	71.6%	71.1%
Gain on Investment	8,412	1,308	1,000	1,000	1,000
Fee Income	36,740	33,004	34,727	36,628	38,406
Gain on Exchange	8,362	8,119	6,000	6,000	6,000
Others	1,428	1,246	745	753	762
<b>Non-interest Income</b>	<b>57,759</b>	<b>46,063</b>	<b>45,872</b>	<b>48,121</b>	<b>50,281</b>
% of total income	36.0%	29.7%	28.1%	28.4%	28.9%
<b>Total Income</b>	<b>160,447</b>	<b>155,085</b>	<b>163,423</b>	<b>169,643</b>	<b>173,944</b>
Operating Expenses	72,729	69,997	70,050	71,578	73,758
<b>Pre-provisioning Profit</b>	<b>87,718</b>	<b>85,088</b>	<b>93,373</b>	<b>98,064</b>	<b>100,186</b>
Provisions	34,012	43,548	42,867	42,929	42,871
<b>Pre-tax Profit</b>	<b>53,706</b>	<b>41,540</b>	<b>50,506</b>	<b>55,135</b>	<b>57,315</b>
Income Tax	10,309	7,656	10,101	11,027	11,463
After Tax Profit	43,397	33,884	40,405	44,108	45,852
Equity Income	44	(193)	(400)	(400)	(400)
Minority Interest	(4,714)	(4,203)	(5,000)	(5,000)	(5,000)
Extraordinary Items	0	0	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>38,727</b>	<b>29,487</b>	<b>35,005</b>	<b>38,708</b>	<b>40,452</b>
<b>Normalized Profit</b>	<b>38,727</b>	<b>29,487</b>	<b>35,005</b>	<b>38,708</b>	<b>40,452</b>
EPS (Bt)	16.2	12.3	14.6	16.2	16.9
Normalized EPS (Bt)	16.2	12.3	14.6	16.2	16.9

**BALANCE SHEET**

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>
<b>ASSETS:</b>					
<b>Liquid Items</b>	<b>447,325</b>	<b>479,382</b>	<b>492,000</b>	<b>532,000</b>	<b>566,000</b>
cash & cash equivalents	61,385	61,962	58,000	58,000	58,000
interbank & money market	385,940	417,420	434,000	474,000	508,000
Securities under resale agreeme	0	0	0	0	0
Investments	776,700	777,790	886,494	913,124	940,550
<b>Net loans</b>	<b>1,879,907</b>	<b>2,121,700</b>	<b>2,238,056</b>	<b>2,360,126</b>	<b>2,498,619</b>
Gross and accrued interest	2,004,786	2,256,093	2,391,501	2,531,248	2,685,818
Provisions for doubtful	124,879	134,393	153,445	171,122	187,198
Fixed assets - net	77,686	85,664	83,527	81,235	78,821
Other assets	112,272	194,261	210,000	211,000	212,000
<b>Total assets</b>	<b>3,293,889</b>	<b>3,658,798</b>	<b>3,910,077</b>	<b>4,097,485</b>	<b>4,295,990</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
<b>Liquid Items</b>	<b>2,175,356</b>	<b>2,459,239</b>	<b>2,676,889</b>	<b>2,825,735</b>	<b>2,984,976</b>
Deposit	2,072,049	2,344,998	2,499,889	2,640,854	2,791,686
Interbank & money market	81,628	87,797	150,000	156,679	163,805
Liability payable on demand	21,679	26,443	27,000	28,202	29,485
Borrow ings	81,824	69,390	70,641	70,496	70,050
Other liabilities	582,994	638,883	637,000	639,000	641,000
<b>Total liabilities</b>	<b>2,840,174</b>	<b>3,167,512</b>	<b>3,384,530</b>	<b>3,535,231</b>	<b>3,696,026</b>
Minority interest	47,357	51,616	56,616	61,616	66,616
<b>Shareholders' equity</b>	<b>406,358</b>	<b>439,670</b>	<b>468,930</b>	<b>500,638</b>	<b>533,348</b>
Preferred capital	-	-	-	-	-
Paid-in capital	23,933	23,693	23,933	23,933	23,933
Share premium	18,103	18,103	18,103	18,103	18,103
Surplus/ Others	22,237	35,768	35,768	35,768	35,768
Retained earnings	342,085	362,105	391,126	422,833	455,544
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>3,293,889</b>	<b>3,658,798</b>	<b>3,910,077</b>	<b>4,097,485</b>	<b>4,295,990</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

**KASIKORNBANK****VALUATION**

<b>FY ending Dec</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>
Normalized PE (x)	8.3	11.0	9.2	8.3	8.0
Normalized PE - at target price (x)	9.9	13.0	10.9	9.9	9.5
PE (x)	8.3	11.0	9.2	8.3	8.0
PE - at target price (x)	9.9	13.0	10.9	9.9	9.5
P/PPP (x)	3.7	3.8	3.5	3.3	3.2
P/PPP - at target price (x)	4.4	4.5	4.1	3.9	3.8
P/BV (x)	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
P/BV - at target price (x)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
Dividend yield (%)	3.7	1.9	2.2	2.4	5.0
Market cap / net loans (x)	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
Market cap / deposit (x)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	16.2	12.3	14.6	16.2	16.9
EPS	16.2	12.3	14.6	16.2	16.9
DPS	5.0	2.5	2.9	3.2	6.8
PPP/Share	36.7	35.6	39.0	41.0	41.9
BV/Share	169.8	183.7	195.9	209.2	222.9

**FINANCIAL RATIOS**

<b>FY ending Dec</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>
<b>Growth Rate (%)</b>					
Net interest income (NII)	4.2	6.2	7.8	3.4	1.8
Non-interest income (Non-II)	1.5	(20.3)	(0.4)	4.9	4.5
Operating expenses	6.4	(3.8)	0.1	2.2	3.0
Pre-provisioning profit (PPP)	0.7	(3.0)	9.7	5.0	2.2
Net profit	0.7	(23.9)	18.7	10.6	4.5
Normalized profit growth	0.7	(23.9)	18.7	10.6	4.5
EPS	0.7	(23.9)	18.7	10.6	4.5
Normalized EPS	0.7	(23.9)	18.7	10.6	4.5
Dividend payout ratio	30.9	20.3	20.0	20.0	40.0
Loan - gross	4.6	12.1	6.1	6.0	6.1
Loan - net	4.6	12.9	5.5	5.5	5.9
Deposit	3.9	13.2	6.6	5.6	5.7
NPLs	13.0	20.2	15.0	10.0	5.0
Total assets	4.4	11.1	6.9	4.8	4.8
Total equity	8.0	8.2	6.7	6.8	6.5
<b>Operating Ratios (%)</b>					
Net interest margin (NIM)	3.2	3.1	3.1	3.0	2.9
Net interest spread	4.5	4.4	4.4	4.2	4.2
Yield on earnings assets	4.2	3.9	3.7	3.6	3.6
Avg cost of fund	1.2	0.8	0.6	0.6	0.7
NII / operating income	64.0	70.3	71.9	71.6	71.1
Non-II / operating income	36.0	29.7	28.1	28.4	28.9
Fee income / operating income	22.9	21.3	21.2	21.6	22.1
Normalized net margin	24.1	19.0	21.4	22.8	23.3
Cost-to-income	45.3	45.1	42.9	42.2	42.4
Credit cost - provision exp / loans	1.7	1.9	1.8	1.7	1.6
PPP / total assets	2.7	2.4	2.5	2.4	2.4
PPP / total equity	22.4	20.1	20.6	20.2	19.4
ROA	1.2	0.8	0.9	1.0	1.0
ROE	9.9	7.0	7.7	8.0	7.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

**KASIKORNBANK****FINANCIAL RATIOS**

<b>FY ending Dec</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>
<b>Liquidity and Quality Ratio (%)</b>					
Loan-to-deposit	96.6	95.7	95.3	95.6	96.0
Loan-to-deposit & S-T borrowing	96.6	95.7	95.2	95.6	96.0
Net loan / assets	57.1	58.0	57.2	57.6	58.2
Net loan / equity	462.6	482.6	477.3	471.4	468.5
Investment / assets	23.6	21.3	22.7	22.3	21.9
Deposit / liabilities	73.0	74.0	73.9	74.7	75.5
Liabilities / equity	698.9	720.4	721.8	706.1	693.0
Net interbank lender (Bt m)	304,312	329,622	284,000	317,321	344,195
Tier 1 CAR	16.2	16.1	15.9	16.5	17.0
Tier 2 CAR	3.4	2.7	2.8	2.6	2.5
Total CAR	19.6	18.8	18.7	19.1	19.5
NPLs (Bt m)	84,038	101,007	116,158	127,774	134,163
NPLs / Total loans (NPL Ratio)	4.2	4.5	4.9	5.0	5.0
Loan-Loss-Coverage	148.6	133.1	132.1	133.9	139.5

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Kiatnakin Bank

## INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Interest and Dividend Income	18,036	19,584	18,930	20,274	21,401
Interest Expenses	5,720	4,905	3,854	4,037	4,627
<b>Net Interest Income</b>	<b>12,316</b>	<b>14,679</b>	<b>15,076</b>	<b>16,237</b>	<b>16,773</b>
% of total income	64.3%	69.1%	67.3%	68.2%	67.8%
Gain on Investment	568	50	0	50	50
Fee Income	4,604	4,336	5,677	5,860	6,229
Gain on Exchange	1,103	1,779	1,200	1,200	1,200
Others	576	389	450	473	496
<b>Non-interest Income</b>	<b>6,852</b>	<b>6,554</b>	<b>7,327</b>	<b>7,583</b>	<b>7,975</b>
% of total income	35.7%	30.9%	32.7%	31.8%	32.2%
<b>Total Income</b>	<b>19,168</b>	<b>21,233</b>	<b>22,404</b>	<b>23,820</b>	<b>24,748</b>
Operating Expenses	10,194	10,652	10,845	11,709	11,897
<b>Pre-provisioning Profit</b>	<b>8,974</b>	<b>10,581</b>	<b>11,558</b>	<b>12,110</b>	<b>12,851</b>
Provisions	1,676	4,095	4,640	4,140	3,640
<b>Pre-tax Profit</b>	<b>7,297</b>	<b>6,487</b>	<b>6,918</b>	<b>7,970</b>	<b>9,211</b>
Income Tax	1,307	1,344	1,384	1,594	1,842
After Tax Profit	5,990	5,143	5,535	6,376	7,369
Equity Income	0	0	0	0	0
Minority Interest	(1)	(20)	(50)	(53)	(55)
Extraordinary Items	0	0	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>5,988</b>	<b>5,123</b>	<b>5,485</b>	<b>6,323</b>	<b>7,314</b>
<b>Normalized Profit</b>	<b>5,988</b>	<b>5,123</b>	<b>5,485</b>	<b>6,323</b>	<b>7,314</b>
EPS (Bt)	7.1	6.1	6.5	7.5	8.6
Normalized EPS (Bt)	7.1	6.1	6.5	7.5	8.6

## BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>ASSETS:</b>					
<b>Liquid Items</b>	<b>13,091</b>	<b>34,261</b>	<b>17,400</b>	<b>21,500</b>	<b>24,800</b>
cash & cash equivalents	1,110	1,491	1,200	1,500	1,500
interbank & money market	11,982	32,771	16,200	20,000	23,300
Securities under resale agreeme	0	0	0	0	0
Investments	40,820	23,313	24,479	25,703	26,988
<b>Net loans</b>	<b>227,677</b>	<b>258,846</b>	<b>287,945</b>	<b>305,774</b>	<b>326,308</b>
Gross and accrued interest	238,267	271,951	304,211	324,603	347,090
Provisions for doubtful	10,589	13,105	16,266	18,829	20,782
Fixed assets - net	6,624	6,222	6,116	6,033	5,982
Other assets	23,477	40,769	54,295	56,395	58,495
<b>Total assets</b>	<b>311,690</b>	<b>363,411</b>	<b>390,234</b>	<b>415,405</b>	<b>442,572</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
<b>Liquid Items</b>	<b>189,890</b>	<b>262,182</b>	<b>282,998</b>	<b>301,971</b>	<b>322,622</b>
Deposit	172,174	251,526	262,398	281,361	302,002
Interbank & money market	17,339	10,264	20,000	20,000	20,000
Liability payable on demand	377	393	600	610	620
Borrow ings	55,415	28,344	30,043	30,049	30,195
Other liabilities	22,373	26,259	27,000	29,000	31,000
<b>Total liabilities</b>	<b>267,679</b>	<b>316,785</b>	<b>340,041</b>	<b>361,020</b>	<b>383,817</b>
Minority interest	109	109	159	212	267
<b>Shareholders' equity</b>	<b>43,902</b>	<b>46,517</b>	<b>50,034</b>	<b>54,173</b>	<b>58,489</b>
Preferred capital	-	-	-	-	-
Paid-in capital	8,468	8,468	8,468	8,468	8,468
Share premium	9,356	9,356	9,356	9,356	9,356
Surplus/ Others	187	(137)	(137)	(137)	(137)
Retained earnings	25,892	28,830	32,348	36,486	40,802
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>311,690</b>	<b>363,411</b>	<b>390,234</b>	<b>415,405</b>	<b>442,572</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Kiatnakin Bank

## VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	7.8	9.1	8.5	7.4	6.4
Normalized PE - at target price (x)	9.9	11.6	10.8	9.4	8.1
PE (x)	7.8	9.1	8.5	7.4	6.4
PE - at target price (x)	9.9	11.6	10.8	9.4	8.1
P/PPP (x)	5.2	4.4	4.0	3.9	3.6
P/PPP - at target price (x)	6.6	5.6	5.1	4.9	4.6
P/BV (x)	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8
P/BV - at target price (x)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
Dividend yield (%)	7.7	4.1	4.3	5.0	7.8
Market cap / net loans (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
Market cap / deposit (x)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	7.1	6.1	6.5	7.5	8.6
EPS	7.1	6.1	6.5	7.5	8.6
DPS	4.3	2.3	2.4	2.8	4.3
PPP/Share	10.6	12.5	13.7	14.3	15.2
BV/Share	51.8	54.9	59.1	64.0	69.1

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>Growth Rate (%)</b>					
Net interest income (NII)	9.4	19.2	2.7	7.7	3.3
Non-interest income (Non-II)	0.2	(4.3)	11.8	3.5	5.2
Operating expenses	7.6	4.5	1.8	8.0	1.6
Pre-provisioning profit (PPP)	4.0	17.9	9.2	4.8	6.1
Net profit	(0.9)	(14.4)	7.1	15.3	15.7
Normalized profit growth	(0.9)	(14.4)	7.1	15.3	15.7
EPS	(0.9)	(14.4)	7.1	15.3	15.7
Normalized EPS	(0.9)	(14.4)	7.1	15.3	15.7
Dividend payout ratio	60.1	37.2	37.0	37.0	50.0
Loan - gross	4.1	11.7	11.7	6.7	6.9
Loan - net	4.3	13.7	11.2	6.2	6.7
Deposit	(5.2)	46.1	4.3	7.2	7.3
NPLs	1.7	(11.5)	54.7	9.2	9.4
Total assets	1.7	16.6	7.4	6.5	6.5
Total equity	4.1	6.0	7.6	8.3	8.0
<b>Operating Ratios (%)</b>					
Net interest margin (NIM)	4.0	4.3	4.0	4.0	3.9
Net interest spread	5.3	5.8	5.5	5.4	5.3
Yield on earnings assets	6.2	6.3	5.6	5.7	5.6
Avg cost of fund	2.3	1.8	1.3	1.3	1.4
NII / operating income	64.3	69.1	67.3	68.2	67.8
Non-II / operating income	35.7	30.9	32.7	31.8	32.2
Fee income / operating income	24.0	20.4	25.3	24.6	25.2
Normalized net margin	31.2	24.1	24.5	26.5	29.6
Cost-to-income	53.2	50.2	48.4	49.2	48.1
Credit cost - provision exp / loans	0.7	1.5	1.6	1.3	1.1
PPP / total assets	2.9	3.1	3.1	3.0	3.0
PPP / total equity	20.8	23.4	23.9	23.2	22.8
ROA	1.9	1.5	1.5	1.6	1.7
ROE	13.9	11.3	11.4	12.1	13.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Kiatnakin Bank

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>Liquidity and Quality Ratio (%)</b>					
Loan-to-deposit	137.7	105.3	112.7	112.1	111.7
Loan-to-deposit & S-T borrowing	137.7	105.3	112.7	112.1	111.6
Net loan / assets	73.0	71.2	73.8	73.6	73.7
Net loan / equity	518.6	556.5	575.5	564.4	557.9
Investment / assets	13.1	6.4	6.3	6.2	6.1
Deposit / liabilities	64.3	79.4	77.2	77.9	78.7
Liabilities / equity	609.7	681.0	679.6	666.4	656.2
Net interbank lender (Bt m)	(5,357)	22,507	(3,800)	0	3,300
Tier 1 CAR	13.6	14.3	14.4	14.7	15.1
Tier 2 CAR	3.6	4.0	3.6	3.4	3.2
Total CAR	17.2	18.3	18.0	18.2	18.3
NPLs (Bt m)	9,560	8,456	13,081	14,283	15,619
NPLs / Total loans (NPL Ratio)	4.0	3.1	4.3	4.4	4.5
Loan-Loss-Coverage	110.8	155.0	124.3	131.8	133.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Krung Thai Bank

## INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Interest and Dividend Income	122,972	112,837	104,662	111,747	117,694
Interest Expenses	34,655	24,494	21,738	22,304	26,309
<b>Net Interest Income</b>	<b>88,316</b>	<b>88,343</b>	<b>82,924</b>	<b>89,443</b>	<b>91,385</b>
% of total income	71.1%	73.5%	72.9%	74.0%	73.4%
Gain on Investment	4,372	951	1,300	1,000	1,000
Fee Income	23,238	20,528	19,660	20,392	21,356
Gain on Exchange	3,197	3,134	3,300	3,465	3,638
Others	4,615	6,855	6,000	6,000	6,500
<b>Non-interest Income</b>	<b>35,917</b>	<b>31,844</b>	<b>30,860</b>	<b>31,487</b>	<b>33,156</b>
% of total income	28.9%	26.5%	27.1%	26.0%	26.6%
<b>Total Income</b>	<b>124,233</b>	<b>120,187</b>	<b>113,784</b>	<b>120,930</b>	<b>124,541</b>
Operating Expenses	62,474	53,465	51,286	51,923	52,941
<b>Pre-provisioning Profit</b>	<b>61,759</b>	<b>66,722</b>	<b>62,498</b>	<b>69,007</b>	<b>71,601</b>
Provisions	23,814	44,903	33,619	32,830	31,024
<b>Pre-tax Profit</b>	<b>37,946</b>	<b>21,819</b>	<b>28,879</b>	<b>36,177</b>	<b>40,576</b>
Income Tax	7,233	4,441	5,776	7,235	8,115
After Tax Profit	30,713	17,379	23,103	28,941	32,461
Equity Income	1,425	2,060	2,560	3,060	3,560
Minority Interest	(2,854)	(2,707)	(3,100)	(3,565)	(4,100)
Extraordinary Items	0	0	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>29,284</b>	<b>16,732</b>	<b>22,563</b>	<b>28,436</b>	<b>31,921</b>
<b>Normalized Profit</b>	<b>29,284</b>	<b>16,732</b>	<b>22,563</b>	<b>28,436</b>	<b>31,921</b>
EPS (Bt)	2.1	1.2	1.6	2.0	2.3
Normalized EPS (Bt)	2.1	1.2	1.6	2.0	2.3

## BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>ASSETS:</b>					
<b>Liquid Items</b>	<b>407,204</b>	<b>584,953</b>	<b>551,000</b>	<b>596,000</b>	<b>627,000</b>
cash & cash equivalents	68,434	68,161	56,000	56,000	56,000
interbank & money market	338,771	516,792	495,000	540,000	571,000
Securities under resale agreeme	0	0	0	0	0
Investments	426,174	346,388	267,141	279,028	291,509
<b>Net loans</b>	<b>1,959,761</b>	<b>2,200,513</b>	<b>2,492,899</b>	<b>2,689,540</b>	<b>2,922,754</b>
Gross and accrued interest	2,095,029	2,351,041	2,655,946	2,862,673	3,096,163
Provisions for doubtful	135,268	150,528	163,046	173,133	173,409
Fixed assets - net	56,383	57,421	56,694	55,979	55,286
Other assets	162,694	138,504	160,000	163,200	166,464
<b>Total assets</b>	<b>3,012,216</b>	<b>3,327,780</b>	<b>3,527,734</b>	<b>3,783,747</b>	<b>4,063,013</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
<b>Liquid Items</b>	<b>2,376,432</b>	<b>2,742,524</b>	<b>2,913,205</b>	<b>3,131,446</b>	<b>3,371,402</b>
Deposit	2,155,865	2,463,225	2,658,805	2,875,914	3,114,734
Interbank & money market	215,823	274,566	250,000	251,000	252,000
Liability payable on demand	4,744	4,732	4,400	4,532	4,668
Borrowings	96,841	86,564	86,319	86,867	86,854
Other liabilities	190,617	143,629	152,000	163,087	175,246
<b>Total liabilities</b>	<b>2,663,890</b>	<b>2,972,717</b>	<b>3,151,524</b>	<b>3,381,401</b>	<b>3,633,502</b>
Minority interest	10,039	11,561	14,661	18,226	22,326
<b>Shareholders' equity</b>	<b>338,287</b>	<b>343,503</b>	<b>361,549</b>	<b>384,120</b>	<b>407,185</b>
Preferred capital	28.33	28.33	28.33	28.33	28.33
Paid-in capital	71,977	71,977	71,977	71,977	71,977
Share premium	20,834	20,705	20,705	20,705	20,705
Surplus/ Others	33,006	32,179	32,179	32,179	32,179
Retained earnings	212,442	218,613	236,659	259,231	282,296
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>3,012,216</b>	<b>3,327,780</b>	<b>3,527,734</b>	<b>3,783,747</b>	<b>4,063,013</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates



## Krung Thai Bank

## VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	5.4	9.5	7.1	5.6	5.0
Normalized PE - at target price (x)	7.2	12.5	9.3	7.4	6.6
PE (x)	5.4	9.5	7.1	5.6	5.0
PE - at target price (x)	7.2	12.5	9.3	7.4	6.6
P/PPP (x)	2.6	2.4	2.5	2.3	2.2
P/PPP - at target price (x)	3.4	3.1	3.4	3.0	2.9
P/BV (x)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
P/BV - at target price (x)	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
Dividend yield (%)	6.6	2.4	3.3	4.1	7.0
Market cap / net loans (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Market cap / deposit (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	2.1	1.2	1.6	2.0	2.3
EPS	2.1	1.2	1.6	2.0	2.3
DPS	0.8	0.3	0.4	0.5	0.8
PPP/Share	4.4	4.8	4.5	4.9	5.1
BV/Share	24.2	24.6	25.9	27.5	29.1

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>Growth Rate (%)</b>					
Net interest income (NII)	5.5	0.0	(6.1)	7.9	2.2
Non-interest income (Non-II)	10.8	(11.3)	(3.1)	2.0	5.3
Operating expenses	17.7	(14.4)	(4.1)	1.2	2.0
Pre-provisioning profit (PPP)	(2.0)	8.0	(6.3)	10.4	3.8
Net profit	2.8	(42.9)	34.9	26.0	12.3
Normalized profit growth	2.8	(42.9)	34.9	26.0	12.3
EPS	2.8	(42.9)	34.9	26.0	12.3
Normalized EPS	2.8	(42.9)	34.9	26.0	12.3
Dividend payout ratio	35.9	23.0	23.0	23.0	35.0
Loan - gross	3.3	11.7	13.0	7.8	8.2
Loan - net	3.4	12.3	13.3	7.9	8.7
Deposit	5.7	14.3	7.9	8.2	8.3
NPLs	(3.5)	4.4	(2.0)	4.0	4.0
Total assets	10.0	10.5	6.0	7.3	7.4
Total equity	10.6	1.5	5.3	6.2	6.0
<b>Operating Ratios (%)</b>					
Net interest margin (NIM)	3.1	2.8	2.4	2.4	2.3
Net interest spread	4.5	4.1	3.5	3.4	3.4
Yield on earnings assets	4.5	3.8	3.2	3.2	3.1
Avg cost of fund	1.5	0.9	0.7	0.7	0.8
NII / operating income	71.1	73.5	72.9	74.0	73.4
Non-II / operating income	28.9	26.5	27.1	26.0	26.6
Fee income / operating income	18.7	17.1	17.3	16.9	17.1
Normalized net margin	23.6	13.9	19.8	23.5	25.6
Cost-to-income	50.3	44.5	45.1	42.9	42.5
Credit cost - provision exp / loans	1.1	1.9	1.3	1.2	1.0
PPP / total assets	2.1	2.1	1.8	1.9	1.8
PPP / total equity	19.2	19.6	17.7	18.5	18.1
ROA	1.0	0.5	0.7	0.8	0.8
ROE	9.1	4.9	6.4	7.6	8.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Krung Thai Bank****FINANCIAL RATIOS**

<b>FY ending Dec</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>
<b>Liquidity and Quality Ratio (%)</b>					
Loan-to-deposit	96.9	94.8	99.2	98.9	98.7
Loan-to-deposit & S-T borrowing	96.9	94.8	99.2	98.8	98.7
Net loan / assets	65.1	66.1	70.7	71.1	71.9
Net loan / equity	579.3	640.6	689.5	700.2	717.8
Investment / assets	14.1	10.4	7.6	7.4	7.2
Deposit / liabilities	80.9	82.9	84.4	85.1	85.7
Liabilities / equity	787.5	865.4	871.7	880.3	892.3
Net interbank lender (Bt m)	122,948	242,225	245,000	289,000	319,000
Tier 1 CAR	15.2	15.8	13.7	13.6	13.5
Tier 2 CAR	3.8	3.3	2.8	2.6	2.4
Total CAR	19.0	19.1	16.5	16.3	16.0
NPLs (Bt m)	102,659	107,138	104,995	109,195	113,563
NPLs / Total loans (NPL Ratio)	4.9	4.6	4.0	3.8	3.7
Loan-Loss-Coverage	131.8	140.5	155.3	158.6	152.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Tisco Financial Group

## INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Interest and Dividend Income	17,881	16,757	15,651	15,548	16,023
Interest Expenses	5,089	3,659	3,036	3,084	3,432
<b>Net Interest Income</b>	<b>12,792</b>	<b>13,098</b>	<b>12,615</b>	<b>12,464</b>	<b>12,591</b>
% of total income	65.9%	69.3%	66.3%	66.8%	66.0%
Gain on Investment	7	12	10	10	10
Fee Income	6,185	5,146	5,505	5,780	6,166
Gain on Exchange	(24)	257	700	200	100
Others	65	59	61	62	64
<b>Non-interest Income</b>	<b>6,631</b>	<b>5,808</b>	<b>6,408</b>	<b>6,186</b>	<b>6,476</b>
% of total income	34.1%	30.7%	33.7%	33.2%	34.0%
<b>Total Income</b>	<b>19,424</b>	<b>18,906</b>	<b>19,023</b>	<b>18,650</b>	<b>19,067</b>
Operating Expenses	9,271	8,012	8,198	8,336	8,391
<b>Pre-provisioning Profit</b>	<b>10,153</b>	<b>10,894</b>	<b>10,825</b>	<b>10,314</b>	<b>10,676</b>
Provisions	1,109	3,331	2,620	1,573	1,624
<b>Pre-tax Profit</b>	<b>9,044</b>	<b>7,563</b>	<b>8,205</b>	<b>8,740</b>	<b>9,051</b>
Income Tax	1,783	1,498	1,641	1,748	1,810
After Tax Profit	7,261	6,066	6,564	6,992	7,241
Equity Income	12	(2)	0	0	0
Minority Interest	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
Extraordinary Items	0	0	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>7,270</b>	<b>6,063</b>	<b>6,561</b>	<b>6,989</b>	<b>7,238</b>
<b>Normalized Profit</b>	<b>7,270</b>	<b>6,063</b>	<b>6,561</b>	<b>6,989</b>	<b>7,238</b>
EPS (Bt)	9.1	7.6	8.2	8.7	9.0
Normalized EPS (Bt)	9.1	7.6	8.2	8.7	9.0

## BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>ASSETS:</b>					
<b>Liquid Items</b>	<b>46,403</b>	<b>39,432</b>	<b>51,600</b>	<b>51,800</b>	<b>50,700</b>
cash & cash equivalents	1,103	1,220	1,200	1,200	1,200
interbank & money market	45,300	38,212	50,400	50,600	49,500
Securities under resale agreeme	0	0	0	0	0
Investments	10,177	10,758	11,189	11,636	12,101
<b>Net loans</b>	<b>233,350</b>	<b>214,888</b>	<b>207,896</b>	<b>215,099</b>	<b>223,123</b>
Gross and accrued interest	244,067	226,714	220,158	226,687	234,014
Provisions for doubtful	10,717	11,826	12,262	11,588	10,892
Fixed assets - net	3,003	2,951	2,620	2,281	1,932
Other assets	5,211	7,413	7,559	7,767	7,962
<b>Total assets</b>	<b>298,143</b>	<b>275,443</b>	<b>280,864</b>	<b>288,584</b>	<b>295,818</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
<b>Liquid Items</b>	<b>221,048</b>	<b>210,565</b>	<b>213,803</b>	<b>218,954</b>	<b>224,188</b>
Deposit	216,085	203,473	207,542	211,693	215,927
Interbank & money market	4,656	5,808	6,000	7,000	8,000
Liability payable on demand	307	1,285	261	261	261
Borrowings	25,017	12,826	13,013	13,076	13,096
Other liabilities	12,883	12,590	12,842	13,099	13,361
<b>Total liabilities</b>	<b>258,947</b>	<b>235,981</b>	<b>239,658</b>	<b>245,129</b>	<b>250,644</b>
Minority interest	3	3	6	9	12
<b>Shareholders' equity</b>	<b>39,193</b>	<b>39,459</b>	<b>41,199</b>	<b>43,446</b>	<b>45,161</b>
Preferred capital	-	-	-	-	-
Paid-in capital	8,007	8,007	8,003	8,003	8,003
Share premium	1,018	1,018	1,018	1,018	1,018
Surplus/ Others	1,811	1,838	1,838	1,838	1,838
Retained earnings	28,357	28,596	30,340	32,587	34,302
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>298,143</b>	<b>275,443</b>	<b>280,864</b>	<b>288,584</b>	<b>295,818</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Tisco Financial Group

## VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	10.2	12.3	11.3	10.6	10.3
Normalized PE - at target price (x)	12.1	14.5	13.4	12.6	12.2
PE (x)	10.2	12.3	11.3	10.6	10.3
PE - at target price (x)	12.1	14.5	13.4	12.6	12.2
P/PPP (x)	7.3	6.8	6.9	7.2	7.0
P/PPP - at target price (x)	8.7	8.1	8.1	8.5	8.2
P/BV (x)	1.9	1.9	1.8	1.7	1.6
P/BV - at target price (x)	2.2	2.2	2.1	2.0	1.9
Dividend yield (%)	8.3	6.8	6.2	6.6	8.3
Market cap / net loans (x)	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3
Market cap / deposit (x)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	9.1	7.6	8.2	8.7	9.0
EPS	9.1	7.6	8.2	8.7	9.0
DPS	7.8	6.3	5.7	6.1	7.7
PPP/Share	12.7	13.6	13.5	12.9	13.3
BV/Share	49.0	49.3	51.5	54.3	56.4

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>Growth Rate (%)</b>					
Net interest income (NII)	1.4	2.4	(3.7)	(1.2)	1.0
Non-interest income (Non-II)	(7.8)	(12.4)	10.3	(3.5)	4.7
Operating expenses	5.9	(13.6)	2.3	1.7	0.7
Pre-provisioning profit (PPP)	(8.2)	7.3	(0.6)	(4.7)	3.5
Net profit	3.6	(16.6)	8.2	6.5	3.6
Normalized profit growth	5.6	(16.6)	8.2	6.5	3.6
EPS	3.6	(16.6)	8.2	6.5	3.6
Normalized EPS	5.6	(16.6)	8.2	6.5	3.6
Dividend payout ratio	85.3	83.1	70.0	70.0	85.0
Loan - gross	0.9	(7.4)	(2.9)	3.0	3.2
Loan - net	1.6	(7.9)	(3.3)	3.5	3.7
Deposit	11.9	(5.8)	2.0	2.0	2.0
NPLs	(15.1)	(3.8)	20.0	5.0	3.0
Total assets	(1.5)	(7.6)	2.0	2.7	2.5
Total equity	4.0	0.7	4.4	5.5	3.9
<b>Operating Ratios (%)</b>					
Net interest margin (NIM)	4.3	4.6	4.5	4.4	4.3
Net interest spread	5.5	5.7	5.8	5.7	5.7
Yield on earnings assets	5.9	5.8	5.6	5.4	5.5
Avg cost of fund	2.0	1.6	1.3	1.3	1.5
NII / operating income	65.9	69.3	66.3	66.8	66.0
Non-II / operating income	34.1	30.7	33.7	33.2	34.0
Fee income / operating income	31.8	27.2	28.9	31.0	32.3
Normalized net margin	37.4	32.1	34.5	37.5	38.0
Cost-to-income	47.7	42.4	43.1	44.7	44.0
Credit cost - provision exp / loans	0.5	1.5	1.2	0.7	0.7
PPP / total assets	3.4	3.8	3.9	3.6	3.7
PPP / total equity	26.4	27.7	26.8	24.4	24.1
ROA	2.4	2.1	2.4	2.5	2.5
ROE	18.9	15.4	16.3	16.5	16.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Tisco Financial Group****FINANCIAL RATIOS**

<b>FY ending Dec</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>
<b>Liquidity and Quality Ratio (%)</b>					
Loan-to-deposit	112.4	110.5	105.2	106.2	107.5
Loan-to-deposit & S-T borrowing	112.4	110.5	105.2	106.1	107.4
Net loan / assets	78.3	78.0	74.0	74.5	75.4
Net loan / equity	595.4	544.6	504.6	495.1	494.1
Investment / assets	3.4	3.9	4.0	4.0	4.1
Deposit / liabilities	83.4	86.2	86.6	86.4	86.1
Liabilities / equity	660.7	598.0	581.7	564.2	555.0
Net interbank lender (Bt m)	40,644	32,404	44,400	43,600	41,500
Tier 1 CAR	16.4	17.5	18.1	18.8	19.2
Tier 2 CAR	4.4	4.4	4.3	4.2	4.1
Total CAR	20.8	21.9	22.4	23.0	23.3
NPLs (Bt m)	5,839	5,618	6,742	7,079	7,292
NPLs / Total loans (NPL Ratio)	2.4	2.5	3.1	3.1	3.1
Loan-Loss-Coverage	183.5	210.5	181.9	163.7	149.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

**TMBThanachart Bank****INCOME STATEMENT**

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>
Interest and Dividend Income	39,837	72,321	64,695	65,366	67,376
Interest Expenses	12,972	18,515	13,058	12,918	15,819
<b>Net Interest Income</b>	<b>26,865</b>	<b>53,805</b>	<b>51,637</b>	<b>52,448</b>	<b>51,557</b>
% of total income	68.0%	78.6%	79.3%	78.9%	77.7%
Gain on Investment	1,956	678	300	300	300
Fee Income	8,098	10,575	10,043	10,498	11,212
Gain on Exchange	1,528	1,726	1,659	1,709	1,760
Others	1,050	1,644	1,470	1,514	1,560
<b>Non-interest Income</b>	<b>12,632</b>	<b>14,623</b>	<b>13,472</b>	<b>14,021</b>	<b>14,832</b>
% of total income	32.0%	21.4%	20.7%	21.1%	22.3%
<b>Total Income</b>	<b>39,497</b>	<b>68,429</b>	<b>65,109</b>	<b>66,469</b>	<b>66,389</b>
Operating Expenses	20,674	31,623	31,010	29,392	28,770
<b>Pre-provisioning Profit</b>	<b>18,822</b>	<b>36,806</b>	<b>34,099</b>	<b>37,077</b>	<b>37,618</b>
Provisions	10,337	24,831	22,965	23,645	22,269
<b>Pre-tax Profit</b>	<b>8,486</b>	<b>11,975</b>	<b>11,135</b>	<b>13,433</b>	<b>15,349</b>
Income Tax	1,588	2,223	2,227	2,687	3,070
After Tax Profit	6,898	9,752	8,908	10,746	12,279
Equity Income	324	363	400	0	0
Minority Interest	(0)	(3)	(4)	(4)	(4)
Extraordinary Items	0	0	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>7,222</b>	<b>10,112</b>	<b>9,304</b>	<b>10,742</b>	<b>12,275</b>
<b>Normalized Profit</b>	<b>7,222</b>	<b>10,112</b>	<b>9,304</b>	<b>10,742</b>	<b>12,275</b>
EPS (Bt)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
Normalized EPS (Bt)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1

**BALANCE SHEET**

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>
<b>ASSETS:</b>					
<b>Liquid Items</b>	<b>260,164</b>	<b>233,128</b>	<b>178,000</b>	<b>202,000</b>	<b>211,000</b>
cash & cash equivalents	23,853	21,943	16,000	14,000	12,000
interbank & money market	236,311	211,185	162,000	188,000	199,000
Securities under resale agreeme	0	0	0	0	0
Investments	166,265	134,351	167,938	172,977	178,166
<b>Net loans</b>	<b>1,348,630</b>	<b>1,348,480</b>	<b>1,338,570</b>	<b>1,367,450</b>	<b>1,411,759</b>
Gross and accrued interest	1,394,108	1,401,458	1,397,811	1,436,006	1,487,737
Provisions for doubtful	45,477	52,978	59,241	68,556	75,979
Fixed assets - net	28,452	30,076	28,387	27,469	26,179
Other assets	54,679	62,297	60,000	61,800	63,654
<b>Total assets</b>	<b>1,858,190</b>	<b>1,808,332</b>	<b>1,772,896</b>	<b>1,831,696</b>	<b>1,890,757</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
<b>Liquid Items</b>	<b>1,488,120</b>	<b>1,453,211</b>	<b>1,425,398</b>	<b>1,475,185</b>	<b>1,526,937</b>
Deposit	1,398,112	1,373,408	1,338,798	1,386,043	1,435,178
Interbank & money market	86,626	75,909	81,000	83,430	85,933
Liability payable on demand	3,382	3,895	5,600	5,712	5,826
Borrowings	108,835	88,965	80,824	80,127	80,476
Other liabilities	66,423	61,406	57,000	60,300	59,600
<b>Total liabilities</b>	<b>1,663,379</b>	<b>1,603,582</b>	<b>1,563,222</b>	<b>1,615,612</b>	<b>1,667,014</b>
Minority interest	35	37	41	45	49
<b>Shareholders' equity</b>	<b>194,777</b>	<b>204,713</b>	<b>209,633</b>	<b>216,039</b>	<b>223,694</b>
Preferred capital	-	-	-	-	-
Paid-in capital	91,541	91,589	91,541	91,541	91,541
Share premium	43,217	43,322	43,322	43,322	43,322
Surplus/ Others	6,042	5,798	5,798	5,798	5,798
Retained earnings	53,977	64,004	68,972	75,378	83,034
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>1,858,190</b>	<b>1,808,332</b>	<b>1,772,896</b>	<b>1,831,696</b>	<b>1,890,757</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

## TMBThanachart Bank

## VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	7.6	11.0	11.9	10.3	9.0
Normalized PE - at target price (x)	7.2	10.5	11.4	9.9	8.6
PE (x)	7.6	11.0	11.9	10.3	9.0
PE - at target price (x)	7.2	10.5	11.4	9.9	8.6
P/PPP (x)	2.9	3.0	3.2	3.0	2.9
P/PPP - at target price (x)	2.8	2.9	3.1	2.9	2.8
P/BV (x)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
P/BV - at target price (x)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Dividend yield (%)	3.5	3.9	3.9	4.2	5.5
Market cap / net loans (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Market cap / deposit (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
EPS	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
PPP/Share	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
BV/Share	2.0	2.1	2.2	2.2	2.3

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>Growth Rate (%)</b>					
Net interest income (NII)	9.7	100.3	(4.0)	1.6	(1.7)
Non-interest income (Non-II)	8.4	15.8	(7.9)	4.1	5.8
Operating expenses	18.3	53.0	(1.9)	(5.2)	(2.1)
Pre-provisioning profit (PPP)	0.8	95.5	(7.4)	8.7	1.5
Net profit	(37.7)	40.0	(8.0)	15.5	14.3
Normalized profit growth	(6.5)	40.0	(8.0)	15.5	14.3
EPS	(42.4)	(31.0)	(8.0)	15.5	14.3
Normalized EPS	(13.7)	(31.0)	(8.0)	15.5	14.3
Dividend payout ratio	53.4	42.9	43.0	43.0	50.0
Loan - gross	103.0	0.1	(0.1)	3.0	3.6
Loan - net	106.2	(0.0)	(0.7)	2.2	3.2
Deposit	115.2	(1.8)	(2.5)	3.5	3.5
NPLs	73.8	4.9	25.0	15.0	4.0
Total assets	108.4	(2.7)	(2.0)	3.3	3.2
Total equity	97.2	5.1	2.4	3.1	3.5
<b>Operating Ratios (%)</b>					
Net interest margin (NIM)	2.0	2.9	2.9	2.9	2.8
Net interest spread	2.8	4.1	4.0	3.9	3.9
Yield on earnings assets	3.0	4.1	3.7	3.7	3.7
Avg cost of fund	1.1	1.2	0.9	0.8	1.0
NII / operating income	68.0	78.6	79.3	78.9	77.7
Non-II / operating income	32.0	21.4	20.7	21.1	22.3
Fee income / operating income	20.5	15.5	15.4	15.8	16.9
Normalized net margin	18.3	14.8	14.3	16.2	18.5
Cost-to-income	52.3	46.2	47.6	44.2	43.3
Credit cost - provision exp / loans	0.7	1.8	1.7	1.7	1.5
PPP / total assets	1.4	2.0	1.9	2.1	2.0
PPP / total equity	12.8	18.4	16.5	17.4	17.1
ROA	0.5	0.6	0.5	0.6	0.7
ROE	4.9	5.1	4.5	5.0	5.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

**TMBThanachart Bank****FINANCIAL RATIOS**

<b>FY ending Dec</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>
<b>Liquidity and Quality Ratio (%)</b>					
Loan-to-deposit	99.6	101.4	104.0	103.4	103.4
Loan-to-deposit & S-T borrowing	99.6	101.4	103.9	103.4	103.4
Net loan / assets	72.6	74.6	75.5	74.7	74.7
Net loan / equity	692.4	658.7	638.5	633.0	631.1
Investment / assets	8.9	7.4	9.5	9.4	9.4
Deposit / liabilities	84.1	85.6	85.6	85.8	86.1
Liabilities / equity	854.0	783.3	745.7	747.8	745.2
Net interbank lender (Bt m)	149,685	135,276	81,000	104,570	113,067
Tier 1 CAR	14.6	15.5	15.1	15.1	15.3
Tier 2 CAR	4.3	4.1	4.2	4.1	3.9
Total CAR	19.0	19.6	19.3	19.2	19.2
NPLs (Bt m)	37,746	39,594	49,493	56,916	59,193
NPLs / Total loans (NPL Ratio)	2.7	2.8	3.5	4.0	4.0
Loan-Loss-Coverage	120.5	133.8	119.7	120.4	128.4

Sources: Company data, Thanachart estimates



## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) 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:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 117 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ACE16C2201A, ADVA16C2110A, ADVA16C2201A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AMAT16C2112A, AOT16C2109A, AOT16C2112A, BAM16C2110A, BAM16C2112A, BANP16C2109A, BANP16C2110A, BANP16C2112A, BANP16C2201A, BCH16C2109A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCH16C2201A, BCPG16C2111A, BDMS16C2109A, BGRI16C2110A, BGRI16C2112A, BH16C2109A, CBG16C2109A, CBG16C2109B, CBG16C2201A, CHG16C2111A, CHG16C2112A, COM716C2110A, COM716C2112A, CPAL16C2109A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPF16C2112A, CPN16C2109A, DELT16C2109A, DELT16C2112A, DOHO16C2111A, DOHO16C2112A, DTAC16C2112A, EA16C2110A, EGCO16C2110A, EPG16C2109A, GLOB16C2201A, GPSC16C2109A, GPSC16C2110A, GPSC16C2201A, GULF16C2112A, GUNK16C2110A, GUNK16C2112A, GUNK16C2201A, HANA16C2112A, INTU16C2201A, IRPC16C2110A, IRPC16C2112A, IVL16C2109A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, JMAR16C2111A, JMAR16C2201A, JMT16C2110A, KBAN16C2109A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KBAN16C2201A, KCE16C2109A, KCE16C2110A, KCE16C2201A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, KTC16C2112A, MEGA16C2112A, MINT16C2109A, MINT16C2112A, MTC16C2109A, MTC16C2112A, OR16C2109A, OR16C2112A, PRM16C2109A, PTG16C2109A, PTG16C2201A, PTT16C2109A, PTT16C2112A, PTT16C2112A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RBF16C2112A, RS16C2109A, RS16C2112A, S5016C2109A, S5016C2109B, S5016C2109C, S5016C2109D, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016P2112C, S5016P2109A, S5016P2109B, S5016P2112A, S5016P2112B, SAWA16C2112A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCC16C2112A, SCGP16C2109A, SCGP16C2201A, SPRC16C2201A, STA16C2112A, STEC16C2110A, STEC16C2201A, STGT16C2111A, TASC16C2109A, TOP16C2112A, TU16C2110A, TU16C2111A (underlying securities are ACE, ADVANC, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BCH, BCPG, BDMS, BGRIM, BH, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, EPG, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MEGA, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, STA, STEC, STGT, TASC, TOP, TU). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

**หมายเหตุ:** บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้นบริษัท ราชอาณาจักรไทย จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชอาณาจักรไทย จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

**หมายเหตุ:** \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

**หมายเหตุ:** \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอติฉิน ใต้สังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

**หมายเหตุ:** \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลีดิวิเปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีดิวิเปเมนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

**หมายเหตุ:** \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566" ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

## Thanachart Research Team

---

### หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิจารุณ, CFA

Tel: 662-779-9199

pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

พลังงาน , บีโตร์เคมี, กระจดาษ

จักร เรื่องสินภิญญา

Tel: 662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภพ ประสิทธิ์สุทัศน์

Tel: 662-483-8296

nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ

พัทธดนย์ บุญนา

Tel: 662-483-8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์

Tel: 662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ

Tel: 662-483-8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน

สรชดา สรทรง

Tel: 662-779-9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์

Tel: 662-779-9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุโณทัย

Tel: 662-779-9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พัฒนาหลักทรัพย์, CFA

Tel: 662-779-9120

adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ

Tel: 662-779-9105

pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ธรรมบำรุง

Tel: 662-779-9123

witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล

Tel: 662-483-8304

thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัศมีพัฒน์

Tel: 662-483-8303

sittichet.run@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพล

ลาภินี ทิพยมณฑล

Tel: 662-779-9115

lapinee.dib@thanachartsec.co.th

## Data Support Team

---

มลฤดี เพชรแสงใสกุล

Tel: 662-779-9108

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล

Tel: 662-779-9118

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

Tel: 662-779-9114

varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต

Tel: 662-779-9117

sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี

Tel: 662-779-9116

suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สดภาพ

Tel: 662-779-9198

sujintana.sth@thanachartsec.co.th

## Thanachart Securities Pcl.

Research Team

19 Floor, MBK Tower

444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330

Tel: 662 -779-9119

Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th

---