

BUY

(From: HOLD)

TP: Bt 1.50

(From: Bt 1.30)

28 APRIL 2022

Change in Recommendation

Upside : 16.3%

TMBThanachart Bank (TTB TB)

มีปัจจัยขับเคลื่อนภายในที่แข็งแกร่งขึ้น

ปัจจุบันเราแนะนำ “ซื้อ” TTB ด้วยมองว่าราคาหุ้นที่ underperform นั้นไม่สมเหตุสมผลกับกำไรที่ฟื้นตัวดีขึ้น และ ROE ที่ดีขึ้น ด้วยประโยชน์ด้านต้นทุนจากการควบรวมกิจการ และตั้งสำรองที่ลดลง เราคาดว่า EPS จะเติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ราว 17% และปรับเพิ่มราคาเป้าหมายเป็น 1.5 บาท



SARACHADA SORNSONG

662 – 779 9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

มีประโยชน์จากการควบรวมกิจการมากขึ้น

ก่อนจะทำการโอนกิจการทั้งหมดแล้วเสร็จ TTB คาดว่าจะมีผลประโยชน์จากการควบรวมกิจการ (synergy value) สูงถึง 2 หมื่นลบ. ภายในปี 2024 เนื่องจากการนำดิจิทัลมาใช้ได้อย่างรวดเร็ว กิจกรรมทางการตลาดที่จำกัด และอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำในช่วงสองปีที่ผ่านมา ธนาคารจึงสามารถลดต้นทุน และรับรู้ผลประโยชน์ด้านงบดุล (Balance Sheet Synergy) เร็วกว่าแผนที่วางไว้ ประมาณ 90% ของ synergy value ที่ประมาณการเบื้องต้นถูกรับรู้แล้วใน 1Q22 และด้วยการเพิ่มประสิทธิภาพสาขาอย่างต่อเนื่อง การใช้กำลังพลอย่างมีประสิทธิภาพ และทำการตลาดร่วมกัน จึงทำให้ต้นทุนลดลงไปอีกต่อเนื่อง ธนาคารได้ปิดสาขาไปแล้ว 274 สาขาในปี 2020-21 และคาดว่าจะปิดสาขาอีก 70-80 สาขา ในปี 2022

กลยุทธ์การเติบโตอย่างมีคุณภาพ

ธนาคารได้ใช้ประโยชน์จากการควบรวมกิจการเพื่อรับมือกับผลกระทบของโควิดที่มีต่อคุณภาพสินทรัพย์ TTB ได้แก้ไข NPL ในเชิงรุก และแทบไม่ได้ใช้กฎเกณฑ์การผ่อนปรนหนี้ของ ธปท. ธนาคารได้ลดความเสี่ยงของพอร์ตสินเชื่ออย่างต่อเนื่อง ด้วยมองว่าสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่เป็นการเติมเต็มช่องว่างด้านสภาพคล่อง และลดการให้สินเชื่อ SMEs ลงอย่างมาก TTB พยายามที่จะขยายสินเชื่อรายย่อยในกลุ่มผู้มีรายได้ปานกลาง เรามองว่ากลยุทธ์การเติบโตอย่างมีคุณภาพนี้จะทำให้สินเชื่อเติบโตในระดับปานกลางที่อัตราผลตอบแทนที่ยอมรับได้และมีความเสี่ยงด้านต้นทุนต่ำ TTB เป็นธนาคารที่ให้สินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์และสินเชื่อที่อยู่อาศัยที่ใหญ่ที่สุดเป็นอันดับ 2 และ 4 โดยมีส่วนแบ่งตลาดที่ 27% และ 12% ในปี 2021

เราปรับเพิ่มกำไรขึ้น 6% ในปี 2022-24F

เนื่องจากกำไร 1Q22 ที่ดีกว่าคาด เราจึงปรับกำไรขึ้น 6.0% ในปีนี้ 8% ในปี 2023 และ 5% ในปี 2024 เพื่อสะท้อนค่าใช้จ่ายดำเนินงานและตั้งสำรองที่ลดลง เราคาดว่า EPS จะเติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่สูงขึ้นที่ 17% (จากเดิมที่ 15%) และมีปัจจัยผลักดันการเติบโตที่สำคัญ คือ 1) สินเชื่อรายย่อยสูงขึ้น 4-5%; 2) credit cost ลดลงเป็น 1.45/1.3/1.2%; และอัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ที่ลดลงจาก 47.9% ในปี 2021 เป็น 45.2% ในปี 2022F, 43.7 ในปี 2023F และ 42% ในปี 2024F เนื่องจากสินเชื่อ SME ที่ลดลง และการเปลี่ยนจากการขายกองทุนรวมเป็นบริการให้คำปรึกษาแบบต่อเนื่องมากขึ้น เราคาดว่ารายได้ค่าธรรมเนียมสุทธิจะลดลงอีก 8% ในปี 2022F

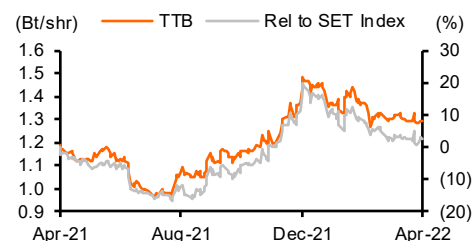
ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น “ซื้อ” ราคาเป้าหมายสูงขึ้นเป็น 1.5 บาท

ราคาหุ้น TTB ปรับตัวลง 12% และ underperform กลุ่มธนาคารราว 5% YTD เรามองว่า valuation ของ TTB นั้น underperform ชื่อขายที่ระดับต่ำกว่า P/BV และ PE เฉลี่ย 5 ปีที่ 0.8 เท่า และ 11.7 เท่า มากกว่า 20% เราเห็น upside 16% จากราคาเป้าหมายใหม่ของเราที่ 1.5 บาท และปรับเพิ่มคำแนะนำ TTB เป็น “ซื้อ” 1) ด้วยมีประโยชน์ด้านต้นทุนจากการควบรวมกิจการที่มากขึ้นและตั้งสำรองที่ลดลง TTB จึงมีปัจจัยขับเคลื่อนภายในที่แข็งแกร่งขึ้น และเราคาดว่ากำไรจะเติบโตแข็งแกร่งขึ้นที่ 21% ในปีนี้ และ 15% ในปี 2023F 2) Modified loans ของ TTB ลดลงดีเหลือ 13% จาก 20% ในปี 2020 โดย 77% อยู่ในระยะการปรับโครงสร้าง ซึ่งจะจำกัดการเพิ่มขึ้นของกันสำรองในอนาคต 3) เราเห็นศักยภาพในการเติบโตในธุรกิจสินเชื่อไม่มีหลักประกัน และแผนนำ TTB consumer เข้าตลาดฯ

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Pre Provision Profit	33,972	35,459	36,771	39,221
Net profit	10,474	12,619	14,515	16,579
Consensus NP	—	12,305	14,301	16,307
Diff frm cons (%)	—	2.6	1.5	1.7
Norm profit	10,474	12,619	14,515	16,579
Prev. Norm profit	—	11,963	13,433	15,767
Chg frm prev (%)	—	5.5	8.1	5.2
Norm EPS (Bt)	0.1	0.1	0.2	0.2
Norm EPS grw (%)	3.6	20.5	15.0	14.2
Norm PE (x)	11.9	9.9	8.6	7.5
P/BV (x)	0.6	0.6	0.5	0.5
Div yield (%)	2.9	4.0	4.7	6.7
ROE (%)	5.0	5.9	6.5	7.1
ROA (%)	0.6	0.7	0.8	0.9

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price: as of 28-Apr-22 (Bt)	1.29
Market Cap (US\$ m)	3,617
Listed Shares (m shares)	96,622.9
Free Float (%)	34.2
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	19.9
12M Price H/L (Bt)	1.48/0.96
Sector	BANK
Major Shareholder	ING Bank N.V. 22.97%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

บริษัททุนธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบัญชีของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

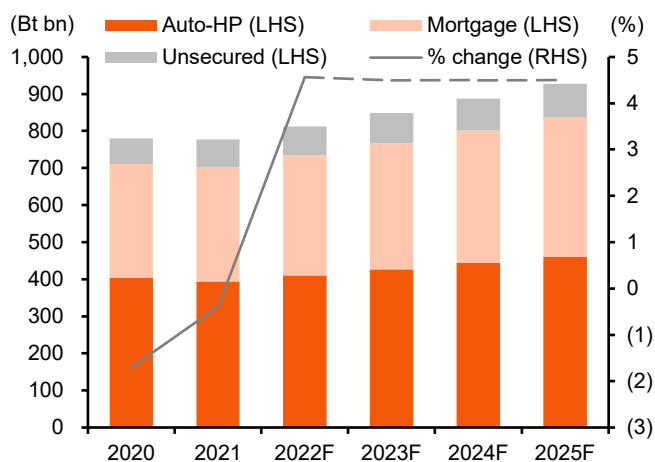
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้และมีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่ผู้ลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไม่ซ้ำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Earnings Revisions

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Net profits (Bt bn)					
- New	10.11	10.47	12.62	14.52	16.58
- Old			11.96	13.43	15.77
- Change (%)			5.48	8.06	5.15
Loan growth (%)					
- New	0.05	(1.48)	2.13	3.45	3.46
- Old			2.43	3.15	3.17
- Change (pp)			(0.30)	0.29	0.30
NIM (%)					
- New	2.93	2.86	2.86	2.75	2.74
- Old			2.91	2.86	2.92
- Change (pp)			(0.04)	(0.11)	(0.18)
Non-interest income (Bt bn)					
- New	15.18	14.19	13.64	14.53	15.32
- Old			14.68	15.34	16.03
- Change (%)			(7.06)	(5.28)	(4.45)
Credit costs (%)					
- New	1.78	1.57	1.45	1.30	1.25
- Old			1.50	1.35	1.30
- Change (pp)			(0.05)	(0.05)	(0.05)
Opex (Bt bn)					
- New	32.18	31.22	29.25	28.51	28.47
- Old			31.11	31.78	32.35
- Change (%)			(5.97)	(10.29)	(11.98)

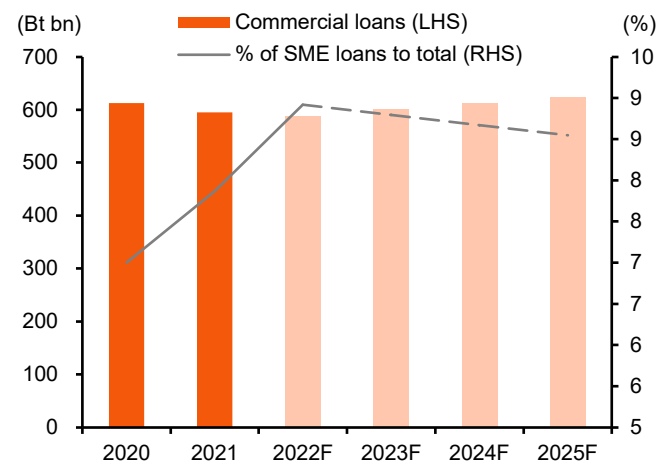
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Growing Retail Loans



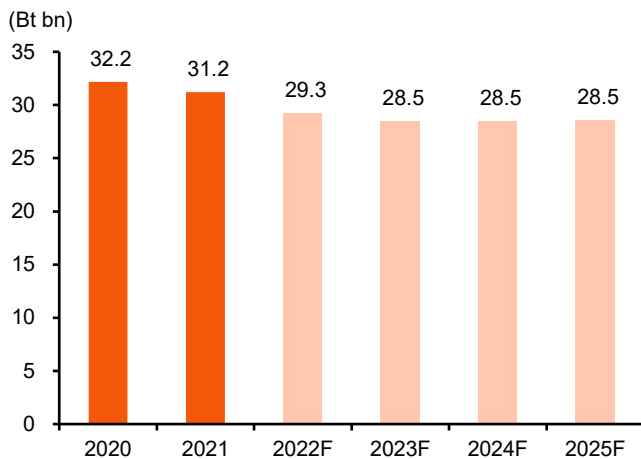
Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 3: Lower Exposure To Commercial Loans



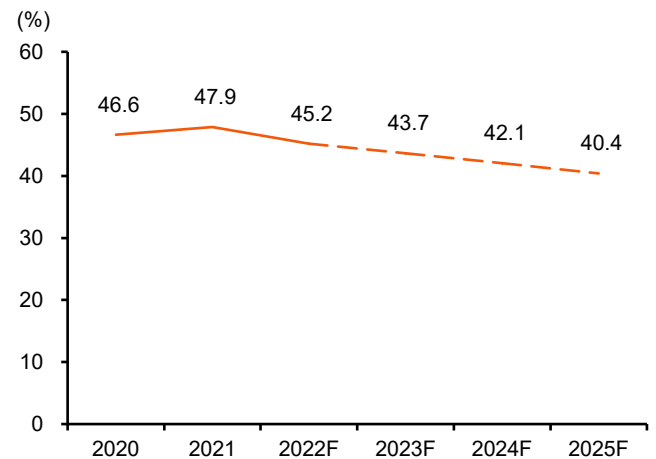
Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 4: Lower OPEX...



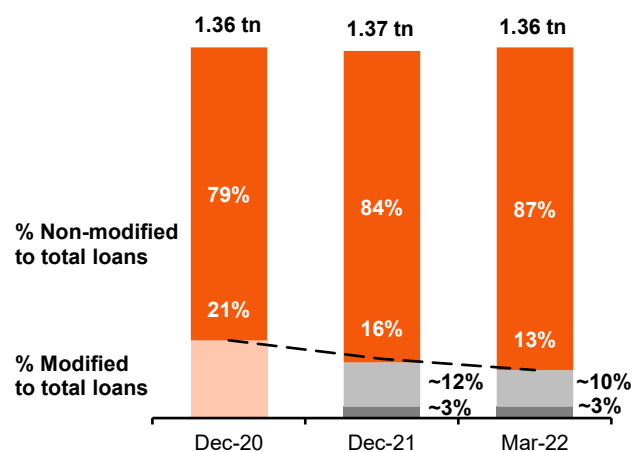
Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 5: ...And Cost To Income Ratio



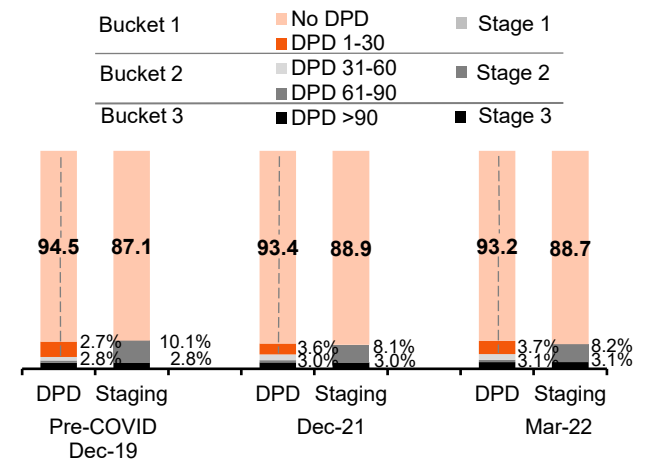
Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 6: Lower Portion Of Modified Loans



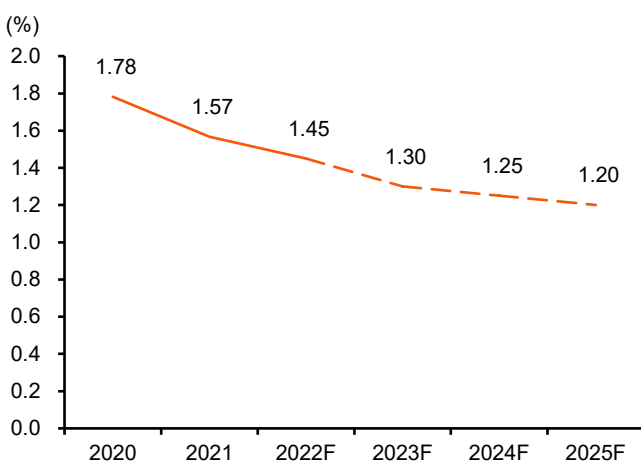
Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 7: Prudent Loan Staging



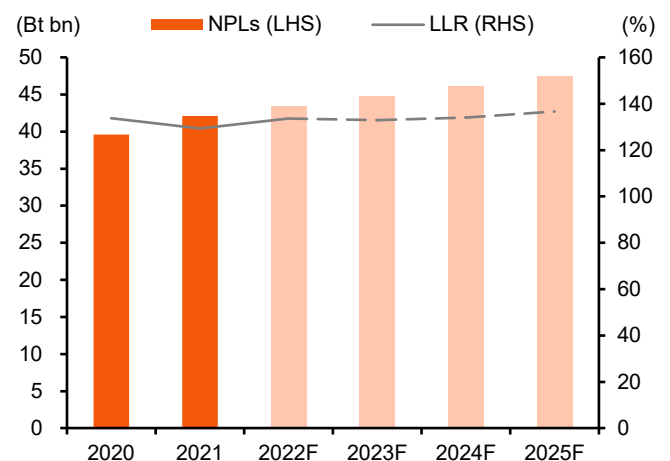
Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 8: Lower Credit Costs



Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 9: Manageable NPLs With Decent LLR

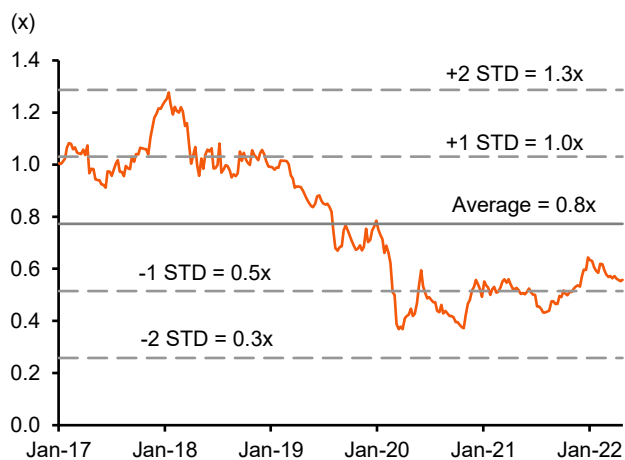


Sources: Company data; Thanachart estimates

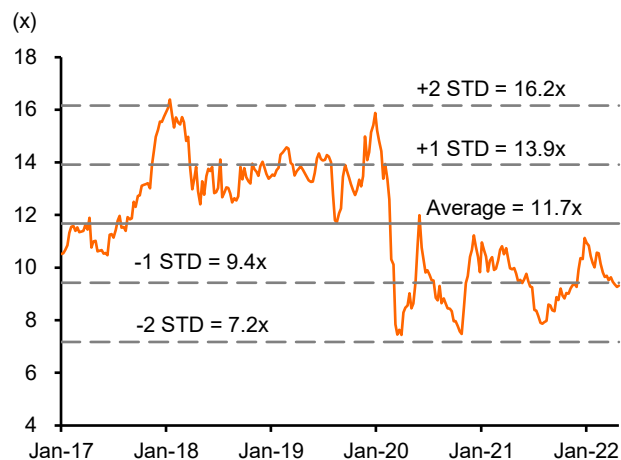
Ex 10: 12-month DDM-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2022F

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal Value
Dividend of common shares	3,672	5,047	5,806	8,289	11,381	15,690	19,698	21,545	29,728	32,356	35,159	35,159
Dividend of preferred shares	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Dividend payment	3,672	5,047	5,806	8,289	11,381	15,690	19,698	21,545	29,728	32,356	35,159	301,364
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	144,846											
No. of shares (m)	96,623											
Equity value / share (Bt)	1.50											

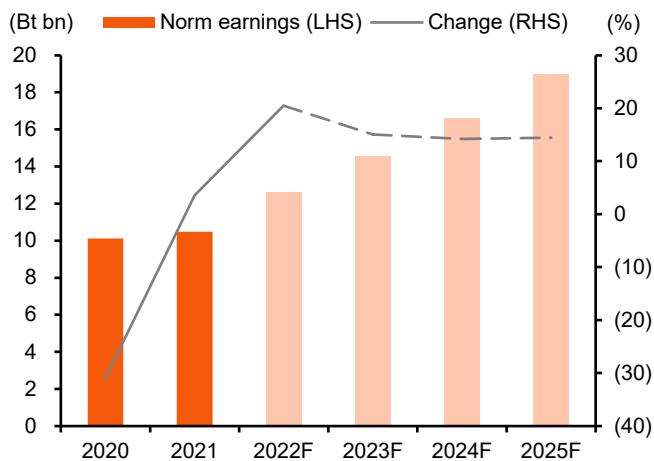
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: STD – P/BV

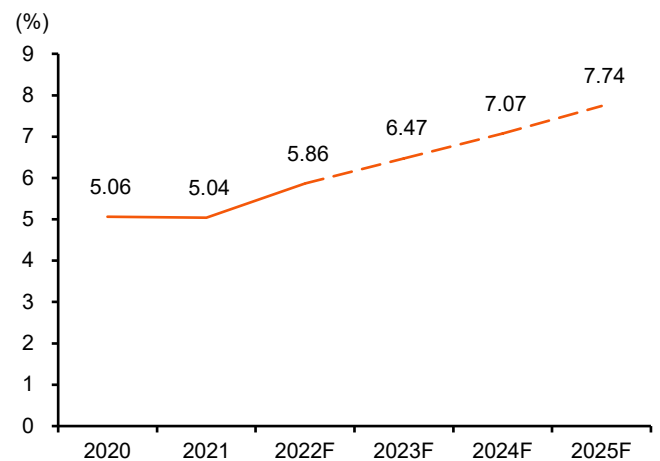
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 12: STD – PE

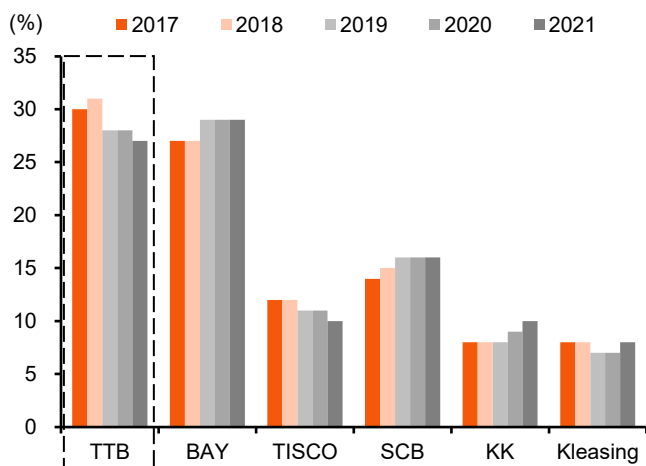
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 13: Better Earnings Growth

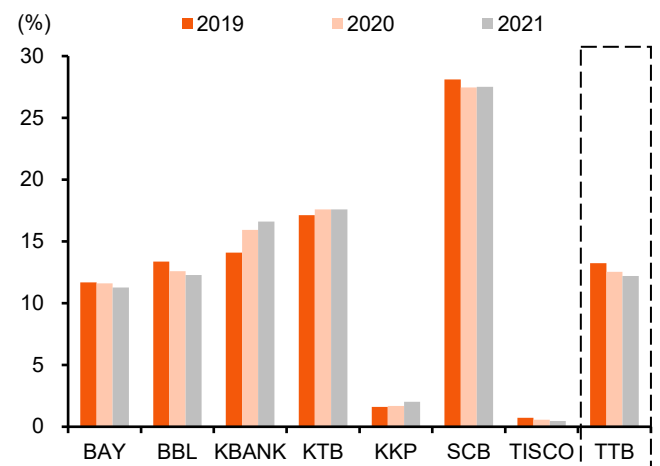
Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 14: Improving ROE

Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 15: Share Of Auto-HP Loans...

Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 16: ...And Housing Loans

Sources: Company data; Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 17: 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	15.9	28.7	11.5	8.9	1.0	0.9	8.6	10.6	4.5	5.7
Bank of East Asia	23 HK	Hong Kong	(12.0)	23.4	7.4	6.0	0.3	0.3	4.1	4.9	6.7	7.9
China Citic Bank Corp	998 HK	Hong Kong	6.2	9.5	3.5	3.2	0.3	0.3	10.4	10.5	7.7	8.4
Hang Seng Bank	11 HK	Hong Kong	12.1	32.2	17.2	13.0	1.5	1.4	9.1	11.4	4.1	5.1
Industrial & Commercial Bk	1398 HK	Hong Kong	5.1	7.0	4.8	4.4	0.5	0.5	11.5	11.3	6.4	6.9
Axis Bank	AXSB IN	India	60.8	41.9	20.0	14.1	na	na	11.8	14.7	1.4	2.0
ICICI Bank	ICICIB IN	India	(12.2)	23.9	23.4	18.9	na	na	na	na	0.7	0.8
State Bank of India	SBIN IN	India	56.9	29.4	12.9	9.9	1.6	1.4	14.2	15.2	1.2	1.5
Bank Central Asia	BBCA IJ	Indonesia	15.4	13.6	27.6	24.3	4.5	4.1	16.8	17.4	1.8	2.1
Bank Danamon	BDMN IJ	Indonesia	65.9	15.9	9.2	7.9	0.5	0.5	6.0	6.7	2.8	na
Bank Internasional	BNII IJ	Indonesia	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Bank Mandiri	BMRI IJ	Indonesia	20.6	14.4	12.3	10.8	1.9	1.7	15.5	16.2	4.5	5.2
Bank Pan	PNBN IJ	Indonesia	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Bank Rakyat	BBRI IJ	Indonesia	20.7	18.1	17.0	14.4	2.3	2.2	14.1	15.5	3.7	4.4
Bank Negara	BBNI IJ	Indonesia	41.5	24.3	11.1	9.0	1.3	1.1	11.9	13.3	2.1	2.9
CIMB Group Holdings	CIMB MK	Malaysia	12.9	22.5	10.7	8.8	0.9	0.8	8.0	9.4	4.7	5.7
Hong Leong Bank	HLBK MK	Malaysia	8.5	17.5	13.9	11.8	1.4	1.3	10.4	11.3	2.7	3.1
Malayan Banking	MAY MK	Malaysia	2.9	17.3	12.6	10.7	1.2	1.2	9.5	10.9	6.2	7.1
Public Bank	PBKF MK	Malaysia	2.6	18.7	na	na	na	na	11.6	13.0	na	na
Industrial Bank of Korea	024110 KS	S Korea	8.8	4.3	3.6	3.4	0.3	0.3	9.0	8.8	7.0	7.5
DBS Group Holdings	DBS SP	Singapore	8.6	16.4	11.4	9.8	1.4	1.3	12.7	13.9	4.3	4.9
Oversea-Chinese Banking	OCBC SP	Singapore	10.7	15.9	10.1	8.7	1.0	0.9	10.0	11.0	4.8	5.5
United Overseas Bank	UOB SP	Singapore	11.9	19.9	11.3	9.4	1.2	1.1	10.5	11.9	4.4	5.1
Bank of Ayudhya	BAY TB*	Thailand	0.9	2.8	9.9	9.6	0.8	0.7	7.9	7.6	2.0	2.1
Bangkok Bank	BBL TB*	Thailand	14.1	10.5	8.3	7.5	0.5	0.5	6.0	6.3	3.6	4.0
KASIKORNBANK	KBANK TB*	Thailand	13.9	12.0	8.5	7.6	0.7	0.7	8.8	9.1	2.4	2.6
Kiatnakin Bank	KKP TB*	Thailand	9.2	16.8	8.9	7.6	1.1	1.0	13.0	13.9	4.5	5.3
Krung Thai Bank	KTB TB*	Thailand	26.7	11.6	7.8	7.0	0.6	0.5	7.4	7.8	3.1	3.4
SCB X	SCB TB*	Thailand	(2.9)	8.3	11.1	10.2	0.8	0.8	7.7	7.9	3.6	3.9
Tisco Financial Group	TISCO TB*	Thailand	5.1	1.3	11.2	11.0	1.9	1.8	17.1	16.8	7.6	7.7
TMBThanachart Bank	TTB TB*	Thailand	20.5	15.0	9.9	8.6	0.6	0.5	5.9	6.5	4.0	4.7
Average			15.6	17.0	11.7	9.9	1.2	1.1	10.3	11.2	4.0	4.6

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates , using Thanachart normalized EPS

Based on 28 Apr 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 23 ดังนั้น การจัดทำบัญชีของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

COMPANY DESCRIPTION

ก่อตั้งขึ้นในปี 1957 ธนาคารทหารไทย จำกัด (มหาชน) เป็นหนึ่งในธนาคารพาณิชย์ขนาดกลางชั้นนำของประเทศไทย TMB ควบรวมกิจการกับธนาคาร ธนชาติ และกลายเป็นธนาคารที่ใหญ่เป็นอันดับ 6 ของประเทศไทยในปี 2019 ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) บริษัทควบรวมได้เปิดตัว หลังจากการโอนธุรกิจทั้งหมดเสร็จสมบูรณ์ในปี 2020 ด้วยสำเร็จการกิจการ ควบรวมกิจการเมื่อวันที่ 5 กรกฎาคมปีที่แล้วตามแผนที่วางไว้ TTB กลายเป็น หนึ่งในธนาคารที่มีความสำคัญต่อระบบในประเทศ (D-SIB) ในประเทศไทย ในปี 2021

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

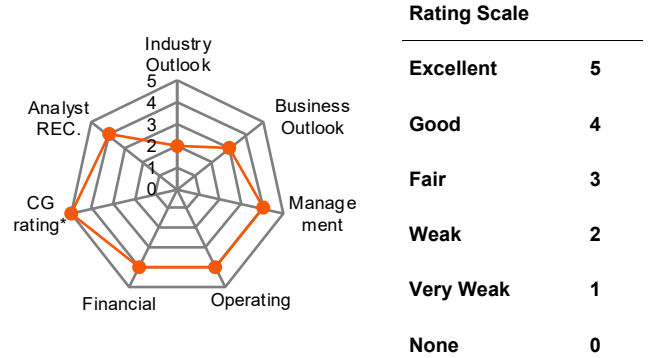
S — Strength

- แพลตฟอร์มธนาคารที่สมบูรณ์
- ผลิตภัณฑ์ที่มีความหลากหลาย
- มี Know-how จากพาร์ทเนอร์ต่างชาติอย่าง ING

O — Opportunity

- ความสามารถในการทำ cross-sell และเสนอผลิตภัณฑ์ที่มีราคาแพงขึ้น
- โอกาสเพิ่มรายได้ค่าธรรมเนียม

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- ความยากลำบากในการตัดค่าใช้จ่ายที่ทับซ้อนและซ้ำซ้อน เนื่องจากการดำเนินการแยกต่างหากก่อนที่ EBT จะเสร็จสิ้นในกลางปี 2021
- มีสัดส่วนการปล่อยสินเชื่อกลุ่มรายย่อยจำกัด

T — Threat

- เศรษฐกิจโลกอ่อนแอ
- เกณฑ์มาตรฐานบัญชีใหม่

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	1.46	1.50	3%
Net profit 22F (Bt m)	12,305	12,619	3%
Net profit 23F (Bt m)	14,301	14,515	2%
Consensus REC	BUY: 11	HOLD: 9	SELL: 5

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไร และราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด เนื่องจากเราได้รวม Opex และ credit cost ที่ลดลงก่อนตลาด

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายของเราจะเป็นรูปธรรมหากเศรษฐกิจไม่ฟื้นตัวตามที่เราคาดไว้
- หาก TTB ไม่สามารถดำเนินการตามกลยุทธ์การเติบโตอย่างมีคุณภาพได้ จะทำให้มี upside ต่อสมมติฐาน credit cost ของเรา และเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการกำไร

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

Cost optimization-driven
growth

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Interest and Dividend Income	72,321	64,239	64,099	67,309	69,893
Interest Expenses	18,515	13,240	13,031	16,559	17,522
Net Interest Income	53,805	51,000	51,068	50,751	52,371
% of total income	78.0%	78.2%	78.9%	77.7%	77.4%
Gain on Investment	678	182	200	200	200
Fee Income	11,348	11,248	10,341	10,991	11,682
Gain on Exchange	1,726	1,480	1,800	2,000	2,060
Others	1,426	1,281	1,300	1,339	1,379
Non-interest Income	15,178	14,191	13,641	14,530	15,321
% of total income	22.0%	21.8%	21.1%	22.3%	22.6%
Total Income	68,983	65,191	64,709	65,281	67,693
Operating Expenses	32,177	31,219	29,250	28,510	28,471
Pre-provisioning Profit	36,806	33,972	35,459	36,771	39,221
Provisions	24,831	21,514	20,321	18,847	18,750
Pre-tax Profit	11,975	12,458	15,138	17,924	20,472
Income Tax	2,223	2,327	2,876	3,406	3,890
After Tax Profit	9,752	10,131	12,262	14,518	16,582
Equity Income	363	346	360	0	0
Minority Interest	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
Extraordinary Items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	10,112	10,474	12,619	14,515	16,579
Normalized Profit	10,112	10,474	12,619	14,515	16,579
EPS (Bt)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
Normalized EPS (Bt)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2

BALANCE SHEET

Moderate asset growth

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Liquid Items	233,128	174,884	201,000	219,000	230,000
cash & cash equivalents	21,943	16,011	14,000	12,000	10,000
interbank & money market	211,185	158,873	187,000	207,000	220,000
Securities under resale agreeme	0	0	0	0	0
Investments	134,351	180,229	174,822	180,066	185,468
Net loans	1,348,480	1,325,212	1,350,505	1,397,601	1,445,803
Gross and accrued interest	1,401,458	1,379,684	1,408,481	1,457,026	1,507,479
Provisions for doubtful	52,978	54,472	57,976	59,425	61,675
Fixed assets - net	30,076	30,252	29,248	28,132	26,549
Other assets	62,297	48,604	52,000	53,560	55,167
Total assets	1,808,332	1,759,181	1,807,574	1,878,359	1,942,988
LIABILITIES:					
Liquid Items	1,453,211	1,429,486	1,471,662	1,532,846	1,585,971
Deposit	1,373,408	1,339,195	1,372,599	1,424,325	1,467,055
Interbank & money market	75,909	84,966	93,463	102,809	113,090
Liability payable on demand	3,895	5,325	5,600	5,712	5,826
Borrow ings	88,965	68,398	68,127	67,776	68,019
Other liabilities	61,406	50,460	48,000	48,480	48,965
Total liabilities	1,603,582	1,548,345	1,587,789	1,649,102	1,702,955
Minority interest	37	1	4	7	10
Shareholders' equity	204,713	210,835	219,782	229,249	240,022
Preferred capital	-	-	-	-	-
Paid-in capital	91,589	91,792	91,792	91,792	91,792
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	79,473	88,941	99,713
Liabilities & equity	1,808,332	1,759,181	1,807,574	1,878,359	1,942,988

Sources: Company data, Thanachart estimates

VALUATION

Undemanding valuation, in our view

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	12.3	11.9	9.9	8.6	7.5
Normalized PE - at target price (x)	14.3	13.8	11.5	10.0	8.7
PE (x)	12.3	11.9	9.9	8.6	7.5
PE - at target price (x)	14.3	13.8	11.5	10.0	8.7
P/PPP (x)	3.4	3.7	3.5	3.4	3.2
P/PPP - at target price (x)	3.9	4.3	4.1	3.9	3.7
P/BV (x)	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
P/BV - at target price (x)	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
Dividend yield (%)	3.5	2.9	4.0	4.7	6.7
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	0.2	0.2
EPS	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
DPS	0.0	0.0	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	2.4	2.5

FINANCIAL RATIOS

Lower opex and credit costs

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate (%)					
Net interest income (NII)	100.3	(5.2)	0.1	(0.6)	3.2
Non-interest income (Non-II)	20.2	(6.5)	(3.9)	6.5	5.4
Operating expenses	55.6	(3.0)	(6.3)	(2.5)	(0.1)
Pre-provisioning profit (PPP)	95.5	(7.7)	4.4	3.7	6.7
Net profit	40.0	3.6	20.5	15.0	14.2
Normalized profit growth	40.0	3.6	20.5	15.0	14.2
EPS	(31.0)	3.6	20.5	15.0	14.2
Normalized EPS	(31.0)	3.6	20.5	15.0	14.2
Dividend payout ratio	42.9	35.1	40.0	40.0	50.0
Loan - gross	0.1	(1.5)	2.1	3.4	3.5
Loan - net	(0.0)	(1.7)	1.9	3.5	3.4
Deposit	(1.8)	(2.5)	2.5	3.8	3.0
NPLs	4.9	6.4	3.0	3.0	3.0
Total assets	(2.7)	(2.7)	2.8	3.9	3.4
Total equity	5.1	3.0	4.2	4.3	4.7
Operating Ratios (%)					
Net interest margin (NIM)	2.9	2.9	2.9	2.8	2.7
Net interest spread	4.1	3.9	3.9	4.0	4.0
Yield on earnings assets	4.1	3.7	3.7	3.7	3.7
Avg cost of fund	1.2	0.9	0.9	1.1	1.1
NII / operating income	78.0	78.2	78.9	77.7	77.4
Non-II / operating income	22.0	21.8	21.1	22.3	22.6
Fee income / operating income	16.4	17.3	16.0	16.8	17.3
Normalized net margin	14.7	16.1	19.5	22.2	24.5
Cost-to-income	46.6	47.9	45.2	43.7	42.1
Credit cost - provision exp / loans	1.8	1.6	1.5	1.3	1.3
PPP / total assets	2.0	1.9	2.0	2.0	2.1
PPP / total equity	18.4	16.4	16.5	16.4	16.7
ROA	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9
ROE	5.1	5.0	5.9	6.5	7.1

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	102.1	101.8	102.2
Loan-to-deposit & S-T borrow ing	101.4	102.5	102.1	101.8	102.2
Net loan / assets	74.6	75.3	74.7	74.4	74.4
Net loan / equity	658.7	628.6	614.5	609.6	602.4
Investment / assets	7.4	10.2	9.7	9.6	9.5
Deposit / liabilities	85.6	86.5	86.4	86.4	86.1
Liabilities / equity	783.3	734.4	722.4	719.3	709.5
Net interbank lender (Bt m)	135,276	73,907	93,537	104,191	106,910
Tier 1 CAR	15.5	15.3	14.6	14.8	15.1
Tier 2 CAR	4.1	4.0	3.9	3.7	3.6
Total CAR	19.6	19.3	18.5	18.5	18.7
NPLs (Bt m)	39,594	42,121	43,385	44,686	46,027
NPLs / Total loans (NPL Ratio)	2.8	3.1	3.1	3.1	3.1
Loan-Loss-Coverage	133.8	129.3	133.6	133.0	134.0

*Manageable NPLs with
decent provisions
cushion*

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด 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 ธนชาต จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ถือและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 79 หลักทรัพย์ ได้แก่ AMAT16C2206A , AOT16C2204A , AOT16C2206A , AWC16C2207A , BAM16C2204A , BAM16C2206A , BAM16C2207A , BANP16C2204A , BANP16C2205A , BANP16C2207A , BBL16C2204A , BCH16C2207A , BEC16C2204A , BEC16C2207A , BGRI16C2205A , BLA16C2208A , BLA16C2205A , CBG16C2204A , CBG16C2205A , CBG16C2207A , CHG16C2207A , COM716C2208A , COM716C2205A , CPAL16C2204A , CPF16C2205A , CRC16C2204A , DOHO16C2207A , EA16C2205A , EA16C2206A , EA16C2207A , GPSC16C2205A , GPSC16C2206A , GPSC16C2207A , GULF16C2205A , GULF16C2207A , GUNK16C2205A , GUNK16C2206A , GUNK16C2207A , HANA16C2204A , HANA16C2205A , HANA16C2207A , INTU16C2205A , IRPC16C2205A , IVL16C2206A , JMAR16C2205A , JMAR16C2206A , JMT16C2205A , JMT16C2207A , KBAN16C2208A , KBAN16C2204A , KBAN16C2206A , KCE16C2208A , KCE16C2204A , KCE16C2205A , KCE16C2205B , MEGA16C2207A , MINT16C2204A , MINT16C2207A , MTC16C2204A , OR16C2205A , PTT16C2205A , PTTG16C2207A , RCL16C2205A , RS16C2205A , S5016C2206A , S5016P2206A , S5016P2206B , SAWA16C2204A , SAWA16C2205A , SCC16C2204A , STEC16C2204A , SYNE16C2206A , TOP16C2206A , TRUE16C2205A , TRUE16C2205B , TTA16C2208A , TTA16C2207A , TU16C2204A , WHA16C2204A (underlying securities are AMATA , AOT , AWC , BAM , BANPU , BBL , BCH , BEC , BGRIM , BLA , CBG , CHG , COM7 , CPALL , CPF , CRC , DOHOME , EA , GPSC , GULF , GUNKUL , HANA , INTUCH , IRPC , IVL , JMART , JMT , KBANK , KCE , MEGA , MINT , MTC , OR , PTT , PTTGC , RCL , RS , SAWAD , SCC , SET50 , STEC , SYNEX , TOP , TRUE , TTA , TU , WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาต จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ธนชาต จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP มีการรวมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมการร่วมกันได้แก่ นางอัครวิณี ไตรลั่นคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหุ้นกู้ 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 นิการกุล, 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
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 ผู้พัฒนทรัพย์กุล, 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, พาณิชยกรรม
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, แพลตฟอร์ม
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
นลินกรณ 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