

HOLD (Unchanged)

TP: Bt 1.30 (From: Bt 1.10)

9 FEBRUARY 2022

Change in Numbers

Downside : 7.1%

TMBThanachart Bank (TTB TB)

เต็มมูลค่า

กลยุทธ์แบบเลือกเฟ้นมากไป ฐานสินเชื่อบริการที่แข็งแกร่ง และรุกตลาดทุนน้อยที่สุด TTB จึงน่าจะได้ประโยชน์จากเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวน้อยกว่าธนาคารอื่น แม้เราจะปรับกำไรขึ้นสะท้อนกำไร 4Q21 ที่แข็งแกร่ง แต่ราคาหุ้นอยู่ในระดับที่สมเหตุสมผลแล้ว และมี downside 7% จากราคาเป้าหมายที่สูงขึ้นเป็น 1.30 บาท ของเรา คงคำแนะนำ "ถือ"



SARACHADA SORNSONG

662 - 779 9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์แบบเลือกเฟ้นมากไป

ด้วยความกังวลเกี่ยวกับปัญหาโครงสร้างของกลุ่ม SME TTB จึงได้ลดการปล่อยสินเชื่อ SME ลง 59% ในช่วงสามปีที่ผ่านมา ธนาคารไม่กระตือรือร้นที่จะขยายสินเชื่อ SME หรือกลุ่มสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่ที่ให้ผลตอบแทนต่ำ จุดที่ธนาคารให้ความสำคัญคือการเสริมสร้างตำแหน่งผู้นำสินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์ และเพิ่มสินเชื่อที่อยู่อาศัย และสินเชื่อที่ไม่มีหลักประกัน การแข่งขันในสินเชื่อรายย่อยนั้นรุนแรงมาก แถมนยังมีหนี้ครัวเรือนสูงถึง 80% ต่อ GDP ด้วย 51% ของสินเชื่อรายย่อยของธนาคารมาจากสินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์ ซึ่งมีอัตราการใช้หนี้ 30% เราจึงมองว่าเป็นเรื่องยากมากสำหรับ TTB ที่จะขยายสินเชื่อ และถือว่าเป็นกลยุทธ์ที่เลือกเฟ้นมากเกินไป เรามองว่าเป้าการเติบโตของสินเชื่อของธนาคารที่ 2% นั้นเป็นระดับที่เป็นไปได้

ฟื้นตัวช้ากว่า

กำไร 4Q21 สูงกว่าที่เราคาด เนื่องจากค่าธรรมเนียมที่สูงขึ้น และตั้งสำรองที่ลดลง ดังนั้นเราจึงปรับประมาณการกำไรขึ้น 11% ในปีนี้ และ 8%/2% ในปี 2023-24F ด้วยแรงหนุนจากตั้งสำรองที่ลดลง และประสิทธิภาพที่ดีขึ้น เราจึงคาดว่า EPS จะเติบโตดีขึ้นที่ 14%/11%/17% ในปี 2022-24F แต่ด้วยการเติบโตของสินเชื่อที่ช้ากว่าอุตสาหกรรม มีโอกาสปรับลดตั้งสำรองจำกัด และรุกตลาดทุนน้อยสุด ซึ่งเราคาดว่าจะยังคงมีการดำเนินดีต่อเนื่องจากการมีสภาพคล่องส่วนเกินจำนวนมาก การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยที่ช้าลง และอาจมีการเลือกตั้งเร็ว เรื่องราวการฟื้นตัวของกำไรของ TTB จึงไม่น่าตื่นเต้นอย่างที่เราคาด

ประโยชน์การปรับโครงสร้างจะไม่เกิดขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในเร็ว ๆ นี้ เพื่อเพิ่มความคล่องตัว การปรับการทำงานให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น ลดสิ่งที่ไม่เกิดมูลค่า และต้นทุนการบริการที่ต่ำลง TTB จึงได้จัดตั้งบริษัทย่อยใหม่ - TTB consumer โดยมีพันธกิจที่จะเป็นหนึ่งในผู้เล่น 4 อันดับแรกในด้านสินเชื่อเพื่อการบริโภค และมากกว่า 50% ของธุรกิจเกิดจากการให้สินเชื่อดิจิทัล นอกจากนี้ธนาคารยังหาพันธมิตรและโอกาสในการร่วมทุนในธุรกิจการบริหารจัดการหนี้เสียเพื่อให้การฟื้นตัวของ NPL และการตัดจำหน่ายหนี้เสียดีขึ้น TTB มีแผนดึงสินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์ใหม่คาดมากกว่า 10 พันลบ.ต่อเดือน ไปยังบริษัทย่อยที่มีสินเชื่อที่มีหลักประกันแห่งใหม่ แผนการปรับโครงสร้างข้างต้นเป็นกระบวนการต่อเนื่อง เราไม่คาดว่าจะเกิดผลประโยชน์อย่างมีนัยสำคัญในระยะใกล้ (12-18 เดือน) แผนของ TTB คือการสร้างรายได้ผ่านการนำเข้าตลาด อาจภายในปี 2025

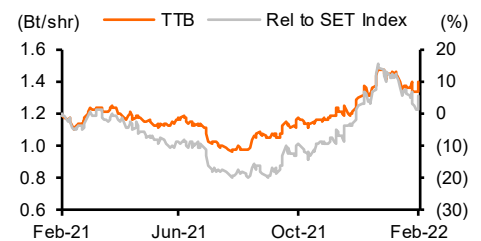
คงคำแนะนำ "ถือ"

จากการปรับเพิ่มกำไร เราจึงปรับเพิ่มราคาเป้าหมายเป็น 1.30 บาท จากเดิมที่ 1.1 บาท ราคาหุ้นของ TTB เพิ่มขึ้น 16.7% จากระดับต่ำสุดในเดือนธันวาคมที่ 1.2 บาท ด้วยข้อขายที่ PE ปี 2022 ที่ 11 เท่า และ P/BV-to-ROE สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มฯ เราจึงเชื่อว่าตลาดได้รับรู้การฟื้นตัวของกำไรที่แข็งแกร่งขึ้นหลังจากเสร็จสิ้นการโอนธุรกิจทั้งหมดในปี 2021 แล้ว เรามองว่าหุ้นซื้อขายที่ระดับที่เหมาะสมแล้ว และเราเห็น downside 7% จากราคาเป้าหมายของเรา

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Pre Provision Profit	33,972	34,988	35,029	37,694
Net profit	10,474	11,910	13,227	15,487
Consensus NP	—	12,743	14,706	16,414
Diff frm cons (%)	—	(6.5)	(10.1)	(5.6)
Norm profit	10,474	11,910	13,227	15,487
Prev. Norm profit	—	10,742	12,275	15,179
Chg frm prev (%)	—	10.9	7.8	2.0
Norm EPS (Bt)	0.1	0.1	0.1	0.2
Norm EPS grw (%)	3.6	13.7	11.1	17.1
Norm PE (x)	12.9	11.3	10.2	8.7
P/BV (x)	0.6	0.6	0.6	0.6
Div yield (%)	3.6	3.6	4.9	5.7
ROE (%)	5.0	5.6	6.0	6.7
ROA (%)	0.6	0.7	0.8	0.9

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price: as of 9-Feb-22 (Bt)	1.40
Market Cap (US\$ m)	4,132
Listed Shares (m shares)	96,622.9
Free Float (%)	34.2
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	16.2
12M Price H/L (Bt)	1.48/0.96
Sector	BANK
Major Shareholder	ING Bank N.V. 23.02%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

หมายเหตุ: บริษัททุนธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทย จำกัด (มหาชน) (TMB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 100 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TMB ร้อยละ 21.2 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าวจึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



Ex 1: Earnings Revisions

	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Net profits (Bt bn)						
- New	7.22	10.11	10.47	11.91	13.24	15.50
- Old				10.74	12.28	15.18
- Change (%)				10.92	7.82	2.10
Loans growth (%)						
- New	103.03	0.05	(1.48)	2.43	3.15	3.17
- Old				2.96	3.60	3.63
- Change (pp)				(0.53)	(0.45)	(0.46)
NIM (%)						
- New	1.95	2.93	2.86	2.91	2.85	2.90
- Old				2.91	2.77	2.80
- Change (pp)				(0.00)	0.08	0.10
Non-interest income (Bt bn)						
- New	12.63	15.18	14.19	14.78	15.64	16.56
- Old				14.02	14.83	15.69
- Change (%)				5.40	5.46	5.53
Credit costs (%)						
- New	0.74	1.78	1.57	1.50	1.35	1.30
- Old				1.65	1.50	1.40
- Change (pp)				(0.15)	(0.15)	(0.10)
Opex (Bt bn)						
- New	20.67	32.18	31.22	30.66	30.85	31.49
- Old				29.39	28.77	29.01
- Change (%)				4.31	7.22	8.55

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: 12-month DDM-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2022F

(Bt m)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal Value
Dividend of common shares	4,818	6,614	7,744	8,994	12,510	15,756	16,996	20,953	28,252	30,460	30,460
Dividend of preferred shares	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Dividend payment	4,818	6,614	7,744	8,994	12,510	15,756	16,996	20,953	28,252	30,460	261,087
Risk-free rate (%)	2.5										
Market risk premium (%)	8.0										
Beta	1.3										
WACC (%)	12.9										
Cost of equity (%)	12.9										
Terminal growth (%)	2.0										
Equity value	125,302										
No. of shares (m)	96,359										
Equity value / share (Bt)	1.30										

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 3: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG Code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		— ROE —		— Div. Yield —	
			22F (%)	23F (%)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (%)	23F (%)	22F (%)	23F (%)
BOC Hong Kong Holdings	2388 HK	Hong Kong	7.5	17.6	12.1	10.3	1.1	1.0	9.2	10.1	4.2	4.9
Bank of East Asia	23 HK	Hong Kong	71.1	19.2	8.5	7.2	0.4	0.4	4.3	5.1	5.4	6.3
China Citic Bank Corp	998 HK	Hong Kong	16.7	10.7	3.5	3.1	0.3	0.3	10.3	10.5	7.8	7.9
Hang Seng Bank	11 HK	Hong Kong	11.2	15.1	17.0	14.7	1.7	1.6	10.2	11.1	3.9	4.3
Industrial & Commercial Bk	1398 HK	Hong Kong	14.1	6.6	5.0	4.7	0.5	0.5	11.4	11.3	6.1	6.6
Axis Bank	AXSB IN	India	57.7	38.3	21.0	15.2	2.2	2.0	12.3	14.5	1.8	2.2
ICICI Bank	ICICIBC IN	India	16.7	23.9	25.3	20.4	na	na	14.2	15.2	0.6	0.7
State Bank of India	SBIN IN	India	54.1	30.9	13.9	10.6	1.7	1.5	13.9	15.2	1.1	1.4
Bank Central Asia	BBCA IJ	Indonesia	13.8	12.5	27.4	24.3	4.4	4.0	16.8	17.2	1.6	1.9
Bank Danamon	BDMN IJ	Indonesia	304.9	26.6	5.8	4.6	0.5	0.5	8.0	10.2	4.2	na
Bank Internasional	BNII IJ	Indonesia	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Bank Mandiri	BMRI IJ	Indonesia	13.5	17.2	11.3	9.6	1.6	1.5	14.9	16.0	4.9	5.7
Bank Pan	PNBN IJ	Indonesia	8.6	10.0	5.7	5.2	na	na	7.3	7.4	na	na
Bank Rakyat	BBRI IJ	Indonesia	16.1	19.7	16.1	13.4	2.1	2.0	13.9	15.3	3.6	4.3
Bank Negara	BBNI IJ	Indonesia	38.9	22.7	9.3	7.6	1.0	0.9	11.9	13.1	2.6	3.6
CIMB Group Holdings	CIMB MK	Malaysia	314.5	16.8	10.8	9.3	0.9	0.9	8.2	9.3	4.5	5.8
Hong Leong Bank	HLBK MK	Malaysia	5.1	16.4	13.6	11.7	1.3	1.2	9.9	11.0	2.8	3.2
Malayan Banking	MAY MK	Malaysia	22.5	16.1	12.0	10.4	1.1	1.1	9.1	10.4	6.6	7.4
Public Bank	PBKF MK	Malaysia	(76.4)	16.2	na	na	na	na	11.2	12.4	na	na
Industrial Bank of Korea	024110 KS	S Korea	8.2	2.0	3.7	3.6	0.3	0.3	8.6	8.3	6.8	7.1
DBS Group Holdings	DBS SP	Singapore	51.7	13.1	13.1	11.6	1.6	1.5	12.3	13.1	3.7	4.0
Oversea-Chinese Banking	OCBC SP	Singapore	50.5	13.1	11.0	9.7	1.1	1.0	10.3	10.9	4.3	4.8
United Overseas Bank	UOB SP	Singapore	57.0	15.1	12.4	10.7	1.2	1.2	10.4	11.5	4.0	4.5
Bank of Ayudhya	BAY TB*	Thailand	(3.8)	4.0	11.1	10.7	0.8	0.8	7.6	7.5	2.2	2.3
Bangkok Bank	BBL TB*	Thailand	14.1	10.5	9.2	8.3	0.5	0.5	6.0	6.3	3.3	3.6
KASIKORNBANK	KBANK TB*	Thailand	1.7	4.5	10.0	9.6	0.8	0.7	7.9	7.8	2.0	4.2
Kiatnakin Bank	KKP TB*	Thailand	0.1	15.7	9.6	8.3	1.1	1.0	12.0	13.0	3.8	6.0
Krung Thai Bank	KTB TB*	Thailand	31.8	12.3	7.1	6.3	0.5	0.5	7.6	8.1	3.2	5.6
Siam Commercial Bank	SCB TB*	Thailand	(3.4)	7.8	13.3	12.3	1.0	0.9	7.6	7.8	2.3	4.1
Tisco Financial Group	TISCO TB*	Thailand	5.2	1.4	11.1	11.0	1.8	1.7	16.9	16.2	6.3	6.4
TMBThanachart Bank	TTB TB*	Thailand	13.7	11.1	11.3	10.2	0.6	0.6	5.6	6.0	3.6	4.9
Average			37.9	14.9	11.8	10.2	1.2	1.1	10.3	11.0	3.8	4.6

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 9 Feb 2022 closing prices

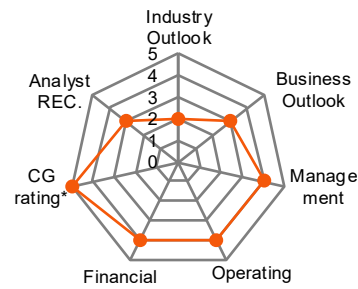
หมายเหตุ: บริษัททุนธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 21.2 ดังนั้น การจัดทำใบวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

COMPANY DESCRIPTION

TMB ดำเนินธุรกิจธนาคารพาณิชย์เต็มรูปแบบ โดยให้บริการสินเชื่อองค์กร ธุรกิจและส่วนบุคคล, สินเชื่อรายย่อย และ Wholesales banking, ธุรกิจกรมระหว่างประเทศ และบริการด้านพาณิชย์ธุรกิจ ให้แก่ลูกค้าทั่วประเทศไทย นอกจากนี้ยังมีสาขาในฮ่องกง, ลาว และเกาะเคย์แมน อีกด้วย

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

- แพลตฟอร์มธนาคารที่สมบูรณ์
- ผลิตภัณฑ์ที่มีความหลากหลาย
- มี Know-how จากพาร์ทเนอร์ต่างชาติอย่าง ING

O — Opportunity

- ความสามารถในการทำ cross-sell และเสนอผลิตภัณฑ์ที่มีราคาแพงขึ้น
- โอกาสเพิ่มรายได้ค่าธรรมเนียม

W — Weakness

- ความยากลำบากในการตัดค่าใช้จ่ายที่ทับซ้อนและซ้ำซ้อน เนื่องจากการดำเนินการแยกต่างหากก่อนที่ EBT จะเสร็จสิ้นในกลางปี 2021
- มีสัดส่วนการปล่อยสินเชื่อกลุ่มรายย่อยจำกัด

T — Threat

- เศรษฐกิจโลกอ่อนแอ
- เกณฑ์มาตรฐานบัญชีใหม่

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	1.49	1.30	-13%
Net profit 22F (Bt m)	12,743	11,910	-7%
Net profit 23F (Bt m)	14,706	13,227	-10%
Consensus REC	BUY: 11	HOLD: 10	SELL: 3

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไร และราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่า เนื่องจากเราให้ความสำคัญระมัดระวังต่อแนวโน้มธุรกิจ และแนวโน้มการเติบโตของ TTB มากกว่า

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายของเราจะเป็นรูปธรรมหากเศรษฐกิจไม่ฟื้นตัวตามที่เราคาดไว้
- ในทางกลับกัน หาก TTB สามารถดำเนินการได้ดีกว่าที่เราคาดไว้ในปัจจุบัน และได้รับประโยชน์จากการผนึกกำลังกันที่มากกว่าที่เราคาดไว้ในปัจจุบัน จะทำให้เกิด upside ต่อประมาณการกำไร และราคาเป้าหมายของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

	FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<i>Tepid recovery in income</i>						
Interest and Dividend Income		72,321	64,239	63,753	65,654	68,493
Interest Expenses		18,515	13,240	12,885	15,419	15,869
Net Interest Income		53,805	51,000	50,868	50,236	52,624
% of total income		78.0%	78.2%	77.5%	76.3%	76.1%
Gain on Investment		678	182	300	300	300
Fee Income		11,348	11,248	11,578	12,355	13,184
Gain on Exchange		1,726	1,480	1,600	1,648	1,697
Others		1,426	1,281	1,300	1,339	1,379
Non-interest Income		15,178	14,191	14,778	15,642	16,561
% of total income		22.0%	21.8%	22.5%	23.7%	23.9%
Total Income		68,983	65,191	65,645	65,878	69,185
Operating Expenses		32,177	31,219	30,658	30,848	31,490
Pre-provisioning Profit		36,806	33,972	34,988	35,029	37,694
Provisions		24,831	21,514	20,280	18,696	18,571
Pre-tax Profit		11,975	12,458	14,707	16,334	19,124
Income Tax		2,223	2,327	2,794	3,103	3,633
After Tax Profit		9,752	10,131	11,913	13,230	15,490
Equity Income		363	346	0	0	0
Minority Interest		(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
Extraordinary Items		0	0	0	0	0
NET PROFIT		10,112	10,474	11,910	13,227	15,487
Normalized Profit		10,112	10,474	11,910	13,227	15,487
EPS (Bt)		0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
Normalized EPS (Bt)		0.1	0.1	0.1	0.1	0.2

BALANCE SHEET

	FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<i>Slower loan growth than the industry's</i>						
ASSETS:						
Liquid Items		233,128	174,884	174,300	186,000	190,000
cash & cash equivalents		21,943	16,011	14,000	12,000	10,000
interbank & money market		211,185	158,873	160,300	174,000	180,000
Securities under resale agreeme		0	0	0	0	0
Investments		134,351	180,229	185,635	191,204	196,941
Net loans		1,348,480	1,325,212	1,303,186	1,334,133	1,375,162
Gross and accrued interest		1,401,458	1,379,684	1,359,010	1,392,034	1,435,920
Provisions for doubtful		52,978	54,472	55,824	57,901	60,758
Fixed assets - net		30,076	30,252	29,160	28,745	27,820
Other assets		62,297	48,604	45,000	46,350	47,741
Total assets		1,808,332	1,759,181	1,737,282	1,786,432	1,837,663
LIABILITIES:						
Liquid Items		1,453,211	1,429,486	1,398,950	1,439,295	1,480,819
Deposit		1,373,408	1,339,195	1,305,835	1,343,443	1,382,148
Interbank & money market		75,909	84,966	87,515	90,140	92,845
Liability payable on demand		3,895	5,325	5,600	5,712	5,826
Borrowings		88,965	68,398	70,652	70,544	70,870
Other liabilities		61,406	50,460	50,000	50,500	51,005
Total liabilities		1,603,582	1,548,345	1,519,601	1,560,339	1,602,694
Minority interest		37	1	4	7	10
Shareholders' equity		204,713	210,835	217,676	226,086	234,959
Preferred capital		-	-	-	-	-
Paid-in capital		91,589	91,792	91,541	91,541	91,541
Share premium		43,322	43,345	43,345	43,345	43,345
Surplus/ Others		5,798	5,172	5,172	5,172	5,172
Retained earnings		64,004	70,526	77,618	86,027	94,901
Liabilities & equity		1,808,332	1,759,181	1,737,282	1,786,432	1,837,663

Sources: Company data, Thanachart estimates

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	13.3	12.9	11.3	10.2	8.7
Normalized PE - at target price (x)	12.4	12.0	10.5	9.5	8.1
PE (x)	13.3	12.9	11.3	10.2	8.7
PE - at target price (x)	12.4	12.0	10.5	9.5	8.1
P/PPP (x)	3.7	4.0	3.9	3.9	3.6
P/PPP - at target price (x)	3.4	3.7	3.6	3.6	3.3
P/BV (x)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
P/BV - at target price (x)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
Dividend yield (%)	3.2	3.6	3.6	4.9	5.7
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
(Bt)					
Normalized EPS	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
EPS	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
DPS	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
PPP/Share	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
BV/Share	2.1	2.2	2.3	2.3	2.4

Fairly priced in our view

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate (%)					
Net interest income (NII)	100.3	(5.2)	(0.3)	(1.2)	4.8
Non-interest income (Non-II)	20.2	(6.5)	4.1	5.9	5.9
Operating expenses	55.6	(3.0)	(1.8)	0.6	2.1
Pre-provisioning profit (PPP)	95.5	(7.7)	3.0	0.1	7.6
Net profit	40.0	3.6	13.7	11.1	17.1
Normalized profit growth	40.0	3.6	13.7	11.1	17.1
EPS	(31.0)	3.6	13.7	11.1	17.1
Normalized EPS	(31.0)	3.6	13.7	11.1	17.1
Dividend payout ratio	42.9	46.0	50.0	50.0	50.0
Loan - gross	0.1	(1.5)	(1.5)	2.4	3.2
Loan - net	(0.0)	(1.7)	(1.7)	2.4	3.1
Deposit	(1.8)	(2.5)	(2.5)	2.9	2.9
NPLs	4.9	6.4	4.0	4.0	3.0
Total assets	(2.7)	(2.7)	(1.2)	2.8	2.9
Total equity	5.1	3.0	3.2	3.9	3.9
Operating Ratios (%)					
Net interest margin (NIM)	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9
Net interest spread	4.1	3.9	4.0	4.1	4.1
Yield on earnings assets	4.1	3.7	3.7	3.8	3.8
Avg cost of fund	1.2	0.9	0.9	1.0	1.0
NII / operating income	78.0	78.2	77.5	76.3	76.1
Non-II / operating income	22.0	21.8	22.5	23.7	23.9
Fee income / operating income	16.4	17.3	17.6	18.8	19.1
Normalized net margin	14.7	16.1	18.1	20.1	22.4
Cost-to-income	46.6	47.9	46.7	46.8	45.5
Credit cost - provision exp / loans	1.8	1.6	1.5	1.4	1.3
PPP / total assets	2.0	1.9	2.0	2.0	2.1
PPP / total equity	18.4	16.4	16.3	15.8	16.4
ROA	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9
ROE	5.1	5.0	5.6	6.0	6.7

*Lower integration costs
and already lean opex*

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Liquidity and Quality Ratio (%)					
Loan-to-deposit	101.4	102.5	103.5	103.1	103.4
Loan-to-deposit & S-T borrowing	101.4	102.5	103.5	103.0	103.3
Net loan / assets	74.6	75.3	75.0	74.7	74.8
Net loan / equity	658.7	628.6	598.7	590.1	585.3
Investment / assets	7.4	10.2	10.7	10.7	10.7
Deposit / liabilities	85.6	86.5	85.9	86.1	86.2
Liabilities / equity	783.3	734.4	698.1	690.2	682.1
Net interbank lender (Bt m)	135,276	73,907	72,785	83,860	87,155
Tier 1 CAR	15.5	15.3	16.0	16.3	16.5
Tier 2 CAR	4.1	4.0	4.0	3.9	3.8
Total CAR	19.6	19.3	20.1	20.2	20.3
NPLs (Bt m)	39,594	42,121	43,806	45,558	46,925
NPLs / Total loans (NPL Ratio)	2.8	3.1	3.2	3.3	3.3
Loan-Loss-Coverage	133.8	129.3	127.4	127.1	129.5

With a higher portion of secured loans, TTB is satisfied with its current LLR

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่รับมาเปลี่ยนแปลงไป 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 110 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2202A, ADVA16C2202A, ADVA16C2203A, AOT16C2202A, AOT16C2204A, BAM16C2204A, BANP16C2205A, BANP16C2202A, BANP16C2204A, BBL16C2203A, BBL16C2204A, BCH16C2203A, BEC16C2202A, BEC16C2204A, BGRI16C2203A, BGRI16C2205A, BLA16C2205A, CBG16C2202A, CBG16C2204A, CBG16C2205A, CHG16C2202A, COM716C2203A, COM716C2205A, CPAL16C2203A, CPAL16C2204A, CPF16C2205A, CPN16C2202A, CRC16C2204A, DELT16C2202A, DELT16C2203A, DOHO16C2202A, DTAC16C2203A, EA16C2206A, EA16C2203A, EA16C2205A, ESSO16C2202A, GLOB16C2203A, GPSC16C2206A, GPSC16C2203A, GPSC16C2205A, GULF16C2202A, GULF16C2203A, GULF16C2205A, GUNK16C2203A, GUNK16C2205A, HANA16C2202A, HANA16C2204A, HANA16C2205A, HMPR16C2202A, INTU16C2202A, INTU16C2205A, IRPC16C2205A, IVL16C2202A, IVL16C2203A, JAS16C2202A, JAS16C2206A, JMAR16C2202A, JMAR16C2205A, JMT16C2203A, JMT16C2205A, KBAN16C2202A, KBAN16C2204A, KCE16C2204A, KCE16C2205A, KCE16C2205B, KTC16C2202A, LH16C2202A, MINT16C2203A, MINT16C2204A, MTC16C2202A, MTC16C2204A, OR16C2202A, OR16C2203A, OR16C2205A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2203A, PTT16C2205A, PTTE16C2203A, RBF16C2202A, RCL16C2205A, RS16C2205A, S5016C2203A, S5016C2203B, S5016C2206A, S5016P2203A, S5016P2203B, S5016P2206A, SAWA16C2202A, SAWA16C2204A, SAWA16C2205A, SCB16C2202A, SCC16C2204A, SCGP16C2202A, SPAL16C2202A, STA16C2203A, STEC16C2204A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TOP16C2202A, TRUE16C2205A, TRUE16C2202A, TRUE16C2203A, TRUE16C2203B, TU16C2202A, TU16C2204A, WHA16C2202A, WHA16C2204A (underlying securities are ACE, ADVANC, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BEC, BGRIM, BLA, 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, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, RBF, RCL, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPALI, STA, STEC, STGT, SYNEX, TOP, TU, WHA, TRUE). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้นบริษัท ราชธานีลิซซิง 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 21.2 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรชมิล 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 มีกรรมการร่วมกันได้แก่นางอติวีณี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท 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

Thematic Research, กระดาษ

จักร เรื่องสิทธิสัญญา

Tel: 662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุทัศน์

Tel: 662-483-8296

nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ

พัทธดนย์ บุณนาค

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 ศรทรง

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

พลังงาน, ปิโตรเคมี

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ

Tel: 662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพล

ลาภินี ทิพยมณฑล

Tel: 662-779-9115

lapinee.dib@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA

Tel: 662-779-9120

adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ

Tel: 662-779-9105

pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ชรรคมป่ารุง

Tel: 662-779-9123

witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล

Tel: 662-483-8304

thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์

Tel: 662-483-8303

sittichet.run@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน

นลภรณ์ คลังเปรมจิตต์

Tel: 662-779-9107

nariporn.kla@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 สถาพร

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