

HOLD (From: BUY)
Change in Recommendation

TP: Bt 106.00
Upside : 7.3%

(From: Bt 110.00)
17 JANUARY 2022

Small Cap Research

TISCO Financial Group (TISCO TB)

มีปัจจัยขับเคลื่อนเพียงตัวเดียว

จากฐานรายได้ธุรกิจตลาดทุนที่สูง และการฟื้นตัวของสินเชื่อที่ช้า เราคาดว่ากำไรสุทธิของ EPS จะชะลอตัวลงมาอยู่ที่ 4% ในปี 2022-24F เรามองว่าการซื้อขายที่ 11 เท่า PE และ 1.8 เท่า P/BV ของ TISCO นั้น เป็นระดับที่เหมาะสมแล้ว อัตราผลตอบแทนปันผลที่สูงถึง 6% เป็นเบาะรองรับราคาหุ้นไม่ใช่ปัจจัยผลักดัน ปรับลดคำแนะนำเป็น “ถือ”



SARACHADA SORNSONG

662 - 779 9106
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

มีเบาะรองรับจากต้นทุนที่ลดลง

ด้วยมีสัดส่วนรายได้จากตลาดทุนสูง TISCO จึงมีรายได้จากธุรกิจนี้ทำสถิติที่ 3.7 พันลบ. (+34% y-y) ในปี 2021 โดย 24% เป็น non-recurring เนื่องจากการระบาดของโรคทำให้สินเชื่อลดลงอย่างมากในหลายปีที่ผ่านมา ความต้องการสินเชื่อที่เพิ่มขึ้นของ TISCO ซึ่งเราคาดว่าเติบโต 2% ในปี 2022F จึงยังคงไม่เพียงพอที่จะทำให้รายได้ดอกเบี้ยพลิกขึ้นได้ เราคาดว่าประโยชน์จากต้นทุนทางการเงินที่ลดลงจะจบลง ด้วยโครงการเรามองว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะถูกปรับขึ้น 50bps ในปี 2023F และ yield curve ที่ชันขึ้น ความสามารถในการลดสำรองส่วนเกินของ TISCO จึงเป็นปัจจัยหนุนกำไรเพียงอย่างเดียวสำหรับปีนี้ เราคาดว่า EPS จะเติบโต 5% ในปี 2022F และด้วยเราปรับเพิ่มสมมติฐานต้นทุนทางการเงินระยะยาว ราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2022F) จึงถูกปรับลงเหลือ 106 บาท จาก 110 บาท

ปันผลที่สูง = เพราะรองรับราคาหุ้น

ในฐานะที่เป็นบริษัทโฮลดิ้ง TISCO จึงมีความยืดหยุ่นกว่าธนาคารอื่นเนื่องจากเฉพาะกำไรของธุรกิจธนาคารเท่านั้นที่อยู่ติดอยู่กับได้เกณฑ์ เพดานอัตราส่วนการจ่ายปันผลไม่เกิน 50% ของรพท. และด้วยธนาคารมีสินทรัพย์เติบโตจำกัด และมีอัตราส่วนเงินกองทุนสูงสุด เราจึงคาดว่า TISCO จะยังคงจ่ายเงินปันผลในระดับสูงต่อเนื่อง เราคาดว่ารพท. จะคงนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่เข้มงวดขึ้นจนถึงปี 2023 และสมมติให้ TISCO จ่ายปันผลในอัตรา 70% ในปี 2022-23F และ 85% หลังจากนั้น ซึ่งแสดงถึงอัตราผลตอบแทนปันผลที่น่าประทับใจที่ระดับมากกว่า 6% การซื้อขายที่ต่ำกว่า yield band เฉลี่ยที่ 7% ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา เรามองว่าอัตราผลตอบแทนปันผลที่สูงนี้เป็นเบาะรองรับราคาหุ้นไม่ใช่ปัจจัยผลักดัน

ผลกระทบจากหลักเกณฑ์การเข้าซื้อใหม่

เนื่องจากรัฐบาลมีนโยบายลดภาระหนี้ของคนไทย เราจึงคาดว่าหลักเกณฑ์สำหรับสินเชื่อเข้าซื้อรถยนต์จะเข้มงวดขึ้น การรับฟังความคิดเห็นสุดท้ายคาดว่าจะมีขึ้นในเดือนม.ค. และกฎหมายเข้าซื้อฉบับแก้ไขจะมีผลบังคับใช้ในเดือนพ.ค.2022 ด้วย TISCO มีสัดส่วนสินเชื่อเข้าซื้อถึง 55% จึงถูกกระทบอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ ความกังวลของเราอยู่ที่เงื่อนไขการปิดบัญชีเพราะอาจทำให้มีผลขาดทุนจากการขายรถยนต์มากกว่าระดับปัจจุบันที่ 20-25% ขณะที่ยังคงมีความไม่ชัดเจนว่าผู้ประกอบการเข้าซื้อจะตอบสนองต่อหลักเกณฑ์ใหม่อย่างไร แต่เรามองว่าผลลัพธ์ในที่สุดอาจส่งผลต่อทั้งยอดขายรถยนต์หรือการสูญเสียสินเชื่อเข้าซื้อเพิ่มขึ้น ซึ่งทั้งสองนี้ไม่ส่งผลต่อการเติบโตของสินเชื่อของ TISCO นี่จึงเป็นคำตอบของคำถามที่ว่าเหตุใดเราคาดว่าสินเชื่อจะเติบโตเพียง 2% ในปีนี้ และ 4-5% ในปี 2023-24F

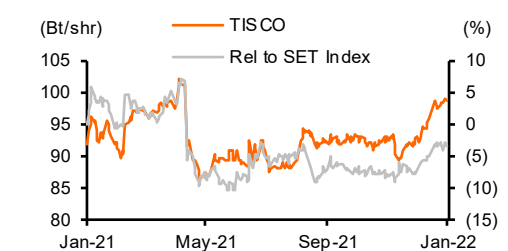
ปรับลดคำแนะนำเป็น “ถือ”

เราไม่เห็นการเปลี่ยนแปลงต่อปัจจัยพื้นฐานที่แข็งแกร่งของ TISCO และยังคงชอบกลยุทธ์ที่เน้นผลตอบแทนของธนาคาร การปรับลดคำแนะนำหลักๆเป็นเพราะ Valuation เพราะเรามองว่าซื้อขายที่ระดับที่เหมาะสมแล้วที่ 11 เท่า PE และ 1.8 เท่า P/BV เทียบกับ EPS ที่เติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 4% ในปี 2022-24F และ ROE ที่ 17% ในปี 2022F ธนาคารมีกำหนดจ่ายปันผลสูงสุดท้ายสำหรับผลการดำเนินงานปี 2021 ในเดือนพ.ค. 2022 และเราคาดว่าจะประกาศปันผลต่อหุ้นขั้นต่ำที่ 6 บาท ซึ่งคิดเป็นอัตราการจ่ายปันผลที่ 71% และอัตราผลตอบแทนปันผลที่ 6% ในปี 2022F

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Pre Provision Profit	10,542	9,951	10,114	10,607
Net profit	6,781	7,132	7,229	7,581
Consensus NP	—	7,002	7,381	7,858
Diff frm cons (%)	—	1.9	(2.1)	(3.5)
Norm profit	6,781	7,132	7,229	7,581
Prev. Norm profit	—	6,989	7,238	7,644
Chg frm prev (%)	—	2.0	(0.1)	(0.8)
Norm EPS (Bt)	8.5	8.9	9.0	9.5
Norm EPS grw (%)	11.8	5.2	1.4	4.9
Norm PE (x)	11.7	11.1	10.9	10.4
P/BV (x)	1.9	1.8	1.7	1.7
Div yield (%)	6.1	6.3	6.4	8.2
ROE (%)	16.8	16.9	16.2	16.3
ROA (%)	2.6	2.9	2.9	2.9

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price: as of 17-Jan-22 (Bt)	98.75
Market Cap (US\$ m)	2,388
Listed Shares (m shares)	800.6
Free Float (%)	75.2
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	11.8
12M Price H/L (Bt)	102.00/86.50
Sector	BANK
Major Shareholder	Thai NVDR 10.93%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

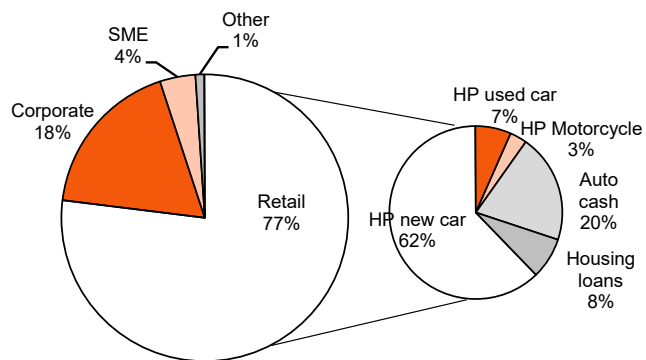
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลดังกล่าวและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือชักชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไม่ทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

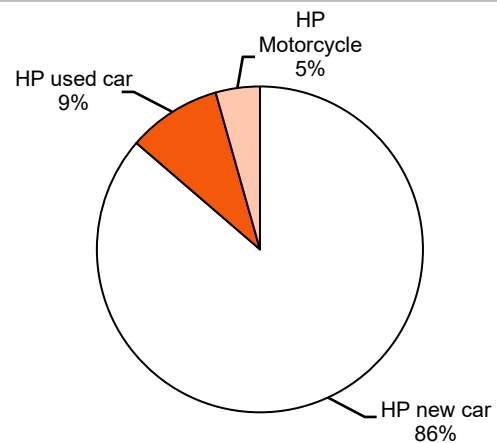
Ex 1: New Auto HP Regulations

	Initial proposal	Revisions after hearing	Proposals of related players
Interest ceiling			
- New car HP	15% pa	15% pa	No objection
- Used car HP	15% pa	20% pa	28% pa
- Motorcycle HP	15% pa	20% pa	28% pa
Settlement via returning vehicles	Any time with a prohibition on the collection of any remaining debt	After 33% of total loans are repaid	Stepped-up discount approach
Prepayment conditions	80% discount on unpaid interest	60-80% discounts on unpaid interest	Stepped-up discount approach

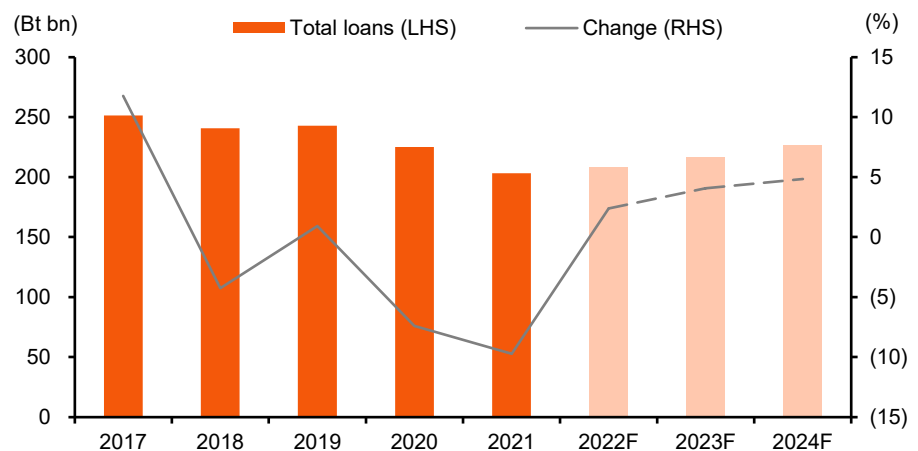
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Loan Breakdown (2021)

Source: Company data

Ex 3: HP Loan Breakdown (2021)

Source: Company data

Ex 4: TISCO's Loan Growth

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Earnings Revisions

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Net profits (Bt bn)					
- New	6.06	6.78	7.13	7.23	7.58
- Old			6.99	7.24	7.64
- Change (%)			2.04	(0.13)	(0.81)
Total loans (Bt bn)					
- New	224.81	202.95	207.75	216.14	226.58
- Old			224.79	232.05	241.27
- Change (%)			(7.58)	(6.86)	(6.09)
NIM (%)					
- New	4.57	4.80	5.06	4.96	4.90
- Old			4.38	4.31	4.33
- Change (pp)			0.69	0.65	0.58
Non-interest income (Bt m)					
- New	5.81	6.36	6.11	6.48	6.84
- Old			6.19	6.48	6.84
- Change (%)			(1.19)	0.05	(0.02)
Credit costs (%)					
- New	1.48	1.01	0.50	0.50	0.50
- Old			0.70	0.70	0.70
- Change (pp)			(0.20)	(0.20)	(0.20)

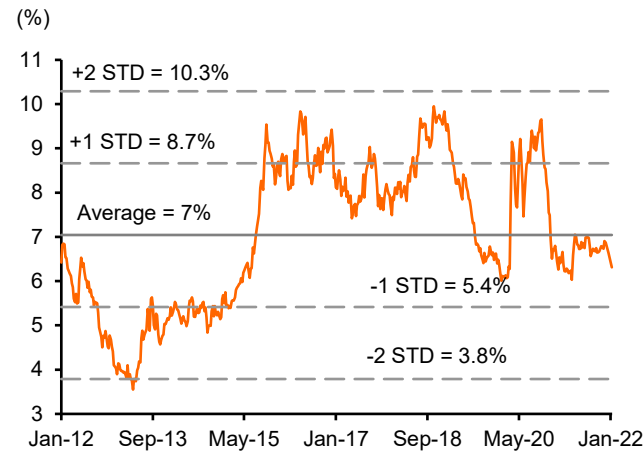
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: DDM-based 12-month 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	4,897	5,026	5,752	6,585	6,870	7,262	7,843	8,527	9,261	10,061	10,932	10,932
Dividend payment	4,897	5,026	5,752	6,585	6,870	7,262	7,843	8,527	9,261	10,061	10,932	125,852
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.9											
WACC (%)	9.9											
Cost of equity	9.9											
Terminal growth (%)	2.0											
Equity Value	85,222											
No. of shares (m)	800											
Equity value / share (Bt)	106.00											

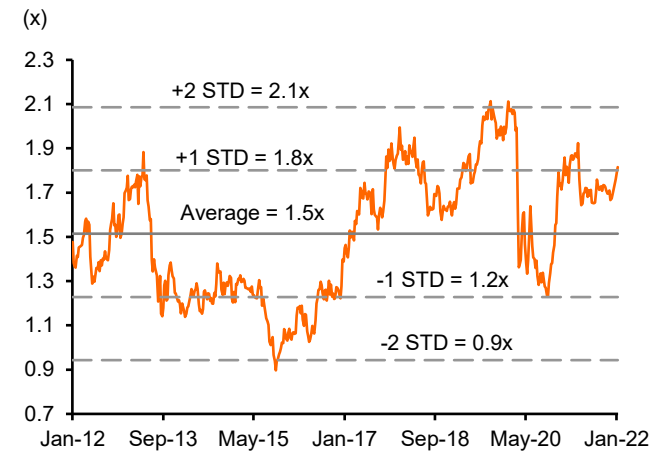
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Dividend Yield Band



Sources: Company data, Bloomberg Thanachart estimates

Ex 8: STD P/BV



Sources: Company data, Bloomberg Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 9: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG Code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		— ROE —		— Div. Yield —	
			21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(%)	(%)
BOC Hong Kong Holdings	2388 HK	Hong Kong	(6.6)	14.8	12.4	10.8	1.0	1.0	8.3	9.1	4.2	4.6
Bank of East Asia	23 HK	Hong Kong	64.2	3.9	7.8	7.5	0.3	0.3	4.1	4.3	7.6	5.9
China Citic Bank Corp	998 HK	Hong Kong	9.7	6.4	3.5	3.3	0.3	0.3	10.3	10.3	7.5	8.1
Hang Seng Bank	11 HK	Hong Kong	0.9	10.7	17.7	16.0	1.7	1.6	9.6	10.2	3.8	4.1
Industrial & Commercial Bk	1398 HK	Hong Kong	7.8	5.8	5.1	4.8	0.6	0.5	11.7	11.4	6.0	6.4
Axis Bank	AXSB IN	India	(6.2)	64.7	31.4	19.0	2.3	1.9	6.3	12.5	0.5	2.1
ICICI Bank	ICICIB IN	India	15.9	1.3	25.9	25.6	na	na	14.1	14.2	0.4	0.6
State Bank of India	SBIN IN	India	(1.5)	52.5	20.8	13.6	1.8	1.7	8.7	13.6	0.6	1.1
Bank Central Asia	BBCA IJ	Indonesia	11.6	17.1	31.6	26.9	4.7	4.3	15.8	16.6	1.5	1.6
Bank Danamon	BDMN IJ	Indonesia	147.0	26.5	9.2	7.3	0.5	0.5	5.2	6.7	1.7	na
Bank Internasional	BNII IJ	Indonesia	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Bank Mandiri	BMRI IJ	Indonesia	48.8	24.9	13.2	10.6	1.7	1.5	13.1	14.9	4.0	5.3
Bank Pan	PNBN IJ	Indonesia	(4.6)	13.8	6.1	5.4	na	na	6.6	7.3	na	na
Bank Rakyat	BBRI IJ	Indonesia	36.9	36.4	20.7	15.2	2.2	2.1	11.7	14.0	2.5	3.8
Bank Negara	BBNI IJ	Indonesia	202.3	51.0	13.5	9.0	1.1	1.0	8.5	11.7	1.5	2.6
CIMB Group Holdings	CIMB MK	Malaysia	295.3	4.8	11.6	11.0	0.9	0.9	7.8	8.1	3.9	4.3
Hong Leong Bank	HLBK MK	Malaysia	(1.0)	5.6	14.3	13.6	1.4	1.3	10.2	9.9	2.3	2.8
Malayan Banking	MAY MK	Malaysia	18.5	2.8	12.3	12.0	1.1	1.1	9.0	9.1	6.4	6.6
Public Bank	PBKF MK	Malaysia	(77.1)	2.1	na	na	na	na	11.5	11.2	na	na
Industrial Bank of Korea	024110 KS	S Korea	38.8	(0.3)	3.9	3.9	0.3	0.3	8.5	8.0	6.3	6.5
DBS Group Holdings	DBS SP	Singapore	44.3	4.2	13.4	12.9	1.6	1.5	12.4	12.3	3.2	3.8
Oversea-Chinese Banking	OCBC SP	Singapore	38.6	8.1	11.1	10.3	1.1	1.0	9.9	10.2	4.2	4.6
United Overseas Bank	UOB SP	Singapore	40.7	11.2	12.7	11.4	1.2	1.1	9.7	10.4	4.0	4.4
Bank of Ayudhya	BAY TB*	Thailand	3.4	3.5	11.5	11.1	0.9	0.8	7.9	7.6	2.3	2.2
Bangkok Bank	BBL TB*	Thailand	41.4	12.4	10.2	9.1	0.5	0.5	5.3	5.7	2.8	3.1
KASIKORNBANK	KBANK TB*	Thailand	18.7	10.6	9.9	8.9	0.7	0.7	7.7	8.0	2.0	2.2
Kiatnakin Bank	KKP TB*	Thailand	7.1	15.3	10.1	8.8	1.1	1.0	11.4	12.1	3.7	4.2
Krung Thai Bank	KTB TB*	Thailand	34.9	26.0	8.5	6.8	0.5	0.5	6.4	7.6	2.7	3.4
Siam Commercial Bank	SCB TB*	Thailand	13.0	11.8	14.0	12.5	1.0	0.9	7.3	7.7	2.1	2.4
Tisco Financial Group **	TISCO TB*	Thailand	11.8	5.2	11.7	11.1	1.9	1.8	16.8	16.9	6.1	6.3
TMBThanachart Bank	TTB TB*	Thailand	(8.0)	15.5	15.1	13.1	0.7	0.7	4.5	5.0	3.1	3.3
Average			34.9	15.6	13.4	11.4	1.2	1.1	9.3	10.2	3.5	3.9

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates , using Thanachart normalized EPS, ** TISCO – The figures shown in the table are for 21A and 22F

Based on 17 Jan 2022 closing prices

หมายเหตุ: บริษัททุนธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ทีสโก้ไฟแนนเชียลกรุ๊ป จำกัด (มหาชน) เป็นบริษัทที่ตั้งขึ้นใหม่ของกลุ่มทีสโก้ สถาบันการเงินที่มีฐานะมั่นคงของประเทศไทย ภายใต้โครงสร้างผู้ถือหุ้นใหม่ บมจ. ทีสโก้ไฟแนนเชียลกรุ๊ป ได้กลายเป็นบริษัทแม่ของกลุ่มทีสโก้ และมีบริษัทย่อยประกอบไปด้วย ธนาคารทีสโก้, บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนทีสโก้ จำกัด, บริษัทหลักทรัพย์ทีสโก้ จำกัด, บริษัท ไอเวย์ จำกัด, บริษัท ทีสโก้ อินฟอร์เมชั่นเทคโนโลยี จำกัด และบริษัท ทีสโก้ โทเคียว ลีสซิ่ง จำกัด

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

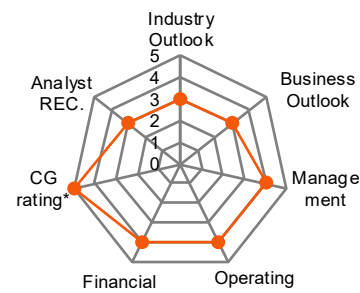
S — Strength

- มีการบริหารจัดการที่แข็งแกร่งอย่างมาก
- ได้เปรียบในเรื่องต้นทุนการดำเนินงานที่ต่ำ
- มีความไว้วางใจและความยืดหยุ่น

O — Opportunity

- มีโอกาสเข้าไปยังธุรกิจสินเชื่อ auto cash
- Wealth management
- มีโอกาสในการทำ M&A ของธุรกิจเข้าซื้อยานยนต์

COMPANY RATING



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

Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- เนื่องจากเป็นธนาคารเพื่อรายย่อย ธุรกิจของ TISCO จึงมีความผันผวนไปตามวัฏจักรเศรษฐกิจมากกว่าคู่แข่ง
- มีสัดส่วนเงินฝาก CASA ก่อนข้างต่ำ

T — Threat

- เศรษฐกิจโลกเข้าสู่ภาวะถดถอย
- มาตรฐานบัญชี และหลักเกณฑ์ทางบัญชีใหม่

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	106.81	106.00	-1%
Net profit 22F (Bt m)	7,002	7,132	2%
Net profit 23F (Bt m)	7,381	7,229	-2%
Consensus REC	BUY: 16	HOLD: 6	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- เราสมมติให้ credit cost ของ TISCO ลดลง แต่คาดการณ์การเติบโตของสินเชื่อของเราอาจเป็นระดับที่ระมัดระวังมากกว่าของตลาด ดังนั้น ประเมินการกำไรปี 2023F ของเราจึงต่ำกว่าของตลาด

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยน่าจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการ spread และ NIM ของเรา
- คุณภาพสินทรัพย์ที่อ่อนแอยังเป็นความเสี่ยงต่อมุมมองแนวโน้มการตั้งสำรองที่ลดลงของเรา
- Upside ต่อประมาณการกำไรของเรามาจากการเติบโตของสินเชื่อที่สูงขึ้น ขณะที่การจ่ายปันผลที่สูงขึ้นของธนาคารจะเป็นอีก upside ต่อราคาเป้าหมายของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Interest and Dividend Income	16,757	14,792	14,502	14,998	15,692
Interest Expenses	3,659	2,332	2,128	2,563	2,848
Net Interest Income	13,098	12,460	12,374	12,434	12,844
% of total income	69.3%	66.2%	66.9%	65.7%	65.3%
Gain on Investment	12	6	8	8	8
Fee Income	5,146	5,609	5,733	6,097	6,452
Gain on Exchange	257	404	100	100	100
Others	59	70	72	74	76
Non-interest Income	5,808	6,362	6,112	6,479	6,836
% of total income	30.7%	33.8%	33.1%	34.3%	34.7%
Total Income	18,906	18,822	18,487	18,914	19,681
Operating Expenses	8,012	8,280	8,536	8,799	9,074
Pre-provisioning Profit	10,894	10,542	9,951	10,114	10,607
Provisions	3,331	2,060	1,039	1,081	1,133
Pre-tax Profit	7,563	8,482	8,913	9,034	9,474
Income Tax	1,498	1,708	1,783	1,807	1,895
After Tax Profit	6,066	6,775	7,130	7,227	7,579
Equity Income	(2)	7	5	5	5
Minority Interest	(0)	(0)	(3)	(3)	(3)
Extraordinary Items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	6,063	6,781	7,132	7,229	7,581
Normalized Profit	6,063	6,781	7,132	7,229	7,581
EPS (Bt)	7.6	8.5	8.9	9.0	9.5
Normalized EPS (Bt)	7.6	8.5	8.9	9.0	9.5

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Liquid Items	39,432	31,593	27,000	28,650	28,650
cash & cash equivalents	1,220	1,103	1,000	1,000	1,000
interbank & money market	38,212	30,489	26,000	27,650	27,650
Securities under resale agreeme	0	0	0	0	0
Investments	10,758	8,852	9,206	9,575	9,958
Net loans	214,888	192,926	198,803	208,349	219,557
Gross and accrued interest	226,714	204,662	209,500	217,965	228,494
Provisions for doubtful	11,826	11,736	10,697	9,617	8,937
Fixed assets - net	2,951	2,901	2,583	2,251	1,885
Other assets	7,413	7,343	7,417	7,491	7,566
Total assets	275,443	243,616	245,009	256,316	267,615
LIABILITIES:					
Liquid Items	210,565	174,897	175,749	184,569	193,764
Deposit	203,473	166,542	169,488	177,308	185,503
Interbank & money market	5,808	8,081	6,000	7,000	8,000
Liability payable on demand	1,285	274	261	261	261
Borrow ings	12,826	14,962	13,018	13,043	13,054
Other liabilities	12,590	12,559	12,810	13,067	13,328
Total liabilities	235,981	202,418	201,577	210,679	220,146
Minority interest	3	3	6	9	12
Shareholders' equity	39,459	41,194	43,425	45,628	47,457
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	1,838	1,828	1,828	1,828	1,828
Retained earnings	28,596	30,341	32,576	34,778	36,608
Liabilities & equity	275,443	243,616	245,009	256,316	267,615

Sources: Company data, Thanachart estimates

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	13.0	11.7	11.1	10.9	10.4
Normalized PE - at target price (x)	14.0	12.5	11.9	11.7	11.2
PE (x)	13.0	11.7	11.1	10.9	10.4
PE - at target price (x)	14.0	12.5	11.9	11.7	11.2
P/PPP (x)	7.3	7.5	7.9	7.8	7.5
P/PPP - at target price (x)	7.8	8.0	8.5	8.4	8.0
P/BV (x)	2.0	1.9	1.8	1.7	1.7
P/BV - at target price (x)	2.1	2.1	2.0	1.9	1.8
Dividend yield (%)	6.4	6.1	6.3	6.4	8.2
Market cap / net loans (x)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Market cap / deposit (x)	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4
(Bt)					
Normalized EPS	7.6	8.5	8.9	9.0	9.5
EPS	7.6	8.5	8.9	9.0	9.5
DPS	6.3	6.0	6.2	6.3	8.1
PPP/Share	13.6	13.2	12.4	12.6	13.3
BV/Share	49.3	51.5	54.3	57.0	59.3

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate (%)					
Net interest income (NII)	2.4	(4.9)	(0.7)	0.5	3.3
Non-interest income (Non-II)	(12.4)	9.5	(3.9)	6.0	5.5
Operating expenses	(13.6)	3.3	3.1	3.1	3.1
Pre-provisioning profit (PPP)	7.3	(3.2)	(5.6)	1.6	4.9
Net profit	(16.6)	11.8	5.2	1.4	4.9
Normalized profit growth	(16.6)	11.8	5.2	1.4	4.9
EPS	(16.6)	11.8	5.2	1.4	4.9
Normalized EPS	(16.6)	11.8	5.2	1.4	4.9
Dividend payout ratio	83.1	70.8	70.0	70.0	85.0
Loan - gross	(7.4)	(9.7)	2.4	4.0	4.8
Loan - net	(7.9)	(10.2)	3.0	4.8	5.4
Deposit	(5.8)	(18.2)	1.8	4.6	4.6
NPLs	(3.8)	(11.8)	3.0	3.0	3.0
Total assets	(7.6)	(11.6)	0.6	4.6	4.4
Total equity	0.7	4.4	5.4	5.1	4.0
Operating Ratios (%)					
Net interest margin (NIM)	4.6	4.8	5.1	5.0	4.9
Net interest spread	5.7	6.0	6.2	6.1	6.0
Yield on earnings assets	5.8	5.7	5.9	6.0	6.0
Avg cost of fund	1.6	1.1	1.1	1.3	1.4
NII / operating income	69.3	66.2	66.9	65.7	65.3
Non-II / operating income	30.7	33.8	33.1	34.3	34.7
Fee income / operating income	27.2	29.8	31.0	32.2	32.8
Normalized net margin	32.1	36.0	38.6	38.2	38.5
Cost-to-income	42.4	44.0	46.2	46.5	46.1
Credit cost - provision exp / loans	1.5	1.0	0.5	0.5	0.5
PPP / total assets	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0
PPP / total equity	27.7	26.1	23.5	22.7	22.8
ROA	2.1	2.6	2.9	2.9	2.9
ROE	15.4	16.8	16.9	16.2	16.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Lower credit costs act as
a key earnings driver*

FINANCIAL RATIOS

*Solid balance sheet
quality*

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Liquidity and Quality Ratio (%)					
Loan-to-deposit	110.5	121.9	122.6	121.9	122.1
Loan-to-deposit & S-T borrow ing	110.5	121.8	122.6	121.9	122.1
Net loan / assets	78.0	79.2	81.1	81.3	82.0
Net loan / equity	544.6	468.3	457.8	456.6	462.6
Investment / assets	3.9	3.6	3.8	3.7	3.7
Deposit / liabilities	86.2	82.3	84.1	84.2	84.3
Liabilities / equity	598.0	491.4	464.2	461.7	463.9
Net interbank lender (Bt m)	32,404	22,409	20,000	20,650	19,650
Tier 1 CAR	17.5	19.5	20.8	21.1	21.2
Tier 2 CAR	4.4	4.6	4.6	4.4	4.2
Total CAR	21.9	24.2	25.4	25.6	25.5
NPLs (Bt m)	5,618	4,957	5,106	5,259	5,417
NPLs / Total loans (NPL Ratio)	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4
Loan-Loss-Coverage	210.5	236.7	209.5	182.9	165.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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 116 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2201A, ACE16C2202A, ADVA16C2201A, ADVA16C2202A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AOT16C2204A, AOT16C2202A, BAM16C2204A, BANP16C2204A, BANP16C2201A, BANP16C2202A, BBL16C2204A, BBL16C2201A, BBL16C2203A, BCH16C2201A, BCH16C2203A, BEC16C2202A, BGRI16C2205A, CBG16C2204A, CBG16C2201A, CBG16C2202A, CHG16C2202A, COM716C2203A, CPAL16C2204A, CPAL16C2203A, CPF16C2205A, CPN16C2202A, CRC16C2204A, DELT16C2202A, DELT16C2203A, DOHO16C2202A, EA16C2205A, EA16C2201A, ESSO16C2202A, GLOB16C2201A, GLOB16C2203A, GPSC16C2205A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GPSC16C2203A, GULF16C2202A, GUNK16C2205A, GUNK16C2201A, GUNK16C2203A, HANA16C2204A, HANA16C2202A, HMPR16C2202A, INTU16C2201A, INTU16C2202A, IVL16C2202A, JAS16C2202A, JMAR16C2205A, JMAR16C2201A, JMAR16C2202A, JMT16C2205A, JMT16C2201A, JMT16C2203A, KBAN16C2201A, KBAN16C2202A, KCE16C2205A, KCE16C2201A, KTC16C2202A, LH16C2202A, MAJO16C2201A, MINT16C2204A, MINT16C2203A, MTC16C2204A, MTC16C2202A, OR16C2202A, OR16C2203A, PTG16C2201A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2201A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2201A, PTT16C2203A, PTTE16C2203A, RBF16C2202A, RS16C2205A, RS16C2201A, S5016P2203B, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016C2112C, S5016C2112D, S5016C2203A, S5016P2112A, S5016P2112B, S5016P2112C, S5016P2112D, S5016P2203A, SAWA16C2204A, SAWA16C2202A, SCB16C2201A, SCB16C2202A, SCC16C2204A, SCGP16C2201A, SCGP16C2202A, SPAL16C2202A, SPRC16C2201A, STA16C2203A, STA16C2201A, STEC16C2204A, STEC16C2201A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TASC16C2201A, TOP16C2202A, TRUE16C2202A, TRUE16C2203A, TU16C2204A, TU16C2202A, WHA16C2202A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BEC, BGRIM, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, LH, MAJOR, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPALI, SPRC, SET50, STA, STEC, STGT, SYNTEC, TESCO, TOP, TRUE, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

บริษัททูธนชาติ 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)

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล 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 หมศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่นางอัคริณี ไตรรงค์ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลีดิวิเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีดิวิเมนท์ 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 นิการุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบโต
พัทธดนย์ บุณนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน
สรชดา สรทรง
Tel: 662-779-9106
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

พลังงาน, ปิโตรเคมี
ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
Tel: 662-779-9110
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
อดิศักดิ์ ผู้พัฒนบริหารกุล, CFA
Tel: 662-779-9120
adisak.phu@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล
Tel: 662-483-8304
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

Thematic Research, กระดาษ
จักร เรืองสินภิญญา
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย
พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์
Tel: 662-779-9109
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา
ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
Tel: 662-779-9112
saksid.pha@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพล
ลาภินี ทิพยมณฑล
Tel: 662-779-9115
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค
ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ
สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์
Tel: 662-483-8303
sittichet.run@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร
ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์
Tel: 662-483-8296
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้าน
รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม
ศิริพร อรุโณทัย
Tel: 662-779-9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค
วิชานันท์ ธรรมบำรุง
Tel: 662-779-9123
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน
นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล
Tel: 662-779-9108
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต
Tel: 662-779-9117
sunset.rak@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล
Tel: 662-779-9118
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี
Tel: 662-779-9116
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
Tel: 662-779-9114
varathip.run@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