

BUY

(From: HOLD)

TP: Bt 106.00

(Unchanged)

Change in Recommendation

Upside : 22.2%

15 JULY 2022

Small Cap Research

TISCO Financial Group (TISCO TB)

ให้ yield ที่ดี

ด้วย asset-liability gap ที่กว้างมาก TISCO จึงมีความเสี่ยงจากอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น และราคาหุ้นของบริษัทฯ underperformed กลุ่มธุรกิจ แต่ด้วยมีสำรองส่วนเกินที่สูง เราจึงคาดว่า TISCO จะบริหารต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้นและจ่ายปันผลที่สูงขึ้นได้ เราปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น "ซื้อ" เพื่อ yield ที่ 8% ขึ้นไป และมี upside 22% จากราคาเป้าหมายที่ 106 บาท



SARACHADA SORNSONG

662 – 779 9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

มีกันสำรองจำนวนมากเป็นเบาะรองรับ

TISCO ให้ความสำคัญระมัดระวังอย่างมากในช่วงโควิด นอกจากการใช้เกณฑ์การพิจารณาสินเชื่อที่เข้มงวดแล้ว บริษัทฯ ยังได้กันสำรอง management overlay จำนวนมากในช่วงสองปีที่ผ่านมา การสิ้นสุดโครงการบรรเทาหนี้ไม่ได้ส่งผลให้ NPLs เพิ่มขึ้นอย่างมากอย่างที่ธนาคารเคยกังวลก่อนหน้านี้ อันที่จริง TISCO สามารถลด NPLs ได้ต่ำกว่าระดับก่อนโควิดปี 2019 ที่ 2.4% ส่งผลให้อัตราส่วน loan-loss-coverage เพิ่มขึ้นเป็นกว่า 230% ใน 4Q21 และ TISCO เริ่มปล่อยสำรองส่วนเกินในเชิงรุกจาก 1Q22

อยู่ในตำแหน่งที่ดีขึ้นในการรับมือกับอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น

ในช่วงหลายปีที่ผ่านมา สัดส่วนสินเชื่ออัตราดอกเบี้ยคงที่ของ TISCO ยังคงอยู่ที่ 70% ของสินเชื่อรวม แต่สัดส่วนนี้ได้เปลี่ยนไป ซึ่งช่วยบรรเทาผลกระทบต่ออัตรากำไรจากการเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ย 1) สัดส่วนของสินเชื่อที่ให้ yield สูง (สินเชื่อรถยนต์มือสอง และเช่าซื้อจักรยานยนต์ และ auto cash) เพิ่มขึ้นจาก 17% ในปี 2017 เป็น 23% ในปีที่แล้ว และ 24% ใน 2Q22 ซึ่ง yield ของสินเชื่อเหล่านี้มากกว่าสองเท่าของสินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์ใหม่ และระยะเวลากู้ที่สั้นกว่า 2) ความต้องการเงินทุนของ TISCO ไม่สูง เนื่องจากวิธีการให้กู้ยืมแบบ selective approach ของธนาคาร ซึ่งไม่เหมือนกับตอนที่อัตราดอกเบี้ยเพิ่มขึ้นครั้งล่าสุดในปี 2012 ซึ่งต้องแข่งขันหาเงินฝากเพื่อรองรับการเติบโตของสินเชื่อที่ 34% และ 3) TISCO เริ่มขยาย liability duration ขณะที่ 30% ของเงินฝากของธนาคารเป็น CASA ซึ่งเราคาดว่าอัตราดอกเบี้ยจะอยู่ในระดับต่ำ แม้มีความเป็นไปได้ที่จะมีการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายหลายครั้งในปีหน้า

น่าจะให้ yield มากกว่า 8%

กำไร 2Q22 ของ TISCO เป็นไปตามคาด และเราเพิ่งปรับคาดการณ์กำไรปี 2022-24F เพื่อสะท้อนการตั้งสำรองที่ลดลง ต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้นและค่าธรรมเนียมที่ลดลง เราปรับมาใช้ฐาน 2023F แต่คงราคาเป้าหมายที่ 106 บาท เช่นเดิม เนื่องจากเราปรับลดกำไรระยะกลางถึงระยะยาวเพื่อสะท้อนถึงการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยที่เร็วขึ้น การเติบโตของกำไรมีความชัดเจน (Earnings visibility) และเราคาดว่า EPS จะเติบโต 5% ในปีนี้ และ 4% ในปีหน้า โดยปัจจัยหนุนหลักคือตั้งสำรองที่ลดลง ซึ่ง TISCO ได้ทำในช่วงสองไตรมาสที่ผ่านมา เนื่องจาก ธปท. ได้ยกเลิกเพดานอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ 50% สำหรับผลกำไรของธนาคาร เราคาดว่า TISCO จะจ่ายเงินปันผลสูงขึ้น สมมติให้จ่ายที่ 85% ของกำไร ได้คิดเป็น yield ที่น่าสนใจที่ 8.7% ในปีนี้ เพิ่มขึ้นเป็น 9% ในปี 2023F

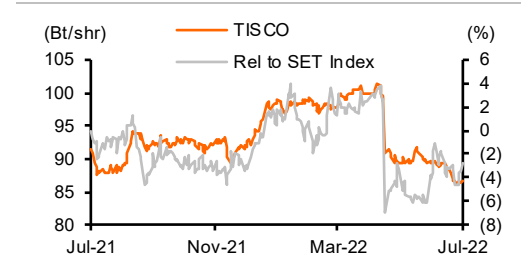
ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น "ซื้อ"

แม้เซนด์เม้นต์ในการลงทุนใน TISCO นั้นไม่ได้เป็นบวก แต่ดูเหมือนจะมี downside จำกัด เนื่องจากปัจจุบันให้อัตราผลตอบแทนปันผลที่สูงกว่า 8% ด้วยคุณภาพสินทรัพย์ที่แข็งแกร่งและมีกันสำรองจำนวนมาก คาดการณ์ปันผลต่อหุ้นของเราจึงดูเหมือนจะเป็นระดับที่เป็นไปได้ และมี upside ด้วยมีเงินกองทุนขั้นที่ 1 สูงเป็นประวัติการณ์ที่ 21% และสินทรัพย์มีแนวโน้มเติบโตปานกลาง เราจึงเห็นความเป็นไปได้สูงที่ TISCO จะปรับเพิ่มอัตราการจ่ายปันผลเป็นมากกว่า 90% ด้วยมี upside 22% จากราคาเป้าหมายที่ 106 บาทของเรา ปัจจุบันเราจึงแนะนำ "ซื้อ" TISCO

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Pre Provision Profit	10,550	9,486	9,847	10,384
Net profit	6,785	7,106	7,373	7,595
Consensus NP	—	7,100	7,146	7,478
Diff frm cons (%)	—	0.1	3.2	1.6
Norm profit	6,785	7,106	7,373	7,595
Prev. Norm profit	—	7,130	7,223	7,573
Chg frm prev (%)	—	(0.3)	2.1	0.3
Norm EPS (Bt)	8.5	8.9	9.2	9.5
Norm EPS grw (%)	11.9	4.7	3.7	3.0
Norm PE (x)	10.2	9.8	9.4	9.1
P/BV (x)	1.7	1.6	1.6	1.5
Div yield (%)	8.2	8.7	9.0	9.3
ROE (%)	16.8	17.0	17.1	17.2
ROA (%)	2.6	2.9	2.9	2.8

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

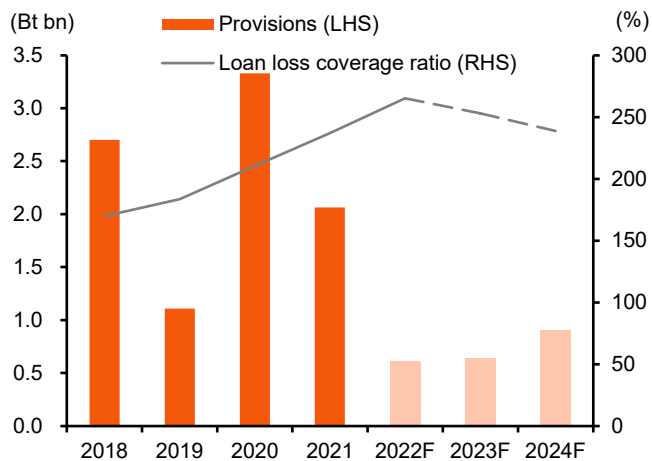
Price: as of 15-Jul-22 (Bt)	86.75
Market Cap (US\$ m)	1,897
Listed Shares (m shares)	800.6
Free Float (%)	77.4
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	13.7
12M Price H/L (Bt)	101.50/86.25
Sector	BANK
Major Shareholder	Thai NVDR 10.2%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

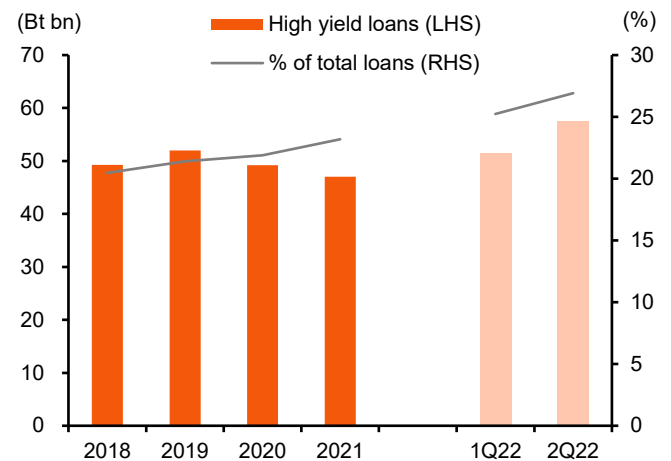
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลเท่านั้นและไม่ใช่ข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

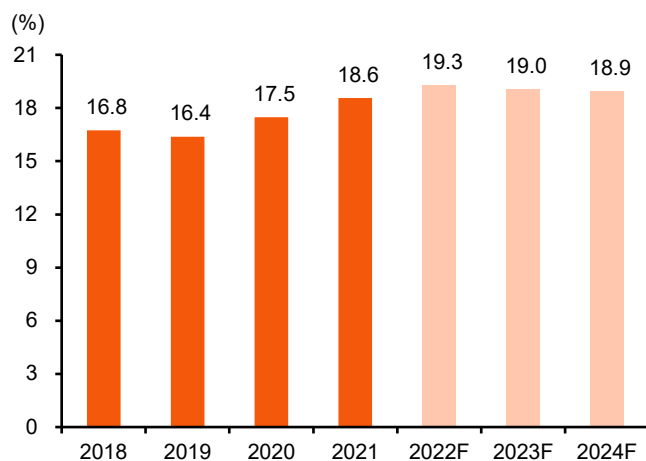


Ex 1: Excess Provisions Overly High

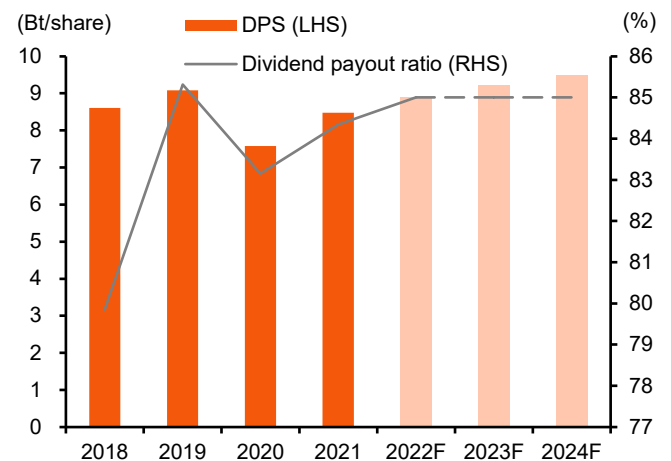
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Growing High-yield Retail Loans

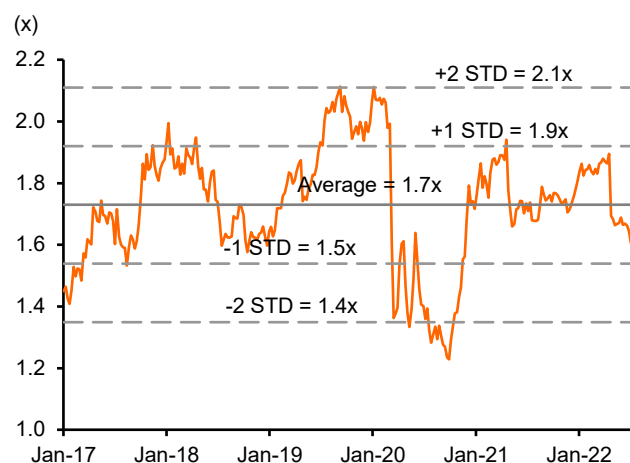
Source: Company data

Ex 3: Tier I Capital

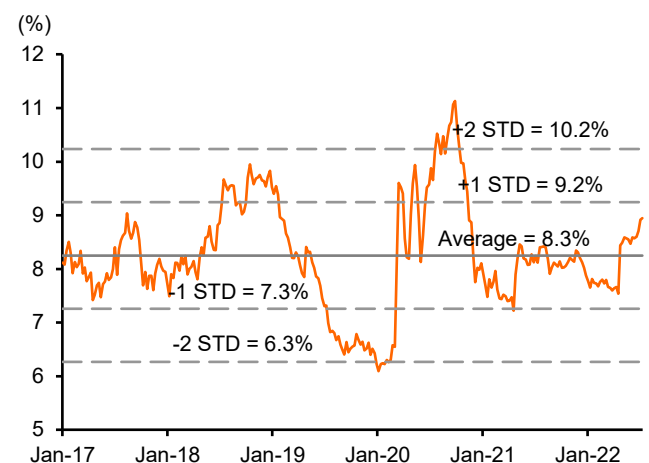
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Rising Dividends

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: STD P/BV

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 6: STD Dividend Yield

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 7: DDM-based 12-month TP Calculation Using A Base Year Of 2023F

(Bt m)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Terminal Value
Dividend of common shares	6,154	6,361	6,453	6,558	6,878	7,313	7,768	8,360	9,118	9,949	10,875	10,875
Dividend payment	6,154	6,361	6,453	6,558	6,878	7,313	7,768	8,360	9,118	9,949	10,875	121,891
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.0											
WACC (%)	10.1											
Cost of equity	10.1											
Terminal growth (%)	2.0											
Equity value	84,942											
No. of shares (m)	800											
Equity value / share (Bt)	106.00											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 8: 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	17.4	27.3	10.8	8.5	0.9	0.9	8.7	10.5	4.8	6.0
Bank of East Asia	23 HK	Hong Kong	0.7	26.2	6.6	5.2	0.3	0.3	3.9	5.0	7.7	9.0
China Citic Bank Corp	998 HK	Hong Kong	3.3	7.9	2.9	2.7	0.3	0.3	10.3	10.4	9.8	10.6
Hang Seng Bank	11 HK	Hong Kong	5.1	38.8	16.3	11.8	1.3	1.3	8.6	11.3	4.4	5.7
Industrial & Commercial Bk	1398 HK	Hong Kong	5.7	6.4	4.0	3.8	0.4	0.4	11.5	11.3	7.6	8.1
Axis Bank	AXSB IN	India	(15.5)	35.6	17.0	12.6	na	1.6	11.8	14.4	1.6	2.2
ICICI Bank	ICICIBC IN	India	(12.2)	32.1	23.6	17.9	na	2.8	na	16.1	0.7	0.8
State Bank of India	SBIN IN	India	(0.6)	35.5	12.2	9.0	1.5	1.3	14.2	15.5	1.2	1.9
Bank Central Asia	BBCA IJ	Indonesia	16.9	14.2	23.5	20.6	3.9	3.5	17.2	17.9	2.2	2.6
Bank Danamon	BDMN IJ	Indonesia	141.9	na	6.5	na	na	na	8.1	8.4	na	na
Bank Internasional	BNII IJ	Indonesia	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Bank Mandiri	BMRI IJ	Indonesia	24.9	17.0	9.6	8.2	1.5	1.4	16.4	17.5	5.9	6.8
Bank Pan	PNBN IJ	Indonesia	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Bank Rakyat	BBRI IJ	Indonesia	23.2	19.2	14.0	11.8	2.0	1.8	14.9	16.4	4.9	5.8
Bank Negara	BBNI IJ	Indonesia	45.4	25.1	8.5	6.8	1.0	0.9	12.3	13.7	3.0	3.9
CIMB Group Holdings	CIMB MK	Malaysia	16.2	21.1	10.1	8.4	0.8	0.8	8.2	9.5	4.8	5.8
Hong Leong Bank	HLBK MK	Malaysia	11.6	15.8	13.0	11.2	1.3	1.3	10.5	11.4	2.9	20.9
Malayan Banking	MAY MK	Malaysia	3.2	16.0	11.9	10.3	1.1	1.1	9.6	10.8	6.5	7.4
Public Bank	PBKF MK	Malaysia	2.3	20.1	na	na	na	na	11.7	13.1	na	na
Industrial Bank of Korea	024110 KS	S Korea	12.6	5.8	2.7	2.6	0.2	0.2	9.2	9.3	9.3	10.0
DBS Group Holdings	DBS SP	Singapore	8.0	16.7	10.3	8.9	1.3	1.2	12.8	14.2	4.8	5.5
Oversea-Chinese Banking	OCBC SP	Singapore	11.9	15.5	9.4	8.1	0.9	0.9	10.2	11.1	5.1	5.8
United Overseas Bank	UOB SP	Singapore	9.1	21.5	10.0	8.2	1.0	0.9	10.4	12.0	5.0	5.9
Bank of Ayudhya	BAY TB*	Thailand	0.9	2.8	9.0	8.7	0.7	0.6	7.9	7.6	2.2	2.3
Bangkok Bank	BBL TB*	Thailand	14.1	10.5	8.0	7.3	0.5	0.4	6.0	6.3	3.7	4.1
KASIKORNBANK	KBANK TB*	Thailand	13.9	12.0	7.7	6.9	0.7	0.6	8.8	9.1	2.6	2.9
Kiatnakin Bank	KKP TB*	Thailand	9.2	16.8	7.5	6.4	0.9	0.9	13.0	13.9	5.4	6.3
Krung Thai Bank	KTB TB*	Thailand	35.6	13.0	6.9	6.1	0.5	0.5	7.9	8.4	3.5	3.9
SCB X	SCB TB*	Thailand	(2.9)	8.3	9.2	8.5	0.7	0.7	7.7	7.9	4.3	4.7
Tisco Financial Group	TISCO TB*	Thailand	4.7	3.7	9.8	9.4	1.6	1.6	17.0	17.1	8.7	9.0
TMBThanachart Bank	TTB TB*	Thailand	20.5	15.0	8.6	7.5	0.5	0.5	5.9	6.5	4.7	5.4
Average			14.7	17.9	10.3	8.8	1.0	1.1	10.5	11.6	4.7	6.1

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates , using Thanachart normalized EPS

Based on 15 Jul 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 การจัดทำทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

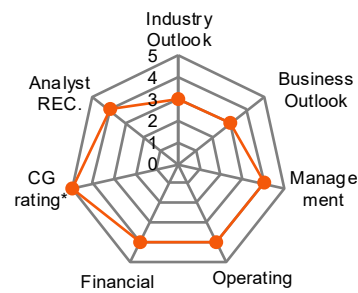
S — Strength

- มีการบริหารจัดการที่แข็งแกร่งอย่างมาก
- ได้เปรียบในเรื่องต้นทุนการดำเนินงานที่ต่ำ
- มีความไว้วางใจและความยืดหยุ่น

O — Opportunity

- มีโอกาสเข้าไปยังธุรกิจสินเชื่อ auto cash
- Wealth management

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)	105.00	106.00	1%
Net profit 22F (Bt m)	7,100	7,106	0%
Net profit 23F (Bt m)	7,146	7,373	3%
Consensus REC	BUY: 14	HOLD: 8	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรของเราสอดคล้องกับของตลาด ซึ่งทำให้ราคาเป้าหมายของเราสอดคล้องกับของตลาด

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การเพิ่มขึ้นของต้นทุนทางการเงินน่าจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการ spread และ NIM ของเรา
- คุณภาพสินทรัพย์ที่อ่อนแอยังเป็นความเสี่ยงต่อมุมมองแนวโน้มการตั้งสำรองที่ลดลงของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

Supported by lower provisions

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Interest and Dividend Income	16,757	14,792	14,455	15,114	16,063
Interest Expenses	3,659	2,332	2,092	2,804	3,310
Net Interest Income	13,098	12,460	12,363	12,310	12,752
% of total income	69.3%	66.2%	68.9%	66.1%	65.3%
Gain on Investment	12	6	2	6	8
Fee Income	5,146	5,615	5,358	5,848	6,283
Gain on Exchange	257	404	150	200	200
Others	59	70	70	72	74
Non-interest Income	5,808	6,369	5,580	6,326	6,765
% of total income	30.7%	33.8%	31.1%	33.9%	34.7%
Total Income	18,906	18,829	17,943	18,636	19,518
Operating Expenses	8,012	8,279	8,457	8,789	9,134
Pre-provisioning Profit	10,894	10,550	9,486	9,847	10,384
Provisions	3,331	2,064	612	640	899
Pre-tax Profit	7,563	8,486	8,874	9,207	9,485
Income Tax	1,498	1,708	1,775	1,841	1,897
After Tax Profit	6,066	6,778	7,099	7,366	7,588
Equity Income	(2)	7	10	10	10
Minority Interest	(0)	(0)	(3)	(3)	(3)
Extraordinary Items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	6,063	6,785	7,106	7,373	7,595
Normalized Profit	6,063	6,785	7,106	7,373	7,595
EPS (Bt)	7.6	8.5	8.9	9.2	9.5
Normalized EPS (Bt)	7.6	8.5	8.9	9.2	9.5

BALANCE SHEET

Strong balance sheet

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Liquid Items	39,432	31,593	38,500	41,000	40,000
cash & cash equivalents	1,220	1,103	1,000	1,000	1,000
interbank & money market	38,212	30,489	37,500	40,000	39,000
Securities under resale agreeme	0	0	0	0	0
Investments	10,758	8,852	7,967	8,286	8,617
Net loans	214,888	192,922	193,512	203,054	214,753
Gross and accrued interest	226,714	204,662	205,864	215,193	226,667
Provisions for doubtful	11,826	11,740	12,353	12,139	11,914
Fixed assets - net	2,951	2,901	2,725	2,555	2,368
Other assets	7,413	7,354	6,500	6,565	6,631
Total assets	275,443	243,622	249,204	261,459	272,369
LIABILITIES:					
Liquid Items	210,565	174,897	177,308	185,859	195,273
Deposit	203,473	166,542	171,047	178,598	187,012
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	17,471	19,714	19,728
Other liabilities	12,590	12,563	12,000	12,240	12,485
Total liabilities	235,981	202,422	206,779	217,813	227,486
Minority interest	3	3	6	9	12
Shareholders' equity	39,459	41,197	42,418	43,637	44,871
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	30,344	31,569	32,788	34,022
Liabilities & equity	275,443	243,622	249,204	261,459	272,369

Sources: Company data, Thanachart estimates

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	11.4	10.2	9.8	9.4	9.1
Normalized PE - at target price (x)	14.0	12.5	11.9	11.5	11.2
PE (x)	11.4	10.2	9.8	9.4	9.1
PE - at target price (x)	14.0	12.5	11.9	11.5	11.2
P/PPP (x)	6.4	6.6	7.3	7.1	6.7
P/PPP - at target price (x)	7.8	8.0	8.9	8.6	8.2
P/BV (x)	1.8	1.7	1.6	1.6	1.5
P/BV - at target price (x)	2.1	2.1	2.0	1.9	1.9
Dividend yield (%)	7.3	8.2	8.7	9.0	9.3
Market cap / net loans (x)	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3
Market cap / deposit (x)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
(Bt)					
Normalized EPS	7.6	8.5	8.9	9.2	9.5
EPS	7.6	8.5	8.9	9.2	9.5
DPS	6.3	7.2	7.5	7.8	8.1
PPP/Share	13.6	13.2	11.9	12.3	13.0
BV/Share	49.3	51.5	53.0	54.5	56.1

Very attractive dividend
yield, in our view

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate (%)					
Net interest income (NII)	2.4	(4.9)	(0.8)	(0.4)	3.6
Non-interest income (Non-II)	(12.4)	9.7	(12.4)	13.4	6.9
Operating expenses	(13.6)	3.3	2.1	3.9	3.9
Pre-provisioning profit (PPP)	7.3	(3.2)	(10.1)	3.8	5.5
Net profit	(16.6)	11.9	4.7	3.7	3.0
Normalized profit growth	(16.6)	11.9	4.7	3.7	3.0
EPS	(16.6)	11.9	4.7	3.7	3.0
Normalized EPS	(16.6)	11.9	4.7	3.7	3.0
Dividend payout ratio	83.1	84.3	85.0	85.0	85.0
Loan - gross	(7.4)	(9.7)	0.6	4.5	5.3
Loan - net	(7.9)	(10.2)	0.3	4.9	5.8
Deposit	(5.8)	(18.2)	2.7	4.4	4.7
NPLs	(3.8)	(11.8)	(6.0)	3.0	4.0
Total assets	(7.6)	(11.6)	2.3	4.9	4.2
Total equity	0.7	4.4	3.0	2.9	2.8
Operating Ratios (%)					
Net interest margin (NIM)	4.6	4.8	5.0	4.8	4.8
Net interest spread	5.7	6.0	6.2	6.2	6.1
Yield on earnings assets	5.8	5.7	5.8	5.9	6.0
Avg cost of fund	1.6	1.1	1.1	1.4	1.6
NII / operating income	69.3	66.2	68.9	66.1	65.3
Non-II / operating income	30.7	33.8	31.1	33.9	34.7
Fee income / operating income	27.2	29.8	29.9	31.4	32.2
Normalized net margin	32.1	36.0	39.6	39.6	38.9
Cost-to-income	42.4	44.0	47.1	47.2	46.8
Credit cost - provision exp / loans	1.5	1.0	0.3	0.3	0.4
PPP / total assets	3.8	4.1	3.8	3.9	3.9
PPP / total equity	27.7	26.2	22.7	22.9	23.5
ROA	2.1	2.6	2.9	2.9	2.8
ROE	15.4	16.8	17.0	17.1	17.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

Higher cost of funds
factored in

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Liquidity and Quality Ratio (%)					
Loan-to-deposit	110.5	121.9	119.3	119.5	120.2
Loan-to-deposit & S-T borrow ing	110.5	121.8	119.7	119.7	120.4
Net loan / assets	78.0	79.2	77.7	77.7	78.8
Net loan / equity	544.6	468.3	456.2	465.3	478.6
Investment / assets	3.9	3.6	3.2	3.2	3.2
Deposit / liabilities	86.2	82.3	82.7	82.0	82.2
Liabilities / equity	598.0	491.3	487.5	499.1	507.0
Net interbank lender (Bt m)	32,404	22,409	31,500	33,000	31,000
Tier 1 CAR	17.5	18.6	19.3	19.0	18.9
Tier 2 CAR	4.4	4.6	4.6	4.4	4.2
Total CAR	21.9	23.2	23.9	23.4	23.1
NPLs (Bt m)	5,618	4,957	4,660	4,800	4,992
NPLs / Total loans (NPL Ratio)	2.5	2.4	2.3	2.2	2.2
Loan-Loss-Coverage	210.5	236.8	265.1	252.9	238.7

*Very substantial
provisions cushion*

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ 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 66 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2211A, ADVANC16C2210A, AMAT16C2209A, AOT16C2209A, AWC16C2207A, BAM16C2207A, BANP16C2207A, BANPU16C2210A, BCH16C2211A, BCH16C2207A, BEC16C2207A, BGR16C2209A, BLA16C2208A, BLA16C2209A, CBG16C2207A, CBG16C2210A, CENTEL16C2209A, CHG16C2207A, COM716C2211B, COM716C2208A, COM716C2209A, COM716C2211A, DOHO16C2207A, EA16C2207A, EA16C2209A, ESSO16C2209A, ESSO16C2209B, GPSC16C2207A, GPSC16C2209A, GULF16C2207A, GULF16C2210A, GUNK16C2207A, GUNK16C2209A, HANA16C2207A, HANA16C2209A, IVL16C2209A, JMART16C2210A, JMT16C2207A, JMT16C2210A, KBAN16C2208A, KBAN16C2209A, KCE16C2208A, KCE16C2209A, KTC16C2209A, MEGA16C2207A, MINT16C2207A, MINT16C2211A, MTC16C2209A, PTG16C2209A, PTTE16C2209A, PTTG16C2207A, RBF16C2209A, RCL16C2208A, S5016C2209A, S5016P2209A, SAWA16C2209A, SCB16C2208A, SET5016P2209B, SPRC16C2209A, STEC16C2209A, TOP16C2211A, TTA16C2207A, TTA16C2208A, TTA16C2211A, TU16C2210A, WHA16C2209A (underlying securities are ADVANC, AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CENTEL, CHG, COM7, DOHOME, EA, ESSO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MEGA, MINT, MTC, PTG, PTTEP, PTTGC, RBF, RCL, SAWAD, SCB, SET50, SPRC, STEC, TOP, 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 มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) 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 ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรสมิล 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 มีการรวมกัน ได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมกัน ได้แก่ นางอติวัน ไตรรงค์ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต 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	Strategy, ประกัน, กระดาษ จักร เรืองสินัญญา Tel: 662-779-9104 chak.reu@thanachartsec.co.th	สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์ Tel: 662-483-8296 nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th
อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติ่นเรือ 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, บ้านเท็ง รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th
ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน 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
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 ผู้พัฒนบริหารกุล, CFA Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลลี หวังมิ่งมาศ Tel: 662-779-9105 pattarawan.wan@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมป่ารุ่ง 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 นลิกรณ์ คลังเปรมจิตต์ Tel: 662-779-9107 nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล Tel: 662-779-9108 monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ Tel: 662-779-9114 varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต Tel: 662-779-9117 sunset.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