

# Thailand Bank Sector

## ยังคงอยู่ในกระบวนการลดความเสี่ยง

Sector Valuation			Current	Target	Norm EPS grw		— Norm PE —		— P/BV —		— Div yield —	
Company	BBG Code	Rec.	price (Bt)	price (Bt)	2024F (%)	2025F (%)	2024F (x)	2025F (x)	2024F (x)	2025F (x)	2024F (%)	2025F (%)
Bangkok Bank	BBL TB	BUY	155.00	180.00	8.0	4.8	6.6	6.3	0.5	0.5	4.5	5.2
KASIKORNBANK	KBANK TB	HOLD	156.00	163.00	16.0	9.4	7.6	6.9	0.7	0.6	4.8	5.4
Kiatnakin Bank	KKP TB	HOLD	51.00	52.00	(22.1)	18.8	10.2	8.6	0.7	0.7	5.9	5.9
Krung Thai Bank	KTB TB	BUY	20.60	24.00	19.2	10.3	6.6	6.0	0.7	0.6	6.1	6.7
SCB X	SCB TB	BUY	111.00	123.00	(5.2)	13.8	9.1	8.0	0.8	0.8	9.0	10.0
Tisco Fin. Group	TISCO TB	BUY	97.25	109.00	(5.0)	1.2	11.2	11.1	1.8	1.8	8.0	8.0
TMBThanachart Bank	TTB TB	BUY	1.94	2.30	14.0	14.0	9.0	7.9	0.8	0.8	6.7	7.6

Source: Thanachart estimates, Based on 25 September 2024 closing prices

แม้เศรษฐกิจจะฟื้นตัว แต่ธนาคารยังอยู่ในช่วงลดความเสี่ยง การขยายตัวของ NIM สิ้นสุดลง และตั้งสำรองกลับสู่ภาวะปกติ การเติบโตของสินทรัพย์ที่ชะลอตัวกำลังทำให้การเติบโตของ EPS ปี 2024-2026F ลดลงเหลือ 9% ปรับลดน้ำหนักลงทุนเป็น "NEUTRAL" KTB และ TTB เป็น Top Sector Picks

### อยู่ในช่วงลดความเสี่ยง

ธนาคารไทยที่กำลังเผชิญกับผลกระทบจากการปรับโครงสร้างและการช่วยเหลือหลังโควิด-19 ได้ให้ความสำคัญกับคุณภาพสินทรัพย์มากกว่าการเติบโตของปริมาณสินเชื่อ เมื่อรวมกับภาวะที่ SMEs แล้ง การชำระหนี้ของครัวเรือนไทยที่อ่อนแอ และการผัดผ่อนชำระหนี้ของบริษัทใหญ่ที่เพิ่มขึ้น ทำให้ความสามารถในการรับความเสี่ยงของธนาคารลดลง ธนาคารมุ่งเน้นที่คุณภาพและการปรับปรุงสมดุล แม้คาดว่าจะมีการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจจากนโยบายการคลังและการเงินที่ผ่อนคลาย แต่ก็ไม่สามารถแก้ไขปัญหาระยะยาวได้ เราคาดว่าธนาคารจะยังคงเลือกสรรอย่างระมัดระวัง โดยเพิ่มความต้องการให้สินเชื่อเล็กน้อย โดยเฉพาะในกลุ่มรายย่อย เราปรับลดคาดการณ์การเติบโตของสินเชื่อเป็นทรงตัวในปีนี้ และคาดว่าจะฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปที่ 3% ต่อปี ในปี 2025-26F

### สิ้นสุดการเติบโตของกำไรในระดับเลขสองหลัก

แม้ NIM ยังคงดี แต่การตั้งสำรองกลับลดลงช้ากว่าค่างที่สินเชื่อเติบโตไม่มากนัก อย่างไรก็ตาม ด้วยกำไรจากการลงทุนที่สูงขึ้น เราจึงปรับกำไรปี 2024-26F ขึ้นเล็กน้อยที่ 2.3% กำไรของธนาคารเติบโตเฉลี่ยอยู่ที่ 21% ในช่วงสามปีที่ผ่านมา โดยได้แรงหนุนจากการขยายตัวของ NIM เนื่องจากการเติบโตของ NIM สิ้นสุดลง และการเติบโตของสินทรัพย์ที่ชะลอตัวส่งผลกระทบต่อรายได้จากค่าธรรมเนียม เราจึงคาดว่ากำไรของ EPS จะชะลอเหลือ 9% ในปี 2024-2026F

### ไม่ถูกอิกต่อไป; ปรับน้ำหนักลงทุนลงเป็น "NEUTRAL"

ดัชนีธนาคารปรับตัวขึ้น 5.2% ซึ่งทำได้ดีกว่าดัชนี SET 2% ในช่วง YTD เนื่องจากการขยายตัวของ ROE ชบเซาที่ 0.3-0.4% ทำให้อยู่ที่ 9.4/9.8% ในปี 2025-26F P/BV ที่ 0.7 เท่า ในปี 2025 ของกลุ่มฯ จึงไม่ถึงว่าต่ำไป (undervalued) อีกทั้ง PE ที่มากกว่า 7 เท่า ยังถือว่าเป็นระดับที่เหมาะสม เมื่อพิจารณาจากการเติบโตของ EPS ที่ต่ำเพียง 9% ต่อปี การเติบโตของสินทรัพย์ที่จำกัดทำให้ธนาคารต้องเพิ่มอัตราการจ่ายปันผลอย่างมากตั้งแต่ปีที่แล้ว และเราไม่แปลกใจที่อัตราผลตอบแทนปันผลอยู่ในระดับสูงอยู่แล้วที่ 6.9%

### KTB และ TTB เป็น Top Picks

เราตัด KBANK ออกจากการเป็น Top Picks ของเรา และปรับลดคำแนะนำเป็น "ถือ" เนื่องจากมี upside จากราคาเป้าหมายปี 2025F ของเราที่ 163 บาท ที่จำกัด เราชอบ KTB มากกว่าธนาคารใหญ่อื่นๆ เนื่องจาก KTB ได้ดำเนินการลดความเสี่ยงเรียบร้อยแล้ว และได้รับประโยชน์สูงสุดจากการใช้จ่ายที่เร่งตัวของรัฐบาล โดยมีรายได้ค่าธรรมเนียมที่พลิกกลับมาชัดเจน มูลค่าของ KTB น่าสนใจที่สุด โดยสามารถจ่ายปันผลได้มากขึ้น ในขณะที่เดียวกัน เรายังคงชอบ TTB เนื่องจากความคล่องตัวในการจัดการภายใน และ outperform กลุ่มฯ ด้วยมีกำไรและอัตราผลตอบแทนปันผลที่สูงกว่า

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือขายหรือให้บริการราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

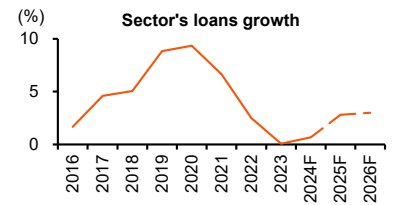


SARACHADA SORNONG

662-779-9119

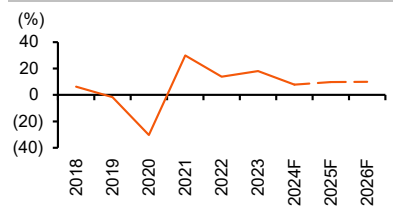
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

### Weak Risk-taking Capacity



Sources: Company data; Thanachart estimates

### Declining Sector EPS Growth



Sources: Company data; Thanachart estimates

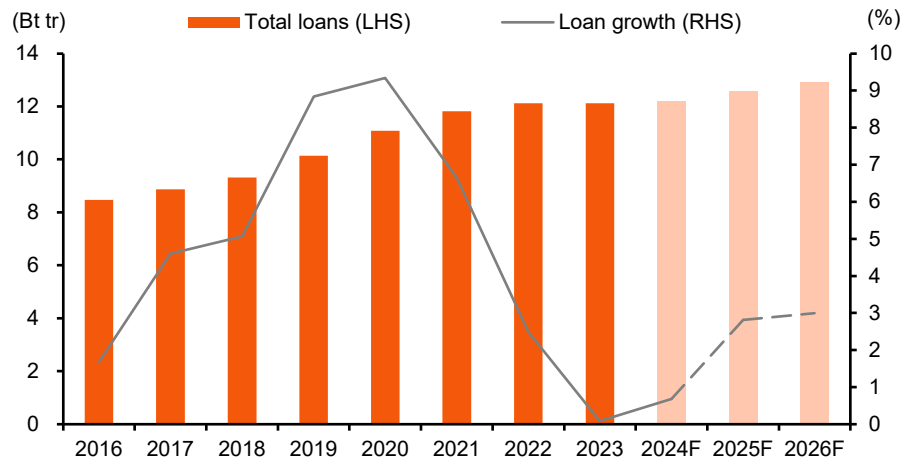
### Change In Ratings And TPs

	— Rating —		TP (Bt/shr)	
	New	Old	New	Old
BBL	BUY	BUY	180.00	180.00
KBANK	HOLD	BUY	163.00	150.00
KKP	HOLD	HOLD	52.00	36.00
KTB	BUY	BUY	24.00	22.00
SCB	BUY	BUY	123.00	118.00
TISCO	BUY	BUY	109.00	111.00
TTB	BUY	BUY	2.30	2.05

Sources: Company data; Thanachart estimates

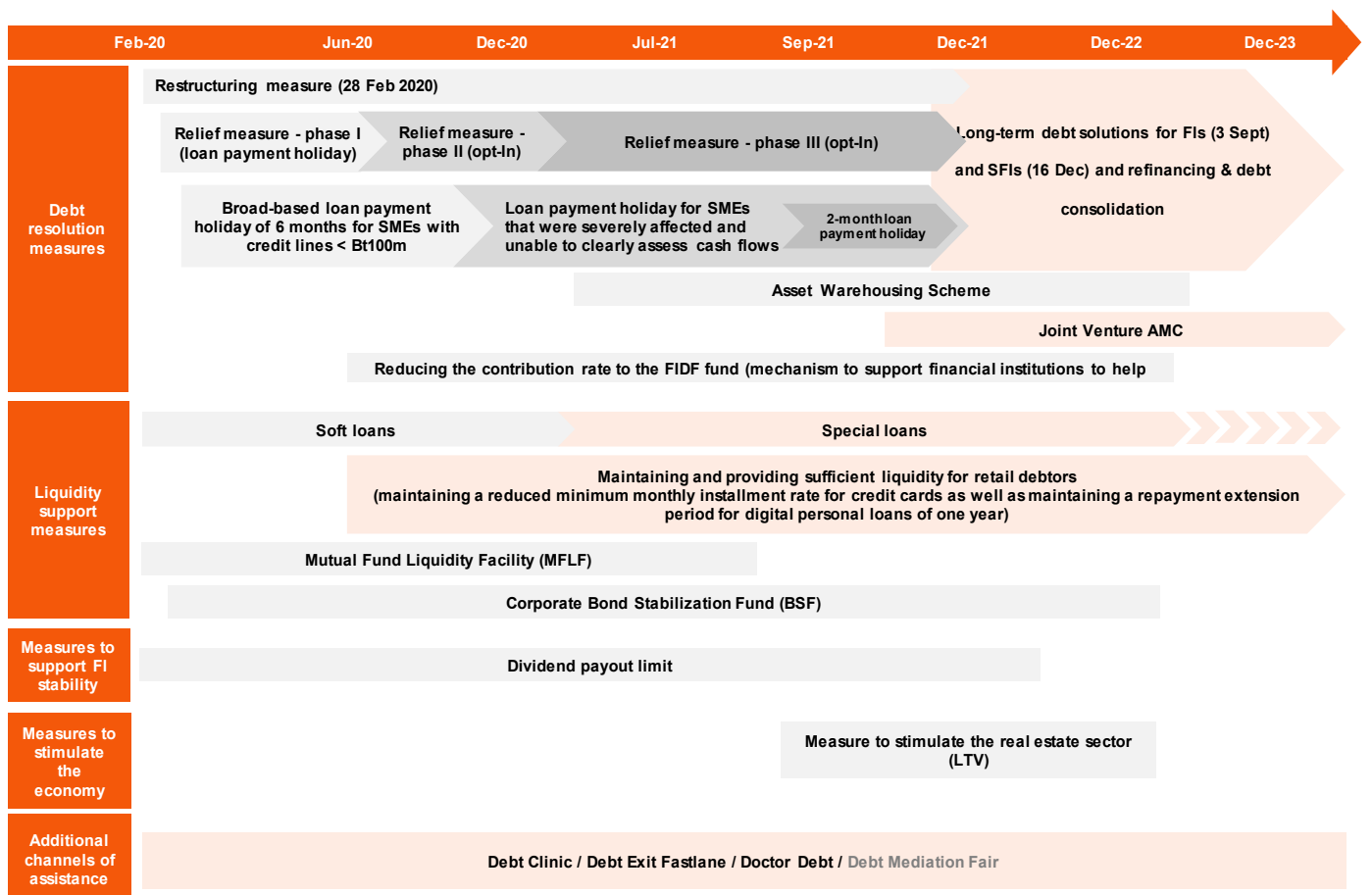


**Ex 1: A Lengthy Transition From The Over-lending Period During COVID-19**



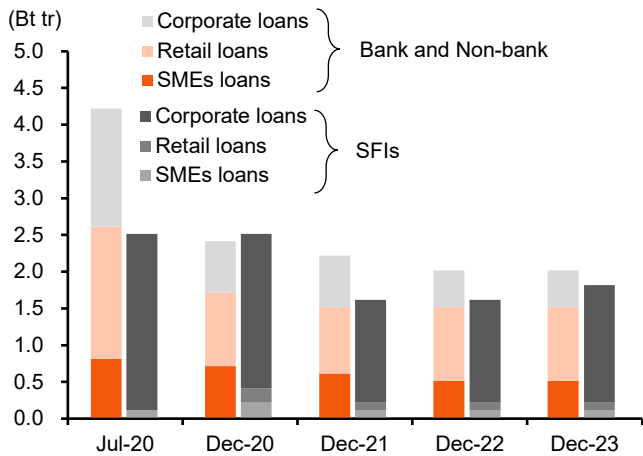
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 2: Financial Measures During The COVID-19 Pandemic**



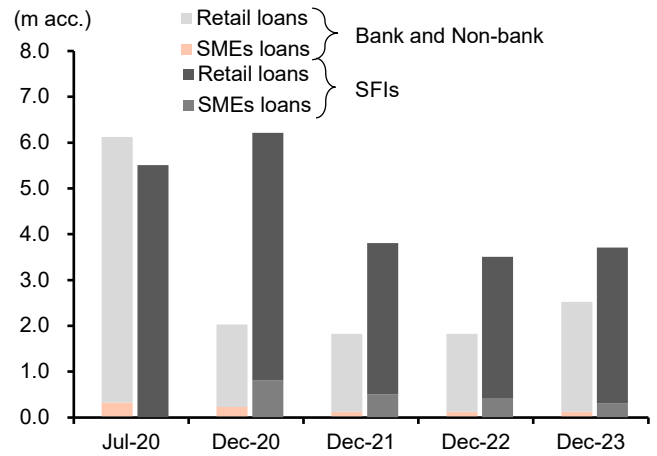
Source: Bank of Thailand

**Ex 3: Loan Values Under Relief Programs – Systemwide**



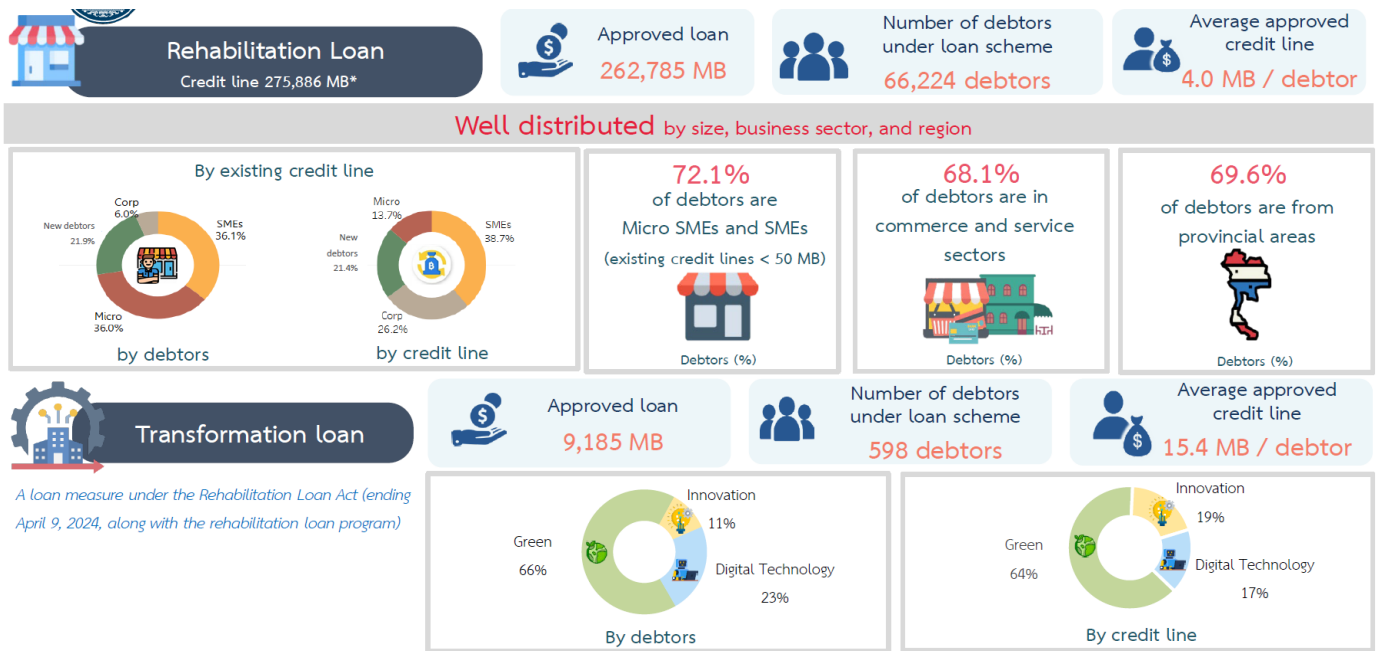
Source: Bank of Thailand

**Ex 4: Loan Accounts Under Relief Programs – Systemwide**



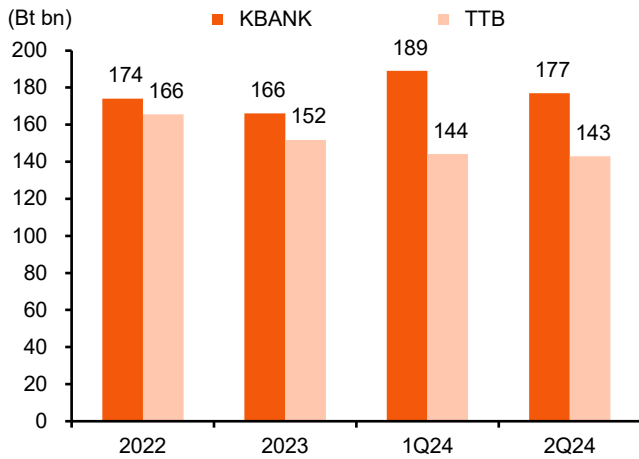
Source: Bank of Thailand

**Ex 5: Progress Of The Financial Rehabilitation Measures (5 February 2024)**



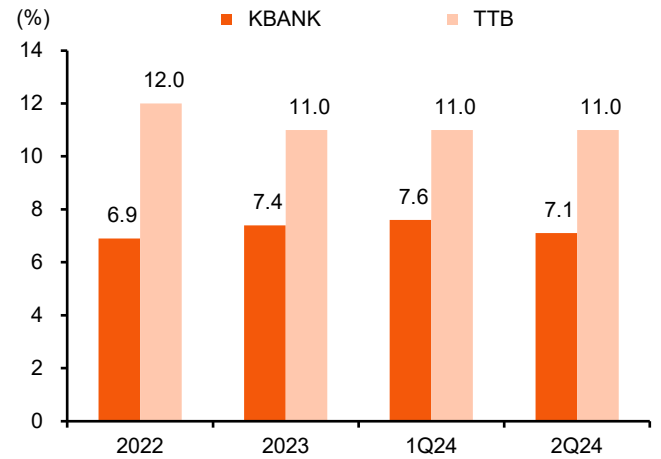
Source: Bank of Thailand

**Ex 6: Debt Restructuring (DR)**



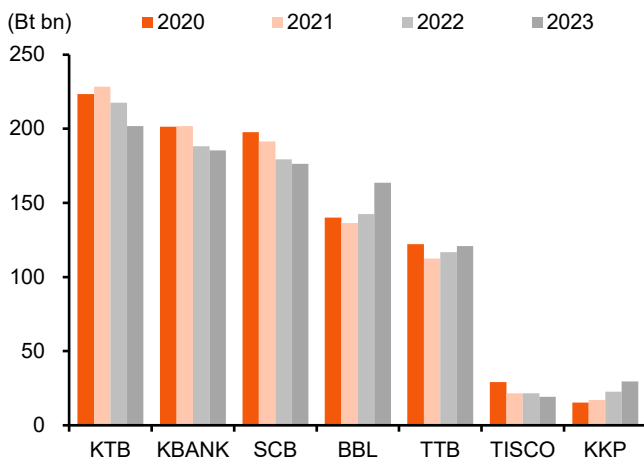
Source: Company data

**Ex 7: Percentage Of DR To Total Loans**



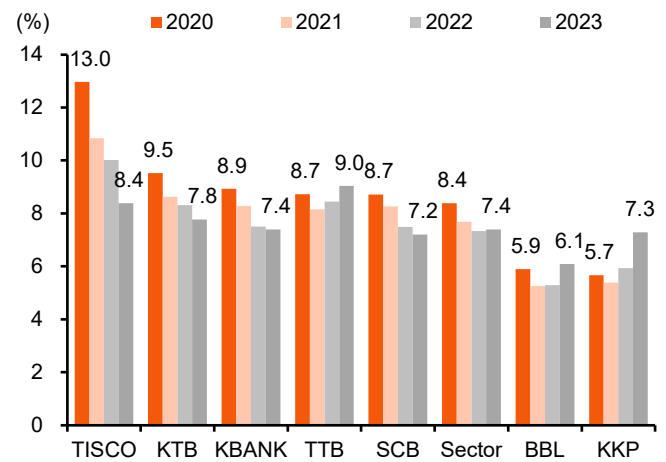
Source: Company data

**Ex 8: Stage 2 Loans**



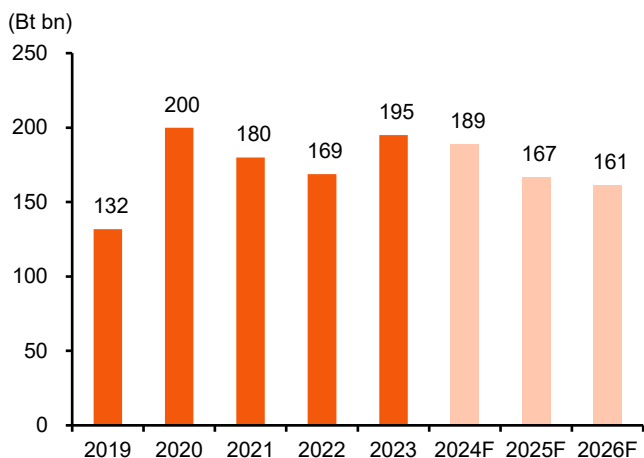
Source: Company data

**Ex 9: Exposure Of Each Bank**



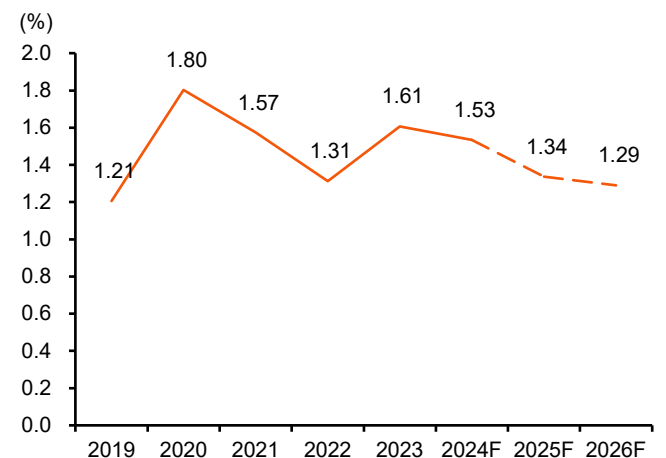
Source: Company data

**Ex 10: Provisioning Expenses**



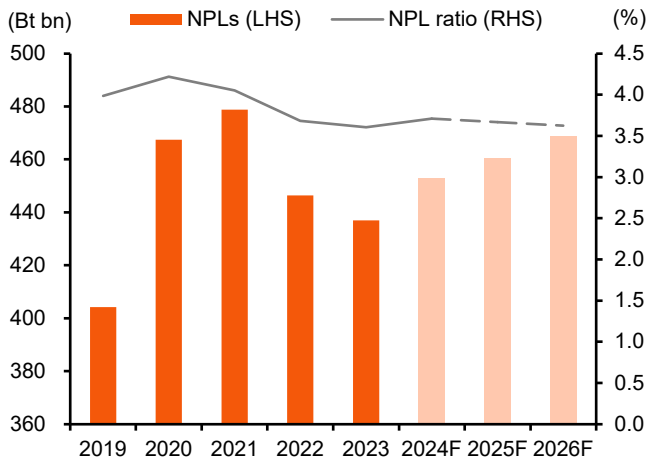
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 11: Credit Costs**



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 12: NPLs And NPL Ratio



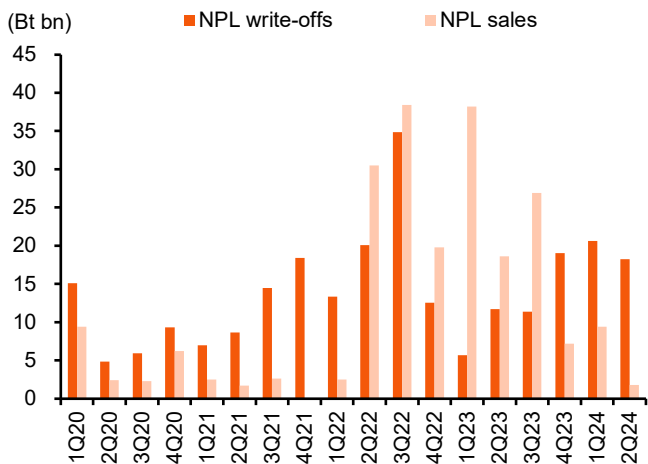
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 13: Actual Credit Costs Vs Guidance In 2024

Credit costs	1H24	FY24's target	2023A
BBL	140bps	90-100bps	126bps
KBANK	188bps	175-195bps	208bps
KTB	126bps	120-130bps	144bps
KKP	248bps	250-275bps	280bps
SCB	179bps	160-180bps	182bps
TISCO	58bps	< 70bps	26bps
TTB	Normal = 133bps	125-135bps	164bps
<b>Total</b>	<b>159bps</b>		

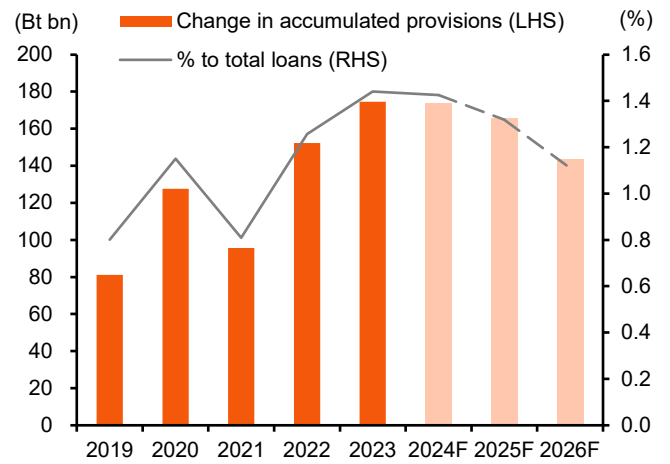
Sources: Company data, Thanachart compilation

Ex 14: NPL Write-offs And Sales – KBANK And SCB



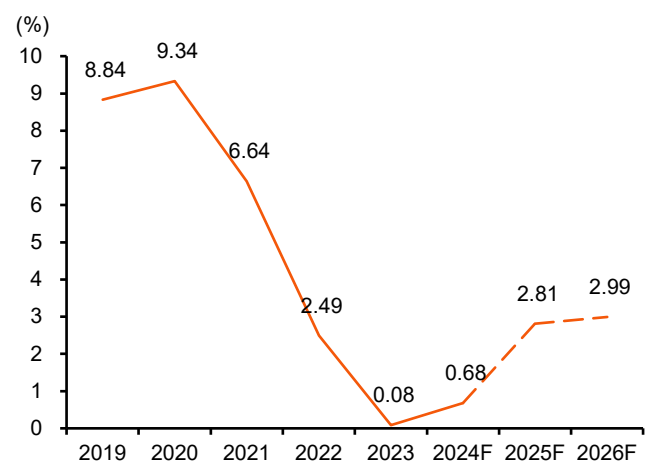
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 15: Estimated NPL Resolution



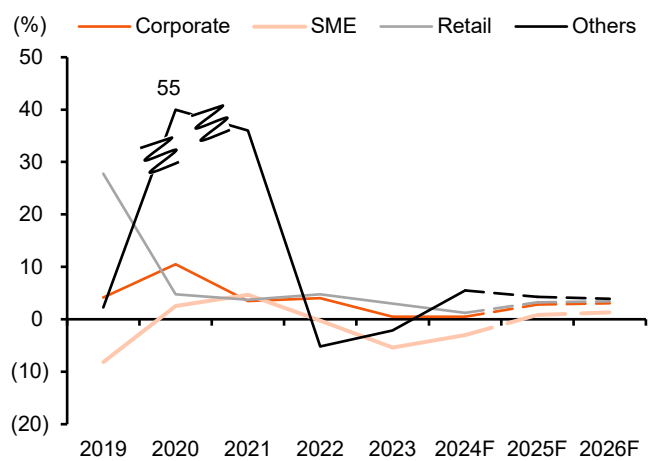
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 16: Muted Loan Growth



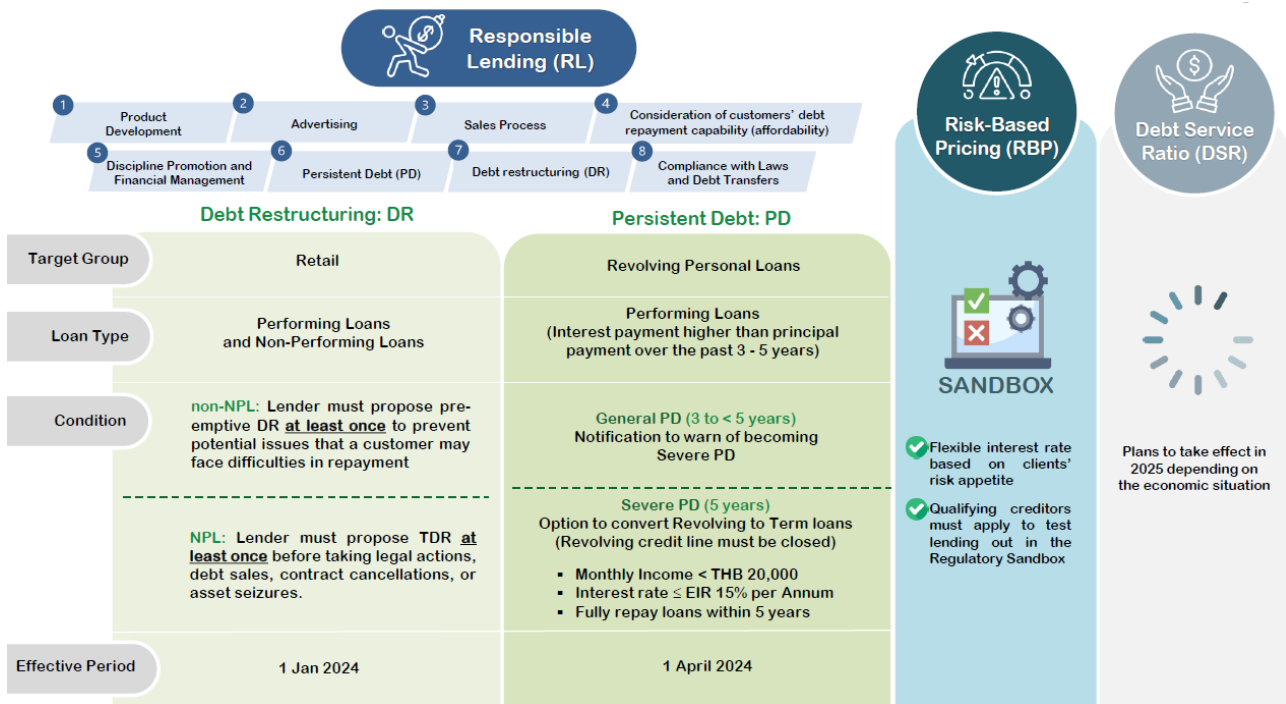
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 17: By Segment



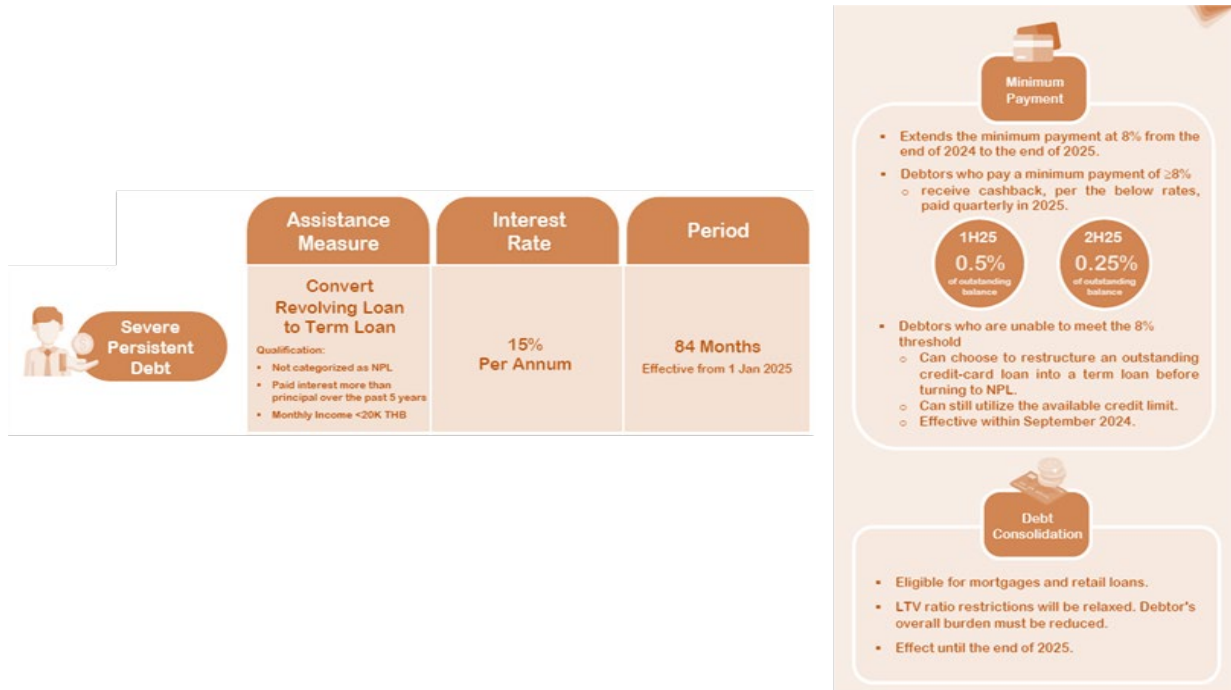
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 18: First Version Of RL



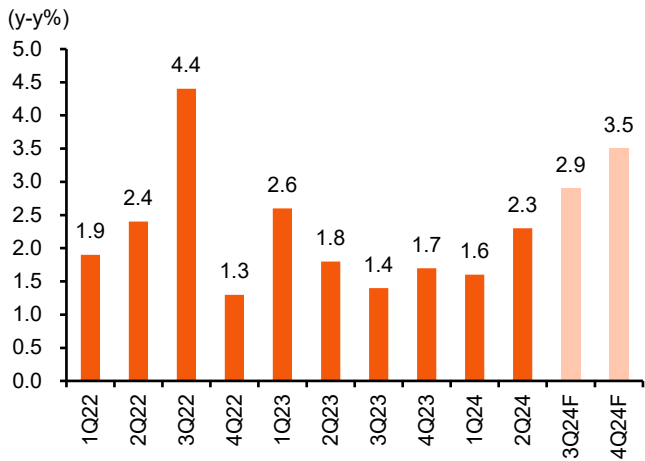
Source: Bank of Thailand

Ex 19: Recent Modifications Of RL



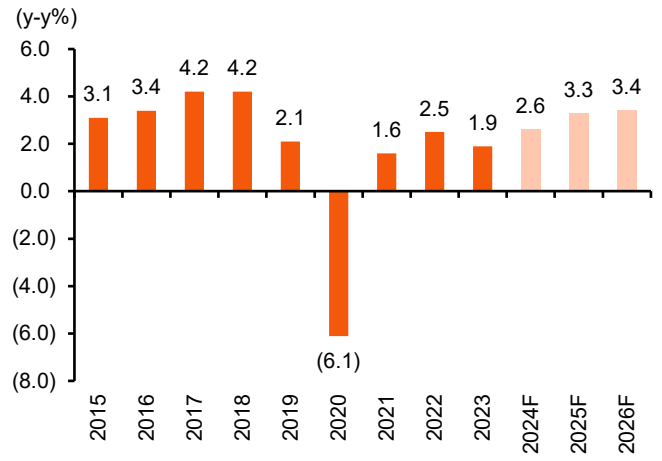
Sources: Krungthai Card, Bank of Thailand

**Ex 20: Rising GDP Growth Momentum**



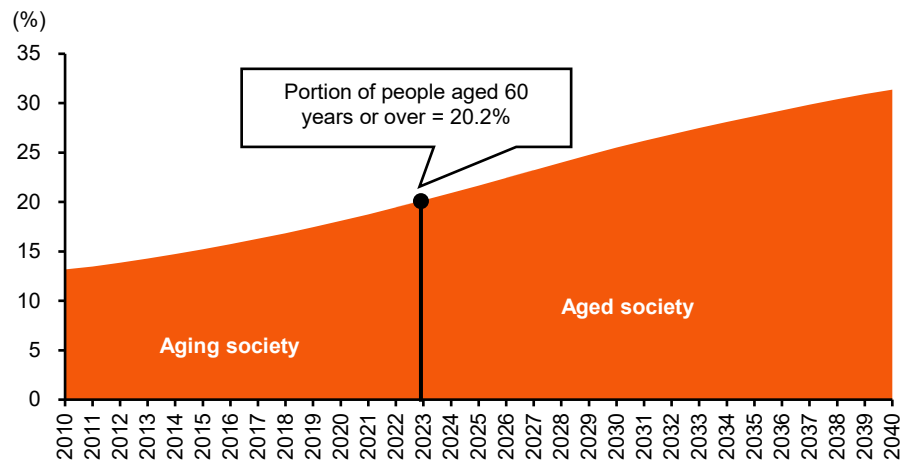
Sources: NESDC; Thanachart estimates

**Ex 21: Rising GDP Growth Momentum**



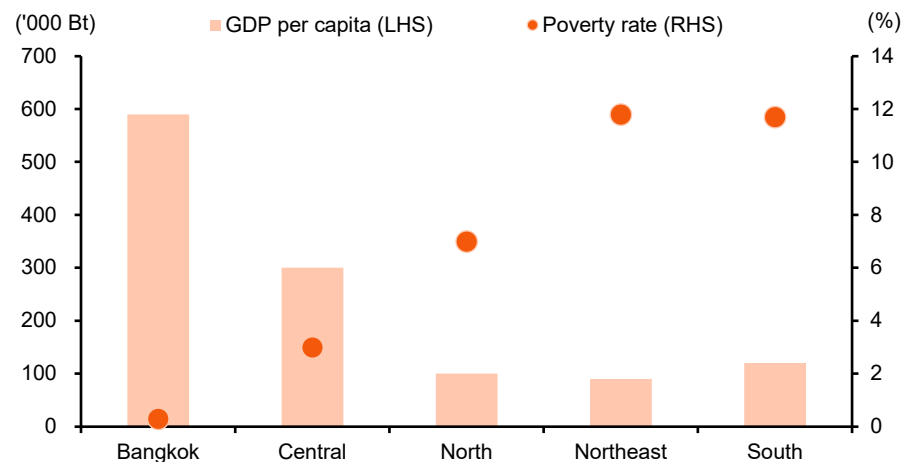
Sources: NESDC; Thanachart estimates

**Ex 22: Thailand's Aged Society**



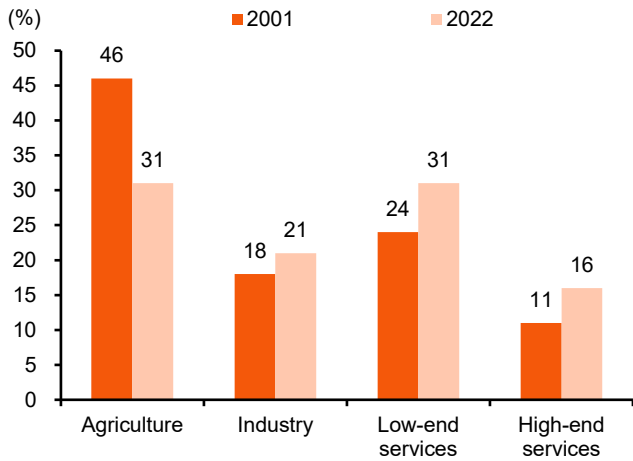
Source: National Statistical Office

**Ex 23: Income and Poverty Incidence, 2020**



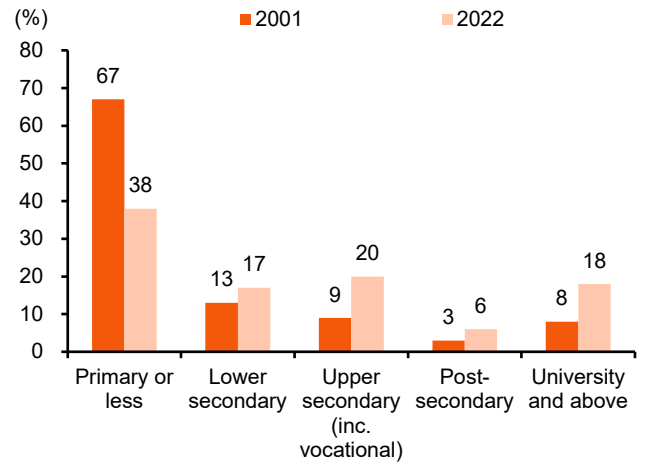
Source: World Bank

**Ex 24: % Employment By Sector**



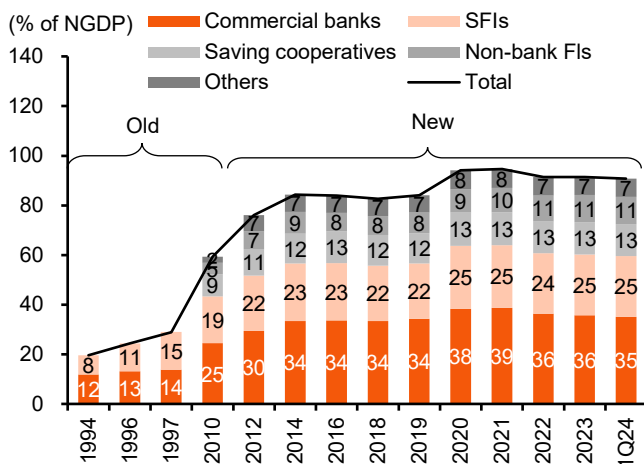
Source: World Bank

**Ex 25: % Employment By Education**



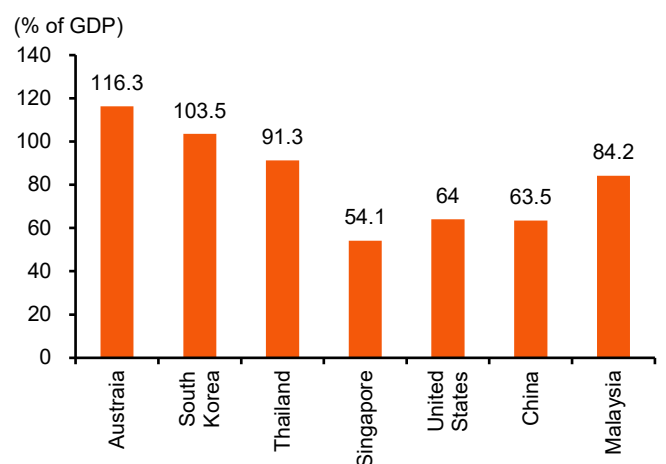
Source: World Bank

**Ex 26: Household Debt To GDP**



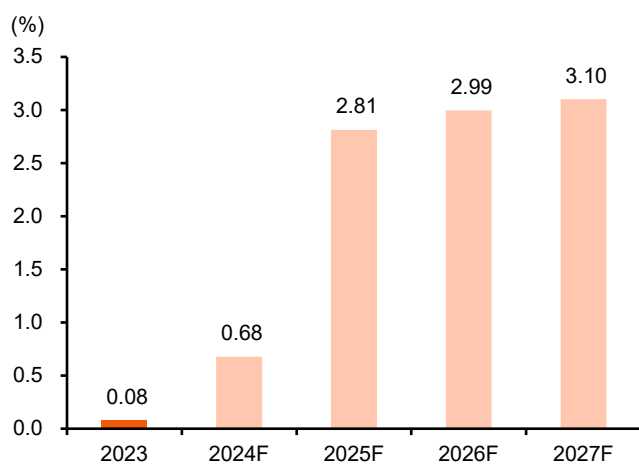
Sources: Bank of Thailand and K Research

**Ex 27: Cross Country Comparison**



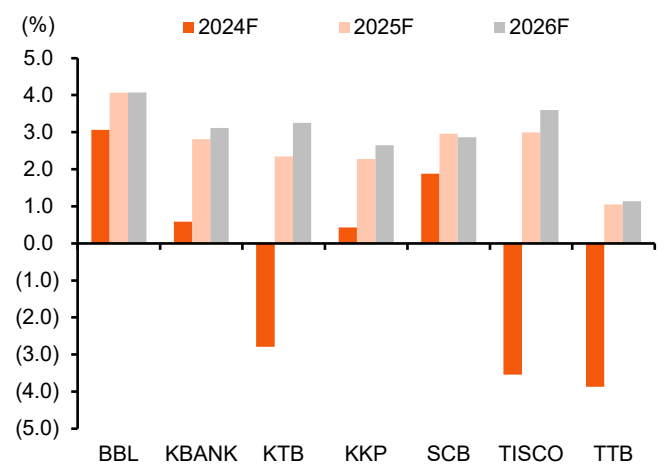
Sources: CEIC and K Research

**Ex 28: Our Loan Growth Forecasts**



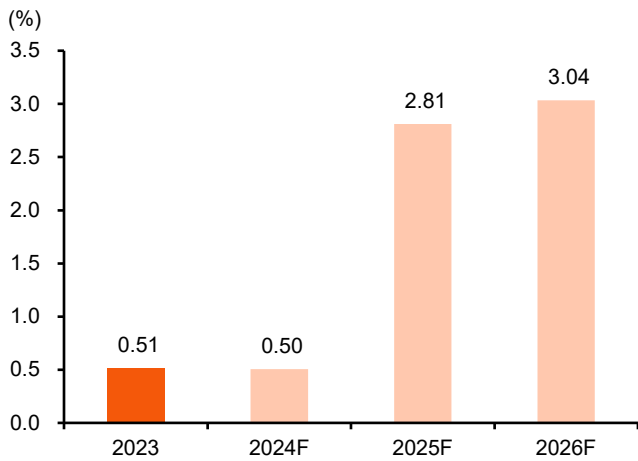
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 29: Loan Growth Comparison**



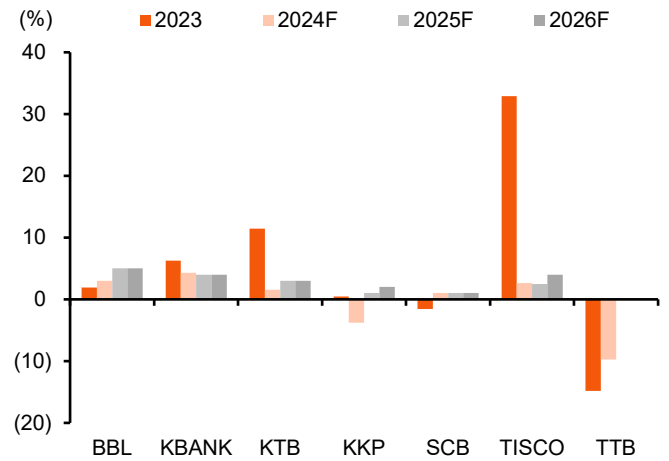
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 30: Growth In Corporate Lending**



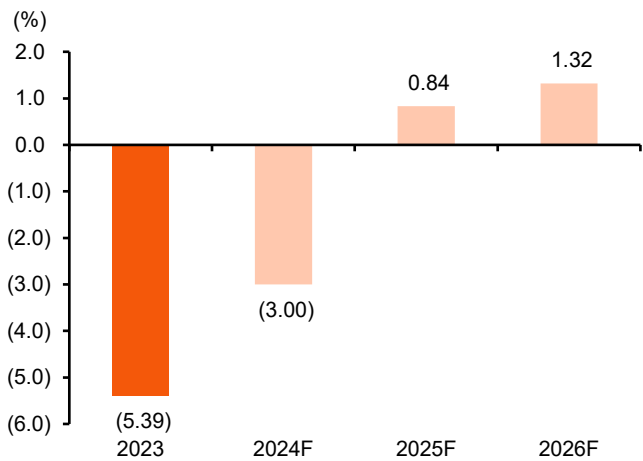
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 31: Growth Of Each Bank**



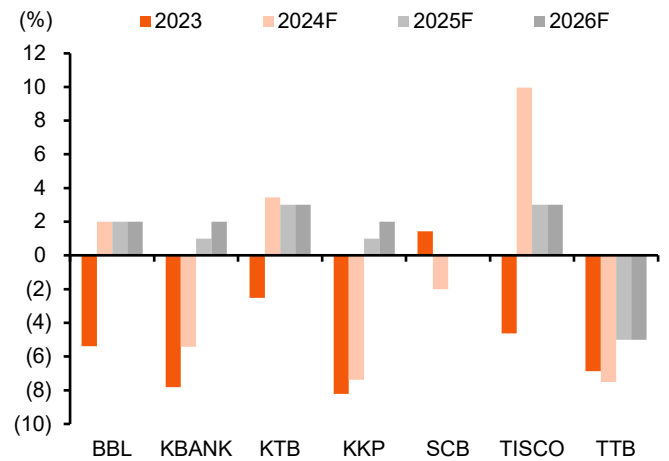
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 32: Growth In SME Lending**



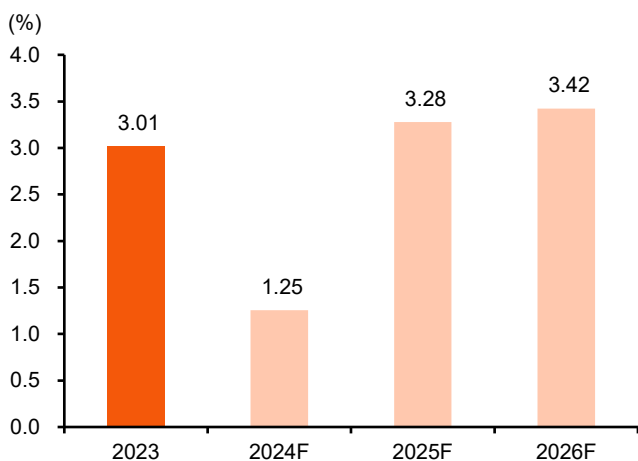
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 33: Growth Of Each Bank**



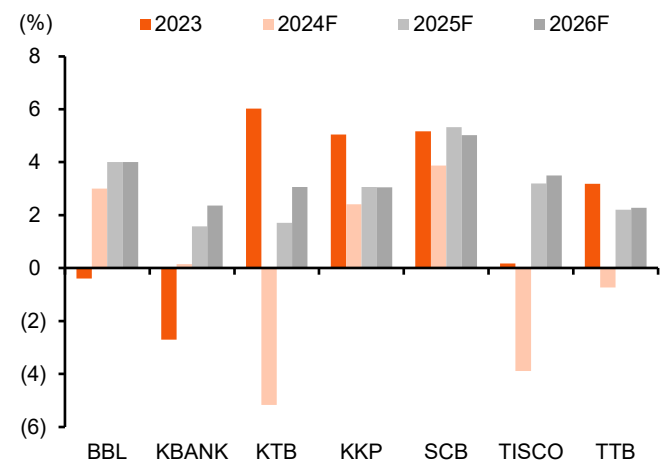
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 34: Growth In Retail Lending**



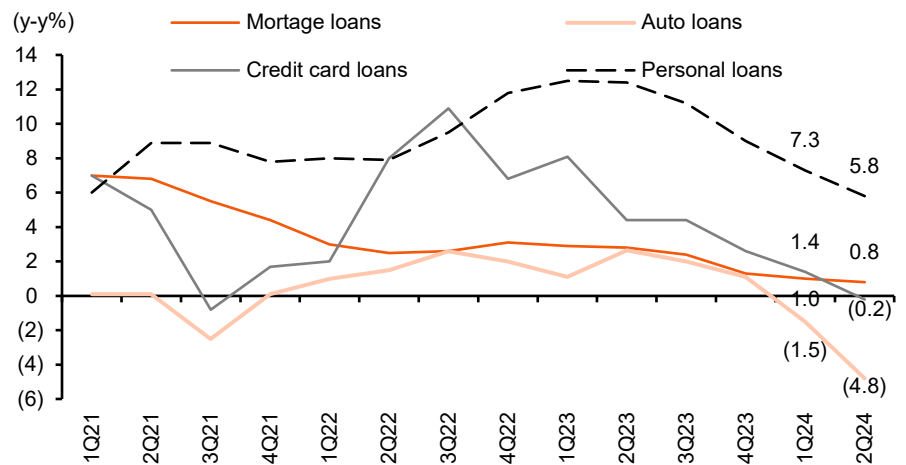
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 35: Growth Of Each Bank**



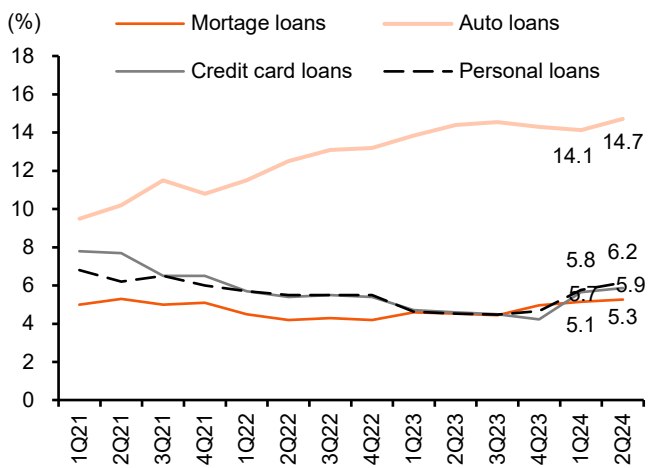
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 36: Consumer Loan Growth**



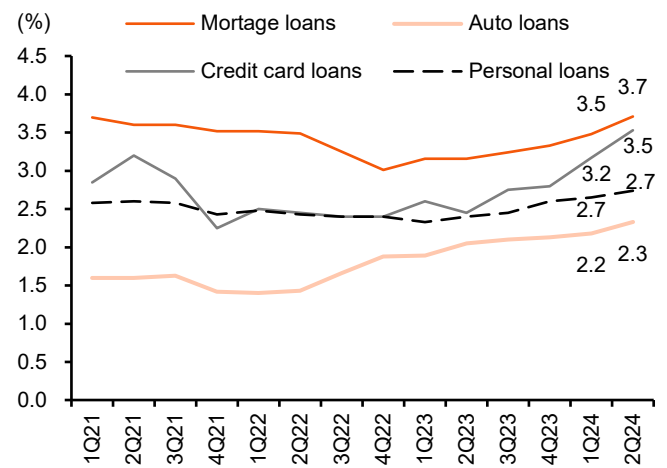
Source: Bank of Thailand

**Ex 37: Stage 2 By Segment**



Source: Bank of Thailand

**Ex 38: NPLs By Segment**



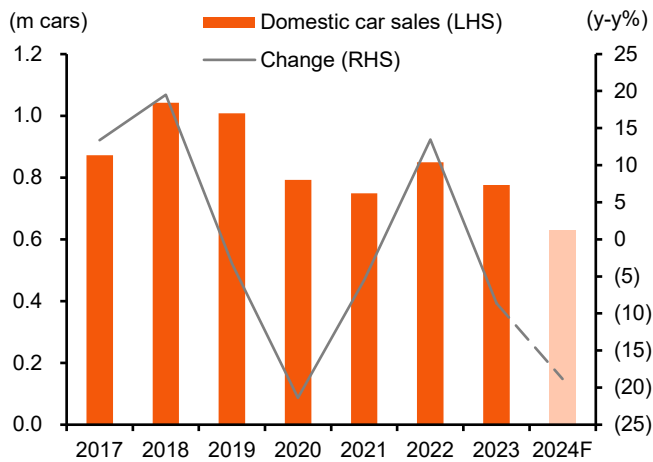
Source: Bank of Thailand

**Ex 39: Property Stimulus**

Property measures	Effective
The cabinet, on <b>April 9th, 2024</b> approved the following measures:	
1) A reduction in the transfer fee (from 2.0% to 0.01%) and mortgage registration fee (from 1.0% to 0.01%) for residential purchases of up to Bt7m/unit (extended from Bt3m/unit) <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Benefits go to both developers and home buyers.</li> <li>▪ Developers save 1% on the transfer fee; buyers save 1% on the transfer fee and 1% on the mortgage registration fee.</li> </ul>	now - 31 Dec 24
2) Personal income tax deductible on home construction expenses of up to Bt100,000/person. For Bt1m of home construction expenses, a person will be entitled to a Bt10,000 tax deductible.	9 Apr 24 - 31 Dec 25
3) Government Housing Bank measures	
3.1 Unlocking GHB's "One Million Home" project from a house price limit of Bt1.5m/unit to Bt3.0m/unit with a Bt20bn loan budget <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ The mortgage rate for the first 5 years is pegged at 3% with up to a 40-year repayment period.</li> </ul>	9 Apr 24 - 30 Dec 25
3.2 "Happy Life" loan for a home purchase, home construction, and home renovation with a Bt10bn loan budget <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ The mortgage rate for the first 3 years averages 2.98% for up to Bt2.5m/person</li> </ul>	Now till loan limit reached
3.3 BOI home tax exemption for developers <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Corporate income tax exemption for three years limited to a home price of not over Bt1.5m/unit</li> </ul>	Now - 31 Dec 25
4) Government Savings Bank measures	
4.1 GSB home loan for home buyers with a Bt10bn loan budget <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ The mortgage rate for the first 3 years averages 2.95% at up to Bt7m/person and up to a 40-year loan period.</li> </ul>	17 Apr 24 - 30 Dec 24
4.2 GSB D-Home loan for developers with a Bt10bn loan budget <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Interest rate of 3.5%/year and up to a 4-year loan period.</li> </ul>	17 Apr 24 - 30 Dec 24

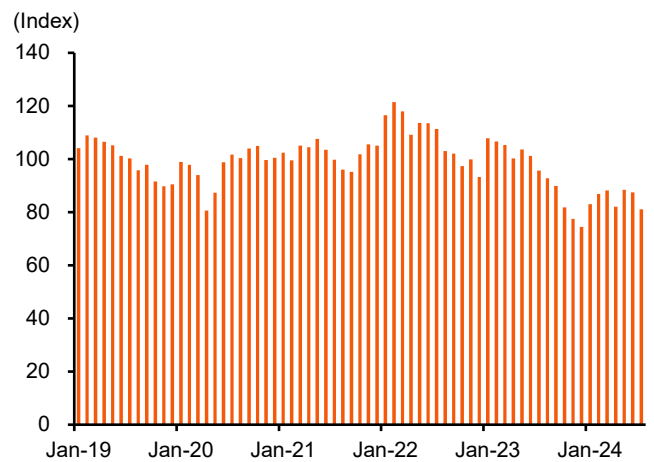
Sources: Ministry of Finance, Thanachart compilation

**Ex 40: Worst-ever Domestic Car Sales**



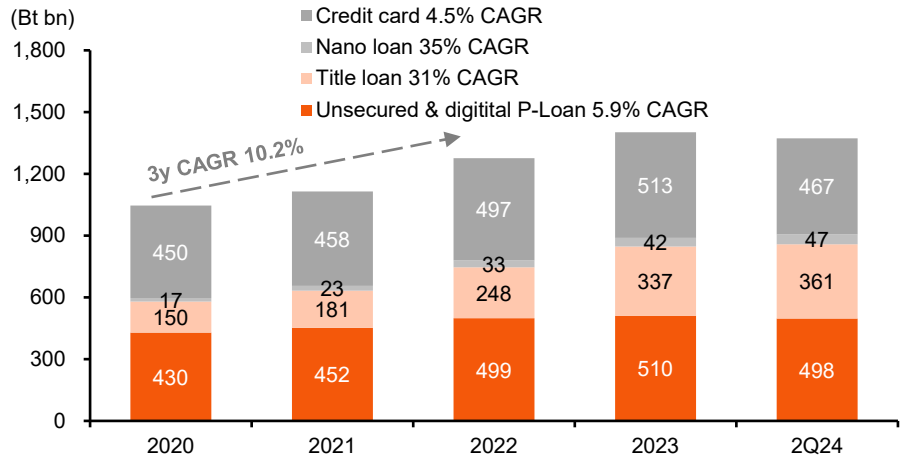
Sources: Thailand Automotive Institute, Thanachart estimates

**Ex 41: Used Car Price Index**



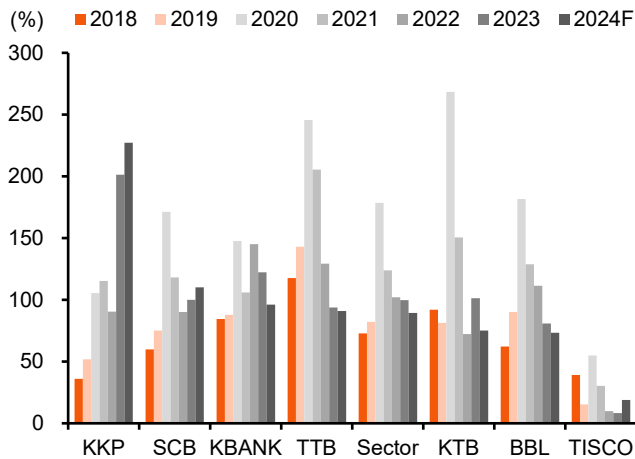
Source: Bank of Thailand

**Ex 42: Thailand's Consumer Finance Market**



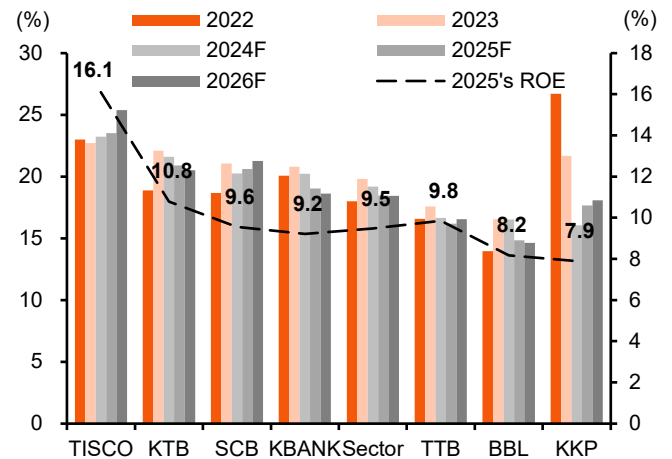
Source: The Bank of Thailand, SCB X

**Ex 43: Provisioning Expenses To Profits**



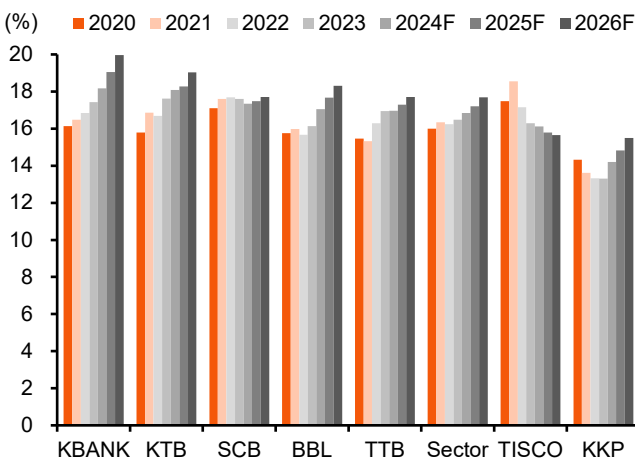
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 44: Pre-provisioning Profit ROE**



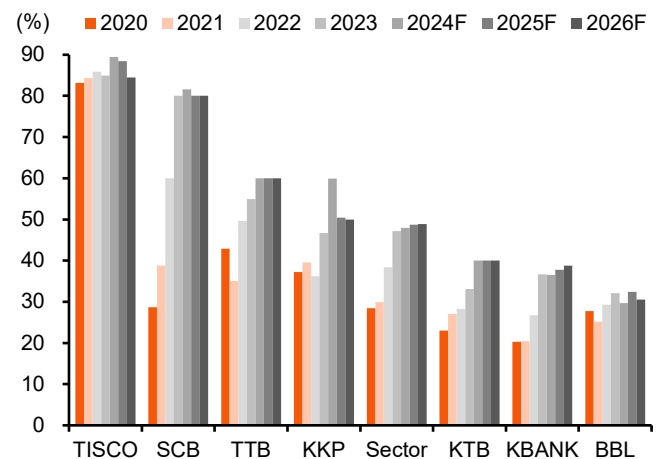
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 45: Tier I**



Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 46: Dividend Payout Ratios**



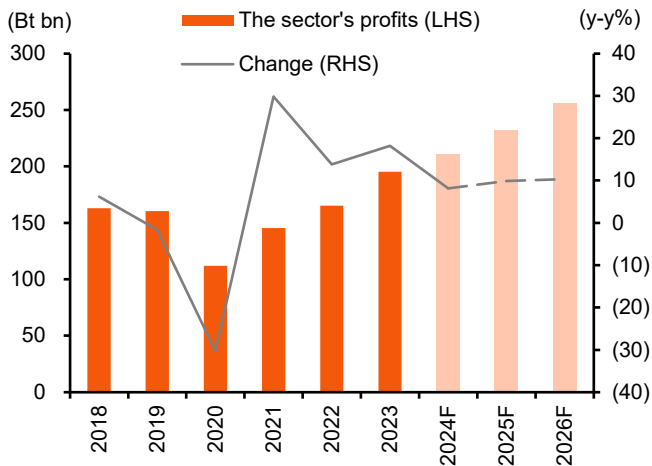
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 47: Earnings Revisions**

	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>The sector's net profits (Bt bn)</b>								
- New	164.74	111.92	145.31	165.34	195.38	211.26	232.05	255.94
- Old						205.15	225.65	252.97
- Change (%)						2.98	2.84	1.18
<b>Loans growth (%)</b>								
- New	8.84	9.34	6.64	2.49	0.08	0.68	2.81	2.99
- Old						2.28	3.33	3.42
- Change (ppt)						(1.61)	(0.52)	(0.43)
<b>NIM (%)</b>								
- New	2.89	2.88	2.68	2.87	3.31	3.31	3.23	3.29
- Old						3.25	3.23	3.29
- Change (ppt)						0.06	0.01	(0.01)
<b>Provisioning expenses (Bt bn)</b>								
- New	131.83	199.86	179.88	168.69	195.07	188.69	166.66	161.32
- Old						184.11	170.09	164.56
- Change (%)						2.49	(2.02)	(1.97)
<b>Net fee income (Bt bn)</b>								
- New	137.04	135.66	147.68	139.46	132.72	134.78	140.20	146.70
- Old						134.22	139.01	145.33
- Change (%)						0.42	0.85	0.94
<b>Non-interest income (Bt bn)</b>								
- New	225.01	195.09	211.92	184.75	186.51	193.69	201.36	209.87
- Old						190.80	199.87	210.23
- Change (%)						1.52	0.75	(0.17)
<b>OPEX (Bt bn)</b>								
- New	299.42	303.30	303.25	318.13	352.33	359.56	360.26	371.89
- Old						356.82	362.89	375.49
- Change (%)						0.77	(0.72)	(0.96)

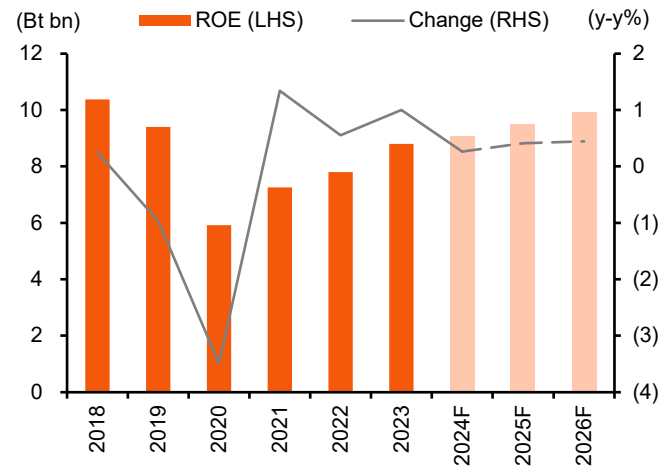
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 48: Declining Earnings Growth



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 49: Limited ROE Expansion



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 50: Key Assumptions Comparison

		BBL	KBANK	KKP	KTB	SCB	TISCO	TTB	Industry
<b>Rating</b>		<b>BUY</b>	<b>HOLD</b>	<b>HOLD</b>	<b>BUY</b>	<b>BUY</b>	<b>BUY</b>	<b>BUY</b>	<b>Neutral</b>
<b>Target price (Bt)</b>		<b>180.00</b>	<b>163.00</b>	<b>52.00</b>	<b>24.00</b>	<b>123.00</b>	<b>109.00</b>	<b>2.30</b>	
Upside (%)		16.1	4.5	2.0	16.5	10.8	12.1	17.3	
<b>Consensus TP (Bt)</b>		<b>166.39</b>	<b>158.60</b>	<b>43.24</b>	<b>21.62</b>	<b>111.43</b>	<b>98.91</b>	<b>2.07</b>	
Differ from consensus (%)		8.2	2.8	20.3	11.0	10.4	10.2	11.0	
<b>Market cap. (US\$ m)</b>		<b>9,051</b>	<b>11,307</b>	<b>1,321</b>	<b>8,807</b>	<b>11,433</b>	<b>2,382</b>	<b>5,834</b>	
<b>Pre-provision profit (Bt m)</b>	2023	85,525	107,721	12,869	85,955	98,905	9,676	39,398	440,049
	2024F	89,950	111,093	9,926	89,988	97,431	9,942	38,925	447,256
	2025F	85,654	111,198	11,280	93,257	101,217	10,243	39,441	452,290
	2026F	89,274	115,653	12,043	97,820	107,626	11,306	42,207	475,930
<b>Net profit (Bt m)</b>	2023	41,636	42,405	5,443	36,616	43,521	7,301	18,462	195,384
	2024F	44,960	49,184	4,242	43,634	41,256	6,935	21,046	211,258
	2025F	47,118	53,808	5,041	48,119	46,950	7,016	24,001	232,053
	2026F	50,009	58,629	5,654	52,658	54,032	7,343	27,620	255,945
<b>Loan growth (y-y %)</b>	2023	(0.40)	(0.19)	6.58	(0.63)	2.08	7.22	(3.50)	0.08
	2024F	3.06	0.58	(2.79)	0.43	1.88	(3.54)	(3.87)	0.68
	2025F	4.06	2.81	2.34	2.27	2.96	2.99	1.05	2.81
	2026F	4.08	3.11	3.25	2.65	2.86	3.60	1.14	2.99
<b>Deposit growth (y-y %)</b>	2023	(0.83)	(1.79)	8.28	2.19	(4.42)	10.82	(0.91)	(0.74)
	2024F	0.18	2.24	3.09	0.50	0.61	4.71	(1.92)	0.68
	2025F	2.45	2.41	0.32	2.00	2.79	4.71	1.28	2.27
	2026F	2.48	2.43	0.65	2.78	2.79	4.72	1.29	2.45
<b>NIM (%)</b>	2023	2.93	3.48	4.23	3.12	3.62	4.97	3.13	3.31
	2024F	2.94	3.47	3.64	3.17	3.66	4.76	3.12	3.31
	2025F	2.77	3.40	3.63	3.06	3.67	4.77	3.13	3.23
	2026F	2.75	3.44	3.81	3.08	3.84	4.94	3.21	3.29

Sources: Company data, Thanachart estimates

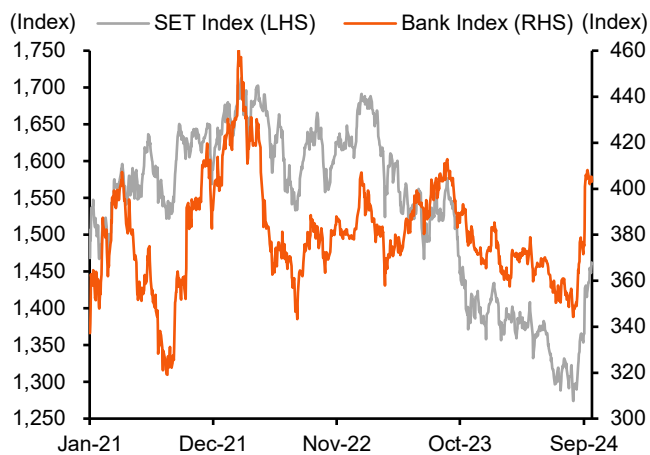
Based on 25 September 2024 closing prices

**Ex 50: Key Assumptions Comparison (Con't)**

		BBL	KBANK	KKP	KTB	SCB	TISCO	TTB	Industry
<b>Fee income growth (%)</b>	2023	(1.00)	(5.17)	(11.17)	2.74	(11.91)	(3.53)	(0.28)	(4.83)
	2024F	3.10	7.44	(7.79)	5.40	(3.13)	(0.36)	(7.36)	1.55
	2025F	3.88	3.16	11.33	6.50	2.65	(0.71)	4.80	4.02
	2026F	4.20	4.75	8.26	6.57	3.00	3.10	5.00	4.64
<b>Total provisions to loans (%)</b>	2023	9.68	5.38	5.19	6.73	6.14	4.22	4.78	6.67
	2024F	9.79	5.08	5.44	6.72	6.26	3.86	5.35	6.75
	2025F	9.62	4.55	5.43	6.53	6.28	3.60	5.41	6.57
	2026F	9.51	4.41	5.48	6.45	6.27	3.62	5.47	6.52
<b>NPL ratio (%)</b>	2023	3.20	3.76	3.63	3.81	3.95	2.21	3.07	3.60
	2024F	3.62	3.69	4.50	3.77	3.88	2.63	3.19	3.71
	2025F	3.58	3.66	4.35	3.67	3.87	2.68	3.19	3.67
	2026F	3.55	3.62	4.00	3.61	3.83	2.72	3.22	3.63
<b>ROE (%)</b>	2023	8.05	8.19	9.16	9.40	9.27	17.13	8.24	8.80
	2024F	8.25	8.96	6.86	10.47	8.57	16.20	9.00	9.06
	2025F	8.17	9.21	7.89	10.79	9.56	16.10	9.84	9.47
	2026F	8.19	9.44	8.48	11.03	10.68	16.48	10.83	9.91
<b>LLC (%)</b>	2023	300.9	142.1	140.5	175.0	153.9	189.9	154.9	185.1
	2024F	269.6	136.9	118.6	176.5	160.0	145.6	166.7	181.8
	2025F	267.6	123.4	122.4	176.2	161.0	133.1	168.7	179.2
	2026F	267.4	121.0	134.4	176.9	162.2	132.3	169.0	179.8

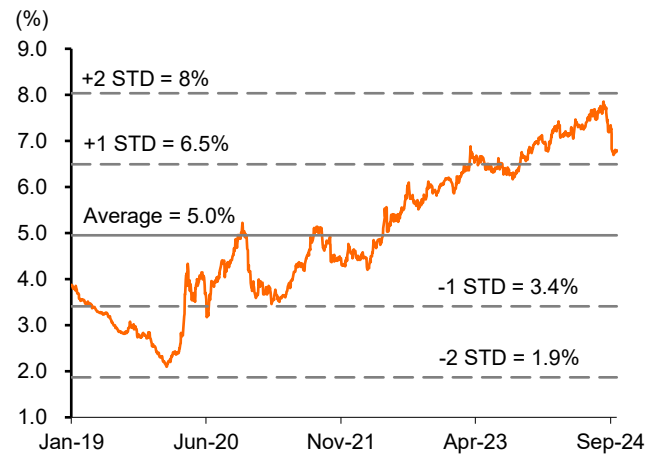
Sources: Company data, Thanachart estimates  
Based on 25 September 2024 closing prices

**Ex 51: Banking Index Vs. SET**



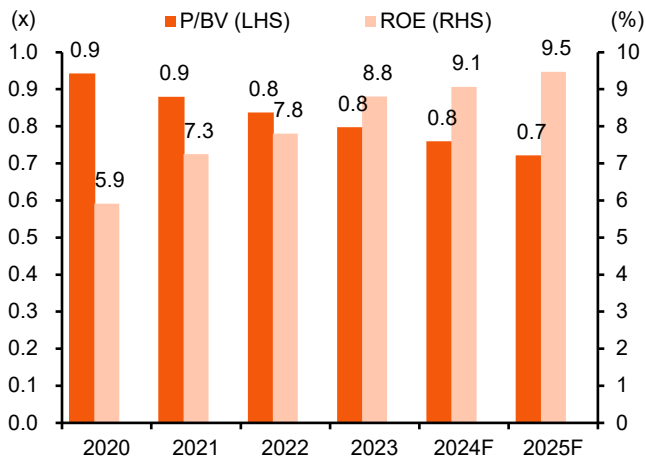
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 52: STD Dividend Yield**



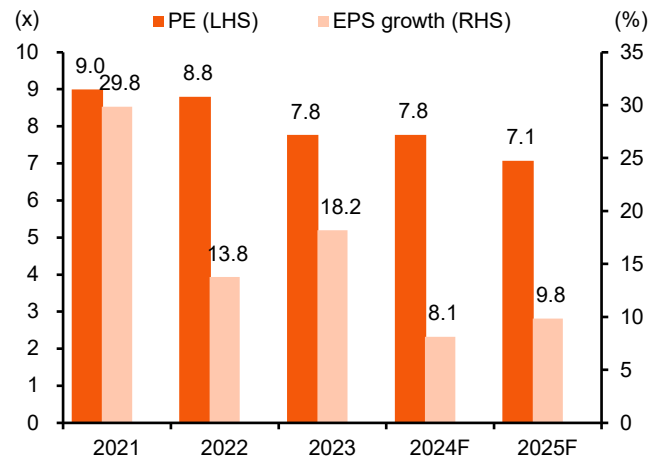
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 53: P/BV Vs. ROE



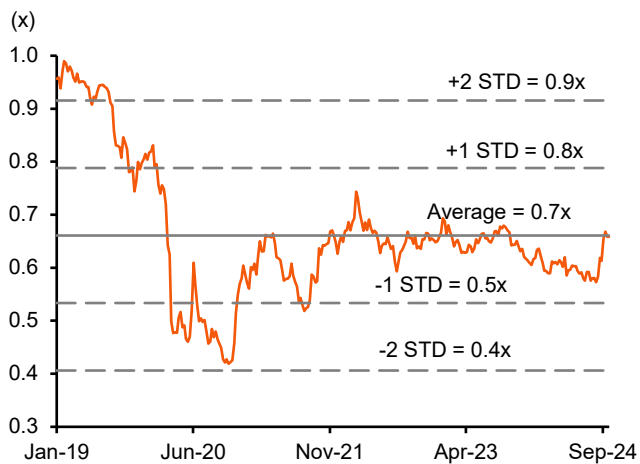
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 54: PE Vs. EPS Growth



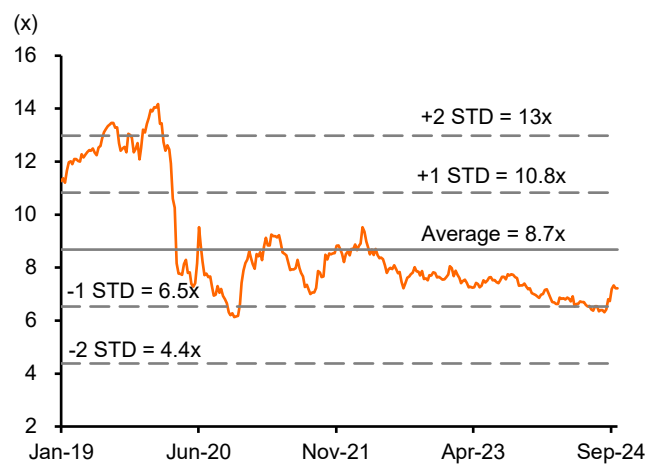
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 55: STD P/BV



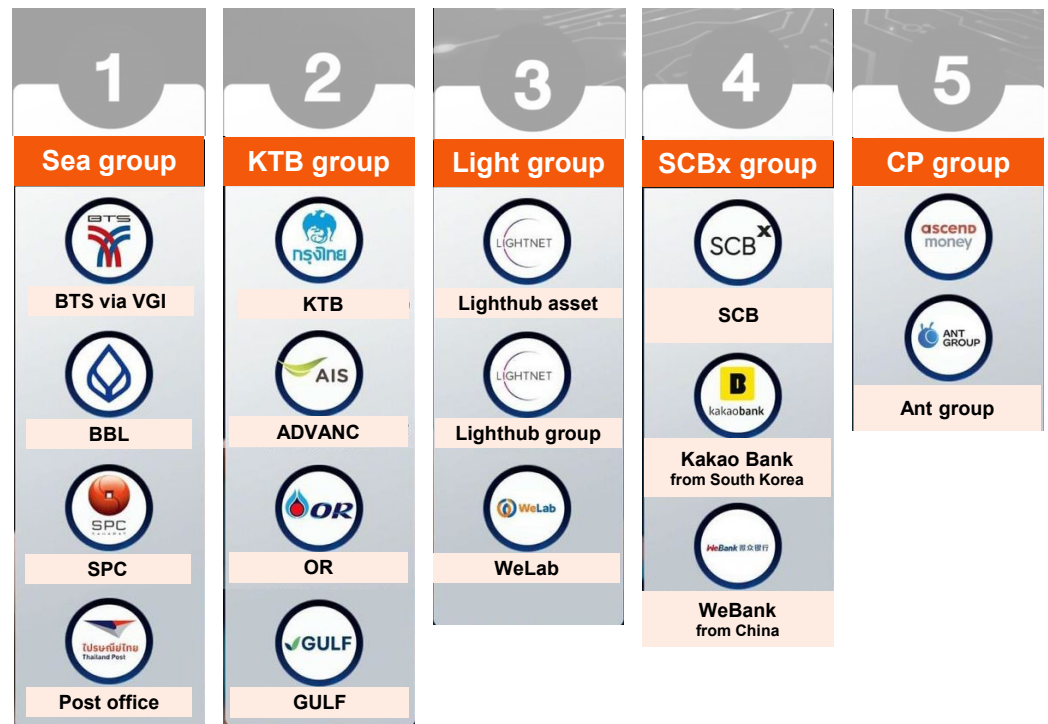
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 56: STD PE



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

## Ex 57: Virtual Bank Candidates



Sources: Thanachart compilation

## KTB and TTB are our top picks

## Ex 58: Earnings Growth, TPs And Recommendations

	Target prices (Bt/share)		— Recommendation —		Average EPS growth (2024-26F)	
	New	Old	New	Old	New	Old
BBL	180.00	180.00	BUY	BUY	6.31	6.97
KBANK	163.00	150.00	HOLD	BUY	11.45	11.29
KKP	52.00	36.00	HOLD	HOLD	2.97	7.40
KTB	24.00	22.00	BUY	BUY	12.96	9.89
SCB	123.00	118.00	BUY	BUY	7.89	8.01
TISCO	109.00	111.00	BUY	BUY	0.27	2.81
TTB	2.30	2.05	BUY	BUY	14.37	13.28
<b>Sector</b>			<b>Neutral</b>	<b>Overweight</b>	<b>9.42</b>	<b>9.03</b>

Source: Thanachart estimates

**Ex 59: Valuation Comparison**

Sector Valuation			Current	Target	Norm EPS grw		— Norm PE —		— P/BV —		— Div yield —	
Company	BBG Code	Rec.	price (Bt)	price (Bt)	2024F (%)	2025F (%)	2024F (x)	2025F (x)	2024F (x)	2025F (x)	2024F (%)	2025F (%)
Bangkok Bank	BBL TB	BUY	155.00	180.00	8.0	4.8	6.6	6.3	0.5	0.5	4.5	5.2
KASIKORNBANK	KBANK TB	HOLD	156.00	163.00	16.0	9.4	7.6	6.9	0.7	0.6	4.8	5.4
Kiatnakin Bank	KKP TB	HOLD	51.00	52.00	(22.1)	18.8	10.2	8.6	0.7	0.7	5.9	5.9
Krung Thai Bank	KTB TB	BUY	20.60	24.00	19.2	10.3	6.6	6.0	0.7	0.6	6.1	6.7
SCB X	SCB TB	BUY	111.00	123.00	(5.2)	13.8	9.1	8.0	0.8	0.8	9.0	10.0
Tisco Financial Group	TISCO TB	BUY	97.25	109.00	(5.0)	1.2	11.2	11.1	1.8	1.8	8.0	8.0
TMBThanachart Bank	TTB TB	BUY	1.94	2.30	14.0	14.0	9.0	7.9	0.8	0.8	6.7	7.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Valuation Comparison

### Ex 60: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG Code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		— ROE —		— Div. Yield —	
			24F (%)	25F (%)	24F (x)	25F (x)	24F (x)	25F (x)	24F (%)	25F (%)	24F (%)	25F (%)
BOC Hong Kong Holdings	2388 HK	Hong Kong	10.3	(1.0)	7.2	7.2	0.8	0.7	11.0	10.5	7.6	7.7
Bank of East Asia	23 HK	Hong Kong	(8.7)	10.7	6.9	6.2	0.3	0.2	3.5	3.9	6.7	7.3
China Citic Bank Corp	998 HK	Hong Kong	(1.2)	3.9	3.9	3.7	0.4	0.4	10.1	10.0	7.2	7.5
Hang Seng Bank	11 HK	Hong Kong	(5.0)	(3.4)	10.9	11.3	1.1	1.1	10.8	10.4	6.9	6.8
Industrial & Commercial Bk	1398 HK	Hong Kong	(0.3)	1.6	4.9	4.8	0.5	0.4	9.9	9.4	6.4	6.5
Axis Bank	AXSB IN	India	(9.8)	12.7	16.4	14.6	na	2.2	17.5	16.4	2.4	3.0
ICICI Bank	ICICIBC IN	India	(6.5)	12.6	22.4	19.9	3.8	3.1	na	na	0.7	0.8
State Bank of India	SBIN IN	India	(5.5)	12.9	11.2	9.9	1.9	1.6	16.3	17.4	1.6	1.9
Bank Central Asia	BBCA IJ	Indonesia	10.5	9.5	24.9	22.7	5.0	4.6	21.1	21.2	2.5	2.8
Bank Mandiri	BMRI IJ	Indonesia	2.8	10.9	11.9	10.7	2.4	2.2	20.7	21.0	5.0	5.3
Bank Rakyat	BBRI IJ	Indonesia	1.1	10.7	13.2	12.0	2.5	2.4	19.1	19.9	6.1	6.4
Bank Negara	BBNI IJ	Indonesia	5.3	14.1	9.5	8.3	1.3	1.2	14.2	15.0	5.0	5.5
CIMB Group Holdings	CIMB MK	Malaysia	11.7	7.4	11.3	10.5	1.2	1.2	11.1	11.3	5.5	5.4
Hong Leong Bank	HLBK MK	Malaysia	(2.1)	8.2	10.7	9.9	1.2	1.1	11.6	11.6	3.2	3.6
Malayan Banking	MAY MK	Malaysia	7.7	4.5	12.8	12.2	1.3	1.3	10.4	10.6	5.9	6.2
Public Bank	PBKF MK	Malaysia	6.0	4.7	na	na	na	na	12.5	12.4	na	na
Industrial Bank of Korea	024110 KS	S Korea	7.2	2.6	4.1	4.0	0.4	0.3	8.7	8.5	7.5	8.0
DBS Group Holdings	DBS SP	Singapore	7.6	(2.8)	10.0	10.3	1.7	1.6	17.1	15.9	5.8	6.3
Oversea-Chinese Banking	OCBC SP	Singapore	7.5	(0.8)	9.2	9.2	1.2	1.1	13.5	12.7	5.8	5.9
United Overseas Bank	UOB SP	Singapore	6.3	2.7	9.2	8.9	1.2	1.1	12.9	12.6	5.5	5.7
Bangkok Bank	BBL TB*	Thailand	8.0	4.8	6.6	6.3	0.5	0.5	8.3	8.2	4.5	5.2
KASIKORNBANK	KBANK TB*	Thailand	16.0	9.4	7.6	6.9	0.7	0.6	9.0	9.2	4.8	5.4
Kiatnakin Phatra Bank	KKP TB*	Thailand	(22.1)	18.8	10.2	8.6	0.7	0.7	6.9	7.9	5.9	5.9
Krung Thai Bank	KTB TB*	Thailand	19.2	10.3	6.6	6.0	0.7	0.6	10.5	10.8	6.1	6.7
SCB X	SCB TB*	Thailand	(5.2)	13.8	9.1	8.0	0.8	0.8	8.6	9.6	9.0	10.0
Tisco Financial Group	TISCO TB*	Thailand	(5.0)	1.2	11.2	11.1	1.8	1.8	16.2	16.1	8.0	8.0
TMBThanachart Bank	TTB TB*	Thailand	14.0	14.0	9.0	7.9	0.8	0.8	9.0	9.8	6.7	7.6
<b>Average</b>			<b>2.6</b>	<b>7.2</b>	<b>10.4</b>	<b>9.7</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>	<b>12.3</b>	<b>12.4</b>	<b>5.5</b>	<b>5.8</b>

Source: Bloomberg

Note: \* Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 25 September 2024 closing prices

หมายเหตุ: บริษัททุนธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.35 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## STOCK PERFORMANCE

	Absolute (%)				Rel SET (%)			
	1M	3M	12M	YTD	1M	3M	12M	YTD
<b>SET Index</b>	<b>7.1</b>	<b>10.8</b>	<b>(3.0)</b>	<b>3.2</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>
<b>BANK Index</b>	<b>6.4</b>	<b>12.6</b>	<b>3.8</b>	<b>5.2</b>	<b>(0.7)</b>	<b>1.8</b>	<b>6.8</b>	<b>1.9</b>
BBL	8.4	17.0	(6.3)	(1.0)	1.3	6.2	(3.3)	(4.2)
KBANK	8.0	22.4	24.3	15.6	0.9	11.6	27.3	12.3
KKP	9.7	7.4	(6.8)	1.5	2.6	(3.4)	(3.8)	(1.7)
KTB	10.2	20.5	10.8	12.0	3.1	9.7	13.8	8.7
SCB	2.8	4.2	7.2	4.7	(4.3)	(6.6)	10.3	1.5
TISCO	2.9	1.0	(2.0)	(2.5)	(4.2)	(9.8)	1.0	(5.7)
TTB	5.9	12.6	18.1	17.4	(1.1)	1.8	21.1	14.1

Source: Bloomberg

## SECTOR - SWOT ANALYSIS

**S — Strength**

- มีฐานทุนแข็งแกร่ง
- มีฐานเงินทุนที่แข็งแกร่ง

**O — Opportunity**

- ขยายฐานรายได้ค่าธรรมเนียม
- เข้าสู่กลุ่มสินเชื่อกู้ค้ำคุดคลมากขึ้น
- ขยายธุรกิจไปยังต่างประเทศ

**W — Weakness**

- ขาดแคลนกำลังคนที่มีศักยภาพ
- มีการพัฒนานวัตกรรมทางด้านผลิตภัณฑ์ที่ช้า

**T — Threat**

- เศรษฐกิจโลกถดถอย
- มาตรฐาน และหลักเกณฑ์ทางด้านบัญชีใหม่

## REGIONAL COMPARISON

Name	— EPS growth —		— PE —		— P/BV —		— ROE —		— Div. Yield —	
	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Hong Kong	(1.0)	2.4	6.7	6.7	0.6	0.6	9.1	8.8	7.0	7.2
India	(7.3)	12.7	16.7	14.8	2.8	2.3	16.9	16.9	0.0	1.9
Indonesia	4.9	11.3	14.9	13.4	2.8	2.6	18.8	19.3	4.7	na
Malaysia	5.8	6.2	11.6	10.9	1.3	1.2	11.4	11.5	4.9	5.1
S. Korea	7.2	2.6	4.1	4.0	0.4	0.3	8.7	8.5	7.5	8.0
Singapore	7.2	(0.3)	9.5	9.5	1.3	1.3	14.5	13.7	5.7	5.9
Thailand	3.6	10.3	8.6	7.8	0.8	0.8	9.8	10.2	6.4	7.0
<b>Average</b>	<b>2.8</b>	<b>6.3</b>	<b>10.3</b>	<b>9.6</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>	<b>12.7</b>	<b>12.7</b>	<b>5.1</b>	<b>5.8</b>
BBL	8.0	4.8	6.6	6.3	0.5	0.5	8.3	8.2	4.5	5.2
KBANK	16.0	9.4	7.6	6.9	0.7	0.6	9.0	9.2	4.8	5.4
KKP	(22.1)	18.8	10.2	8.6	0.7	0.7	6.9	7.9	5.9	5.9
KTB	19.2	10.3	6.6	6.0	0.7	0.6	10.5	10.8	6.1	6.7
SCB	(5.2)	13.8	9.1	8.0	0.8	0.8	8.6	9.6	9.0	10.0
TISCO	(5.0)	1.2	11.2	11.1	1.8	1.8	16.2	16.1	8.0	8.0
TTB	14.0	14.0	9.0	7.9	0.8	0.8	9.0	9.8	6.7	7.6
<b>Average*</b>	<b>3.6</b>	<b>10.3</b>	<b>8.6</b>	<b>7.8</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>9.8</b>	<b>10.2</b>	<b>6.4</b>	<b>7.0</b>

Sources: Bloomberg Consensus

Note: \* Thanachart estimate – using normalized EPS

Based on 25 September 2024 closing prices

BUY (Unchanged)

TP: Bt 180.00 (Unchanged)

26 SEPTEMBER 2024

Company Update

Upside : 16.1%

# Bangkok Bank Pcl (BBL TB)

## ตลาดกังวลมากเกินไป

การเพิ่มขึ้นล่าสุดของ NPLs ของ BBL และโครงสร้างธุรกิจที่มีความเสี่ยงสูงต่อนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายมากขึ้นทั่วโลก ได้กดดันราคาหุ้นของธนาคาร แม้ว่ากำไรจะเป็นไปตามที่คาดไว้ก็ตาม เนื่องจากมีเบาะรองรับจากการกันสำรองที่มีจำนวนมาก เราจึงเชื่อว่าความกังวลเหล่านี้มีมากเกินไป และยังคงแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมายที่ 180 บาท



SARACHADA SORNSONG

662-779-9119

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

### ไม่ได้รับผลกระทบจากแนวโน้มการลดความเสี่ยง

เนื่องจากธนาคารมุ่งเน้นกลุ่มลูกค้าระดับกลางถึงใหญ่ BBL จึงสามารถหลีกเลี่ยงภาระจาก NPLs สืบเนื่องจากโควิด-19 และผลกระทบจากระดับหนี้ครัวเรือนที่สูงในประเทศไทยได้เป็นส่วนใหญ่ การให้สินเชื่อรายย่อยของธนาคารอยู่ที่เพียง 12% ซึ่งส่วนใหญ่เป็นสินเชื่อบ้านที่มีหลักประกัน หลังการรวมตัวของอุตสาหกรรมที่เพิ่มขึ้นหลังวิกฤติโควิด BBL อยู่ในตำแหน่งที่ดีที่จะได้ประโยชน์อย่างมากจากการกลับมาเปิดประเทศ ขณะที่ธนาคารอื่นมุ่งเน้นการเคลียร์งบดุลและเผชิญความเสี่ยงที่จะไม่บรรลุเป้าหมายการเติบโตของสินเชื่อในปี 2024 BBL ยังคงมั่นใจว่าสินเชื่อจะเติบโตแข็งแกร่งใน 2H24 โดยคาดว่าสินเชื่อจะเติบโตขั้นต่ำที่ 3% ในปีนี้

### นำหน้าคู่แข่งอย่างมากในด้านการขยายธุรกิจในภูมิภาค

ด้วยการชะลอตัวของการเติบโตทางโครงสร้างในประเทศ SCBx และ KBANK ได้ขยายธุรกิจธนาคารไปนอกประเทศไทย โดย KBANK มองว่าการขยายธุรกิจในภูมิภาค AEC +3 เป็นหนึ่งในแนวทางสร้างรายได้ใหม่ ธนาคารได้เพิ่มสัดส่วนการถือหุ้นใน PT Bank Maspion Indonesia เป็น 84.6% เมื่อปีที่แล้ว ขณะที่ SCB ก็กำลังอยู่ในกระบวนการเข้าซื้อหุ้น 100% ใน Home Credit Vietnam แม้ว่าสัดส่วนรายได้จากภูมิภาคของ BBL จะยังน้อยอยู่ที่ต่ำกว่า 5% แต่ 25% ของสินเชื่อทั้งหมดของ BBL มาจากธุรกิจระหว่างประเทศ BBL ได้สร้างฐานที่มั่นคงในเอเชียและพร้อมที่จะใช้ประโยชน์จากการเติบโตของเศรษฐกิจอาเซียน ซึ่งได้รับประโยชน์จากการย้ายฐานการผลิตออกจากจีน

### กันสำรองพิเศษเบาะรองรับผลกระทบของ NIM

แม้ว่าการขยายตัวของปริมาณสินเชื่อจะไม่ใช่ปัญหา แต่ BBL ดูเหมือนจะเป็นธนาคารที่มีความเสี่ยงต่อแนวโน้มการลดอัตราดอกเบี้ยมากที่สุด แม้ว่าสินเชื่อจากต่างประเทศที่คิดเป็น 25% ของพอร์ตสินเชื่อจะถูกปรับราคาใหม่ตามการลดลงของอัตราดอกเบี้ย Fed Fund แต่ธนาคารยังมีสัดส่วนสินเชื่อในประเทศที่เป็นอัตราดอกเบี้ยค่อนข้างมาก และตำแหน่งเงินกู้ระหว่างธนาคารสุทธิของธนาคารก็มีขนาดใหญ่ที่ 8% ของสินทรัพย์รวม เราคาดว่าธนาคารจะมี NIM ที่หดตัวลงมากขึ้นที่ 17bps ในปี 2025F และอีก 2bps ในปี 2026F อย่างไรก็ตาม ผลกระทบจากการหดตัวของ NIM จะถูกชดเชยด้วยการกันสำรองที่ลดลง การเพิ่มขึ้นล่าสุดของ NPL ดูเหมือนจะไม่เป็นปัจจัยกังวลสำหรับธนาคาร BBL ไม่เห็นความจำเป็นที่จะต้องกันสำรองเพิ่มเติม และคาดว่า credit cost อยู่ที่ 1.0%

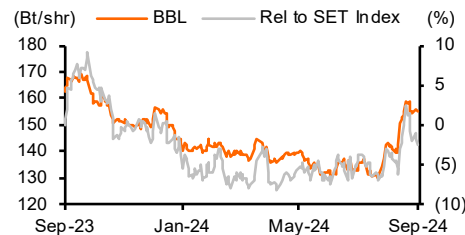
### มูลค่าถูกเกินกว่าจะมองข้าม แนะนำ "ซื้อ"

BBL เป็นหุ้นธนาคารที่มีการขยับตัวที่ต่ำที่สุดเป็นอันดับสองในปี ทำให้ราคาหุ้นนั้นถูกเกินกว่าจะมองข้าม อัตราส่วน P/E และ P/BV ในปี 2025 อยู่ที่ 6.3 เท่า และ 0.5 เท่า ตามลำดับ ซึ่งมีส่วนลด 30% และ 12% เมื่อเทียบกับกลุ่มอุตสาหกรรม แม้การเติบโตของกำไรและการขยายตัวของ ROE ของ BBL อาจชะงักกว่า แต่ก็มีคุณสมบัติจากงบดุลที่แข็งแกร่งอย่างมาก BBL ให้อัตราผลตอบแทนปันผลที่ดีที่มากกว่า 5% เราได้ทำการปรับประมาณการกำไรเพียงเล็กน้อย และราคาเป้าหมายของเราซึ่งปรับมาใช้ปีฐาน 2025F ยังคงไม่เปลี่ยนแปลงที่ 180 บาท

### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Pre Provision Profit	85,525	89,950	85,654	89,274
Net profit	41,636	44,960	47,118	50,009
Consensus NP	—	42,687	43,380	46,517
Diff frm cons (%)	—	5.3	8.6	7.5
Norm profit	41,636	44,960	47,118	50,009
Prev. Norm profit	—	44,485	47,270	50,954
Chg frm prev (%)	—	1.1	(0.3)	(1.9)
Norm EPS (Bt)	21.8	23.6	24.7	26.2
Norm EPS grw (%)	42.1	8.0	4.8	6.1
Norm PE (x)	7.1	6.6	6.3	5.9
P/BV (x)	0.6	0.5	0.5	0.5
Div yield (%)	4.5	4.5	5.2	5.2
ROE (%)	8.1	8.3	8.2	8.2
ROA (%)	0.9	1.0	1.0	1.1

### PRICE PERFORMANCE



### COMPANY INFORMATION

Price: as of 25-Sep-24 (Bt)	155.00
Market Cap (US\$ m)	9,051
Listed Shares (m shares)	1,908.8
Free Float (%)	98.5
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	36.0
12M Price H/L (Bt)	169.50/130.00
Sector	BANK
Major Shareholder	Thai NVDR 23.74%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

### ESG Summary Report ..... P25

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ทำทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

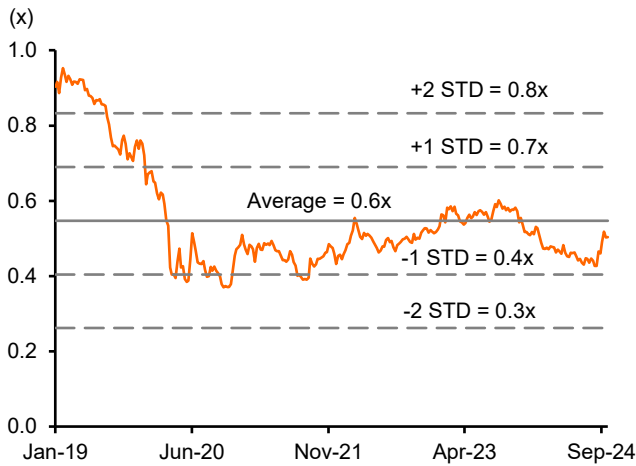


## Ex 1: Earnings Revision

	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Net profits (Bt bn)</b>								
- New	35.82	17.18	26.51	29.31	41.64	44.96	47.12	50.01
- Old						44.49	47.27	50.95
- Change (%)						1.07	(0.32)	(1.85)
<b>Loans growth (%)</b>								
- New	(1.05)	14.89	9.29	3.65	(0.40)	3.06	4.06	4.08
- Old						3.06	3.62	3.63
- Change (ppt)						0.00	0.44	0.45
<b>NIM (%)</b>								
- New	2.24	2.19	2.01	2.34	2.93	2.94	2.77	2.75
- Old						2.81	2.75	2.78
- Change (ppt)						0.13	0.02	(0.02)
<b>Provisioning expenses (Bt bn)</b>								
- New	32.35	31.20	34.13	32.65	33.67	33.00	26.00	26.00
- Old						29.00	26.00	26.00
- Change (%)						13.79	0.00	(0.00)
<b>Net fee income (Bt bn)</b>								
- New	28.50	24.71	29.21	27.51	27.23	28.08	29.17	30.39
- Old						28.08	28.98	30.20
- Change (%)						0.00	0.65	0.64
<b>Non-interest income (Bt bn)</b>								
- New	62.58	41.70	52.18	36.48	36.44	37.53	39.01	40.76
- Old						38.43	39.79	41.58
- Change (%)						(2.34)	(1.96)	(1.96)
<b>OPEX (Bt bn)</b>								
- New	54.96	65.97	67.27	69.02	81.78	80.79	80.96	81.58
- Old						80.47	80.64	82.25
- Change (%)						0.39	0.40	(0.81)

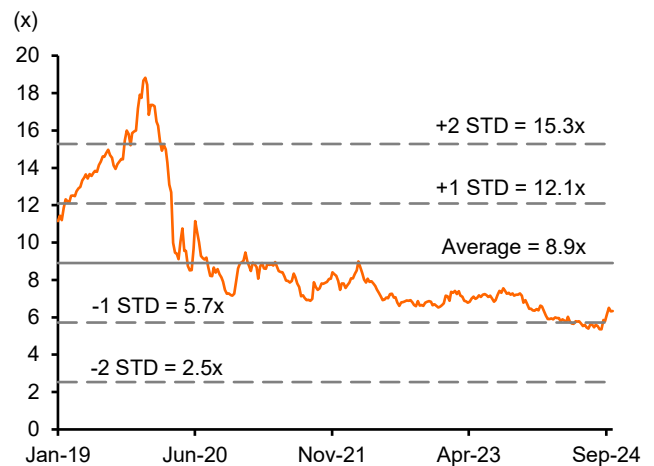
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 2: STD P/BV**



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

**Ex 3: STD PE**



Sources: Bloomberg; Thanachart estimates

**Ex 4: 12-month DDM-based TP Calculation Using A Base Year Of 2025F**

(Bt m)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	Terminal Value
Dividend of common shares	14,317	15,272	16,226	17,181	18,135	22,981	27,933	34,028	40,543	57,090	57,090
Dividend payment	14,317	15,272	16,226	17,181	18,135	22,981	27,933	34,028	40,543	57,090	556,711
PV of dividend	12,788	12,183	11,562	10,931	10,306	11,664	12,274	13,291	14,082	17,632	193,361
Risk-free rate (%)	3.0										
Market risk premium (%)	8.0										
Beta	1.1										
WACC (%)	12.0										
Cost of equity	12.0										
Terminal growth (%)	2.0										
Equity value	342,980										
No. of shares	1,909										
<b>Equity value / share</b>	<b>180.00</b>										

Sources: Company data, Thanachart estimates

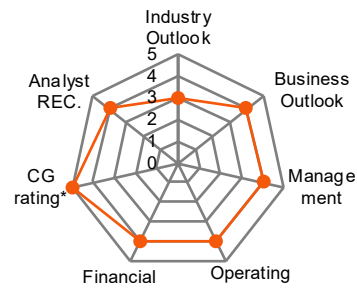
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

ธนาคารกรุงเทพ จำกัด (มหาชน) ให้บริการด้านการธนาคารและการเงินที่หลากหลาย รวมทั้ง บริการสินเชื่อธุรกิจการค้า บริการสินเชื่อปัจเจก บริการบัตรเครดิต บริการสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัย บริการธุรกิจการค้าต่างประเทศ พาณิชย์ และบริการทางด้านหลักทรัพย์

Source: Thanachart

## COMPANY RATING



Source: Thanachart; \*CG Rating

## Rating Scale

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

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

## S — Strength

- มีเครือข่ายธนาคารที่กว้างขวาง และมีฐานลูกค้าขนาดใหญ่
- มีความสัมพันธ์อันดีกับองค์กรขนาดใหญ่
- มีฐานะทางการเงินที่แข็งแกร่ง

## O — Opportunity

- ธุรกิจต่างประเทศแข็งแกร่งขึ้น และขยายตัวไปยังประเทศต่างๆ มากขึ้น
- โอกาสที่จะมีธุรกรรมทาง cross-selling มากขึ้น

## W — Weakness

- ขนาดของธุรกิจที่มีขนาดใหญ่ทำให้ยากสำหรับธนาคารที่จะปรับตัวต่อการเปลี่ยนแปลงของอุตสาหกรรม
- การดำเนินงานที่ค่อนข้างอนุรักษ์นิยมของธนาคาร เป็นปัจจัยขัดขวางไม่ให้ธนาคารดำเนินงานได้อย่างเต็มศักยภาพที่มี

## T — Threat

- การถดถอยของเศรษฐกิจทั่วโลก
- มาตรฐานบัญชี และกฎหมายใหม่

## CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	166.39	180.00	8%
Net profit 24F (Bt m)	42,687	44,960	5%
Net profit 25F (Bt m)	43,380	47,118	9%
Consensus REC	BUY: 19	HOLD: 7	SELL: 2

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- เนื่องจากเราคาดว่าจะมีสำรองส่วนเกินน้อยลง เราจึงคิดว่านี่เป็นสาเหตุที่ประมาณการกำไร และราคาเป้าหมายของเราสูงกว่า

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

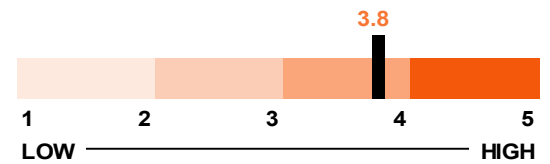
## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- โมเมนตัมของเศรษฐกิจที่ชะลอตัว ซึ่งอาจทำให้กิจกรรมทางธุรกิจลดลง น่าจะเป็นปัจจัยเสี่ยงหลักต่อสมมติฐาน NPL และ credit cost ของเรา
- หากธนาคารไม่สามารถควบคุมค่าใช้จ่ายดำเนินงานและได้ประโยชน์จาก synergies จากการเข้าซื้อธนาคารอินโดนีเซียได้เร็วกว่าที่คาด จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

BBL ลงนามในแถลงการณ์ความมุ่งมั่นเพื่อความยั่งยืนประเทศไทย 2021 ความยั่งยืนของธนาคารขึ้นอยู่กับพื้นฐานของหลักการ 4 ประการ ได้แก่ การบริหารความเสี่ยงอย่างมีประสิทธิภาพและประสิทธิผล การบริหารทรัพยากรบุคคลที่เหมาะสม การมีธรรมาภิบาลที่ดี และการสรรค์สร้างคุณค่าที่ยั่งยืนต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม เราให้คะแนน ESG สำหรับ BBL ที่ 3.76

Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
BBL	YES	YES	-	-	59.33	62.82	69.00	41.0	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)  
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

**Factors Our Comments**

**ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)**

- นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม
- การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า
- การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก
- การบริหารจัดการน้ำ
- การบริหารจัดการของเสีย

- ธนาคารได้สนับสนุนโครงการความยั่งยืนที่สำคัญหลายโครงการอย่างต่อเนื่อง เช่น การพัฒนาพลังงานสะอาดทั่วเอเชีย การผลิตรถยนต์ไฟฟ้า และการพัฒนาระบบขนส่งมวลชนไฟฟ้า ธนาคารยังออกกรีนบอนด์ (Green Bond) ของภาคเอกชน และตราสารหนี้ที่ส่งเสริมความยั่งยืน (Sustainability-linked Bond) ในประเทศไทย ด้วย
- BBL กำหนดนโยบายการอนุรักษ์สิ่งแวดล้อมและพลังงาน และกำหนดเป้าหมายระยะกลางเพื่อลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกในขอบเขตที่ 1 และ 2 จากการดำเนินงานของตนเอง ซึ่งจะมีการติดตามอย่างใกล้ชิด ธนาคารรายงานการปล่อยก๊าซเรือนกระจก Scope 1 ลดลง 55% และการปล่อยก๊าซเรือนกระจก Scope 2 ลดลง 0.9% เมื่อเทียบกับปี 2020 (ปีฐาน) ในปี 2022 เป้าหมายปี 2021-2023 คือการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกในขอบเขตที่ 1 และขอบเขตที่ 2 ราว 7.5% เทียบกับปี 2020 (ปีฐาน)
- ธนาคารมีความภูมิใจที่ได้เป็นพันธมิตรกับ Hydro-Informatics Institute (Public Organization) และมูลนิธิอุทกพัฒน์ในพระบรมราชูปถัมภ์ เพื่อช่วยผู้ด้อยโอกาสในพื้นที่ชนบทให้เข้าถึงและบริหารจัดการน้ำเพื่อให้มีคุณภาพชีวิตที่ดีขึ้นและมีรายได้ที่มั่นคง

**ด้านสังคม (SOCIAL)**

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- เพื่อส่งเสริมการปฏิบัติตามสิทธิมนุษยชนอย่างต่อเนื่องและสร้างความตระหนักในหมู่พนักงาน ธนาคารกำลังดำเนินการตรวจสอบด้านสิทธิมนุษยชนอย่างรอบด้านและตั้งเป้าหมายที่จะทบทวนทุกสามปี
- BBL มีภาระผูกพันทางสังคมในการสนับสนุนความรู้ทางการเงิน และ financial inclusion ธนาคารได้ดำเนินโครงการ Fin Lit for the Blind เพื่อผู้พิการทางสายตา ธนาคารยังสนับสนุนผู้จัดการสาขาและพนักงานให้เป็นหุ้นส่วนโรงเรียน และทำงานร่วมกับโรงเรียนในมูลนิธิระดมทุนเพื่อการศึกษา CONNEXT ED เพื่อปรับปรุงคุณภาพการศึกษา ให้ความรู้ทางการเงินที่จำเป็น และส่งเสริมแนวคิดเรื่องการออมในหมู่นักเรียน
- เพื่อส่งเสริม financial inclusion, BBL ได้ขยายบริการดิจิทัลเพื่อให้ประชาชนสะดวกในการทำธุรกรรมธนาคารได้มากขึ้นในทุกที่ทุกเวลา

**ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)**

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- BBL มีกรรมการ 20 คน โดย 8 คนเป็นกรรมการอิสระ
- BBL ได้รับการจัดอันดับ CG ดีเยี่ยมจากรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย โดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ธนาคารได้จัดทำ Code of Conduct และ Business Ethics Practices สำหรับกรรมการ ผู้บริหาร และพนักงาน ให้ปฏิบัติตาม โดยได้รับการอนุมัติจากคณะกรรมการบริษัทและเผยแพร่บนเว็บไซต์ของ BBL
- BBL รวมการรับรู้รูปแบบการหลอกลวงบนโลกออนไลน์เป็นหลักสูตรการฝึกอบรมภาคบังคับสำหรับพนักงานทุกคน

Source: Thanachart, Company

## INCOME STATEMENT

*Lower provisions to  
compensate for NIM  
decline*

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Interest and Dividend Income	139,088	194,365	207,426	193,259	193,637
Interest Expenses	36,865	63,504	74,218	65,654	63,546
<b>Net Interest Income</b>	<b>102,223</b>	<b>130,860</b>	<b>133,208</b>	<b>127,605</b>	<b>130,091</b>
% of total income	73.7%	78.2%	78.0%	76.6%	76.1%
Gain on Investment	(1,454)	(482)	100	100	100
Fee Income	27,508	27,234	28,079	29,169	30,392
Gain on Exchange	5,155	5,544	5,000	5,500	6,000
Others	2,966	1,814	2,000	1,863	1,867
<b>Non-interest Income</b>	<b>36,482</b>	<b>36,440</b>	<b>37,532</b>	<b>39,009</b>	<b>40,760</b>
% of total income	26.3%	21.8%	22.0%	23.4%	23.9%
<b>Total Income</b>	<b>138,705</b>	<b>167,300</b>	<b>170,740</b>	<b>166,614</b>	<b>170,851</b>
Operating Expenses	69,019	81,775	80,790	80,960	81,577
<b>Pre-provisioning Profit</b>	<b>69,687</b>	<b>85,525</b>	<b>89,950</b>	<b>85,654</b>	<b>89,274</b>
Provisions	32,647	33,667	33,000	26,000	26,000
<b>Pre-tax Profit</b>	<b>37,040</b>	<b>51,859</b>	<b>56,950</b>	<b>59,654</b>	<b>63,274</b>
Income Tax	7,484	9,993	11,390	11,931	12,655
After Tax Profit	29,556	41,865	45,560	47,723	50,619
Equity Income	190	187	200	200	200
Minority Interest	(440)	(417)	(800)	(805)	(810)
Extraordinary Items	0	0	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>29,306</b>	<b>41,636</b>	<b>44,960</b>	<b>47,118</b>	<b>50,009</b>
<b>Normalized Profit</b>	<b>29,306</b>	<b>41,636</b>	<b>44,960</b>	<b>47,118</b>	<b>50,009</b>
EPS (Bt)	15.4	21.8	23.6	24.7	26.2
Normalized EPS (Bt)	15.4	21.8	23.6	24.7	26.2

## BALANCE SHEET

*Loan growth recovery in  
2H24F*

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>ASSETS:</b>					
<b>Liquid Items</b>	<b>818,507</b>	<b>802,638</b>	<b>698,000</b>	<b>651,000</b>	<b>604,000</b>
cash & cash equivalents	52,433	45,518	40,000	40,000	40,000
interbank & money market	766,074	757,120	658,000	611,000	564,000
Securities under resale agreeme	0	0	0	0	0
Investments	851,572	973,690	1,002,859	1,052,931	1,105,508
<b>Net loans</b>	<b>2,449,355</b>	<b>2,425,661</b>	<b>2,492,590</b>	<b>2,598,897</b>	<b>2,707,928</b>
Gross and accrued interest	2,692,829	2,684,327	2,762,226	2,874,473	2,991,610
Provisions for doubtful	243,474	258,666	269,636	275,577	283,682
Fixed assets - net	73,909	72,855	74,337	75,657	76,816
Other assets	228,409	239,641	280,000	285,000	290,000
<b>Total assets</b>	<b>4,421,752</b>	<b>4,514,484</b>	<b>4,547,786</b>	<b>4,663,485</b>	<b>4,784,252</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
<b>Liquid Items</b>	<b>3,481,187</b>	<b>3,527,658</b>	<b>3,499,000</b>	<b>3,580,180</b>	<b>3,664,514</b>
Deposit	3,210,896	3,184,283	3,190,000	3,268,000	3,349,120
Interbank & money market	262,522	334,219	300,000	303,000	306,030
Liability payable on demand	7,770	9,156	9,000	9,180	9,364
Borrow ings	188,302	212,505	205,557	205,470	205,356
Other liabilities	245,122	243,491	280,000	281,000	282,000
<b>Total liabilities</b>	<b>3,914,610</b>	<b>3,983,654</b>	<b>3,984,557</b>	<b>4,066,650</b>	<b>4,151,869</b>
Minority interest	1,796	1,855	2,655	3,460	4,270
<b>Shareholders' equity</b>	<b>505,346</b>	<b>528,975</b>	<b>560,574</b>	<b>593,375</b>	<b>628,112</b>
Preferred capital	-	-	-	-	-
Paid-in capital	19,088	19,088	19,090	19,090	19,090
Share premium	56,346	56,346	56,346	56,346	56,346
Surplus/ Others	54,243	44,270	44,270	44,270	44,270
Retained earnings	375,668	409,270	440,867	473,669	508,406
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>4,421,752</b>	<b>4,514,484</b>	<b>4,547,786</b>	<b>4,663,485</b>	<b>4,784,252</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

## VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	10.1	7.1	6.6	6.3	5.9
Normalized PE - at target price (x)	11.7	8.3	7.6	7.3	6.9
PE (x)	10.1	7.1	6.6	6.3	5.9
PE - at target price (x)	11.7	8.3	7.6	7.3	6.9
P/PPP (x)	4.2	3.5	3.3	3.5	3.3
P/PPP - at target price (x)	4.9	4.0	3.8	4.0	3.8
P/BV (x)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
P/BV - at target price (x)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5
Dividend yield (%)	2.9	4.5	4.5	5.2	5.2
Market cap / net loans (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Market cap / deposit (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	15.4	21.8	23.6	24.7	26.2
EPS	15.4	21.8	23.6	24.7	26.2
DPS	4.5	7.0	7.0	8.0	8.0
PPP/Share	36.5	44.8	47.1	44.9	46.8
BV/Share	264.7	277.1	293.7	310.8	329.0

*Overly punished on rising NPLs and expected declining interest rates*

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>Growth Rate (%)</b>					
Net interest income (NII)	24.4	28.0	1.8	(4.2)	1.9
Non-interest income (Non-II)	(30.1)	(0.1)	3.0	3.9	4.5
Operating expenses	2.6	18.5	(1.2)	0.2	0.8
Pre-provisioning profit (PPP)	3.9	22.7	5.2	(4.8)	4.2
Net profit	10.6	42.1	8.0	4.8	6.1
Normalized profit growth	10.6	42.1	8.0	4.8	6.1
EPS	10.6	42.1	8.0	4.8	6.1
Normalized EPS	10.6	42.1	8.0	4.8	6.1
Dividend payout ratio	29.3	32.1	29.7	32.4	30.5
Loan - gross	3.6	(0.4)	3.1	4.1	4.1
Loan - net	3.1	(1.0)	2.8	4.3	4.2
Deposit	1.7	(0.8)	0.2	2.4	2.5
NPLs	(3.9)	(11.6)	16.3	3.0	3.0
Total assets	2.0	2.1	0.7	2.5	2.6
Total equity	2.6	4.7	6.0	5.9	5.9
<b>Operating Ratios (%)</b>					
Net interest margin (NIM)	2.3	2.9	2.9	2.8	2.8
Net interest spread	3.8	4.6	4.6	4.4	4.4
Yield on earnings assets	3.3	4.5	4.7	4.3	4.2
Avg cost of fund	1.0	1.7	2.0	1.8	1.7
NII / operating income	73.7	78.2	78.0	76.6	76.1
Non-II / operating income	26.3	21.8	22.0	23.4	23.9
Fee income / operating income	19.8	16.3	16.4	17.5	17.8
Normalized net margin	21.1	24.9	26.3	28.3	29.3
Cost-to-income	49.8	48.9	47.3	48.6	47.7
Credit cost - provision exp / loans	1.2	1.3	1.2	0.9	0.9
PPP / total assets	1.6	1.9	2.0	1.9	1.9
PPP / total equity	14.0	16.5	16.5	14.8	14.6
ROA	0.7	0.9	1.0	1.0	1.1
ROE	5.9	8.1	8.3	8.2	8.2

*NIM slowdown but not a collapse*

Sources: Company data, Thanachart estimates

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>Liquidity and Quality Ratio (%)</b>					
Loan-to-deposit	83.5	83.9	86.3	87.7	89.1
Loan-to-deposit & S-T borrowing	83.5	83.9	86.3	87.7	89.0
Net loan / assets	55.4	53.7	54.8	55.7	56.6
Net loan / equity	484.7	458.6	444.6	438.0	431.1
Investment / assets	19.3	21.6	22.1	22.6	23.1
Deposit / liabilities	82.0	79.9	80.1	80.4	80.7
Liabilities / equity	774.6	753.1	710.8	685.3	661.0
Net interbank lender (Bt m)	503,553	422,900	358,000	308,000	257,970
Tier 1 CAR	15.7	16.1	17.0	17.7	18.3
Tier 2 CAR	3.5	3.4	3.4	3.3	3.2
Total CAR	19.1	19.6	20.5	21.0	21.6
NPLs (Bt m)	97,188	85,955	100,000	103,000	106,090
NPLs / Total loans (NPL Ratio)	3.6	3.2	3.6	3.6	3.5
Loan-Loss-Coverage	250.5	300.9	269.6	267.6	267.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Too high loan loss coverage, in our view*

**HOLD** (From: BUY)

**TP: Bt 163.00** (From: Bt 150.00)

**26 SEPTEMBER 2024**

**Change in Recommendation**

**Upside : 4.5%**

# KASIKORN BANK Pcl (KBANK TB)

## มี upsides ที่จำกัด

หลังเคลียร์งบดุลในเชิงรุก การปรับกลยุทธ์ของ KBANK ที่ลดการให้สินเชื่อที่มีความเสี่ยงสูง ทำให้ธนาคารพร้อมในการรับมือกับ credit cost ที่กลับมาปกติ อย่างไรก็ตาม ด้วยมี upside เพียง 5% จากราคาเป้าหมายใหม่ของเรา ซึ่งได้สะท้อนค่าธรรมเนียมที่สูงขึ้น และค่าใช้จ่ายดำเนินงานที่ลดลงแล้ว เราจึงปรับลดคำแนะนำ KBANK เป็น "ถือ"



**SARACHADA SORNSONG**

662-779-9119

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

### เก็บเกี่ยวผลประโยชน์

KBANK มีการเติบโตเหนือกว่าธนาคารขนาดใหญ่อื่นในกลุ่มฯ ด้วยมีกำไรเติบโตแข็งแกร่งกว่า ขณะที่ยังคงควบคุม NPL และคุณภาพสินทรัพย์ได้ดีขึ้น หนุนโดย 1) การเคลียร์งบดุลที่ง่ายขึ้นหลังมีการตัดจำหน่าย และขาย NPL ออกไปจำนวนมาก รวมกว่า 1.31 แสนลบ. ในปี 2022 และ 9.26 หมื่นลบ. ในปี 2023 2) Credit cost ที่ลดลง โดยลดลงจาก 2.08% ต่อปี ในปี 2022-23 เหลือ 1.89% ใน 1H24 3) การลดลงของค่าธรรมเนียมการทำธุรกรรมที่ชะลอตัวลงควบคู่ไปกับการเติบโตของค่าธรรมเนียมที่เกี่ยวข้องกับบัตรเครดิตและค่าธรรมเนียมการจัดการกองทุน หนุนโดยแพลตฟอร์ม wealth management ที่ปรับปรุงใหม่ของธนาคาร และ 4) ผลกำไรที่เพิ่มขึ้นจากธุรกิจประกันภัย ซึ่งได้ประโยชน์จากเงินสำรองกรมธรรม์ที่ลดลงหลังจากกรมธรรม์ประกันชีวิตแบบสะสมทรัพย์หมดอายุ

### ความสามารถในการรับความเสี่ยงลดลง

อย่างไรก็ตาม คุณภาพสินทรัพย์ที่ดีขึ้นแลกมาด้วยการเติบโตของสินเชื่อที่ชะลอตัวและอัตราผลตอบแทนจากสินเชื่อที่ลดลง สินเชื่อลดลง 0.1% YTD แม้จะมีการตัดจำหน่ายและขาย NPL ลดลง (2.45 หมื่นลบ. ใน 1H24 เทียบกับ 5.63 หมื่นลบ. ใน 1H23) สะท้อนถึงแนวทางที่ระมัดระวังของธนาคาร ด้วยใช้มาตรฐานการอนุมัติสินเชื่อที่เข้มงวดมากขึ้นสำหรับสินเชื่อ SME และสินเชื่อรายย่อยที่ไม่มีหลักประกัน ซึ่ง YTD ใน 2Q24 หดตัวลง 5% และ 10% ตามลำดับ ขณะที่สินเชื่อเพื่อธุรกิจขนาดใหญ่เติบโตแข็งแกร่งที่ 4% จากปี 2023 โดยมีสัดส่วนต่อสินเชื่อรวมสูงขึ้นจาก 36% ในปี 2022 และ 38% ในปี 2023 เป็น 39% ใน 2Q24 แม้อัตราดอกเบี้ยคงที่ แต่อัตราผลตอบแทนจากสินเชื่อกลับลดลงจากเฉลี่ย 6.16% ใน 2H23 เป็น 6.13% ใน 1Q24 และ 6.09% ใน 2Q24

### การเติบโตแข็งแกร่งขึ้น

เราปรับประมาณการกำไรของ KBANK เพิ่มขึ้น 5.3% สำหรับปีนี้ และ 0.4% ต่อปี ในปี 2025-26F สะท้อนถึงการเพิ่มขึ้นของรายได้ค่าธรรมเนียมรายได้ที่มีโชดดอกเบี้ย และค่าใช้จ่ายดำเนินงานที่ลดลง เราคาดว่ากำไรจะเติบโตที่ 16% สำหรับปีนี้ ตามด้วย 9% ต่อปี ในปี 2025F และ 2026F นอกจากนี้ เรายังได้ปรับปีฐานเป็นปี 2025F และปรับราคาเป้าหมาย (cost of equity ที่ 13%) ขึ้น 9% เป็น 163 บาท จากเดิม 150 บาท

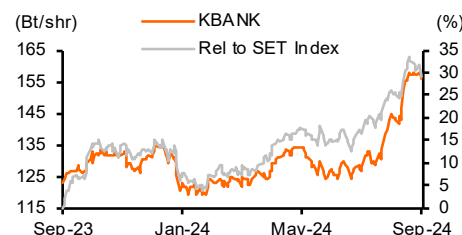
### ปรับลดคำแนะนำเป็น "ถือ" ราคาเป้าหมายสูงขึ้นเป็น 163 บาท

KBANK เป็นธนาคารไทยที่ปรับตัวดีที่สุด โดยราคาหุ้น outperformance กลุ่มฯ 10.4% และ SET 14% ในช่วง YTD อย่างไรก็ตาม ปัจจุบัน KBANK เป็นธนาคารที่แพงที่สุดเป็นอันดับสอง ด้วยซื้อขายที่ PBV-to-ROE ที่สูงกว่า KTB 16.3% และ 10.2% เมื่อเปรียบเทียบกับ BBL ซึ่งทำให้ไม่น่าสนใจเท่าไรนัก การเป็นผู้นำด้านเงินฝากสำหรับรายย่อยของ KBANK ไม่สามารถใช้ประโยชน์ได้เต็มที่อีกต่อไป เนื่องจากมีการปรับแพลตฟอร์มธนาคารโดยเน้นบริษัทขนาดใหญ่มากขึ้นคล้ายกับ BBL ขณะเดียวกัน ROE ของ KBANK เทียบได้กับ BBL แต่ต่ำกว่า KTB อยู่ 1.5% ทั้งนี้ KBANK มีกันตังสำรองเป็นเบาะรองรับที่ต่ำกว่าธนาคารทั้งสองแห่งอย่างมีนัยสำคัญ

### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Pre Provision Profit	107,721	111,093	111,198	115,653
Net profit	42,405	49,184	53,808	58,629
Consensus NP	—	47,399	49,710	52,298
Diff firm cons (%)	—	3.8	8.2	12.1
Norm profit	42,405	49,184	53,808	58,629
Prev. Norm profit	—	46,717	53,545	58,415
Chg frm prev (%)	—	5.3	0.5	0.4
Norm EPS (Bt)	17.7	20.6	22.5	24.5
Norm EPS grw (%)	18.6	16.0	9.4	9.0
Norm PE (x)	8.8	7.6	6.9	6.4
P/BV (x)	0.7	0.7	0.6	0.6
Div yield (%)	4.2	4.8	5.4	6.1
ROE (%)	8.2	9.0	9.2	9.4
ROA (%)	1.0	1.1	1.2	1.3

### PRICE PERFORMANCE



### COMPANY INFORMATION

Price: as of 25-Sep-24 (Bt)	156.00
Market Cap (US\$ m)	11,307
Listed Shares (m shares)	2,369.3
Free Float (%)	81.5
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	46.8
12M Price H/L (Bt)	158.00/119.00
Sector	BANK
Major Shareholder	Thai NVDR 16.26%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

### ESG Summary Report ..... P33

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

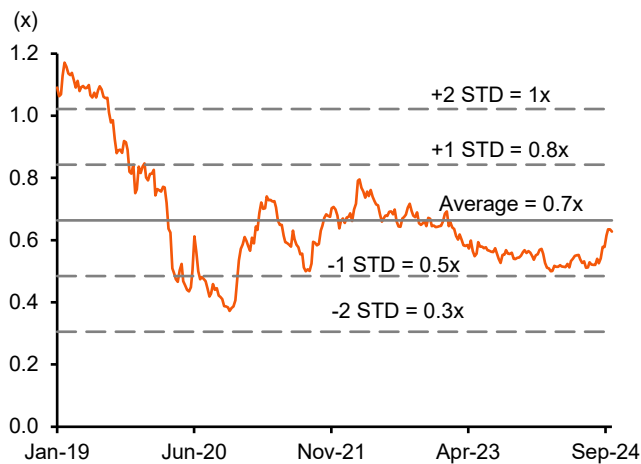
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



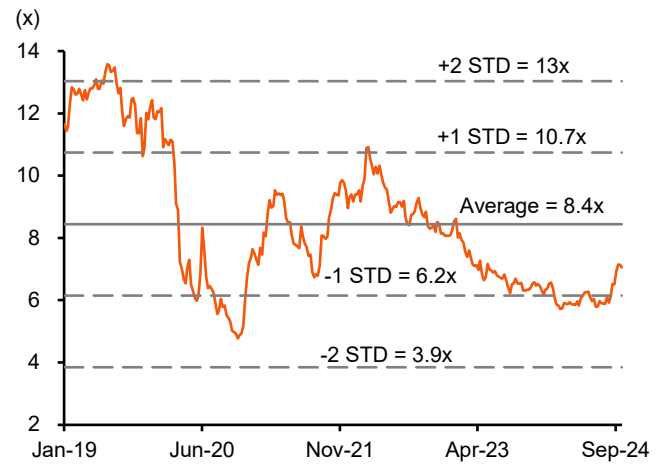
## Ex 1: Earnings Revision

	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Net profits (Bt bn)</b>								
- New	38.73	29.49	38.05	35.77	42.41	49.18	53.81	58.63
- Old						46.72	53.54	58.41
- Change (%)						5.28	0.49	0.37
<b>Loans growth (%)</b>								
- New	4.59	12.13	7.88	3.03	(0.19)	0.58	2.81	3.11
- Old						2.42	3.23	3.56
- Change (ppt)						(1.84)	(0.42)	(0.45)
<b>NIM (%)</b>								
- New	3.18	3.14	3.08	3.19	3.48	3.47	3.40	3.44
- Old						3.48	3.41	3.41
- Change (ppt)						(0.01)	(0.01)	0.03
<b>Provisioning expenses (Bt bn)</b>								
- New	34.01	43.55	40.33	51.92	51.84	47.34	41.20	39.83
- Old						47.19	39.50	38.18
- Change (%)						0.32	4.32	4.33
<b>Net fee income (Bt bn)</b>								
- New	36.74	33.00	35.32	32.88	31.18	33.50	34.56	36.20
- Old						32.09	33.08	34.62
- Change (%)						4.38	4.47	4.56
<b>Non-interest income (Bt bn)</b>								
- New	57.76	46.06	44.65	40.14	44.25	48.77	51.25	53.00
- Old						47.10	50.99	54.48
- Change (%)						3.55	0.52	(2.71)
<b>OPEX (Bt bn)</b>								
- New	72.73	70.00	71.04	74.75	84.97	87.99	90.99	93.89
- Old						88.18	91.16	93.94
- Change (%)						(0.22)	(0.19)	(0.05)

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 2: STD P/BV**

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

**Ex 3: STD PE**

Sources: Bloomberg; Thanachart estimates

**Ex 4: 12-month DDM-based TP Calculation Using A Base Year Of 2025F**

(Bt m)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	Terminal Value
Dividend of common shares	17,949	20,343	22,736	24,997	32,208	33,204	41,099	49,474	72,886	75,075	75,075
Dividend payment	17,949	20,343	22,736	24,997	32,208	33,204	41,099	49,474	72,886	75,075	665,884
PV of dividend	17,949	15,931	15,757	15,326	17,475	15,943	16,932	17,952	23,301	21,146	212,880
Risk-free rate (%)	3.0										
Market risk premium (%)	8.0										
Beta	1.3										
WACC (%)	13.0										
Cost of equity	13.0										
Terminal growth (%)	2.0										
Equity value	390,594										
No. of shares (m)	2,393										
<b>Equity value / share (Bt)</b>	<b>163.00</b>										

Sources: Company data, Thanachart estimates

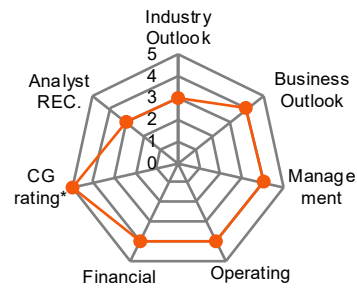
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

ธนาคารกสิกรไทย จำกัด (มหาชน) ให้บริการด้านการธนาคารเชิงพาณิชย์ รวมทั้ง บริการด้านการธนาคารสำหรับลูกค้าบุคคล และลูกค้าธุรกิจ บริการธุรกิจการค้าต่างประเทศ รวมทั้งวานิชธนกิจ ให้แก่ลูกค้าทั่วประเทศไทย ธนาคารมีสาขาต่างประเทศใน ลอสแอนเจลิส, ฮองกง, หมู่เกาะเคย์ และเซินเจิ้น และสำนักงานตัวแทนในเชียงใหม่, ปักกิ่ง, และ คุนหมิง

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

- มีฐานะเป็นธนาคารหลัก
- มีสัดส่วน CASA สูงที่สุด
- ฐานะการเงินแข็งแกร่ง

### O — Opportunity

- การบริหารจัดการเงินทุน (Wealth management)
- การขยายธุรกิจในภูมิภาค
- การลงทุนด้านดิจิทัล

### W — Weakness

- NPL ที่สูงจาก SME และการให้สินเชื่อดิจิทัลได้ลดความสามารถในการรับความเสี่ยง
- การเติบโตที่จำกัดในค่าธรรมเนียมที่เกี่ยวกับสินเชื่อ เนื่องจากการลดการให้สินเชื่อ SME และสินเชื่อรายย่อย

### T — Threat

- เศรษฐกิจโลกถดถอย
- การเปลี่ยนแปลงทางด้านมาตรฐานบัญชี และหลักเกณฑ์ต่างๆ

## CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	158.60	163.00	3%
Net profit 24F (Bt m)	47,399	49,184	4%
Net profit 25F (Bt m)	49,710	53,808	8%
Consensus REC	BUY: 20	HOLD: 5	SELL: 2

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- เรารวมการฟื้นตัวของรายได้ค่าธรรมเนียม และคุณภาพสินทรัพย์ที่ดีขึ้นก่อนตลาด
- ดังนั้นคาดการณ์กำไรและราคาเป้าหมายของเราจึงสูงกว่า

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

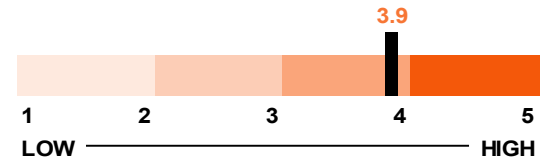
## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- เราเห็นความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นต่อประมาณการกำไร และคำแนะนำ "ถือ" ของเรา หาก KBANK ไม่สามารถจัดการความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์ได้อย่างที่เราคาด
- แนวโน้มเศรษฐกิจที่ชะลอตัวมากกว่าคาดเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา
- ความสามารถที่มากขึ้นของธนาคารในการสร้างการเติบโตของสินเชื่อที่แข็งแกร่งพร้อมกับการควบคุม NPL ให้อยู่ในระดับที่เหมาะสมจะเป็น upside ต่อประมาณการกำไร และคำแนะนำ "ถือ" ของเรา

Source: Thanachart

ธนาคารกสิกรไทยดำเนินธุรกิจตามหลักการธนาคารแห่งความยั่งยืน โดยมีหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี ตลอดจนการบริหารความเสี่ยงและต้นทุนที่เหมาะสม เนื่องจากการดำเนินการและมีมาตรการ ESG ที่แข็งแกร่งของธนาคาร เราให้คะแนน 3.92 สำหรับ KBANK

Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
<b>KBANK</b>	<b>YES</b>	<b>YES</b>	<b>YES</b>	<b>AA</b>	<b>51.17</b>	<b>73.74</b>	<b>86.00</b>	<b>48.0</b>	<b>5.0</b>

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)  
 Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

**Factors Our Comments**

**ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)**

- นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม
- การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า
- การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก
- การบริหารจัดการน้ำ
- การบริหารจัดการของเสีย

- ธนาคารมุ่งมั่นให้การสนับสนุนประเทศไทยและลูกค้าของธนาคารที่อยู่ในระบบเศรษฐกิจทั้งภูมิภาค ในการลดปริมาณการปล่อยก๊าซเรือนกระจก อีกทั้งจะสนับสนุนความพยายามของประชาคมโลกในช่วงเปลี่ยนผ่านเข้าสู่การปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2050 ซึ่งสอดคล้องกับเป้าหมายความตกลงปารีส
- ธนาคารมุ่งมั่นเป็นธนาคารแห่งความยั่งยืนชั้นนำของประเทศไทย โดยสนับสนุนด้านการเงินและการลงทุนเพื่อความยั่งยืน ไม่น้อยกว่า 1-2 แสนลบ. ภายในปี 2030 และจะเป็นผู้บุกเบิกการเสนอผลิตภัณฑ์และบริการทางการเงินที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม
- ธนาคารกำหนดเป้าหมายการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์จากการดำเนินงานของธนาคาร (ขอบเขตที่ 1 และ 2) ภายในปี 2030 รวมทั้งกำหนดเป้าหมายการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ในพอร์ตโฟลิโอของธนาคารให้สอดคล้องกับเป้าหมายของประเทศไทย และจะเร่งดำเนินการในส่วนที่เป็นไปได้ให้รวดเร็วขึ้น

**ด้านสังคม (SOCIAL)**

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- ธนาคารมีเป้าหมายเพื่อเพิ่มการเข้าถึงบริการทางการเงินและความรู้ทางการเงิน ธนาคารขยายเวลาการสนับสนุนสินเชื่อสำหรับลูกค้าใหม่ที่เข้าถึงบริการทางการเงินได้ยาก โดยมีจำนวนลูกค้าเพิ่มขึ้น 3 เท่าจากปี 2021 ในอีก 5 ปีข้างหน้า
- ธนาคารไม่รับเรื่องร้องเรียนเกี่ยวกับการปฏิบัติต่อแรงงานที่เลือกปฏิบัติหรือความรุนแรงที่นำไปสู่การฟ้องร้อง 61% ของผู้หญิงอยู่ในตำแหน่งผู้นำ
- ธนาคารทำการประเมินความเสี่ยงด้านสิทธิมนุษยชนในทุกกิจกรรมทางธุรกิจ: 100% ของ KBANK และการร่วมทุนของ KBANK
- จำนวนชั่วโมงอาสาสมัครของพนักงานเท่ากับ 216,886 ชั่วโมง โดยมีจำนวนผู้รับผลประโยชน์จากโครงการ CSR จำนวน 988,287 คนในปี 2022

**ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)**

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- จากกรรมการ 18 คน: มีกรรมการอิสระ 6 คน กรรมการบริหาร 5 คน และกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 7 คน อายุกรรมการไม่เกิน 72 ปี และวาระการดำรงตำแหน่งกรรมการอิสระไม่เกินเก้าปีติดต่อกัน
- KBANK กำลังทบทวนแนวปฏิบัติภายใต้ Thai IOD, ASEAN CG Scorecard และ Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)
- ธนาคารกำลังดำเนินการตามแผนกลยุทธ์สำหรับกิจกรรมการกำกับดูแลกิจการที่ดี เพื่อเพิ่มการปฏิบัติตามโดยกรรมการ ผู้บริหาร และพนักงาน ด้วยหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี จรรยาบรรณ และนโยบายต่อต้านการทุจริต
- มีการจัดให้มีพนักงานและผู้บริหารลงนามรับทราบการปฏิบัติตามจรรยาบรรณธุรกิจธนาคารปี 2022 ผ่านระบบอิเล็กทรอนิกส์และ LINE KONNECT+ และธนาคารกำลังทบทวนความรู้ความเข้าใจ

Sources: Company data, Thanachart

## INCOME STATEMENT

*Falling provisions with a fee income turnaround*

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Interest and Dividend Income	151,333	183,608	191,765	189,882	194,929
Interest Expenses	18,334	35,164	41,449	38,950	38,383
<b>Net Interest Income</b>	<b>132,998</b>	<b>148,444</b>	<b>150,316</b>	<b>150,932</b>	<b>156,546</b>
% of total income	76.8%	77.0%	75.5%	74.7%	74.7%
Gain on Investment	(130)	(588)	100	100	100
Fee Income	32,882	31,181	33,500	34,560	36,202
Gain on Exchange	5,053	12,123	13,000	13,000	13,000
Others	(1,106)	(2,041)	(1,502)	(178)	(170)
<b>Non-interest Income</b>	<b>40,145</b>	<b>44,245</b>	<b>48,768</b>	<b>51,251</b>	<b>53,001</b>
% of total income	23.2%	23.0%	24.5%	25.3%	25.3%
<b>Total Income</b>	<b>173,143</b>	<b>192,689</b>	<b>199,084</b>	<b>202,184</b>	<b>209,547</b>
Operating Expenses	74,753	84,968	87,991	90,986	93,894
<b>Pre-provisioning Profit</b>	<b>98,390</b>	<b>107,721</b>	<b>111,093</b>	<b>111,198</b>	<b>115,653</b>
Provisions	51,919	51,840	47,342	41,204	39,830
<b>Pre-tax Profit</b>	<b>46,470</b>	<b>55,880</b>	<b>63,750</b>	<b>69,994</b>	<b>75,823</b>
Income Tax	8,633	10,778	12,113	13,299	14,406
After Tax Profit	37,838	45,102	51,638	56,695	61,417
Equity Income	115	(35)	900	1,000	1,100
Minority Interest	(2,183)	(2,662)	(3,354)	(3,887)	(3,887)
Extraordinary Items	0	0	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>35,769</b>	<b>42,405</b>	<b>49,184</b>	<b>53,808</b>	<b>58,629</b>
<b>Normalized Profit</b>	<b>35,769</b>	<b>42,405</b>	<b>49,184</b>	<b>53,808</b>	<b>58,629</b>
EPS (Bt)	14.9	17.7	20.6	22.5	24.5
Normalized EPS (Bt)	14.9	17.7	20.6	22.5	24.5

## BALANCE SHEET

*Slow asset growth*

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>ASSETS:</b>					
<b>Liquid Items</b>	<b>559,651</b>	<b>617,698</b>	<b>638,000</b>	<b>637,000</b>	<b>637,000</b>
cash & cash equivalents	57,115	48,690	45,000	43,000	41,000
interbank & money market	502,536	569,008	593,000	594,000	596,000
Securities under resale agreeme	0	0	0	0	0
Investments	982,177	974,585	1,005,484	1,037,250	1,069,909
<b>Net loans</b>	<b>2,377,774</b>	<b>2,371,492</b>	<b>2,395,529</b>	<b>2,476,669</b>	<b>2,557,354</b>
Gross and accrued interest	2,511,303	2,505,368	2,522,892	2,593,731	2,674,416
Provisions for doubtful	133,529	133,876	127,363	117,062	117,062
Fixed assets - net	111,105	114,698	118,086	121,833	126,025
Other assets	215,662	205,084	218,000	220,180	222,382
<b>Total assets</b>	<b>4,246,369</b>	<b>4,283,556</b>	<b>4,375,098</b>	<b>4,492,932</b>	<b>4,612,669</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
<b>Liquid Items</b>	<b>2,928,812</b>	<b>2,909,888</b>	<b>2,971,000</b>	<b>3,038,330</b>	<b>3,106,661</b>
Deposit	2,748,685	2,699,562	2,760,000	2,826,600	2,895,198
Interbank & money market	155,240	179,207	184,000	185,000	185,000
Liability payable on demand	24,887	31,119	27,000	26,730	26,463
Borrow ings	67,897	81,572	70,042	70,800	70,032
Other liabilities	682,581	695,261	700,000	710,000	720,000
<b>Total liabilities</b>	<b>3,679,289</b>	<b>3,686,721</b>	<b>3,741,042</b>	<b>3,819,130</b>	<b>3,896,693</b>
Minority interest	63,810	64,551	67,904	71,792	75,679
<b>Shareholders' equity</b>	<b>503,270</b>	<b>532,285</b>	<b>566,152</b>	<b>602,010</b>	<b>640,297</b>
Preferred capital	-	-	-	-	-
Paid-in capital	23,693	23,693	23,933	23,933	23,933
Share premium	18,103	18,103	18,103	18,103	18,103
Surplus/ Others	36,439	33,115	33,115	33,115	33,115
Retained earnings	425,035	457,373	491,001	526,859	565,146
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>4,246,369</b>	<b>4,283,556</b>	<b>4,375,098</b>	<b>4,492,932</b>	<b>4,612,669</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

## VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	10.4	8.8	7.6	6.9	6.4
Normalized PE - at target price (x)	10.9	9.2	7.9	7.2	6.7
PE (x)	10.4	8.8	7.6	6.9	6.4
PE - at target price (x)	10.9	9.2	7.9	7.2	6.7
P/PPP (x)	3.8	3.5	3.4	3.4	3.2
P/PPP - at target price (x)	4.0	3.6	3.5	3.5	3.4
P/BV (x)	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
P/BV - at target price (x)	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
Dividend yield (%)	2.6	4.2	4.8	5.4	6.1
Market cap / net loans (x)	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
Market cap / deposit (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	14.9	17.7	20.6	22.5	24.5
EPS	14.9	17.7	20.6	22.5	24.5
DPS	4.0	6.5	7.5	8.5	9.5
PPP/Share	41.1	45.0	46.4	46.5	48.3
BV/Share	210.3	222.4	236.6	251.5	267.5

*Less compelling  
valuation matrix*

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>Growth Rate (%)</b>					
Net interest income (NII)	11.4	11.6	1.3	0.4	3.7
Non-interest income (Non-II)	(10.1)	10.2	10.2	5.1	3.4
Operating expenses	5.2	13.7	3.6	3.4	3.2
Pre-provisioning profit (PPP)	5.8	9.5	3.1	0.1	4.0
Net profit	(6.0)	18.6	16.0	9.4	9.0
Normalized profit growth	(6.0)	18.6	16.0	9.4	9.0
EPS	(6.0)	18.6	16.0	9.4	9.0
Normalized EPS	(6.0)	18.6	16.0	9.4	9.0
Dividend payout ratio	26.8	36.7	36.5	37.8	38.8
Loan - gross	3.0	(0.2)	0.6	2.8	3.1
Loan - net	3.7	(0.3)	1.0	3.4	3.3
Deposit	5.8	(1.8)	2.2	2.4	2.4
NPLs	(11.1)	1.8	(1.3)	2.0	2.0
Total assets	3.5	0.9	2.1	2.7	2.7
Total equity	5.6	5.8	6.4	6.3	6.4
<b>Operating Ratios (%)</b>					
Net interest margin (NIM)	3.2	3.5	3.5	3.4	3.4
Net interest spread	4.7	5.4	5.3	5.2	5.3
Yield on earnings assets	3.8	4.6	4.7	4.6	4.6
Avg cost of fund	0.6	1.2	1.4	1.3	1.2
NII / operating income	76.8	77.0	75.5	74.7	74.7
Non-II / operating income	23.2	23.0	24.5	25.3	25.3
Fee income / operating income	19.0	16.2	16.8	17.1	17.3
Normalized net margin	20.7	22.0	24.7	26.6	28.0
Cost-to-income	43.2	44.1	44.2	45.0	44.8
Credit cost - provision exp / loans	2.1	2.1	1.9	1.6	1.5
PPP / total assets	2.4	2.5	2.6	2.5	2.5
PPP / total equity	20.1	20.8	20.2	19.0	18.6
ROA	0.9	1.0	1.1	1.2	1.3
ROE	7.3	8.2	9.0	9.2	9.4

*Falling lending yield  
ahead of interest rate  
cuts*

Sources: Company data, Thanachart estimates

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>Liquidity and Quality Ratio (%)</b>					
Loan-to-deposit	90.8	92.3	90.8	91.1	91.7
Loan-to-deposit & S-T borrowing	90.8	92.3	90.8	91.1	91.7
Net loan / assets	56.0	55.4	54.8	55.1	55.4
Net loan / equity	472.5	445.5	423.1	411.4	399.4
Investment / assets	23.1	22.8	23.0	23.1	23.2
Deposit / liabilities	74.7	73.2	73.8	74.0	74.3
Liabilities / equity	731.1	692.6	660.8	634.4	608.6
Net interbank lender (Bt m)	347,296	389,802	409,000	409,000	411,000
Tier 1 CAR	16.8	17.4	18.2	19.1	20.0
Tier 2 CAR	2.0	2.0	2.1	2.0	2.0
Total CAR	18.8	19.4	20.3	21.1	21.9
NPLs (Bt m)	92,536	94,241	93,000	94,860	96,757
NPLs / Total loans (NPL Ratio)	3.7	3.8	3.7	3.7	3.6
Loan-Loss-Coverage	144.3	142.1	136.9	123.4	121.0

*Good containment of  
NPLs*

Sources: Company data, Thanachart estimates

**HOLD** (Unchanged)

**TP: Bt 52.00**

(From: Bt 36.00)

Change in Numbers

Upside : 2.0%

26 SEPTEMBER 2024

# Kiatnakin Phatra Bank (KKP TB)

## ราคาหุ้นสะท้อนแนวโน้มที่เป็นบวกแล้ว

การฟื้นตัวของตลาดหุ้น การคาดการณ์การลดลงของอัตราดอกเบี้ย และโปรแกรมการซื้อคืนหุ้นได้สนับสนุนราคาหุ้นของ KKP แม้จะมองบวกมากขึ้นต่อค่าธรรมเนียมตลาดหุ้น แต่ KKP ยังคงเผชิญแรงกดดันจาก credit cost และต้นทุนทางการเงินอยู่ ด้วยมี upside ต่อราคาเป้าหมายใหม่ที่สูงขึ้นจำกัด เราจึงคงคำแนะนำ “ถือ” KKP



SARACHADA SORNSONG

662-779-9119

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

### ตลาดหุ้นฟื้นตัว

หุ้นโดย Phatra ซึ่งเป็นหนึ่งในบริษัทนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ และพาณิชย์ชั้นนำในประเทศไทย KKP จึงมีส่วนแบ่งตลาดมากที่สุดในตลาดหุ้น ธนาคารให้บริการด้านตลาดหุ้นอย่างครบวงจร รวมถึงการเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ พาณิชย์กิจ กองทุนรวม การบริหารความมั่งคั่ง (Wealth management) อนุพันธ์ และการป้องกันความเสี่ยง กำไรส่วนใหญ่ของ KKP (มากกว่า 20%) มาจากธุรกิจตลาดหุ้น ด้วยแรงผลักดันทางเศรษฐกิจที่ดีขึ้น การเปิดตัว IPO ที่ประสบความสำเร็จของกองทุนวายุภักษ์ และการเพิ่มขึ้นสามเท่าของกองทุนการลงทุน ESG ที่หักภาษีได้ ตลาดหลักทรัพย์ (SET) จึงฟื้นตัวแข็งแกร่ง ปริมาณการซื้อขายเฉลี่ยรายวันเพิ่มขึ้นจาก 4.38 หมื่นลบ. และ 4.31 หมื่นลบ. ใน 1Q-2Q24 และจาก 4.08 หมื่นลบ. ในเดือนกรกฎาคม-สิงหาคม เป็น 6.15 หมื่นลบ. ในเดือนกันยายน แนวโน้มตลาดที่ดีขึ้นนี้คาดว่าจะเปิดทางให้มี IPO เพิ่มเติมและทำให้รายได้พาณิชย์สูงขึ้น

### แรงกดดันด้านต้นทุนยังคงอยู่

อย่างไรก็ตาม KKP ยังคงได้รับผลกระทบอย่างมากจากแรงกดดันด้านต้นทุนที่เพิ่มขึ้นจากธุรกิจธนาคาร การเคลียร์ยอดที่ยังไม่สมบูรณ์จะทำให้ credit cost และขาดทุนจากการขายสินทรัพย์ที่ถูกยึดสูงขึ้นต่อไปอีก 2-3 ไตรมาส และการเพิ่มขึ้นอย่างมากของเงินฝากประจำระยะยาวในปี 2023 เราจึงคาดว่าผลกระทบจากการปรับต้นทุนดอกเบี้ยจะยังคงอยู่จนถึง 1H25F เราคาดว่า credit cost และต้นทุนทางการเงินของ KKP จะเพิ่มขึ้นจาก 42/67% ของรายได้รวมในปี 2022-23 เป็น 69/85% ใน 1Q-2Q24 และ 80% ในปี 2024F และลดลงเล็กน้อยเป็น 72% ในปี 2025F

### ปรับประมาณการกำไร

เราได้ปรับประมาณการกำไรของ KKP ขึ้น 5% ในปี 2024F และ 7% ในปี 2025F การเพิ่มขึ้นนี้สะท้อนถึงค่าธรรมเนียมที่สูงขึ้น รายได้ที่มีใช้ดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้น และให้สมมติฐาน credit cost ที่ไม่สูงนัก เนื่องจากกลยุทธ์การปล่อยสินเชื่อที่ระมัดระวังมากขึ้นของ KKP เนื่องจากเราปรับมาใช้ปีฐาน 2025 (cost of equity ที่ 11.8%) ราคาเป้าหมายจึงถูกปรับเพิ่มขึ้นจาก 36 บาท เป็น 52 บาท/หุ้น

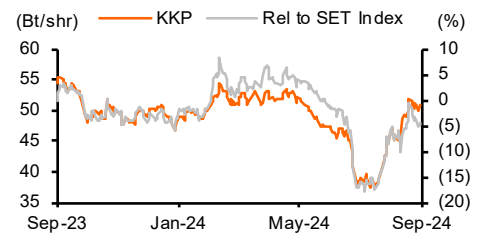
### มี upside จำกัด แนะนำ “ถือ”

ราคาหุ้นของ KKP ฟื้นตัวขึ้น 38% จากจุดต่ำสุดในปี 2024 ที่ 37 บาท หุ้นโดยการฟื้นตัวของตลาดหุ้น อัตราดอกเบี้ยที่คาดว่าจะลดลง และโปรแกรมการซื้อคืนหุ้น KKP ได้ประกาศซื้อคืนหุ้นจำนวน 22 ล้านหุ้น ด้วยงบลงทุน 950 ลบ. ตั้งแต่วันที่ 12 กันยายน ถึง 28 พฤศจิกายน 2024 จนถึงปัจจุบัน ธนาคารได้ซื้อคืนหุ้นไปแล้ว 11 ล้านหุ้น ซึ่งเท่ากับ 1.3% ของหุ้นที่ชำระแล้วทั้งหมด เทียบกับเป้าหมายที่ 2.6% ด้วยการเพิ่มขึ้นล่าสุด และ PBV-to-ROE ของหุ้นที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม 22% เราจึงเชื่อว่าแนวโน้มเชิงบวกนี้ได้ถูกสะท้อนในราคาหุ้นแล้ว ด้วยมี upside เพียง 2% จากราคาเป้าหมายที่ปรับใหม่ที่ 52 บาท เราจึงยังคงแนะนำ “ถือ”

### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Pre Provision Profit	12,869	9,926	11,280	12,043
Net profit	5,443	4,242	5,041	5,654
Consensus NP	—	4,179	4,779	5,450
Diff frm cons (%)	—	1.5	5.5	3.7
Norm profit	5,443	4,242	5,041	5,654
Prev. Norm profit	—	4,038	4,720	6,190
Chg frm prev (%)	—	5.0	6.8	(8.7)
Norm EPS (Bt)	6.4	5.0	6.0	6.7
Norm EPS grw (%)	(28.4)	(22.1)	18.8	12.2
Norm PE (x)	7.9	10.2	8.6	7.6
P/BV (x)	0.7	0.7	0.7	0.6
Div yield (%)	5.9	5.9	5.9	6.5
ROE (%)	9.2	6.9	7.9	8.5
ROA (%)	1.0	0.8	1.0	1.1

### PRICE PERFORMANCE



### COMPANY INFORMATION

Price: as of 25-Sep-24 (Bt)	51.00
Market Cap (US\$ m)	1,321
Listed Shares (m shares)	846.8
Free Float (%)	87.0
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	4.1
12M Price H/L (Bt)	55.25/37.50
Sector	BANK
Major Shareholder	Chottanawat 5.27%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

### ESG Summary Report ..... P41

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไปว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

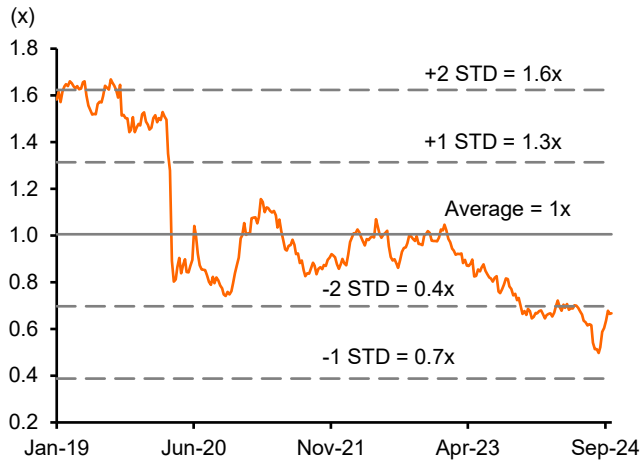


## Ex 1: Earnings Revision

	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Net profits (Bt bn)</b>								
- New	5.99	5.12	6.32	7.60	5.44	4.24	5.04	5.65
- Old						4.04	4.72	6.19
- Change (%)						5.05	6.80	(8.66)
<b>Loans growth (%)</b>								
- New	4.06	11.65	15.91	21.68	6.58	(2.79)	2.34	3.25
- Old						(2.73)	3.45	3.92
- Change (ppt)						(0.07)	(1.11)	(0.66)
<b>NIM (%)</b>								
- New	3.99	4.35	3.93	4.04	4.23	3.64	3.63	3.81
- Old						3.67	3.70	3.94
- Change (ppt)						(0.04)	(0.07)	(0.14)
<b>Provisioning expenses (Bt bn)</b>								
- New	1.68	4.09	5.20	5.04	6.08	4.64	5.00	5.00
- Old						5.14	5.50	5.50
- Change (%)						(9.73)	(9.09)	(9.09)
<b>Net fee income (Bt bn)</b>								
- New	4.60	4.34	6.07	6.17	5.48	5.05	5.62	6.09
- Old						4.90	5.22	5.85
- Change (%)						3.06	7.79	3.96
<b>Non-interest income (Bt bn)</b>								
- New	6.85	6.55	8.55	8.46	6.47	6.47	7.06	7.55
- Old						6.32	6.66	7.32
- Change (%)						2.37	6.11	3.17
<b>OPEX (Bt bn)</b>								
- New	10.19	10.65	11.25	13.01	15.89	16.10	15.03	15.78
- Old						15.90	15.12	15.89
- Change (%)						1.26	(0.58)	(0.70)

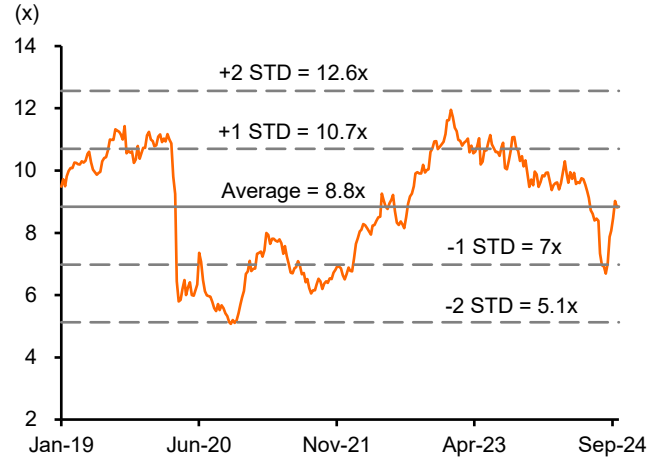
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 2: STD P/BV**



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

**Ex 3: STD PE**



Sources: Bloomberg; Thanachart estimates

**Ex 4: 12-month DDM-based TP Calculation Using A Base Year Of 2025F**

(Bt m)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	Terminal Value
Dividend of common shares	2,540	2,684	3,091	3,396	3,488	3,687	3,989	4,272	4,532	7,265	7,265
Dividend payment	2,540	2,684	3,091	3,396	3,488	3,687	3,989	4,272	4,532	7,265	75,617
PV of dividend	2,540	2,147	2,212	2,173	1,996	1,887	1,771	1,688	1,594	2,276	23,689
Risk-free rate (%)	3.0										
Market risk premium (%)	8.0										
Beta	1.1										
WACC (%)	11.8										
Cost of equity	11.8										
Terminal growth (%)	2.0										
Equity value	43,974										
No. of shares (m shares)	847										
<b>Equity value / share (Bt)</b>	<b>52.0</b>										

Source: Thanachart estimates

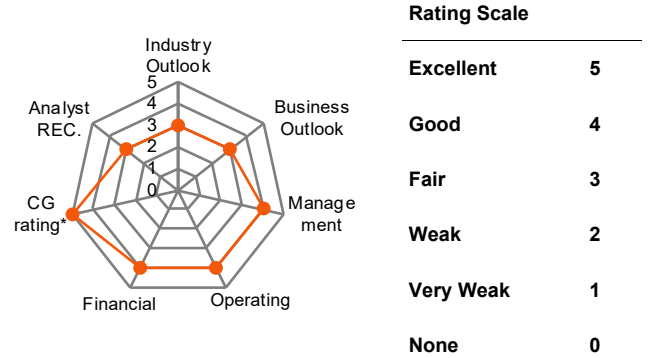
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

บริษัทธนาคารเกียรตินาคินให้บริการด้านการเงินครอบคลุมทั้งด้านเงินฝาก และสินเชื่อ เน้นการให้บริการสินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์ บริการสินเชื่อพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย บริการสินเชื่อธุรกิจ และบริการอื่นๆ รวมถึงการให้บริการด้านการเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์และที่ปรึกษาด้านการลงทุน

Source: Thanachart

## COMPANY RATING



Source: Thanachart; \*CG Rating

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

## S — Strength

- มีฐานที่มั่นคงในธุรกิจสินเชื่อรถยนต์
- มีความเชี่ยวชาญในการบริหารจัดการการปรับโครงสร้างสินเชื่อ
- เป็นผู้นำในธุรกิจตลาดทุน

## O — Opportunity

- การเติบโตของสินเชื่อเช่าซื้อที่ไม่ใช่รถยนต์
- ผลักดันหนี้ในตลาดทุนนอกประเทศไทย

## W — Weakness

- มีสาขาจำนวนน้อย
- มีฐานเงินฝากที่ยังไม่แข็งแกร่ง
- การปล่อยสินเชื่อกระจุกตัว

## T — Threat

- วิกฤตเศรษฐกิจโลก
- มาตรฐานการบัญชีและหลักเกณฑ์ใหม่

## CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	43.24	52.00	20%
Net profit 24F (Bt m)	4,179	4,242	2%
Net profit 25F (Bt m)	4,779	5,041	5%
Consensus REC	BUY: 2	HOLD: 12	SELL: 6

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- เราเชื่อว่าสมมติฐานต้นทุนทางการเงินและกันสำรองของเราสูงกว่าตัวเลขของ Bloomberg consensus คาดการณ์ไว้
- เนื่องจากเราคาดว่าค่าธรรมเนียมตลาดทุนที่ดีขึ้น และแรงกดดันด้านต้นทุนที่ลดลงในระยะกลางถึงยาว ราคาเป้าหมายของเราจึงสูงกว่า

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

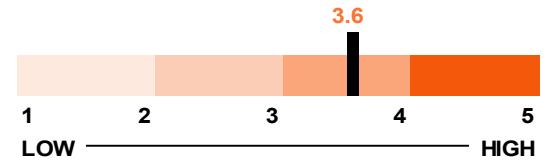
## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- แนวโน้มเศรษฐกิจชะลอตัวที่มีผลกระทบต่อคุณภาพสินทรัพย์มากกว่าคาด จะมีความเสี่ยงต่อสมมติฐาน credit cost ของเรา
- ผลการดำเนินงานของธุรกิจตลาดทุนที่อ่อนแอกว่าคาดเป็นอีกความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- Upside ต่อคำแนะนำ "ถือ" ของเราคือหาก KKP สามารถจำกัด NPL และกันสำรองได้ดีกว่าที่เราคาดไว้

Source: Thanachart

KKP เป็นธนาคารขนาดเล็ก ซึ่งให้ความสำคัญกับปัจจัยด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) เพื่อขับเคลื่อนการเปลี่ยนแปลงทางสังคม และสิ่งแวดล้อมอย่างยั่งยืน เรากำหนดคะแนน ESG สำหรับ KKP ที่ 3.6

Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
KKP	YES	YES	-	BBB	54.27	75.77	26.00	-	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)

Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

Factors	Our Comments
<p><b>ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม</li> <li>- การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า</li> <li>- การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก</li> <li>- การบริหารจัดการน้ำ</li> <li>- การบริหารจัดการของเสีย</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- KKP ได้ปรับปรุงอาคารสำนักงานใหญ่ตามมาตรฐาน LEED (Leadership in Energy &amp; Environmental Design) ซึ่งเกี่ยวข้องกับการเปลี่ยนมาใช้หลอด LED เพื่อประหยัดพลังงาน กระจกเป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อมที่ดูดซับความร้อนจากแสงแดดแต่ยอมให้แสงส่องผ่าน และระบบปรับอากาศที่หมุนเวียนอากาศบริสุทธิ์ให้เย็นสม่ำเสมอ</li> <li>- เนื่องจากมีการใช้เชื้อเพลิงมากขึ้น เนื่องจากพนักงานกลับมาทำงานที่บ้าน การปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ของ KKP จึงเพิ่มขึ้น 5.6% สำหรับ scope 1 และ 32.44% สำหรับ scope 2 ในปี 2022 ปริมาณการใช้ไฟฟ้าก็เพิ่มขึ้น 36.1% ในปี 2022 ด้วย</li> <li>- ธนาคารให้สินเชื่อสำหรับโครงการที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อมจำนวน 2.7 พันลพ.</li> </ul>
<p><b>ด้านสังคม (SOCIAL)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน</li> <li>- การดูแลพนักงาน</li> <li>- สุขอนามัยและความปลอดภัย</li> <li>- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์</li> <li>- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- KKP เคารพสิทธิมนุษยชนตามหลักการชี้แนะขององค์การสหประชาชาติว่าด้วยธุรกิจและสิทธิมนุษยชน และปฏิบัติตามกฎหมายสิทธิมนุษยชน</li> <li>- KKP มุ่งมั่นที่จะยกระดับหลักการเป็นธนาคารที่มีความรับผิดชอบต่อสังคมด้วยการจัดฝึกอบรมความรู้ทางการเงินให้กับลูกค้า พนักงาน และชุมชน เพื่อให้พวกเขาสามารถบริหารจัดการเงินและหนี้ได้อย่างเหมาะสม สร้างวินัยในการออม และพัฒนาทักษะการลงทุน ซึ่งเป็นกุญแจสำคัญในการบรรลุความมั่นคงทางการเงินในระยะยาว และคุณภาพชีวิตที่ดีขึ้น</li> <li>- บริจาคเงิน 13 ลพ. สำหรับกิจกรรมช่วยเหลือสังคม โดยมีพนักงานอาสาสมัคร 206 คน รวมเวลาอาสาสมัคร 1,720 ชั่วโมง</li> </ul>
<p><b>ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE &amp; SUSTAINABILITY)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท</li> <li>- จริยธรรมและความโปร่งใส</li> <li>- ความยั่งยืนของธุรกิจ</li> <li>- การบริหารความเสี่ยง</li> <li>- นวัตกรรม</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- คณะกรรมการธนาคารประกอบด้วยสมาชิกสิบสองคน โดยสามคนไม่ใช่ผู้บริหาร และกรรมการอิสระสี่คน</li> <li>- คณะกรรมการบริษัททบทวนและแก้ไขนโยบายการกำกับดูแลกิจการเป็นประจำทุกปี และปรับปรุงแนวปฏิบัติในเรื่องต่างๆ อย่างต่อเนื่องเพื่อยกระดับการกำกับดูแลของกลุ่ม</li> <li>- KKP ได้รับเลือกให้เป็นหนึ่งใน 170 บริษัทที่ได้รับการเสนอชื่อจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ให้อยู่ในรายชื่อ Thailand Sustainability Investment 2022 เป็นปีที่ 8 ติดต่อกัน นอกจากนี้ยังเป็นหนึ่งใน 100 บริษัทที่อยู่ในรายชื่อ ESG100 ประจำปี 2022 ซึ่งกำหนดโดย ESG Rating Unit ของสถาบันไทยพัฒนา เป็นปีที่ 7 ติดต่อกัน</li> <li>- บริษัท เคเคพี ไดม์ จำกัด (DIME) ก่อตั้งขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการทางการเงินและการลงทุนดิจิทัล เพื่อให้ผู้บริโภคสามารถเข้าถึงโอกาสทางการเงินได้มากขึ้น</li> </ul>

Sources: Company data, Thanachart

## INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Interest and Dividend Income	23,671	30,717	30,735	29,696	30,207
Interest Expenses	4,589	8,424	11,179	10,450	9,937
<b>Net Interest Income</b>	<b>19,081</b>	<b>22,294</b>	<b>19,556</b>	<b>19,246</b>	<b>20,271</b>
% of total income	69.3%	77.5%	75.1%	73.2%	72.9%
Gain on Investment	(4)	(12)	20	20	20
Fee Income	6,165	5,476	5,050	5,622	6,087
Gain on Exchange	1,789	665	1,200	1,200	1,200
Others	507	340	200	220	242
<b>Non-interest Income</b>	<b>8,457</b>	<b>6,469</b>	<b>6,470</b>	<b>7,062</b>	<b>7,549</b>
% of total income	30.7%	22.5%	24.9%	26.8%	27.1%
<b>Total Income</b>	<b>27,539</b>	<b>28,763</b>	<b>26,026</b>	<b>26,308</b>	<b>27,819</b>
Operating Expenses	13,013	15,894	16,100	15,028	15,776
<b>Pre-provisioning Profit</b>	<b>14,526</b>	<b>12,869</b>	<b>9,926</b>	<b>11,280</b>	<b>12,043</b>
Provisions	5,036	6,082	4,640	5,000	5,000
<b>Pre-tax Profit</b>	<b>9,490</b>	<b>6,787</b>	<b>5,286</b>	<b>6,280</b>	<b>7,043</b>
Income Tax	1,873	1,331	1,037	1,231	1,381
After Tax Profit	7,616	5,456	4,250	5,049	5,662
Equity Income	0	0	0	0	0
Minority Interest	(14)	(13)	(8)	(8)	(9)
Extraordinary Items	0	0	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>7,602</b>	<b>5,443</b>	<b>4,242</b>	<b>5,041</b>	<b>5,654</b>
<b>Normalized Profit</b>	<b>7,602</b>	<b>5,443</b>	<b>4,242</b>	<b>5,041</b>	<b>5,654</b>
EPS (Bt)	9.0	6.4	5.0	6.0	6.7
Normalized EPS (Bt)	9.0	6.4	5.0	6.0	6.7

Combined cost pressures

## BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>ASSETS:</b>					
<b>Liquid Items</b>	<b>46,733</b>	<b>63,411</b>	<b>63,000</b>	<b>55,950</b>	<b>46,900</b>
cash & cash equivalents	1,000	1,382	1,000	950	900
interbank & money market	45,732	62,029	62,000	55,000	46,000
Securities under resale agreeme	0	0	0	0	0
Investments	31,848	36,262	36,262	38,075	39,978
<b>Net loans</b>	<b>364,871</b>	<b>384,826</b>	<b>373,427</b>	<b>382,216</b>	<b>394,432</b>
Gross and accrued interest	383,839	405,493	394,479	403,715	416,842
Provisions for doubtful	18,969	20,668	21,052	21,499	22,411
Fixed assets - net	13,200	14,677	14,164	13,741	13,411
Other assets	50,986	46,152	43,425	40,699	39,176
<b>Total assets</b>	<b>507,637</b>	<b>545,327</b>	<b>530,277</b>	<b>530,681</b>	<b>533,896</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
<b>Liquid Items</b>	<b>351,979</b>	<b>382,421</b>	<b>388,583</b>	<b>389,973</b>	<b>392,589</b>
Deposit	331,464	358,903	370,000	371,200	373,624
Interbank & money market	20,175	23,035	18,000	18,180	18,362
Liability payable on demand	340	483	583	593	603
Borrowings	61,354	68,900	48,732	48,236	48,857
Other liabilities	36,192	32,753	30,000	27,000	24,000
<b>Total liabilities</b>	<b>449,526</b>	<b>484,074</b>	<b>467,315</b>	<b>465,210</b>	<b>465,447</b>
Minority interest	288	286	294	302	311
<b>Shareholders' equity</b>	<b>57,824</b>	<b>60,967</b>	<b>62,668</b>	<b>65,169</b>	<b>68,139</b>
Preferred capital	-	-	-	-	-
Paid-in capital	8,468	8,468	8,468	8,468	8,468
Share premium	9,356	9,356	9,356	9,356	9,356
Surplus/ Others	2,010	1,981	1,981	1,981	1,981
Retained earnings	37,990	41,162	42,864	45,364	48,334
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>507,637</b>	<b>545,327</b>	<b>530,277</b>	<b>530,681</b>	<b>533,896</b>

Stricter underwriting practices

Sources: Company data, Thanachart estimates

**VALUATION**

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	5.7	7.9	10.2	8.6	7.6
Normalized PE - at target price (x)	5.8	8.1	10.4	8.7	7.8
PE (x)	5.7	7.9	10.2	8.6	7.6
PE - at target price (x)	5.8	8.1	10.4	8.7	7.8
P/PPP (x)	3.0	3.4	4.4	3.8	3.6
P/PPP - at target price (x)	3.0	3.4	4.4	3.9	3.7
P/BV (x)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
P/BV - at target price (x)	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6
Dividend yield (%)	6.4	5.9	5.9	5.9	6.5
Market cap / net loans (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Market cap / deposit (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	9.0	6.4	5.0	6.0	6.7
EPS	9.0	6.4	5.0	6.0	6.7
DPS	3.3	3.0	3.0	3.0	3.3
PPP/Share	17.2	15.2	11.7	13.3	14.2
BV/Share	68.3	72.0	74.0	77.0	80.5

*We believe KKP's valuation looks less attractive than peers'*

**FINANCIAL RATIOS**

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>Growth Rate (%)</b>					
Net interest income (NII)	21.5	16.8	(12.3)	(1.6)	5.3
Non-interest income (Non-II)	(1.0)	(23.5)	0.0	9.1	6.9
Operating expenses	15.7	22.1	1.3	(6.7)	5.0
Pre-provisioning profit (PPP)	11.8	(11.4)	(22.9)	13.6	6.8
Net profit	20.3	(28.4)	(22.1)	18.8	12.2
Normalized profit growth	20.3	(28.4)	(22.1)	18.8	12.2
EPS	20.3	(28.4)	(22.1)	18.8	12.2
Normalized EPS	20.3	(28.4)	(22.1)	18.8	12.2
Dividend payout ratio	36.2	46.7	59.9	50.4	50.0
Loan - gross	21.7	6.6	(2.8)	2.3	3.3
Loan - net	22.0	5.5	(3.0)	2.4	3.2
Deposit	14.9	8.3	3.1	0.3	0.7
NPLs	31.1	5.5	20.7	(1.1)	(5.1)
Total assets	16.4	7.4	(2.8)	0.1	0.6
Total equity	13.3	5.4	2.8	4.0	4.6
<b>Operating Ratios (%)</b>					
Net interest margin (NIM)	4.0	4.2	3.6	3.6	3.8
Net interest spread	5.7	5.7	5.0	5.0	5.2
Yield on earnings assets	5.6	6.4	6.2	6.0	6.0
Avg cost of fund	1.2	1.9	2.5	2.4	2.3
NII / operating income	69.3	77.5	75.1	73.2	72.9
Non-II / operating income	30.7	22.5	24.9	26.8	27.1
Fee income / operating income	22.4	19.0	19.4	21.4	21.9
Normalized net margin	27.6	18.9	16.3	19.2	20.3
Cost-to-income	47.3	55.3	61.9	57.1	56.7
Credit cost - provision exp / loans	1.3	1.5	1.2	1.3	1.2
PPP / total assets	3.1	2.4	1.8	2.1	2.3
PPP / total equity	26.7	21.7	16.1	17.6	18.1
ROA	1.6	1.0	0.8	1.0	1.1
ROE	14.0	9.2	6.9	7.9	8.5

*Escalating increase in cost of funds*

Sources: Company data, Thanachart estimates

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>Liquidity and Quality Ratio (%)</b>					
Loan-to-deposit	112.7	110.9	104.6	106.7	109.4
Loan-to-deposit & S-T borrowing	112.7	110.9	104.4	106.6	109.2
Net loan / assets	71.9	70.6	70.4	72.0	73.9
Net loan / equity	631.0	631.2	595.9	586.5	578.9
Investment / assets	6.3	6.6	6.8	7.2	7.5
Deposit / liabilities	73.7	74.1	79.2	79.8	80.3
Liabilities / equity	777.4	794.0	745.7	713.9	683.1
Net interbank lender (Bt m)	25,557	38,994	44,000	36,820	27,638
Tier 1 CAR	13.3	13.3	14.2	14.8	15.5
Tier 2 CAR	3.3	3.3	3.4	3.4	3.4
Total CAR	16.6	16.6	17.6	18.3	18.9
<i>Rising NPLs</i>					
NPLs (Bt m)	13,947	14,710	17,752	17,562	16,674
NPLs / Total loans (NPL Ratio)	3.6	3.6	4.5	4.4	4.0
Loan-Loss-Coverage	136.0	140.5	118.6	122.4	134.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

BUY (Unchanged)

TP: Bt 24.00 (From: Bt 22.00)

26 SEPTEMBER 2024

Change in Numbers

Upside : 16.5%

# Krung Thai Bank Pcl (KTB TB)

## ธนาคารใหญ่ที่เราชอบที่สุด



SARACHADA SORNSONG

662-779-9119

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

KTB เป็นธนาคารใหญ่ที่เราชอบที่สุด PBV-to-ROE ของ KTB อยู่ในระดับต่ำที่สุดภายใต้คาดการณ์ของเรา ซึ่งไม่สะท้อนการดำเนินการลดความเสี่ยงที่แล้วเสร็จ ค่าธรรมเนียมที่สูงขึ้น และคุณภาพงบดุลที่ดีเป็นอันดับสอง ของธนาคาร เราปรับเพิ่มกำไร และราคาเป้าหมายเป็น 24 บาท

### กลไกภายในดีขึ้น

ท่ามกลางความท้าทายทางเศรษฐกิจเชิงโครงสร้างของไทยและแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยที่ลดลง KTB มีความพร้อมที่จะรับมือกับความท้าทายเหล่านี้ได้ดีกว่าคู่แข่ง เราคาดว่าจะเห็นการเติบโตของกำไรก่อนการตั้งสำรองที่สูงขึ้นที่ 3.6% ในปี 2025F และ 4.9% ในปี 2026F ซึ่งสูงกว่าการเติบโตที่คาดว่าจะทรงตัวสำหรับธนาคารใหญ่อื่นๆ ในปี 2025F และการฟื้นตัวที่ต่ำเพียง 2.2% ในปี 2026F โดยได้แรงหนุนจาก 1) การเข้าถึงสินเชื่อภาครัฐและสวัสดิการข้าราชการและพนักงานรัฐวิสาหกิจ 2) สัดส่วนค่าธรรมเนียมที่เกิดขึ้นประจำและตามวัฏจักรที่สมดุลกัน 3) ฐานเงินฝาก CASA ที่ใหญ่ด้วยมีสัดส่วนสินเชื่ออัตราดอกเบี้ยคงที่สูง และ 4) การลดลงอย่างมากของค่าใช้จ่ายดำเนินงานจากผลขาดทุนจากการด้อยค่าที่ลดลงของ NPAs

### คุณภาพงบดุลที่ดีสุดเป็นอันดับสอง

ตั้งแต่เริ่มกระบวนการลดความเสี่ยงในงบดุลในปี 2014 KTB ได้ก้าวหน้ากว่าคู่แข่งในการลดความเสี่ยงจากสินเชื่อ SME และปรับปรุงคุณภาพของสินเชื่อรายย่อย โดยการเพิ่มสัดส่วนสินเชื่อสวัสดิการที่มีความเสี่ยงต่ำ ความพยายามเหล่านี้ได้ดำเนินไปพร้อมกับกลยุทธ์ NPL ที่มีอยู่ และการจัดสรรกันสำรองเพิ่มเติม ซึ่งส่งผลให้อัตราส่วน NPL ของ KTB ลดลงมาอยู่ที่ค่าเฉลี่ยของกลุ่มฯ ขณะที่ยังคงมีอัตราส่วนกันสำรองต่อสินเชื่อและอัตราส่วน loan loss coverage สูงเป็นอันดับสอง โดยอยู่ที่ 4.6% และ 176% ตามลำดับ ในปี 2024

### ปรับกำไรขึ้น 8% และปรับราคาเป้าหมายเป็น 24 บาท

เนื่องจาก NIM ค่าธรรมเนียม และรายได้ที่มีโชดดอกเบี้ยที่สูงขึ้น เราจึงปรับเพิ่มประมาณการกำไรของ KTB ขึ้น 8%, 9% และ 8% ในปี 2024-26F นอกจากนี้ ด้วยปีปรับมาใช้ฐาน 2025 ราคาเป้าหมายของเราที่ cost of equity ที่ 12.6% จึงเพิ่มขึ้นเป็น 24 บาท จากเดิมที่ 22 บาท ราคาเป้าหมายใหม่นี้ คิดเป็น P/BV และ PE ที่ 0.7 เท่า และ 7 เท่า ในปี 2025F และให้ upside จากราคาปัจจุบัน 17% และให้อัตราผลตอบแทนปรับผลแข่งแรงที่ 6% และเกือบ 7% ในปี 2025F

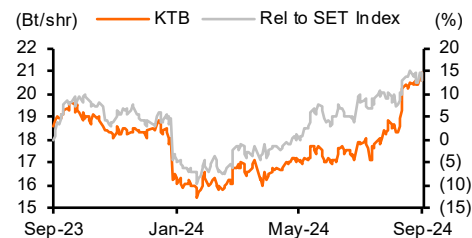
### เป็นธนาคารใหญ่ที่เราชอบที่สุด

KTB กลายเป็นธนาคารใหญ่ที่เราชอบมากที่สุดแทนที่ KBANK จากที่ชอบเป็นอันดับสาม โดยสาเหตุหลักมาจาก 1) KTB จะได้ประโยชน์สูงสุดจากการเบิกจ่ายงบประมาณของรัฐบาลที่เร่งตัวขึ้น โดยสินเชื่อรัฐบาลคิดเป็น 15% ของสินเชื่อรวมในปีที่ผ่านมา เทียบกับจุดสูงสุดที่ 21% ในปี 2021 2) อัตราส่วน CASA ที่สูงถึง 78% พร้อมกับมีสัดส่วนสินเชื่อที่มีอัตราดอกเบี้ยคงที่ถึง 27% ซึ่งช่วยบรรเทาผลกระทบจากอัตราดอกเบี้ยที่ลดลงที่มีต่อ NIM 3) ด้วยการเติบโตของกำไรก่อนการตั้งสำรองที่แข็งแกร่งที่สุด และมีพื้นที่ในการลดกันสำรอง KTB จึงน่าจะมี EPS เติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 13% ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มฯ ที่ 9% และการขยายตัวของ ROE ยังเติบโตกว่าของกลุ่มฯ เช่นกัน และ 4) KTB มีอัตราส่วน PBV-to-ROE ที่ 5.8 เท่า ซึ่งต่ำที่สุดในกลุ่มฯ ยังเป็นการย้ำถึงคุณค่าของธนาคาร

### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Pre Provision Profit	85,955	89,988	93,257	97,820
Net profit	36,616	43,634	48,119	52,658
Consensus NP	—	41,092	42,787	44,583
Diff frm cons (%)	—	6.2	12.5	18.1
Norm profit	36,616	43,634	48,119	52,658
Prev. Norm profit	—	40,489	44,037	48,587
Chg frm prev (%)	—	7.8	9.3	8.4
Norm EPS (Bt)	2.6	3.1	3.4	3.8
Norm EPS grw (%)	8.7	19.2	10.3	9.4
Norm PE (x)	7.9	6.6	6.0	5.5
P/BV (x)	0.7	0.7	0.6	0.6
Div yield (%)	4.2	6.1	6.7	7.3
ROE (%)	9.4	10.5	10.8	11.0
ROA (%)	1.0	1.2	1.3	1.3

### PRICE PERFORMANCE



### COMPANY INFORMATION

Price: as of 25-Sep-24 (Bt)	20.60
Market Cap (US\$ m)	8,807
Listed Shares (m shares)	13,976.1
Free Float (%)	44.9
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	25.2
12M Price H/L (Bt)	20.90/15.50
Sector	BANK
Major Shareholder	FIDF 55.07%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

### ESG Summary Report ..... P49

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

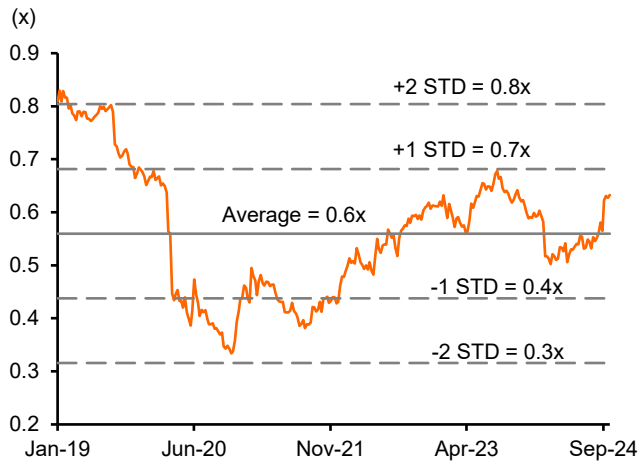


**Ex 1: Earnings Revision**

	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Net profits (Bt bn)</b>								
- New	29.28	16.73	21.59	33.70	36.62	43.63	48.12	52.66
- Old						40.49	44.04	48.59
- Change (%)						7.77	9.27	8.38
<b>Loans growth (%)</b>								
- New	3.26	11.72	12.60	(1.37)	(0.63)	0.43	2.27	2.65
- Old						3.28	3.97	4.09
- Change (ppt)						(2.85)	(1.70)	(1.44)
<b>NIM (%)</b>								
- New	3.07	2.79	2.42	2.53	3.12	3.17	3.06	3.08
- Old						3.02	2.98	3.02
- Change (ppt)						0.15	0.08	0.06
<b>Provisioning expenses (Bt bn)</b>								
- New	23.81	44.90	32.52	24.34	37.09	32.85	30.62	29.62
- Old						32.80	30.35	30.45
- Change (%)						0.16	0.91	(2.73)
<b>Net fee income (Bt bn)</b>								
- New	23.24	20.53	20.02	20.32	20.87	22.00	23.43	24.97
- Old						21.63	22.71	23.84
- Change (%)						1.70	3.15	4.73
<b>Non-interest income (Bt bn)</b>								
- New	35.92	31.84	31.37	33.89	34.69	38.14	40.39	42.77
- Old						35.16	37.10	39.19
- Change (%)						8.47	8.89	9.14
<b>OPEX (Bt bn)</b>								
- New	62.47	53.46	52.73	54.77	62.16	66.09	63.47	65.82
- Old						61.44	63.16	65.17
- Change (%)						7.58	0.49	0.99

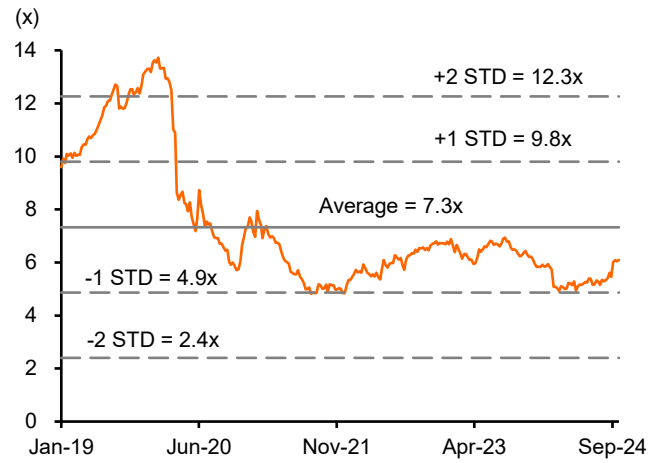
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 2: STD P/BV**



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

**Ex 3: STD PE**



Sources: Bloomberg; Thanachart estimates

**Ex 4: 12-month DDM-based TP Calculation Using A Base Year Of 2025F**

(Bt m)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	Terminal Value
Dividend of common shares	18,351	20,155	21,405	22,650	24,056	25,145	25,950	34,290	52,905	69,133	69,133
Dividend payment	18,351	20,155	21,405	22,650	24,056	25,145	25,950	34,290	52,905	69,133	635,273
PV of dividend	18,351	15,897	14,993	14,086	13,286	12,333	10,959	12,799	17,460	20,173	185,371
Risk-free rate (%)	3.0										
Market risk premium (%)	8.0										
Beta	1.2										
WACC (%)	12.6										
Cost of equity	12.6										
Terminal growth (%)	2.0										
Equity value	335,706										
No. of shares (m shares)	13,976										
<b>Equity value / share (Bt)</b>	<b>24.00</b>										

Sources: Company data, Thanachart estimates

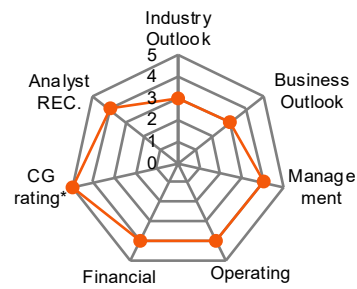
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

ธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน) เป็นธนาคารพาณิชย์ของรัฐที่ให้บริการด้านธนาคารและบริการทางการเงินต่างๆ รวมทั้ง ด้านพาณิชย์, การบริโภคบัตรเครดิต และสินเชื่อที่อยู่อาศัย รวมทั้ง การจัดการกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ, แลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ และการทำธุรกรรมนำเข้า-ส่งออก กองทุนเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนาระบบสถาบันการเงินเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ KTB

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

- เป็นผู้นำกลุ่มสินเชื่อที่เกี่ยวกับภาครัฐ และสาธารณูปโภค
- ฐานข้อมูลขนาดใหญ่ เนื่องจากดำเนินการ “เป่าตั้ง” ซึ่งเป็นแอปพลิเคชันกระเป๋าสเงินของรัฐบาล

### O — Opportunity

- มีโอกาสเข้าไปยังกลุ่มลูกค้ารายย่อยมากขึ้น
- มีรายได้ค่าธรรมเนียมที่สูงขึ้น
- การลงทุนด้านดิจิทัล

### W — Weakness

- สเปรตลดลง เนื่องจากธนาคารเน้นสินเชื่อที่มีคุณภาพสูง อัตราผลตอบแทนต่ำ

### T — Threat

- เศรษฐกิจเข้าสู่ภาวะถดถอยทั่วโลก
- ความเสี่ยงในเรื่องมาตรฐานทางบัญชี และหลักเกณฑ์ต่างๆ

## CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	21.62	24.00	11%
Net profit 24F (Bt m)	41,092	43,634	6%
Net profit 25F (Bt m)	42,787	48,119	12%
Consensus REC	BUY: 21	HOLD: 6	SELL: 0

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- เปรียบเทียบค่าธรรมเนียมและรายได้ที่มีขีดดอกเบี้ยที่สูงขึ้นของ KTB ก่อนตลาด
- ดังนั้นประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายของเราจึงสูงกว่า

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

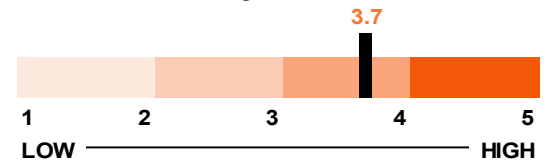
## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- มีความเสี่ยงต่อประมาณการกำไร และราคาเป้าหมายของเราหาก credit cost ของ KTB ไม่มีแนวโน้มลดลงอย่างที่เราคาดไว้
- เศรษฐกิจที่ชะลอลงกว่าคาดจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

KTB เป็นธนาคารที่ใหญ่ที่สุดเมื่อพิจารณาที่สินทรัพย์ ธนาคารตระหนักถึงความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG) และการดำเนินธุรกิจควบคู่ไปกับการสร้างมูลค่าร่วมกัน (CSV) กับสังคมเพื่อให้เกิดการพัฒนาที่ครอบคลุมและยั่งยืนในทุกภาคส่วนโดยอิงจาก ESG เราให้คะแนน ESG เท่ากับ 3.70 สำหรับ KTB

Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
KTB	YES	YES	-	BBB	64.54	60.76	61.00	36.0	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)

Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

**Factors Our Comments**

**ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)**

- นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม
- การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า
- การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก
- การบริหารจัดการน้ำ
- การบริหารจัดการของเสีย

- KTB มุ่งมั่นที่จะจัดการกับการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศในลักษณะที่สอดคล้องกับเป้าหมายการพัฒนาเศรษฐกิจที่ยั่งยืนของประเทศไทย โดยมุ่งเน้นการพัฒนาเศรษฐกิจ Bio-Circular-Green (BCG)
- เพื่อลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกของธนาคาร จึงมีการนำมาตรการหลายประการมาใช้ เช่น การเพิ่มประสิทธิภาพการใช้ทรัพยากรโดยการเปลี่ยนอุปกรณ์ เช่น หลอดไฟและเครื่องปรับอากาศ ด้วยทางเลือกที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม และการเพิ่มรถยนต์ไฟฟ้าให้กับกองรถของบริษัทฯ ควบคู่ไปกับการรณรงค์ส่งเสริมการใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพและลดของเสียภายในองค์กร
- การดำเนินการทั้งหมดเพื่อให้บรรลุเป้าหมายการปล่อยก๊าซเป็นศูนย์ของธนาคาร

**ด้านสังคม (SOCIAL)**

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- ธนาคารเป็นผู้พัฒนาแอปพลิเคชันมือถือ เป๋าตัง ซึ่งเป็นที่รู้จักในชื่อแพลตฟอร์มดิจิทัลแบบเปิดของประเทศไทย และปัจจุบันมีผู้ใช้งานมากกว่า 40 ล้านคน แอปพลิเคชันมีบทบาทสำคัญในการสนับสนุนโครงการกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาล รวมถึงโครงการ "คนละครึ่ง" เฟส 4 และ 5 ซึ่งมีคนไทยเข้าร่วมกว่า 24 ล้านคน สร้างการใช้จ่ายในประเทศกว่า 9 หมื่นลบ.
- ในฐานะเป็นส่วนหนึ่งของโครงการ "Go Local, Grow Local" ของ KTB ธนาคารได้พัฒนาชุมชนต้นแบบสองแห่งในปี 2022 โดยมุ่งเน้นการพัฒนาแบบองค์รวมผ่านการสร้างมูลค่าที่ยั่งยืน ความคิดริเริ่มนี้ส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงโครงสร้าง นโยบาย และกลไกในการทำงานกับชุมชนอย่างมีนัยสำคัญ ธนาคารมีเป้าหมายที่จะขยายโครงการนี้ไปยังชุมชนอื่นๆ ในอนาคต

**ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)**

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- KTB มีกรรมการ 12 คน โดยเป็นกรรมการอิสระ 6 คน
- ธนาคารได้ดำเนินโครงการกรุงเทพคุณธรรมเพื่อยกระดับการสร้างวัฒนธรรมองค์กรที่ไม่ทนต่อการทุจริต (Zero Tolerance) และส่งเสริมค่านิยมหลัก 5 ประการ ได้แก่ สร้างสรรค์ สำเร็จ สัตย์ซื่อ สามัคคี และสังคม ผ่านยุทธศาสตร์ 3 ปี คือ "ปลูกจิตสำนึก ป้องกัน และปรับเปลี่ยน" นั่นคือ KTB มุ่งมั่นที่จะดำเนินการอย่างโปร่งใสและปฏิบัติตามกฎหมายและข้อบังคับทั้งหมด
- ธนาคารได้รับรางวัลและการยอมรับในระดับโลกมากมาย รวมถึงรางวัล Most Sustainable Bank Thailand 2022 จากนิตยสาร World Economics และรางวัล Best Sustainable & Business Solutions Bank Award จากนิตยสาร The European
- นอกจากรางวัลระดับนานาชาติแล้ว ธนาคารยังได้รับการยอมรับในระดับท้องถิ่นด้วย โดยได้รับรางวัล Royal Thailand Corporate Excellence Awards 2022 ประเภท Product/ Service Excellence Award, Leadership Excellence Award และ Marketing Excellence Award จากสมาคมการจัดการธุรกิจแห่งประเทศไทย และรางวัล Thailand Sustainability Investment 2022 จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Sources: Company data, Thanachart

## INCOME STATEMENT

*Higher income and  
manageable provisions*

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Interest and Dividend Income	113,475	152,369	164,159	159,773	164,067
Interest Expenses	23,070	38,949	46,220	43,438	43,202
<b>Net Interest Income</b>	<b>90,405</b>	<b>113,419</b>	<b>117,939</b>	<b>116,334</b>	<b>120,864</b>
% of total income	72.7%	76.6%	75.6%	74.2%	73.9%
Gain on Investment	239	195	200	200	200
Fee Income	20,316	20,872	22,000	23,430	24,970
Gain on Exchange	5,233	5,178	6,400	6,720	7,056
Others	7,753	8,127	9,000	9,500	10,000
<b>Non-interest Income</b>	<b>33,891</b>	<b>34,692</b>	<b>38,140</b>	<b>40,393</b>	<b>42,772</b>
% of total income	27.3%	23.4%	24.4%	25.8%	26.1%
<b>Total Income</b>	<b>124,296</b>	<b>148,112</b>	<b>156,079</b>	<b>156,727</b>	<b>163,636</b>
Operating Expenses	54,771	62,157	66,091	63,470	65,816
<b>Pre-provisioning Profit</b>	<b>69,525</b>	<b>85,955</b>	<b>89,988</b>	<b>93,257</b>	<b>97,820</b>
Provisions	24,338	37,085	32,852	30,623	29,617
<b>Pre-tax Profit</b>	<b>45,188</b>	<b>48,870</b>	<b>57,136</b>	<b>62,634</b>	<b>68,203</b>
Income Tax	9,077	9,902	11,427	12,527	13,641
After Tax Profit	36,111	38,968	45,709	50,107	54,563
Equity Income	1,095	1,353	1,800	2,000	2,200
Minority Interest	(3,508)	(3,705)	(3,875)	(3,988)	(4,105)
Extraordinary Items	0	0	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>33,698</b>	<b>36,616</b>	<b>43,634</b>	<b>48,119</b>	<b>52,658</b>
<b>Normalized Profit</b>	<b>33,698</b>	<b>36,616</b>	<b>43,634</b>	<b>48,119</b>	<b>52,658</b>
EPS (Bt)	2.4	2.6	3.1	3.4	3.8
Normalized EPS (Bt)	2.4	2.6	3.1	3.4	3.8

## BALANCE SHEET

*Slow asset growth*

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>ASSETS:</b>					
<b>Liquid Items</b>	<b>612,531</b>	<b>756,787</b>	<b>734,000</b>	<b>797,000</b>	<b>876,000</b>
cash & cash equivalents	61,591	55,626	50,000	50,000	50,000
interbank & money market	550,941	701,162	684,000	747,000	826,000
Securities under resale agreeme	0	0	0	0	0
Investments	289,374	277,241	343,168	326,686	311,028
<b>Net loans</b>	<b>2,443,832</b>	<b>2,426,095</b>	<b>2,437,597</b>	<b>2,498,066</b>	<b>2,566,419</b>
Gross and accrued interest	2,618,210	2,599,418	2,611,427	2,670,761	2,741,566
Provisions for doubtful	174,378	173,323	173,830	172,696	175,147
Fixed assets - net	72,029	65,924	59,920	57,232	55,056
Other assets	174,652	151,637	178,000	179,780	181,578
<b>Total assets</b>	<b>3,592,419</b>	<b>3,677,684</b>	<b>3,752,684</b>	<b>3,858,764</b>	<b>3,990,082</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
<b>Liquid Items</b>	<b>2,872,354</b>	<b>2,933,991</b>	<b>2,968,496</b>	<b>3,041,870</b>	<b>3,137,427</b>
Deposit	2,590,236	2,646,872	2,660,000	2,713,200	2,788,578
Interbank & money market	277,099	282,696	302,696	322,696	342,696
Liability payable on demand	5,019	4,423	5,800	5,974	6,153
Borrowings	151,172	160,839	150,626	150,575	150,729
Other liabilities	176,321	162,008	180,000	179,000	178,000
<b>Total liabilities</b>	<b>3,199,847</b>	<b>3,256,838</b>	<b>3,299,122</b>	<b>3,371,445</b>	<b>3,466,156</b>
Minority interest	16,267	18,470	22,345	26,333	30,437
<b>Shareholders' equity</b>	<b>376,305</b>	<b>402,376</b>	<b>431,217</b>	<b>460,986</b>	<b>493,488</b>
Preferred capital	28.33	28.33	28.33	28.33	28.33
Paid-in capital	71,977	71,977	71,977	71,977	71,977
Share premium	20,174	20,168	20,168	20,168	20,168
Surplus/ Others	17,907	16,171	16,171	16,171	16,171
Retained earnings	266,219	294,032	322,873	352,642	385,144
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>3,592,419</b>	<b>3,677,684</b>	<b>3,752,684</b>	<b>3,858,764</b>	<b>3,990,082</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

**VALUATION**

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	8.5	7.9	6.6	6.0	5.5
Normalized PE - at target price (x)	10.0	9.2	7.7	7.0	6.4
PE (x)	8.5	7.9	6.6	6.0	5.5
PE - at target price (x)	10.0	9.2	7.7	7.0	6.4
P/PPP (x)	4.1	3.3	3.2	3.1	2.9
P/PPP - at target price (x)	4.8	3.9	3.7	3.6	3.4
P/BV (x)	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
P/BV - at target price (x)	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
Dividend yield (%)	3.3	4.2	6.1	6.7	7.3
Market cap / net loans (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Market cap / deposit (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	2.4	2.6	3.1	3.4	3.8
EPS	2.4	2.6	3.1	3.4	3.8
DPS	0.7	0.9	1.2	1.4	1.5
PPP/Share	5.0	6.2	6.4	6.7	7.0
BV/Share	26.9	28.8	30.9	33.0	35.3

*Very attractive valuations, in our view*

**FINANCIAL RATIOS**

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>Growth Rate (%)</b>					
Net interest income (NII)	8.4	25.5	4.0	(1.4)	3.9
Non-interest income (Non-II)	8.0	2.4	9.9	5.9	5.9
Operating expenses	3.9	13.5	6.3	(4.0)	3.7
Pre-provisioning profit (PPP)	12.1	23.6	4.7	3.6	4.9
Net profit	56.1	8.7	19.2	10.3	9.4
Normalized profit growth	56.1	8.7	19.2	10.3	9.4
EPS	56.1	8.7	19.2	10.3	9.4
Normalized EPS	56.1	8.7	19.2	10.3	9.4
Dividend payout ratio	28.3	33.1	40.0	40.0	40.0
Loan - gross	(1.4)	(0.6)	0.4	2.3	2.7
Loan - net	(1.3)	(0.7)	0.5	2.5	2.7
Deposit	(0.9)	2.2	0.5	2.0	2.8
NPLs	(5.3)	(2.0)	(0.6)	(0.5)	1.0
Total assets	1.0	2.4	2.0	2.8	3.4
Total equity	4.5	6.9	7.2	6.9	7.1
<b>Operating Ratios (%)</b>					
Net interest margin (NIM)	2.5	3.1	3.2	3.1	3.1
Net interest spread	3.6	4.6	4.7	4.5	4.6
Yield on earnings assets	3.3	4.3	4.6	4.3	4.3
Avg cost of fund	0.8	1.3	1.5	1.4	1.3
NII / operating income	72.7	76.6	75.6	74.2	73.9
Non-II / operating income	27.3	23.4	24.4	25.8	26.1
Fee income / operating income	16.3	14.1	14.1	14.9	15.3
Normalized net margin	27.1	24.7	28.0	30.7	32.2
Cost-to-income	44.1	42.0	42.3	40.5	40.2
Credit cost - provision exp / loans	0.9	1.4	1.3	1.2	1.1
PPP / total assets	1.9	2.4	2.4	2.5	2.5
PPP / total equity	18.9	22.1	21.6	20.9	20.5
ROA	0.9	1.0	1.2	1.3	1.3
ROE	9.2	9.4	10.5	10.8	11.0

*Lower excess provisions*

Sources: Company data, Thanachart estimates

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>Liquidity and Quality Ratio (%)</b>					
Loan-to-deposit	100.1	97.3	97.3	97.5	97.4
Loan-to-deposit & S-T borrowing	100.1	97.3	97.3	97.5	97.4
Net loan / assets	68.0	66.0	65.0	64.7	64.3
Net loan / equity	649.4	602.9	565.3	541.9	520.1
Investment / assets	8.1	7.5	9.1	8.5	7.8
Deposit / liabilities	80.9	81.3	80.6	80.5	80.5
Liabilities / equity	850.3	809.4	765.1	731.4	702.4
Net interbank lender (Bt m)	273,842	418,465	381,304	424,304	483,304
Tier 1 CAR	16.7	17.6	18.1	18.3	19.0
Tier 2 CAR	3.1	3.1	3.0	2.9	2.8
Total CAR	19.8	20.7	21.1	21.1	21.8
<i>Solid balance sheet</i>					
NPLs (Bt m)	101,096	99,047	98,500	98,000	99,000
NPLs / Total loans (NPL Ratio)	3.9	3.8	3.8	3.7	3.6
Loan-Loss-Coverage	172.5	175.0	176.5	176.2	176.9

Sources: Company data, Thanachart estimates

BUY (Unchanged)

TP: Bt 123.00 (From: Bt 118.00)

26 SEPTEMBER 2024

Change in Numbers

Upside : 10.8%

# SCB X Pcl (SCB TB)

## กำไรฟื้นตัว

เราแนะนำ "ซื้อ" SCBx เนื่องจากให้อัตราผลตอบแทนปันผลสูง และความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้ของบริษัทใหญ่ที่ลดลง เราคาดว่าผู้รัายย่อยที่ประกอบอาชีพอิสระจะฟื้นตัวได้ดีขึ้น ด้วยได้แรงหนุนจากต่งสำรองที่ลดลงและผลตอบแทนที่สูงขึ้นของบริษัทย่อยที่ทำธุรกิจด้านการเงินเพื่อผู้บริโภค จึงคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวขึ้น 14% ในปี 2025-26F



SARACHADA SORNSONG

662-779-9119

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

### ความกังวลผ่อนคลายนลง

ความกังวลเกี่ยวกับคุณภาพสินทรัพย์ของกลุ่มเริ่มคลี่คลายลง ลูกค้ำรายใหญ่ในภาคธุรกิจโรงไฟฟ้า แบทเตอรี และยานยนต์ไฟฟ้า สามารถปรับโครงสร้างเงินกู้ธนาคารระยะสั้นเป็นเงินกู้ระยะยาว 5 ปี และเลื่อนการชำระหนี้แสดงให้เห็นว่าอีกหนึ่งปี ซึ่งช่วยลดความเสี่ยงในการเกิดการผิดนัดชำระหนี้ไขว้มายัง SCB ซึ่งเป็นผู้ให้กู้หลัก นอกจากนี้ เรายังคาดว่าผู้รัายย่อยที่ทำธุรกิจส่วนตัวจะฟื้นตัวดีขึ้นจากโครงการปรับโครงสร้าง และการเก็บหนี้จาก Card X จะมีประสิทธิภาพมากขึ้นเมื่อเศรษฐกิจฟื้นตัว เรายังคงคาดว่า credit cost ในปีนี้อยู่ที่ 1.84% แต่ลดลงเป็น 1.7% ในปี 2025F และ 1.57% ในปี 2026F

### ปัจจัยหนุน NIM

การบริหารจัดการเงินทุนและสภาพคล่องอย่างมีประสิทธิภาพของ SCB สนับสนุน NIM ใน 1H24 ด้วย 8% อยู่ในสินเชื่อรายย่อยอัตราดอกเบี้ยคงที่ และ 7% เป็นสินเชื่อเพื่อผู้บริโภคผ่านบริษัทย่อย Gen 2 จึงทำให้ธนาคารมีความพร้อมในการลดผลกระทบจากอัตราดอกเบี้ยที่ลดลง นอกจากนี้ การเติบโตที่แข็งแกร่งจากบริษัททางการเงินเพื่อผู้บริโภค Gen 2 ทำให้ SCBx มีสินเชื่อเติบโตมากกว่าธนาคารใหญ่รายอื่น โดยมีการเติบโต 0.9% YTD ถึงเดือนกรกฎาคม 2024 เราคาดว่า NIM ของ SCBx จะยังคงทรงตัวอยู่ที่ 3.66-3.67% ในปี 2024-2025F

### กำไรกลับมาฟื้นตัว

เนื่องจากการตั้งสำรองพิเศษ และค่าใช้จ่ายจากการด้อยค่า เราจึงคาดว่ากำไรของ SCBx จะหดตัว 5.2% ในปี 2024 แต่อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าจะมีการฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่ง โดยมีกำไรเติบโต 14% ต่อปี ในปี 2025F และ 2026F ซึ่งได้แรงหนุนจาก 1) การเติบโตของสินเชื่อเพิ่มขึ้นเป็น 3% ต่อปี จาก 1.9% ในปี 2024F 2) NIM ที่ทรงตัว 3) การตั้งสำรองที่ลดลง เมื่อการตั้งสำรองเพิ่มเติมหมดไป และ 4) ค่าใช้จ่ายดำเนินงานที่ลดลงหลังปิดแอปพลิเคชัน Robinhood ด้วยปรับมาใช้ฐาน 2025F ราคาเป้าหมายของเราจึงปรับขึ้นเป็น 123 บาท (จาก 118 บาท) โดยใช้ cost of equity ที่ 12%

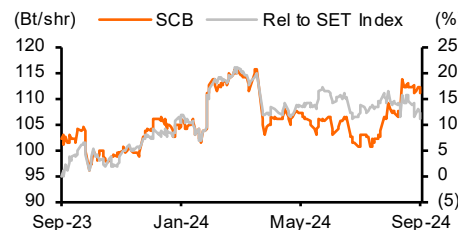
### ยังคงให้อัตราผลตอบแทนปันผลสูงสุด แนะนำ "ซื้อ"

การปรับโครงสร้างของ SCBx สู่อุตสาหกรรมโฮลดิ้งได้ปลดล็อกศักยภาพในการจ่ายเงินปันผล เมื่อปีที่แล้ว กลุ่มบริษัทได้เพิ่มอัตรการจ่ายเงินปันผลเป็น 80% และมุ่งมั่นที่จะรักษาระดับนี้ต่อไป เนื่องจากการประกาศเงินปันผลระหว่างกาลที่ 2 บาทต่อหุ้น เราจึงคาดว่าจะจ่ายปันผลสุดท้ายที่ 8 บาทต่อหุ้น ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนปันผลเกิน 9% ซึ่งถือว่าเป็นระดับสูงสุดในอุตสาหกรรม เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" SCBx

### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Pre Provision Profit	98,905	97,431	101,217	107,626
Net profit	43,521	41,256	46,950	54,032
Consensus NP	—	41,710	44,281	48,787
Diff frm cons (%)	—	(1.1)	6.0	10.7
Norm profit	43,521	41,256	46,950	54,032
Prev. Norm profit	—	41,256	44,932	54,063
Chg frm prev (%)	—	0.0	4.5	(0.1)
Norm EPS (Bt)	12.9	12.3	13.9	16.0
Norm EPS grw (%)	15.9	(5.2)	13.8	15.1
Norm PE (x)	8.6	9.1	8.0	6.9
P/BV (x)	0.8	0.8	0.8	0.7
Div yield (%)	9.3	9.0	10.0	11.6
ROE (%)	9.3	8.6	9.6	10.7
ROA (%)	1.3	1.2	1.3	1.5

### PRICE PERFORMANCE



### COMPANY INFORMATION

Price: as of 25-Sep-24 (Bt)	111.00
Market Cap (US\$ m)	11,433
Listed Shares (m shares)	3,367.1
Free Float (%)	76.4
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	31.1
12M Price H/L (Bt)	115.50/96.00
Sector	BANK
Major Shareholder	HM King Maha Vajiralongkorn Bodindradebayavarangkun 23.58%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

### ESG Summary Report ..... P57

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

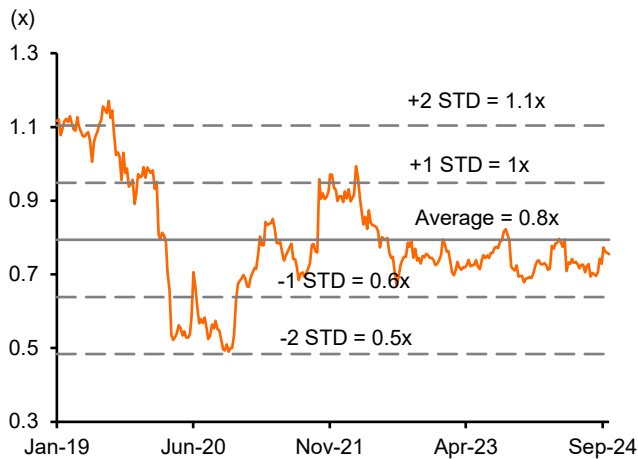


**Ex 1: Earnings Revisions**

	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Net profits (Bt bn)</b>								
- New	40.44	27.22	35.59	37.55	43.52	41.26	46.95	54.03
- Old						41.26	44.93	54.06
- Change (%)						0.00	4.49	(0.06)
<b>Loan growth (%)</b>								
- New	(1.25)	6.69	2.07	3.27	2.08	1.88	2.96	2.86
- Old						1.88	2.96	2.86
- Change (ppt)						0.00	0.00	0.00
<b>NIM (%)</b>								
- New	3.23	3.10	2.89	3.19	3.62	3.66	3.67	3.84
- Old						3.66	3.67	3.84
- Change (ppt)						0.00	(0.00)	(0.00)
<b>Provisioning expenses (Bt bn)</b>								
- New	27.11	46.65	42.02	33.83	43.60	45.42	43.24	41.02
- Old						45.42	45.77	41.02
- Change (%)						0.00	(5.53)	0.00
<b>Net fee income (Bt bn)</b>								
- New	29.67	36.59	40.20	37.15	32.72	31.70	32.54	33.52
- Old						31.70	32.54	33.52
- Change (%)						0.00	0.00	0.00
<b>Non-interest income (Bt bn)</b>								
- New	42.64	47.95	54.61	46.28	46.00	44.39	45.04	46.38
- Old						44.39	45.04	46.38
- Change (%)						0.00	0.00	0.00
<b>OPEX (Bt bn)</b>								
- New	70.54	64.33	63.56	69.87	71.78	73.82	73.44	77.54
- Old						73.82	73.44	77.54
- Change (%)						0.00	0.00	0.00

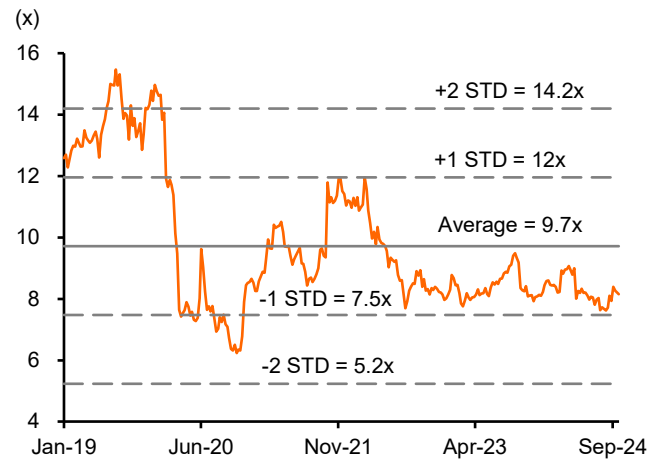
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 2: STD P/BV**



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

**Ex 3: STD PE**



Sources: Bloomberg; Thanachart estimates

**Ex 4: 12-month DDM-based TP Calculation Using A Base Year Of 2025F**

(Bt m)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	Terminal Value
Dividend of common shares	33,671	37,560	43,225	46,460	48,382	50,249	52,255	54,403	56,700	59,156	59,156
Dividend payment	33,671	37,560	43,225	46,460	48,382	50,249	52,255	54,403	56,700	59,156	548,340
PV of dividend	33,671	29,675	30,355	28,992	26,835	24,773	22,199	20,445	18,856	17,409	161,369
Risk-free rate (%)	3.0										
Market risk premium (%)	8.0										
Beta	1.2										
WACC (%)	12.5										
Cost of equity	12.5										
Terminal growth (%)	2.0										
Equity value	414,579										
No. of shares (m)	3,367										
<b>Equity value / share (Bt)</b>	<b>123.0</b>										

Sources: Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) เป็นธนาคารไทยแห่งแรก ก่อตั้งขึ้นในปี 1906 ในพระบรมราชูปถัมภ์ และจดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเมื่อปี 1976 ณ ปี 2017 บริษัทฯ ได้ดำเนินการตามแผนการปรับโครงสร้างธุรกิจครั้งใหญ่เพื่อเปลี่ยนธนาคารเป็น SCBx ซึ่งเป็นบริษัทโฮลดิ้งเพื่อการลงทุน การโอนกิจการแล้วเสร็จใน 4Q22 ในฐานะหน่วยงานด้านการธนาคาร บริษัทฯ ได้แบ่งแพลตฟอร์มการดำเนินธุรกิจออกเป็น 3 กลุ่มหลัก ได้แก่ 1) Gen 1: กลุ่มธุรกิจธนาคาร; 2) Gen 2: กลุ่มคอนซูมเมอร์ไฟแนนซ์และบริการด้านการเงินดิจิทัล; และ 3) Gen 3: กลุ่มแพลตฟอร์มและดิจิทัลเทคโนโลยี

Source: Thanachart

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

## S — Strength

- เป็นผู้ผลิตผลิตภัณฑ์เพื่อรายย่อย
- มีฐานเงินฝากที่แข็งแกร่ง
- มีงบดุลที่แข็งแกร่งอย่างมาก

## O — Opportunity

- ประสบความสำเร็จในการรุกตลาดสินเชื่อดิจิทัลที่ไม่มีหลักประกัน
- Wealth management
- ค่าธรรมเนียมบริการ non-banking

## CONSENSUS COMPARISON

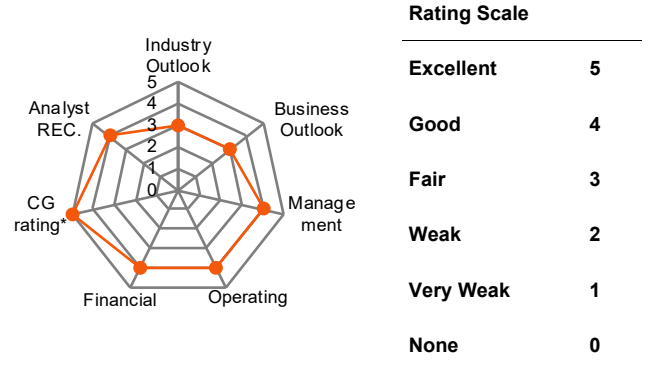
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	111.43	123.00	10%
Net profit 24F (Bt m)	41,710	41,256	-1%
Net profit 25F (Bt m)	44,281	46,950	6%
Consensus REC	BUY: 14	HOLD: 12	SELL: 2

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- กำไรของเราในปี 2024F ต่ำกว่าของตลาด ซึ่งเราเชื่อว่าเป็นผลมาจากการลดลงของ credit cost ของ SCBx ที่ต่ำลง
- เนื่องจากเราคาดว่าจะมีการลดสำรองที่มากขึ้นและการจ่ายเงินปันผลที่สูงต่อเนื่อง คาดการณ์กำไรของเราในปี 2025F และราคาเป้าหมายจึงสูงกว่าคาดการณ์ของ Bloomberg consensus

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

## COMPANY RATING



Source: Thanachart; \*CG Rating

## Rating Scale

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

## W — Weakness

- โครงสร้างใหม่เพิ่มความเสี่ยงต่อกลุ่มที่มีความเสี่ยงสูง
- มีสินทรัพย์ดิจิทัลเพิ่มมากขึ้น ซึ่งแนวโน้มทางธุรกิจยังไม่แน่นอน

## T — Threat

- Digital disruption
- เศรษฐกิจเข้าสู่ภาวะถดถอยทั่วโลก
- ความเสี่ยงในเรื่องมาตรฐานทางบัญชี และหลักเกณฑ์ต่างๆ

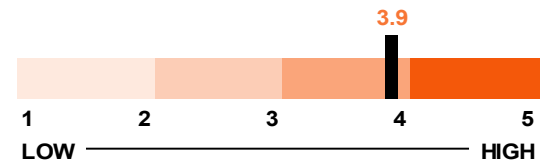
## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- คำแนะนำ “ซื้อ” ของเรามีพื้นฐานมาจากความมุ่งมั่นในการจ่ายเงินปันผลที่สูง หาก SCBx ปรับลดอัตราการจ่ายเงินปันผลให้น้อยกว่าที่เราคาดไว้ในปัจจุบัน อาจก่อให้เกิดความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญต่อราคาเป้าหมายและคำแนะนำซื้อของเรา
- เหตุการณ์ใดๆ ที่ทำให้มีความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์ที่มากกว่าคาด ซึ่งทำให้มีการตั้งสำรองมากกว่าคาด จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการกำไร และราคาเป้าหมายของเรา

Source: Thanachart

SCB ดำเนินธุรกิจโดยคำนึงถึงสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล โดยกรอบยุทธศาสตร์ 3 เสาหลัก ได้แก่ 1) การเงินที่ยั่งยืน (Sustainable Finance) 2) สังคมแห่งคุณค่า (Creating Social Impact) และ 3) สิ่งแวดล้อมเพื่ออนาคต (Better Environmental Future) เราให้คะแนน ESG เท่ากับ 3.86 สำหรับ SCB

Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
SCB	YES	YES	YES	A	50.21	77.3	77.00	-	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)  
 Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

Factors Our Comments

ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)

- นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม
- การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า
- การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก
- การบริหารจัดการน้ำ
- การบริหารจัดการของเสีย

- SCBx มุ่งมั่นในการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ (Net Zero Commitment) จากการดำเนินงานภายในปี 2030 และจากการให้สินเชื่อและการลงทุนภายในปี 2050
- กลุ่ม SCBx โดย SCB ประเมินและพิจารณาความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับ ESG ใน 100% ของการสมัครสินเชื่อโครงการในปีที่แล้ว
- ธนาคารยังรวมการพิจารณาเรื่องการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศไว้ในระบบบริหารจัดการความเสี่ยง ซึ่งรวมถึงการวิเคราะห์สถานการณ์สภาพภูมิอากาศตามคำแนะนำของ TCFD ซึ่งเป็นหนึ่งในข้อมูลสำหรับการทำ stress testing เพื่อกำหนดขีดจำกัดของอุตสาหกรรมและแจ้งกลยุทธ์ทางธุรกิจ
- ธนาคารให้เงินทุนกว่า 75.2 พันลบ. เพื่อช่วยบรรเทาผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศ ลดความไม่เท่าเทียมกัน และส่งเสริมความเป็นอยู่ที่ดี เป้าหมายคือให้เงินทุน 2 แสนลบ. เพื่อสนับสนุนการเงินที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม/ESG ภายในปี 2030

ด้านสังคม (SOCIAL)

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- SCBx Group โดย SCB มุ่งมั่นที่จะสร้างโอกาสให้เยาวชนทุกวัยมีโอกาสทางการศึกษาเพื่อช่วยพัฒนาทักษะสำหรับศตวรรษที่ 21 เพราะคนหนุ่มสาวเป็นรากฐานสำคัญในการพัฒนาประเทศเพื่อช่วยให้พวกเขาก้าวทันการเปลี่ยนแปลงในอนาคต
- ในปี 2022 SCB ยังคงสนับสนุนโครงการริเริ่มเพื่อสังคมอย่างต่อเนื่อง เช่น SCB Challenge, CONNEXT ED,ทุนการศึกษา และความรู้ทางการเงิน
- เยาวชนและครู 6,000 คน และโรงเรียน 700 แห่งเข้าร่วมในโครงการนี้ SCB มอบทุนการศึกษาด้านวิทยาศาสตร์และเทคโนโลยี จำนวน 240 ทุน และทุนทั่วไป 543 ทุน

ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- ด้วยความมุ่งมั่นขับเคลื่อนกลยุทธ์การเติบโตตามแนวทางการพัฒนาอย่างยั่งยืน ในปี 2022 SCBx จึงได้กำหนดโครงสร้างการกำกับดูแลความยั่งยืนของกลุ่ม พร้อมนโยบายและกรอบยุทธศาสตร์ 4 เสาหลักเมล็ดพันธุ์ดิจิทัล สังคมแห่งโอกาส เศรษฐกิจเพื่ออนาคต และภูมิอากาศที่ยั่งยืน — ภายใต้พันธกิจ “ทุกคนมีโอกาส ทุกวันเป็นไปได้” (Opportunities for Everyone, Possibilities Everyday)
- นี่คือนวัตกรรมของ SCBx ในการมีส่วนร่วมสร้างระบบนิเวศทางการเงินที่ทั่วถึงและสนับสนุนทุกภาคส่วนในการเร่งรับมือกับการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศผ่านการผสานศักยภาพด้านเทคโนโลยีและนวัตกรรม โดยกรอบยุทธศาสตร์ความยั่งยืนของกลุ่ม SCBx ได้ยึดหลักสากล 10 ประการ ตามข้อตกลงโลกแห่งสหประชาชาติ (United Nations Global Compact) รวมถึงสนับสนุนเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืนขององค์การสหประชาชาติ (United Nations Sustainable Development Goals: SDGs) และความตกลงปารีส (Paris Agreement)
- SCBx ได้รับเลือกเป็นสมาชิกดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) ในกลุ่ม World Index และกลุ่ม Emerging Markets Index ต่อเนื่องเป็นปีที่ 5 SCBx ยังได้รับการจัดอันดับอยู่ที่ "Top 5% S&P Global ESG Score" ของอุตสาหกรรมธนาคารทั่วโลก ในรายงาน The Sustainability Yearbook 2023

Sources: Company data, Thanachart

## INCOME STATEMENT

*Hit by one-off expenses  
and a slower pace of  
credit cost reduction*

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Interest and Dividend Income	126,993	161,121	167,383	169,123	176,852
Interest Expenses	19,127	36,439	40,521	39,505	38,063
<b>Net Interest Income</b>	<b>107,865</b>	<b>124,682</b>	<b>126,862</b>	<b>129,618</b>	<b>138,789</b>
% of total income	70.0%	73.0%	74.1%	74.2%	75.0%
Gain on Investment	54	68	70	70	70
Fee Income	37,148	32,723	31,700	32,541	33,517
Gain on Exchange	6,669	8,828	9,000	9,180	9,364
Others	2,262	4,234	3,400	3,000	3,150
<b>Non-interest Income</b>	<b>46,283</b>	<b>46,003</b>	<b>44,385</b>	<b>45,036</b>	<b>46,376</b>
% of total income	30.0%	27.0%	25.9%	25.8%	25.0%
<b>Total Income</b>	<b>154,148</b>	<b>170,686</b>	<b>171,247</b>	<b>174,654</b>	<b>185,165</b>
Operating Expenses	69,874	71,781	73,816	73,437	77,538
<b>Pre-provisioning Profit</b>	<b>84,274</b>	<b>98,905</b>	<b>97,431</b>	<b>101,217</b>	<b>107,626</b>
Provisions	33,829	43,600	45,418	43,236	41,023
<b>Pre-tax Profit</b>	<b>50,445</b>	<b>55,305</b>	<b>52,013</b>	<b>57,981</b>	<b>66,604</b>
Income Tax	13,592	11,955	11,131	11,596	13,321
After Tax Profit	36,853	43,351	40,882	46,385	53,283
Equity Income	273	418	618	818	1,018
Minority Interest	421	(247)	(243)	(253)	(269)
Extraordinary Items	0	0	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>37,546</b>	<b>43,521</b>	<b>41,256</b>	<b>46,950</b>	<b>54,032</b>
<b>Normalized Profit</b>	<b>37,546</b>	<b>43,521</b>	<b>41,256</b>	<b>46,950</b>	<b>54,032</b>
EPS (Bt)	11.2	12.9	12.3	13.9	16.0
Normalized EPS (Bt)	11.2	12.9	12.3	13.9	16.0

## BALANCE SHEET

*Caution in lending  
practices leads to weak  
loan growth*

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>ASSETS:</b>					
<b>Liquid Items</b>	<b>569,309</b>	<b>477,473</b>	<b>520,000</b>	<b>529,000</b>	<b>546,000</b>
cash & cash equivalents	47,254	40,676	35,000	34,000	33,000
interbank & money market	522,056	436,797	485,000	495,000	513,000
Securities under resale agreeme	0	0	0	0	0
Investments	390,671	386,162	347,820	347,920	348,020
<b>Net loans</b>	<b>2,247,848</b>	<b>2,301,044</b>	<b>2,340,243</b>	<b>2,409,079</b>	<b>2,476,593</b>
Gross and accrued interest	2,396,738	2,450,030	2,495,093	2,568,985	2,640,867
Provisions for doubtful	148,890	148,985	154,850	159,906	164,274
Fixed assets - net	68,898	71,919	74,784	72,374	68,285
Other assets	177,726	202,124	208,188	214,433	220,866
<b>Total assets</b>	<b>3,454,452</b>	<b>3,438,722</b>	<b>3,491,034</b>	<b>3,572,806</b>	<b>3,659,764</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
<b>Liquid Items</b>	<b>2,748,576</b>	<b>2,677,324</b>	<b>2,714,221</b>	<b>2,804,694</b>	<b>2,897,116</b>
Deposit	2,555,800	2,442,860	2,457,758	2,526,230	2,596,652
Interbank & money market	181,347	221,459	241,459	261,459	281,459
Liability payable on demand	11,429	13,005	15,005	17,005	19,005
Borrowings	71,996	109,911	120,642	100,409	80,204
Other liabilities	167,268	167,754	165,754	163,754	161,754
<b>Total liabilities</b>	<b>2,987,840</b>	<b>2,954,989</b>	<b>3,000,617</b>	<b>3,068,858</b>	<b>3,139,075</b>
Minority interest	5,380	5,651	5,894	6,147	6,416
<b>Shareholders' equity</b>	<b>461,232</b>	<b>478,082</b>	<b>484,523</b>	<b>497,801</b>	<b>514,273</b>
Preferred capital	-	-	-	-	-
Paid-in capital	33,671	33,671	33,671	33,671	33,671
Share premium	11,019	11,019	11,019	11,019	11,019
Surplus/ Others	21,955	20,833	20,833	20,833	20,833
Retained earnings	394,587	412,559	418,999	432,278	448,749
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>3,454,452</b>	<b>3,438,722</b>	<b>3,491,034</b>	<b>3,572,806</b>	<b>3,659,764</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

## VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	10.0	8.6	9.1	8.0	6.9
Normalized PE - at target price (x)	11.0	9.5	10.0	8.8	7.7
PE (x)	10.0	8.6	9.1	8.0	6.9
PE - at target price (x)	11.0	9.5	10.0	8.8	7.7
P/PPP (x)	4.4	3.8	3.8	3.7	3.5
P/PPP - at target price (x)	4.9	4.2	4.3	4.1	3.8
P/BV (x)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7
P/BV - at target price (x)	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
Dividend yield (%)	6.0	9.3	9.0	10.0	11.6
Market cap / net loans (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Market cap / deposit (x)	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	11.2	12.9	12.3	13.9	16.0
EPS	11.2	12.9	12.3	13.9	16.0
DPS	6.7	10.3	10.0	11.2	12.8
PPP/Share	25.0	29.4	28.9	30.1	32.0
BV/Share	137.0	142.0	143.9	147.8	152.7

*Highest dividend yield in the sector*

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>Growth Rate (%)</b>					
Net interest income (NII)	13.3	15.6	1.7	2.2	7.1
Non-interest income (Non-II)	(15.3)	(0.6)	(3.5)	1.5	3.0
Operating expenses	9.9	2.7	2.8	(0.5)	5.6
Pre-provisioning profit (PPP)	(2.3)	17.4	(1.5)	3.9	6.3
Net profit	5.5	15.9	(5.2)	13.8	15.1
Normalized profit growth	5.5	15.9	(5.2)	13.8	15.1
EPS	5.5	15.9	(5.2)	13.8	15.1
Normalized EPS	5.5	15.9	(5.2)	13.8	15.1
Dividend payout ratio	60.0	80.0	81.6	80.0	80.0
Loan - gross	3.3	2.1	1.9	3.0	2.9
Loan - net	3.8	2.4	1.7	2.9	2.8
Deposit	3.6	(4.4)	0.6	2.8	2.8
NPLs	(12.6)	1.6	(0.0)	2.6	1.9
Total assets	4.2	(0.5)	1.5	2.3	2.4
Total equity	4.6	3.7	1.3	2.7	3.3
<b>Operating Ratios (%)</b>					
Net interest margin (NIM)	3.2	3.6	3.7	3.7	3.8
Net interest spread	4.7	5.3	5.2	5.3	5.5
Yield on earnings assets	3.9	4.9	5.1	5.0	5.1
Avg cost of fund	0.7	1.3	1.4	1.4	1.3
NII / operating income	70.0	73.0	74.1	74.2	75.0
Non-II / operating income	30.0	27.0	25.9	25.8	25.0
Fee income / operating income	24.1	19.2	18.5	18.6	18.1
Normalized net margin	24.4	25.5	24.1	26.9	29.2
Cost-to-income	45.3	42.1	43.1	42.0	41.9
Credit cost - provision exp / loans	1.4	1.8	1.8	1.7	1.6
PPP / total assets	2.5	2.9	2.8	2.9	3.0
PPP / total equity	18.7	21.1	20.2	20.6	21.3
ROA	1.1	1.3	1.2	1.3	1.5
ROE	8.3	9.3	8.6	9.6	10.7

*NIM support from exposures to fixed interest rate retail and consumer finance loans*

Sources: Company data, Thanachart estimates

## FINANCIAL RATIOS

	FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<i>Efficient management of excess liquidity</i>	<b>Liquidity and Quality Ratio (%)</b>					
	Loan-to-deposit	93.0	99.3	100.6	100.8	100.8
	Loan-to-deposit & S-T borrowing	93.0	99.3	100.6	100.7	100.8
	Net loan / assets	65.1	66.9	67.0	67.4	67.7
	Net loan / equity	487.4	481.3	483.0	483.9	481.6
	Investment / assets	11.3	11.2	10.0	9.7	9.5
	Deposit / liabilities	85.5	82.7	81.9	82.3	82.7
	Liabilities / equity	647.8	618.1	619.3	616.5	610.4
	Net interbank lender (Bt m)	340,708	215,338	243,541	233,541	231,541
	Tier 1 CAR	17.7	17.6	17.3	17.5	17.7
	Tier 2 CAR	1.1	1.1	1.9	1.8	1.8
	Total CAR	18.9	18.8	19.2	19.3	19.5
	NPLs (Bt m)	95,329	96,832	96,809	99,343	101,258
	NPLs / Total loans (NPL Ratio)	4.0	4.0	3.9	3.9	3.8
Loan-Loss-Coverage	156.2	153.9	160.0	161.0	162.2	

Sources: Company data, Thanachart estimates

BUY (Unchanged)

TP: Bt 109.00

(From: Bt 111.00)

26 SEPTEMBER 2024

Change in Numbers

Upside : 12.1%

# TISCO Financial Group (TISCO TB)

## แสวงหาผลตอบแทน

แม้เราจะปรับกำไรปี 2024-26F ลงเฉลี่ย 6% แต่ยังคงแนะนำ "ซื้อ" TISCO ยังคงให้อัตราผลตอบแทนปันผลแข็งแกร่ง เราคาดว่าธนาคารจะขยายช่องทางการให้สินเชื่อต่อเนื่อง ขณะที่ขยายสินทรัพย์อย่างระมัดระวังเพื่อรักษา ROE ที่สูง ด้วยให้ผลตอบแทนปันผลที่ 8% และ ROE แข็งแกร่งที่ 16% เราจึงมองว่า TISCO มีมูลค่าที่น่าสนใจ



SARACHADA SORNSONG

662-779-9119

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

### ปล่อยสินเชื่ออย่างระมัดระวัง

การเติบโตของสินเชื่อในปีนี้อยู่ที่เพียง 0.6% YTD ใน 2Q24 สะท้อนถึงแนวทางการไม่สินเชื่อที่ระมัดระวังมากขึ้นของ TISCO แรกกุดต้นหลักมาจากสินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์ที่ได้รับผลกระทบจากการหดตัวของยอดขายรถใหม่ แม้สินเชื่ออู่ได้แก่ของสมหวังยังคงเติบโต แต่เติบโตในอัตราที่ช้าลงเมื่อเทียบกับปีที่แล้ว ทั้งที่เปิดสาขาใหม่ 84 แห่งใน 1H24 TISCO ยังคงระมัดระวัง โดยมุ่งเน้นการสร้างสมดุลระหว่างการเติบโตของปริมาณสินเชื่อกับคุณภาพ ด้วยเหตุนี้ เราจึงปรับคาดการณ์การเติบโตของสินเชื่อในปีนี้เป็น -3.7% โดยคาดว่าจะฟื้นตัวขึ้นเป็น 3% ในปี 2025F และ 3.6% ในปี 2026F

### ช่วงสุดท้ายของการเพิ่มขึ้นของต้นทุนทางการเงิน

เนื่องจากเป็นธนาคารขนาดเล็กที่มีสัดส่วน CASA จำกัด TISCO จึงเผชิญกับความท้าทายในสภาพแวดล้อมที่อัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น ซึ่งส่งผลกระทบต่อ net spread และ NIM ของธนาคาร ต้นทุนทางการเงินเฉลี่ยของธนาคารเพิ่มขึ้นจากจุดต่ำสุดในปี 2022 ที่ 1.1% เป็น 1.89% ในปี 2023 อย่างไรก็ตาม เนื่องจากการปรับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำที่ช้า เราจึงคาดว่าแรงกดดันด้านต้นทุนทางการเงินจะลดลงตั้งแต่ 3Q24 เราคาดว่าต้นทุนทางการเงินของ TISCO จะเพิ่มขึ้นจาก 2% ใน 1H24 เป็น 2.35% ในปี 2024 ก่อนที่จะลดลงเป็น 2.2% ในปี 2025 และ 2% ในปี 2026 การคาดการณ์นี้เนื่องจากคาดการณ์ของบล.ธนาชาว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะถูกปรับลดลง 50bps ภายในปี 2025

### NPLs และตั้งสำรองอยู่ภายใต้การควบคุม

ด้วยการขยายตัวในเชิงรุกไปยังสินเชื่อเช่าซื้อ และสินเชื่ออู่ได้แก่ที่มีผลตอบแทนสูงกว่า เราจึงคาดว่าอัตราส่วน NPL ของ TISCO จะเพิ่มขึ้นจาก 2.2% ในปี 2023 เป็น 2.6-2.7% ในปี 2024-26F เนื่องจากธนาคารปล่อยสำรองที่เกินออก เราคาดว่าอัตราส่วน loan-loss coverage จะลดลงจาก 190% ในปี 2023 แต่จะยังคงอยู่ในระดับที่แข็งแกร่งที่มากกว่า 130% ตั้งแต่ปี 2025 เป็นต้นไป เราประเมินว่าจะใช้เวลาสองถึงสามปีกว่า credit cost จะกลับสู่ระดับปกติที่ 1% และด้วยเหตุนี้ เราคาดคิดว่า credit cost จะอยู่ที่ 0.6-0.7% ในปี 2024-25F

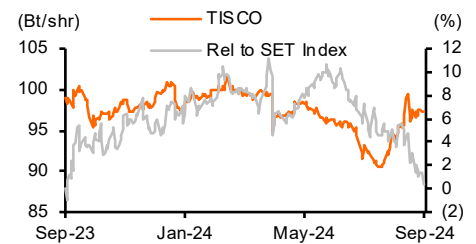
### ปันผลยังคงสูงที่ 7.75 บาท แนะนำ "ซื้อ"

เพื่อสะท้อนการเติบโตของสินเชื่อและรายได้ค่าธรรมเนียมที่ต่ำกว่าที่คาดการณ์ถึง credit cost ที่สูงเกินกว่าที่คาดไว้ เราจึงปรับลดกำไรของ TISCO ลงเฉลี่ย 6% ในปี 2024-26F ด้วยเหตุนี้ เราจึงปรับลดราคาเป้าหมาย (ใช้ปี 2025F เป็นปีฐาน) ลงจาก 111 บาท เป็น 109 บาท แม้จะมีการปรับลดดังกล่าว เรายังเห็นว่ามีช่องทางที่จะเพิ่มอัตรการจ่ายเงินปันผลได้เนื่องจาก TISCO มีสถานะทางการเงินที่แข็งแกร่ง ดังนั้น การจ่ายเงินปันผลที่ไม่เคยเกิดขึ้นมาก่อนที่ 7.75 บาทต่อหุ้น จึงดูเหมือนจะเป็นขั้นต่ำ ซึ่งหมายความว่าอัตราผลตอบแทนปันผลจะสูงมากที่ 8% ในปี 2024F ในขณะที่ ROE ของ TISCO อยู่ในระดับสูงสุดของกลุ่มฯ ที่มากกว่า 16% ด้วยมี upside 12% เราจึงยังคงคำแนะนำ "ซื้อ" TISCO

## COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Pre Provision Profit	9,676	9,942	10,243	11,306
Net profit	7,301	6,935	7,016	7,343
Consensus NP	—	6,832	6,679	6,897
Diff frm cons (%)	—	1.5	5.0	6.5
Norm profit	7,301	6,935	7,016	7,343
Prev. Norm profit	—	7,247	7,431	7,924
Chg frm prev (%)	—	(4.3)	(5.6)	(7.3)
Norm EPS (Bt)	9.1	8.7	8.8	9.2
Norm EPS grw (%)	1.1	(5.0)	1.2	4.7
Norm PE (x)	10.7	11.2	11.1	10.6
P/BV (x)	1.8	1.8	1.8	1.7
Div yield (%)	8.0	8.0	8.0	8.0
ROE (%)	17.1	16.2	16.1	16.5
ROA (%)	2.6	2.4	2.3	2.3

## PRICE PERFORMANCE



## COMPANY INFORMATION

Price: as of 25-Sep-24 (Bt)	97.25
Market Cap (US\$ m)	2,382
Listed Shares (m shares)	800.6
Free Float (%)	81.3
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	12.9
12M Price H/L (Bt)	101.50/90.50
Sector	BANK
Major Shareholder	CDIB & Partners Investment
	Holding 10%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report ..... P65

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชา จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

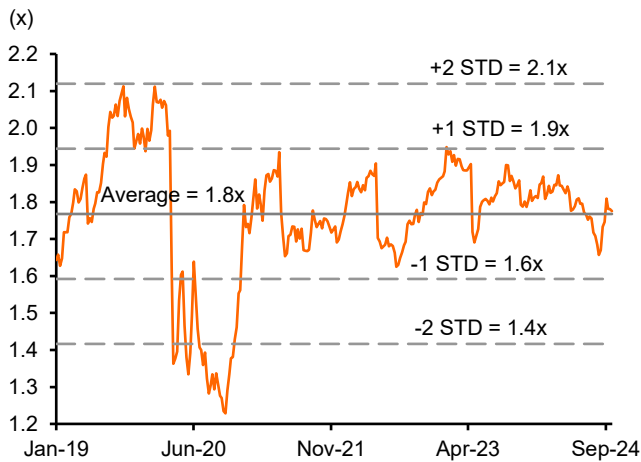


**Ex 1: Earnings Revision**

	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Net profits (Bt bn)</b>								
- New	7.27	6.06	6.78	7.22	7.30	6.93	7.02	7.34
- Old						7.25	7.43	7.92
- Change (%)						(4.31)	(5.59)	(7.33)
<b>Loans growth (%)</b>								
- New	0.90	(7.42)	(9.72)	7.91	7.22	(3.54)	2.99	3.60
- Old						4.65	4.90	4.30
- Change (ppt)						na	(1.91)	(0.71)
<b>NIM (%)</b>								
- New	3.89	4.28	4.58	4.78	4.63	4.36	4.43	4.63
- Old						4.43	4.64	4.89
- Change (ppt)						(0.06)	(0.21)	(0.26)
<b>Provisioning expenses (Bt bn)</b>								
- New	1.11	3.33	2.06	0.72	0.62	1.31	1.52	2.17
- Old						1.23	2.06	2.69
- Change (%)						6.92	(26.47)	(19.11)
<b>Net fee income (Bt bn)</b>								
- New	6.19	5.15	5.62	5.05	4.87	4.85	4.82	4.96
- Old						5.14	5.38	5.64
- Change (%)						(5.64)	(10.45)	(11.90)
<b>Non-interest income (Bt bn)</b>								
- New	6.63	5.81	6.37	5.52	5.19	5.48	5.23	5.38
- Old						5.56	5.89	6.16
- Change (%)						(1.46)	(11.08)	(12.74)
<b>OPEX (Bt bn)</b>								
- New	9.27	8.01	8.28	8.59	9.34	9.46	9.36	9.59
- Old						9.65	10.08	10.54
- Change (%)						(1.98)	(7.18)	(9.01)

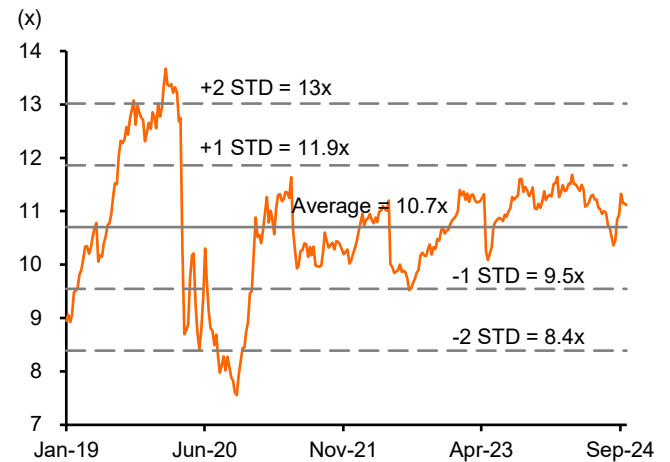
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 2: STD P/BV**



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

**Ex 3: STD PE**



Sources: Bloomberg; Thanachart estimates

**Ex 4: DDM-based 12-month TP Calculation Using A Base Year Of 2025F**

(Bt m)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Terminal Value
Dividend of common shares	6,205	6,205	6,565	7,170	7,698	8,290	8,935	9,659	11,197	11,197
Dividend payment	6,205	6,205	6,565	7,170	7,698	8,290	8,935	9,659	11,197	120,218
PV of dividend	6,205	5,036	4,800	4,722	4,567	4,431	4,169	4,041	4,201	45,106
Risk-free rate (%)	3.0									
Market risk premium (%)	8.0									
Beta	1.0									
WACC (%)	11.0									
Cost of equity	11.0									
Terminal growth (%)	2.0									
Equity value	87,278									
No. of shares (m)	801									
<b>Equity value / share (Bt)</b>	<b>109.00</b>									

Sources: Company data, Thanachart estimates

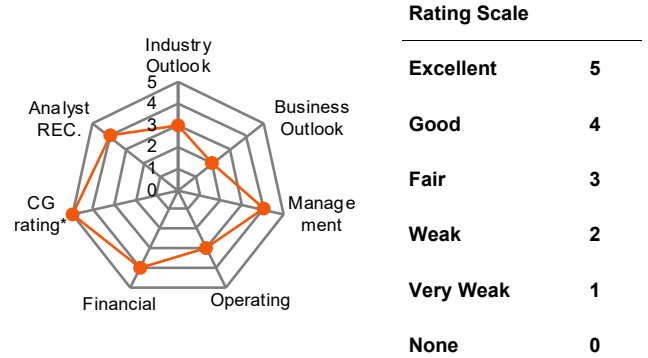
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

## COMPANY RATING



Source: Thanachart; \*CG Rating

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

### S — Strength

- มีการบริหารจัดการที่แข็งแกร่งอย่างมาก
- ได้เปรียบในเรื่องต้นทุนการดำเนินงานที่ต่ำ
- มีความไว้วางใจและความยืดหยุ่น

### O — Opportunity

- มีโอกาสเข้าไปยังธุรกิจสินเชื่อ auto cash
- ธุรกิจ Wealth management และบริการที่ปรึกษาทางการเงิน

### W — Weakness

- เนื่องจากเป็นธนาคารเพื่อรายย่อย ธุรกิจของ TISCO จึงมีความผันผวนไปตามวัฏจักรเศรษฐกิจมากกว่าคู่แข่ง
- มีสัดส่วนเงินฝาก CASA ก่อนข้างต่ำ

### T — Threat

- เศรษฐกิจโลกเข้าสู่ภาวะถดถอย
- มาตรฐานบัญชี และหลักเกณฑ์ทางบัญชีใหม่

## CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	98.91	109.00	10%
Net profit 24F (Bt m)	6,832	6,935	2%
Net profit 25F (Bt m)	6,679	7,016	5%
Consensus REC	BUY: 4	HOLD: 19	SELL: 2

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรของเราสำหรับ TISCO สูงกว่าของ Bloomberg consensus เนื่องจากตั้งสำรองที่ต่ำกว่า
- ดังนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงสูงกว่าของตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

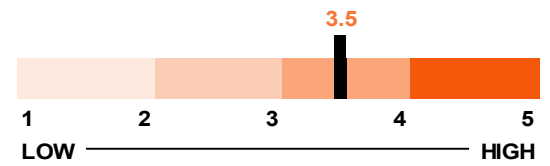
## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- คุณภาพสินทรัพย์ที่อ่อนแอเป็นความเสี่ยงต่อมุมมองแนวโน้มการตั้งสำรองที่ลดลงของเรา
- ความเสี่ยงด้านลบรองต่อประมาณการกำไรของเราอาจมาจากการเติบโตของสินเชื่อที่ต่ำกว่าคาด
- อัตราการจ่ายเงินปันผลที่ต่ำกว่าที่คาดอาจเป็นความเสี่ยงด้านลบอีกประการหนึ่งต่อราคาเป้าหมายของเรา

Source: Thanachart

บริษัท ทีสโก้ไฟแนนเชียลกรุ๊ป จำกัด (มหาชน) มุ่งมั่นที่จะให้บริการโซลูชันทางการเงินที่แข่งขันได้และสร้างสรรค์เพื่อสร้างความพึงพอใจสูงสุดให้กับลูกค้า ความมุ่งมั่นนี้ใช้กับ TISCO ตลอดจนบริษัทในเครือ กรรมการผู้บริหาร และพนักงานของบริษัทย่อย อย่างไรก็ตาม ด้วยเป้าหมายที่ไม่ชัดเจนในการปรับปรุงผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม เราจึงให้คะแนน ESG แก่ TISCO ที่ 3.54

Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
TISCO	YES	YES	-	-	65.71	63.28	26.00	-	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)  
 Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

**Factors Our Comments**

**ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)**

- นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม
- การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า
- การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก
- การบริหารจัดการน้ำ
- การบริหารจัดการของเสีย

- TISCO ให้บริการทางการเงินและให้คำปรึกษาแก่ธุรกิจและโครงการที่เป็นประโยชน์ต่อสิ่งแวดล้อมและสังคม ธนาคารสนับสนุนสินเชื่อรถยนต์ไฟฟ้าผ่านพันธมิตรซึ่งเป็นผู้บุกเบิกตลาดในประเทศไทย โดยมีวงเงินสินเชื่อสูงถึง 25% ของยอดขายรถยนต์ไฟฟ้ารุ่นยอดนิยม TISCO ยังสนับสนุนสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่สำหรับโครงการที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อมสูงถึง 20.99% ของสินเชื่อเพื่อธุรกิจขนาดใหญ่ทั้งหมด
- นอกจากนี้ ธนาคารยังได้ผนวกการบริหารจัดการผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมเข้าสู่กระบวนการดำเนินงานสร้างความตระหนักให้กับพนักงานใช้ทรัพยากรอย่างรู้คุณค่าและเกิดประโยชน์สูงสุด และเผยแพร่องค์ความรู้ด้านการอนุรักษ์สิ่งแวดล้อมให้ชุมชนที่เราดำเนินธุรกิจเพื่อส่งเสริมให้มีการบริหารจัดการสิ่งแวดล้อมร่วมกัน และสนับสนุนกิจกรรมด้านการอนุรักษ์สิ่งแวดล้อมร่วมกับหน่วยงานภายนอกอย่างต่อเนื่อง อาทิ โครงการ Care the Whale: ชยะล่องหน โครงการ Care the Bear: Eco Event และโครงการ "วน" ส่งพลาสติกกลับบ้าน เป็นต้น

**ด้านสังคม (SOCIAL)**

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- TISCO มีนโยบายเป็น "องค์กรแห่งความสุข" ที่คล่องตัว พนักงานผูกพันกับองค์กร และเติบโตไปด้วยกันอย่างมั่นคงดูแลและเพิ่มศักยภาพพนักงานให้พร้อมรับความท้าทาย รวมถึงพัฒนาทักษะการใช้เครื่องมือและเทคโนโลยีใหม่ๆ เพื่อเพิ่มคุณภาพและประสิทธิภาพในการทำงาน
- กลุ่มทีสโก้เน้น "การส่งเสริมจากภายใน" สำหรับตำแหน่งงานว่าง พนักงานจะได้รับการประเมินในทุกชั้นตอน ตั้งแต่การคัดเลือกผู้สมัครใหม่ไปจนถึงการเลื่อนตำแหน่ง การพัฒนาอาชีพ และการวางแผนสืบทอดตำแหน่ง
- ในด้านสังคม TISCO ให้ความสำคัญกับรากฐานทางเศรษฐกิจ ธนาคารให้การสนับสนุนลูกค้าที่ได้รับผลกระทบด้วยการปรับโครงสร้างหนี้ที่ยั่งยืน เช่น คินรถ ยุติหนี้ ซึ่งช่วยให้ลูกค้ากว่า 8,600 ราย สามารถแก้ไขหนี้ได้อย่างสมบูรณ์โดยไม่กระทบต่อบັນที่ทางการเงิน พร้อมขยายโอกาสในการเข้าถึงบริการทางการเงินในพื้นที่ห่างไกลด้วยการเพิ่มสาขา "สมหวัง เงินสั่งได้" โดยเน้นหลักการปล่อยสินเชื่ออย่างมีความรับผิดชอบ

**ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)**

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- โครงสร้างคณะกรรมการประกอบด้วย คณะกรรมการบริษัท และคณะอนุกรรมการ 5 ชุด การบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายในได้รับการติดตามและควบคุมโดยคณะกรรมการบริษัท โดยมอบหมายให้คณะกรรมการบริหารของกลุ่ม
- คณะกรรมการบริษัทประกอบด้วยกรรมการ 12 คน เป็นหญิง 3 คน และชาย 9 คน โดย 50% เป็นกรรมการอิสระ และ 17% ของกรรมการไม่ใช่ผู้บริหาร
- เพื่อรักษามาตรฐานสูงสุดของการกำกับดูแลกิจการที่ดี กลุ่มทีสโก้จึงได้กำหนด "จรรยาบรรณในการดำเนินธุรกิจ" ที่แสดงถึงความมุ่งมั่นในการเป็นบริษัทที่ดีในสังคม นอกจากนี้ กลุ่มบริษัทยังจัดให้มีการทดสอบการปฏิบัติตามข้อกำหนดและนโยบายทรัพย์สินบุคคลภาคบังคับเป็นประจำทุกปีผ่านระบบอินทราเน็ตของ TISCO
- TISCO ได้รับรางวัลบริษัทจดทะเบียนด้านการรายงานบรรษัทภิบาลดีเยี่ยม จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) เป็นปีที่ 16 ติดต่อกันตั้งแต่ปี 2007

Sources: Company data, Thanachart

## INCOME STATEMENT

	FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<i>Hit by higher expenses</i>						
Interest and Dividend Income		14,904	18,037	19,470	19,602	20,591
Interest Expenses		2,171	4,208	5,549	5,233	5,077
<b>Net Interest Income</b>		<b>12,734</b>	<b>13,829</b>	<b>13,920</b>	<b>14,369</b>	<b>15,514</b>
% of total income		69.8%	72.7%	71.7%	73.3%	74.3%
Gain on Investment		3	5	2	6	8
Fee Income		5,046	4,867	4,850	4,815	4,965
Gain on Exchange		86	(29)	300	100	100
Others		73	90	100	103	106
<b>Non-interest Income</b>		<b>5,516</b>	<b>5,188</b>	<b>5,482</b>	<b>5,234</b>	<b>5,379</b>
% of total income		30.2%	27.3%	28.3%	26.7%	25.7%
<b>Total Income</b>		<b>18,249</b>	<b>19,017</b>	<b>19,402</b>	<b>19,603</b>	<b>20,893</b>
Operating Expenses		8,591	9,340	9,460	9,361	9,587
<b>Pre-provisioning Profit</b>		<b>9,658</b>	<b>9,676</b>	<b>9,942</b>	<b>10,243</b>	<b>11,306</b>
Provisions		723	615	1,314	1,516	2,175
<b>Pre-tax Profit</b>		<b>8,936</b>	<b>9,061</b>	<b>8,629</b>	<b>8,726</b>	<b>9,131</b>
Income Tax		1,767	1,788	1,726	1,745	1,826
After Tax Profit		7,169	7,273	6,903	6,981	7,305
Equity Income		55	29	32	35	38
Minority Interest		(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Extraordinary Items		0	0	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>		<b>7,224</b>	<b>7,301</b>	<b>6,935</b>	<b>7,016</b>	<b>7,343</b>
<b>Normalized Profit</b>		<b>7,224</b>	<b>7,301</b>	<b>6,935</b>	<b>7,016</b>	<b>7,343</b>
EPS (Bt)		9.0	9.1	8.7	8.8	9.2
Normalized EPS (Bt)		9.0	9.1	8.7	8.8	9.2

## BALANCE SHEET

	FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<i>More cautious lending</i>						
<b>ASSETS:</b>						
<b>Liquid Items</b>		<b>41,277</b>	<b>49,408</b>	<b>60,000</b>	<b>65,950</b>	<b>70,600</b>
cash & cash equivalents		1,005	918	1,000	950	900
interbank & money market		40,272	48,490	59,000	65,000	69,700
Securities under resale agreeme		0	0	0	0	0
Investments		4,863	4,205	4,541	4,546	4,551
<b>Net loans</b>		<b>208,881</b>	<b>226,828</b>	<b>219,662</b>	<b>226,777</b>	<b>234,795</b>
Gross and accrued interest		220,726	236,744	228,400	235,165	243,546
Provisions for doubtful		11,845	9,916	8,738	8,388	8,751
Fixed assets - net		2,793	3,205	3,257	3,322	3,403
Other assets		7,600	7,079	7,000	7,050	7,100
<b>Total assets</b>		<b>265,414</b>	<b>290,724</b>	<b>294,460</b>	<b>307,645</b>	<b>320,450</b>
<b>LIABILITIES:</b>						
<b>Liquid Items</b>		<b>194,718</b>	<b>217,388</b>	<b>228,727</b>	<b>239,511</b>	<b>250,817</b>
Deposit		188,266	208,645	218,467	228,761	239,552
Interbank & money market		6,195	8,506	10,000	10,500	11,025
Liability payable on demand		257	237	260	250	240
Borrowings		15,757	17,286	7,955	8,541	7,899
Other liabilities		12,149	13,602	14,602	15,602	16,602
<b>Total liabilities</b>		<b>222,624</b>	<b>248,276</b>	<b>251,283</b>	<b>263,654</b>	<b>275,318</b>
Minority interest		3	3	4	4	5
<b>Shareholders' equity</b>		<b>42,787</b>	<b>42,445</b>	<b>43,173</b>	<b>43,987</b>	<b>45,127</b>
Preferred capital		-	-	-	-	-
Paid-in capital		8,007	8,007	8,006	8,006	8,006
Share premium		1,018	1,018	1,018	1,018	1,018
Surplus/ Others		1,831	2,021	2,021	2,021	2,021
Retained earnings		31,931	31,399	32,132	32,945	34,085
<b>Liabilities &amp; equity</b>		<b>265,414</b>	<b>290,724</b>	<b>294,460</b>	<b>307,645</b>	<b>320,450</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

**VALUATION**

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	10.8	10.7	11.2	11.1	10.6
Normalized PE - at target price (x)	12.1	12.0	12.6	12.4	11.9
PE (x)	10.8	10.7	11.2	11.1	10.6
PE - at target price (x)	12.1	12.0	12.6	12.4	11.9
P/PPP (x)	8.1	8.0	7.8	7.6	6.9
P/PPP - at target price (x)	9.0	9.0	8.8	8.5	7.7
P/BV (x)	1.8	1.8	1.8	1.8	1.7
P/BV - at target price (x)	2.0	2.1	2.0	2.0	1.9
Dividend yield (%)	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
Market cap / net loans (x)	0.4	0.3	0.4	0.3	0.3
Market cap / deposit (x)	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	9.0	9.1	8.7	8.8	9.2
EPS	9.0	9.1	8.7	8.8	9.2
DPS	7.8	7.8	7.8	7.8	7.7
PPP/Share	12.1	12.1	12.4	12.8	14.1
BV/Share	53.4	53.0	53.9	55.0	56.4

*High yield looks set to stay*

**FINANCIAL RATIOS**

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>Growth Rate (%)</b>					
Net interest income (NII)	2.2	8.6	0.7	3.2	8.0
Non-interest income (Non-II)	(13.4)	(5.9)	5.7	(4.5)	2.8
Operating expenses	3.8	8.7	1.3	(1.0)	2.4
Pre-provisioning profit (PPP)	(8.4)	0.2	2.7	3.0	10.4
Net profit	6.5	1.1	(5.0)	1.2	4.7
Normalized profit growth	6.5	1.1	(5.0)	1.2	4.7
EPS	6.5	1.1	(5.0)	1.2	4.7
Normalized EPS	6.5	1.1	(5.0)	1.2	4.7
Dividend payout ratio	85.9	85.0	89.4	88.4	84.5
Loan - gross	7.9	7.2	(3.5)	3.0	3.6
Loan - net	8.3	8.6	(3.2)	3.2	3.5
Deposit	13.0	10.8	4.7	4.7	4.7
NPLs	(7.7)	14.1	14.9	5.0	5.0
Total assets	8.9	9.5	1.3	4.5	4.2
Total equity	3.9	(0.8)	1.7	1.9	2.6
<b>Operating Ratios (%)</b>					
Net interest margin (NIM)	5.0	5.0	4.8	4.8	4.9
Net interest spread	6.1	6.1	5.9	6.2	6.5
Yield on earnings assets	5.9	6.5	6.7	6.6	6.6
Avg cost of fund	1.1	1.9	2.4	2.2	2.0
NII / operating income	69.8	72.7	71.7	73.3	74.3
Non-II / operating income	30.2	27.3	28.3	26.7	25.7
Fee income / operating income	27.6	25.6	25.0	24.6	23.8
Normalized net margin	39.6	38.4	35.7	35.8	35.1
Cost-to-income	47.1	49.1	48.8	47.8	45.9
Credit cost - provision exp / loans	0.3	0.3	0.6	0.7	0.9
PPP / total assets	3.8	3.5	3.4	3.4	3.6
PPP / total equity	23.0	22.7	23.2	23.5	25.4
ROA	2.8	2.6	2.4	2.3	2.3
ROE	17.2	17.1	16.2	16.1	16.5

*Funding costs set to peak by end-2024F*

Sources: Company data, Thanachart estimates

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>Liquidity and Quality Ratio (%)</b>					
Loan-to-deposit	116.3	112.5	103.7	102.0	100.9
Loan-to-deposit & S-T borrowing	116.3	112.5	103.6	101.6	100.8
Net loan / assets	78.7	78.0	74.6	73.7	73.3
Net loan / equity	488.2	534.4	508.8	515.6	520.3
Investment / assets	1.8	1.4	1.5	1.5	1.4
Deposit / liabilities	84.6	84.0	86.9	86.8	87.0
Liabilities / equity	520.3	584.9	582.0	599.4	610.1
Net interbank lender (Bt m)	34,077	39,983	49,000	54,500	58,675
Tier 1 CAR	17.2	16.3	16.1	15.8	15.7
Tier 2 CAR	3.5	3.2	3.1	3.0	2.9
Total CAR	20.6	19.5	19.2	18.8	18.5
NPLs (Bt m)	4,577	5,223	6,000	6,300	6,615
NPLs / Total loans (NPL Ratio)	2.1	2.2	2.6	2.7	2.7
Loan-Loss-Coverage	258.8	189.9	145.6	133.1	132.3

*Rising but manageable  
NPLs*

Sources: Company data, Thanachart estimates

**BUY** (Unchanged)

**TP: Bt 2.30** (From: Bt 2.05)

**26 SEPTEMBER 2024**

**Change in Numbers**

**Upside : 17.3%**

# TMBThanachart Bank (TTB TB)

## การเติบโตยังไม่สิ้นสุด



**SARACHADA SORNSONG**

662-779-9119

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

TTB ระมัดระวังในการให้สินเชื่อ จัดการหนี้เสียเก่าที่สะสม และสร้างกันสำรองเป็นเบาะรองรับ ทำให้สามารถดำเนินธุรกิจในช่วงที่ตลาดสินเชื่อผู้บริโภคมีความอ่อนแอได้โดยไม่เสียหาย ด้วยการจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลที่ดีกว่าที่คาดไว้ ทำให้เราปรับกำไรและราคาเป้าหมายเป็น 2.3 บาท

### มีศักยภาพในการสร้างกำไรที่แข็งแกร่ง

แม้หนี้ครัวเรือนจะอยู่ในระดับสูง ยอดขายบ้านชะลอตัว ราคารถยนต์มือสองลดลง และความสามารถในการชำระหนี้ที่อ่อนแอในกลุ่มลูกค้ารายย่อยจะเป็นความท้าทายต่อแผนการขยายสินเชื่อผู้บริโภคที่ให้ผลตอบแทนสูง และการเพิ่มค่าธรรมเนียม cross-selling แต่ธนาคารมีเกราะป้องกันเพื่อหนุนการเติบโต 1) ยังคงมีประโยชน์ทางภาษีเหลืออยู่ 1.2 หมื่นลบ. เทียบเท่ากับ 65% ของกำไรสุทธิปี 2023 ที่ 1.46 หมื่นลบ. 2) สำรอง management overlay เพิ่มเติม 6.6 พันลบ. ซึ่งคิดเป็น 4% ของสินเชื่อ Stage 2 และ NPLs ณ 2Q24 อัตราส่วน loan-loss-coverage ยังคงแข็งแกร่งที่ 152% ด้วยมีตั้งสำรองรวมต่อสินเชื่อที่ 4.7% ใน 2Q24 3) การประหยัดค่าใช้จ่ายดำเนินงาน ซึ่งเกิดจากการปรับปรุงประสิทธิภาพ และการนำเทคโนโลยีดิจิทัลมาใช้เพิ่มขึ้น

### สินเชื่อชะลอตัว แต่กำไรยังเติบโต

การเติบโตของสินเชื่อของ TTB ต่ำกว่าคาด โดย YTD สินเชื่อลดลง 2.4% ดังนั้นเราจึงปรับลดประมาณการการเติบโตของสินเชื่อในปี 2024F เป็น -3.9% โดยคาดว่าจะฟื้นตัวได้ช้ากว่าที่คาดไว้ในตอนแรก โดยคาดว่าจะเติบโต 1% ต่อปี ในปี 2025-26F นอกจากนี้ เรายังปรับลดสมมติฐานรายได้ที่มีขีดดอกเบี้ยลงเฉลี่ย 7% ในปี 2024-26F อย่างไรก็ตาม ด้วยการสร้างสำรองที่แข็งแกร่ง ประโยชน์ทางภาษี และการปรับปรุงประสิทธิภาพ เราจึงได้ปรับเพิ่มประมาณการกำไรขึ้น 1.6% สำหรับสามปีข้างหน้า เราคาดว่ากำไรของ TTB จะเติบโต 14% ต่อปี ในปี 2024-25F และ 15% ในปี 2026F

### อัตราการจ่ายปันผลสูง ยังคงแนะนำ "ซื้อ" TP 2.3 บาท

TTB ประกาศจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลสูงกว่าที่คาดไว้ที่ 0.065 บาทต่อหุ้น ซึ่งคิดเป็นอัตราการจ่ายปันผลที่ 59% เทียบกับ 55% ในปี 2023 การเพิ่มขึ้นนี้สะท้อนถึงความมุ่งมั่นของธนาคารต่อแผนการบริหารจัดการเงินทุนที่มุ่งเพิ่ม ROE การปรับเพิ่มประมาณการกำไร อัตราการจ่ายปันผลที่เพิ่มขึ้น และการปรับมาใช้ปีฐาน 2025F ทำให้เราปรับราคาเป้าหมายขึ้นจาก 2.05 บาท เป็น 2.3 บาท โดยใช้ cost of equity ที่ 10.2% TTB ยังคงเป็น Top Sector Pick ของเรา โดยมี upside 17% TTB มีความยืดหยุ่นในการจัดการกับปัจจัยภายใน ทำให้สามารถเผชิญกับอุปสรรคในกลุ่มอุตสาหกรรมธนาคารไทยได้ดี โดยสามารถทำผลงานได้ดีกว่าคู่แข่งด้วยการเติบโตของกำไรและผลตอบแทนเงินปันผลที่สูงกว่า

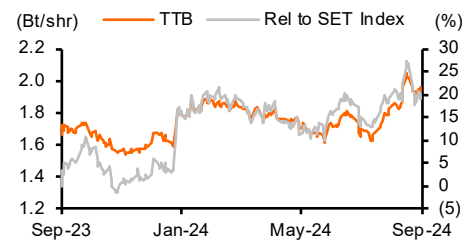
### ธนาคารมีความจำเป็นต้องทำ M&A อย่างเร่งด่วนหรือไม่?

เราไม่เชื่อเช่นนั้น ภายใต้ประมาณการของเรา เกราะป้องกันที่มีอยู่น่าจะช่วยให้ธนาคารบรรลุเป้าหมาย ROE ที่สูงกว่า 10% ภายในปี 2026F ซึ่งทำให้ธนาคารมีความยืดหยุ่นในการใช้เวลาในการสำรวจและเลือกทำ การลงทุนที่เพิ่มความสามารถในการแข่งขันและสอดคล้องกับทิศทาง การเติบโตเชิงกลยุทธ์ของตน สำคัญที่สุดคือ การทำ M&A จะต้องสร้างกำไรเพิ่มเติม และเป็นการใช้ทุนที่มีประสิทธิภาพมากกว่าการเพิ่มอัตราการจ่ายเงินปันผลเพียงอย่างเดียว

### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Pre Provision Profit	39,398	38,925	39,441	42,207
Net profit	18,462	21,046	24,001	27,620
Consensus NP	—	20,295	21,595	22,819
Diff frm cons (%)	—	3.7	11.1	21.0
Norm profit	18,462	21,046	24,001	27,620
Prev. Norm profit	—	20,920	23,718	26,834
Chg frm prev (%)	—	0.6	1.2	2.9
Norm EPS (Bt)	0.2	0.2	0.2	0.3
Norm EPS grw (%)	30.1	14.0	14.0	15.1
Norm PE (x)	10.3	9.0	7.9	6.9
P/BV (x)	0.8	0.8	0.8	0.7
Div yield (%)	5.4	6.7	7.6	8.8
ROE (%)	8.2	9.0	9.8	10.8
ROA (%)	1.0	1.2	1.3	1.5

### PRICE PERFORMANCE



### COMPANY INFORMATION

Price: as of 25-Sep-24 (Bt)	1.96
Market Cap (US\$ m)	5,834
Listed Shares (m shares)	97,297.3
Free Float (%)	30.1
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	15.3
12M Price H/L (Bt)	2.04/1.54
Sector	BANK
Major Shareholder	TCAP 24.35%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

**ESG Summary Report ..... P73**

หมายเหตุ: บริษัททุนธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.35 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

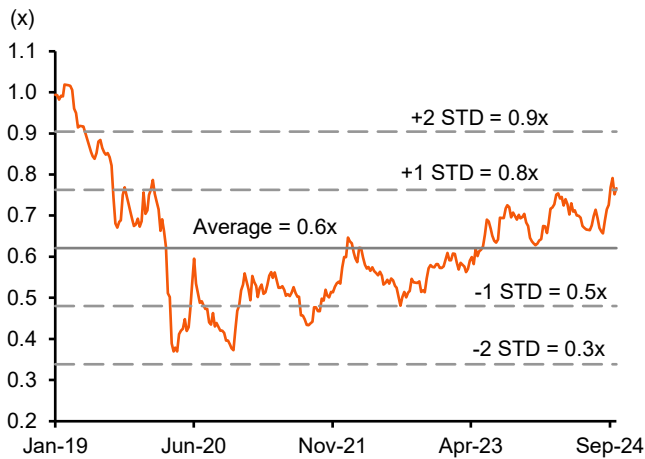


**Ex 1: Earnings Revisions**

	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Net profits (Bt bn)</b>								
- New	7.22	10.11	10.47	14.20	18.46	21.05	24.00	27.62
- Old						20.92	23.72	26.83
- Change (%)						0.61	1.20	2.93
<b>Loan growth (%)</b>								
- New	103.03	0.05	(1.55)	0.35	(3.50)	(3.87)	1.05	1.14
- Old						0.36	1.98	2.11
- Change (ppt)						(4.23)	(0.93)	(0.97)
<b>NIM (%)</b>								
- New	1.95	2.93	2.86	2.88	3.13	3.12	3.13	3.21
- Old						3.14	3.20	3.30
- Change (ppt)						(0.03)	(0.07)	(0.09)
<b>Provisioning expenses (Bt bn)</b>								
- New	10.34	24.83	21.51	18.35	17.31	19.13	15.70	14.57
- Old						18.53	17.45	17.51
- Change (%)						3.23	(10.04)	(16.77)
<b>Net fee income (Bt bn)</b>								
- New	8.10	11.35	11.25	10.39	10.36	9.60	10.06	10.56
- Old						10.68	11.10	11.66
- Change (%)						(10.08)	(9.38)	(9.38)
<b>Non-interest income (Bt bn)</b>								
- New	12.63	15.18	14.19	13.97	13.47	12.92	13.38	14.04
- Old						13.84	14.42	15.13
- Change (%)						(6.69)	(7.23)	(7.23)
<b>OPEX (Bt bn)</b>								
- New	20.67	32.18	31.22	29.95	31.28	30.32	30.40	30.81
- Old						32.16	32.76	33.39
- Change (%)						(5.72)	(7.22)	(7.74)

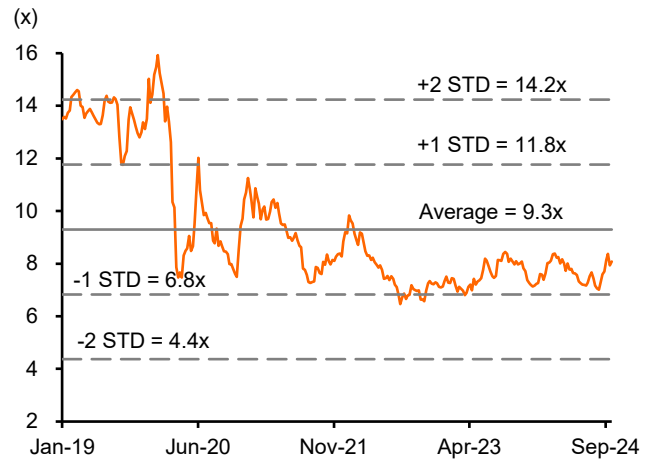
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 2: STD P/BV**



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

**Ex 3: STD PE**



Sources: Bloomberg; Thanachart estimates

**Ex 4: 12-month DDM-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2025F**

(Bt m)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	Terminal Value
Dividend of common shares	13,514	15,486	17,301	18,434	18,817	19,305	20,095	20,950	22,138	26,161	26,161
Dividend payment	13,514	15,486	17,301	18,434	18,817	19,305	20,095	20,950	22,138	26,161	306,719
PV of dividend	13,514	12,752	12,928	12,496	11,575	10,776	9,861	9,285	8,863	9,461	110,923
Risk-free rate (%)	3.0										
Market risk premium (%)	8.0										
Beta	1.1										
WACC (%)	10.2										
Cost of equity (%)	10.2										
Terminal growth (%)	2.0										
Equity value	222,435										
No. of shares (m)	96,623										
<b>Equity value / share (Bt)</b>	<b>2.30</b>										

Sources: Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

## S — Strength

- ธนาคารขนาดกลางที่มีแพลตฟอร์มธนาคารที่สมบูรณ์
- ผลิตภัณฑ์ที่มีความหลากหลาย
- มี Know-how จากพาร์ทเนอร์ต่างชาติอย่าง ING

## O — Opportunity

- การเพิ่มผลิตภัณฑ์สินเชื่อ
- ความสามารถในการทำ cross-sell และเสนอผลิตภัณฑ์ที่มีราคาแพงขึ้น
- โอกาสเพิ่มรายได้ค่าธรรมเนียม

## CONSENSUS COMPARISON

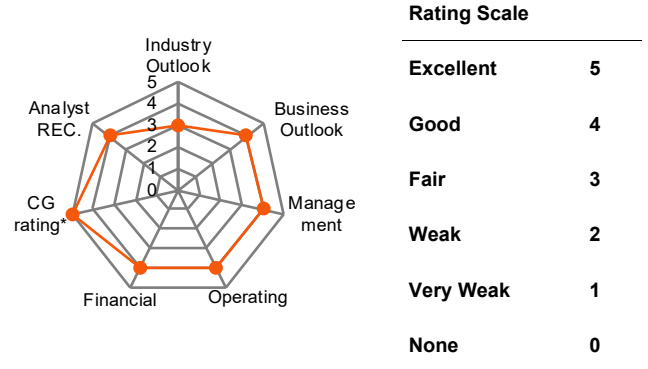
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	2.07	2.30	11%
Net profit 24F (Bt m)	20,295	21,046	4%
Net profit 25F (Bt m)	21,595	24,001	11%
Consensus REC	BUY: 18	HOLD: 9	SELL: 1

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไร และราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด เนื่องจากเราคาดว่า TTB จะตั้งสำรองลดลง และบันทึกประโยชน์ทางภาษีเพิ่มขึ้น

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

## COMPANY RATING



Source: Thanachart; \*CG Rating

## Rating Scale

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

## W — Weakness

- เนื่องจากให้สินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์มากที่สุด การเติบโตของสินเชื่อจึงขึ้นอยู่กับยอดขายรถยนต์ในประเทศและการเปลี่ยนแปลงของอุปสงค์/อุปทาน และอุตสาหกรรมยานยนต์เป็นอย่างมาก

## T — Threat

- เศรษฐกิจโลกอ่อนแอ
- เกณฑ์มาตรฐานบัญชีใหม่

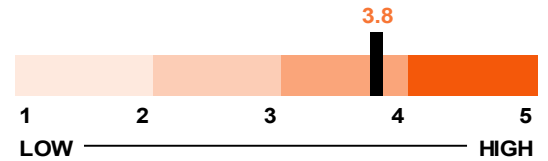
## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หาก TTB ไม่สามารถดำเนินการตามแผนเพื่อดึงผลประโยชน์จากการร่วมกิจการด้านรายได้หลังการควบรวมกิจการมากขึ้นใน 3 กลุ่มหลัก (ecosystem) และไม่สามารถจัดการคุณภาพสินทรัพย์ได้ดีอย่างที่เราคาดไว้ จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการกำไร และราคาเป้าหมายของเรา

Source: Thanachart

TTB มุ่งมั่นที่จะรวมความยั่งยืนเข้ากับธุรกิจ โดยมีเป้าหมายเพื่อหลีกเลี่ยงและลดผลกระทบด้านลบจากการปฏิบัติการ ผลิตภัณฑ์ และบริการ และสร้างโอกาสทางธุรกิจเพื่อให้เกิดผลกระทบเชิงบวก เราให้คะแนน ESG เท่ากับ 3.82 สำหรับ TTB

Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
TTB	YES	YES	-	BBB	62.17	59.58	68.00	39.0	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)

Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

**Factors Our Comments**

**ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)**

- นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม
- การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า
- การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก
- การบริหารจัดการน้ำ
- การบริหารจัดการของเสีย

- TTB ตั้งเป้าที่จะลดการใช้ไฟฟ้าของธนาคาร 15% และลดการใช้น้ำ 10% ภายในปี 2026 เทียบกับปีฐาน 2019
- การเปลี่ยนไปสู่เศรษฐกิจที่ปล่อยมลภาวะสุทธิเป็นศูนย์จำเป็นต้องย้ายออกจากกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่มีคาร์บอนเข้มข้น นโยบายของ TTB คือการลดการให้เงินทุนสำหรับกิจกรรมทางธุรกิจที่มีส่วนทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศที่เลวร้าย ธนาคารจะไม่ให้เงินสนับสนุนกิจกรรมที่เกี่ยวข้องกับโครงการโรงไฟฟ้าถ่านหินใหม่ และการขุดและสำรวจถ่านหินอีกต่อไปตั้งแต่ปี 2020 ในขณะที่แหล่งเงินทุนที่มีอยู่จะลดลงเหลือศูนย์ภายในปี 2028
- ในปี 2022 ธนาคารได้ออกหุ้นกู้เพื่อสิ่งแวดล้อมจำนวน 13.1 พันลบ. นอกจากนี้ ยังออกสินเชื่อที่เชื่อมโยงกับการดำเนินงานด้านความยั่งยืนมูลค่า 2 พันลบ. กับกลุ่มไทยยูเนียน
- TTB เป็นธนาคารพาณิชย์ไทยแห่งแรกและแห่งเดียวที่ออกหุ้นกู้เพื่อสิ่งแวดล้อมและหุ้นกู้เพื่อความยั่งยืนทางทะเล

**ด้านสังคม (SOCIAL)**

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- นโยบายสิทธิมนุษยชนของธนาคารก่อให้เกิดความมุ่งมั่นในการเคารพสิทธิมนุษยชนต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทั้งหมดที่เกี่ยวข้องกับกิจกรรมทางธุรกิจ สอดคล้องกับปฏิญญาสากลว่าด้วยสิทธิมนุษยชน หลักการชี้แนะของสหประชาชาติว่าด้วยธุรกิจกับสิทธิมนุษยชน ข้อตกลงโลกแห่งสหประชาชาติ และองค์การแรงงานระหว่างประเทศ
- TTB มีความมุ่งมั่นที่จะมีพนักงานที่หลากหลายและครอบคลุมเพื่อสร้างสนามแข่งขันที่พนักงานทุกคนทั้งชายและหญิงมีโอกาสในการจ้างงานที่เท่าเทียมกัน เป้าหมายของธนาคารคือการมีพนักงานหญิงอย่างน้อย 40% ในตำแหน่งผู้บริหาร
- ธนาคารได้จัดตั้งโครงการ TTB Stock Retention Program (TSRP) 2021 โดยได้รับอนุมัติจากคณะกรรมการธนาคาร โดยจะเสนอขายหุ้นจำนวน 305,000,000 หุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 0.95 บาท ให้แก่พนักงานที่มีคุณสมบัติตาม TSRP โดยมีกำหนดเวลาการให้สิทธิ 3 ปี (ปี 2021-2023)

**ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)**

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- คณะกรรมการ 14 คน ประกอบด้วย กรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 8 คน กรรมการที่เป็นผู้บริหาร 1 คน และกรรมการอิสระ 5 คน
- คณะกรรมการธนาคาร ร่วมกับคณะกรรมการชดเชย 6 คณะ ได้แก่ คณะกรรมการสรรหา กำหนดคำตอบแทนและบรรษัทภิบาล คณะกรรมการสินเชื่อ คณะกรรมการกำกับความเสี่ยง คณะกรรมการกำกับเทคโนโลยีสารสนเทศ คณะกรรมการตรวจสอบ และคณะกรรมการบริหาร ทำหน้าที่กำกับดูแลที่สำคัญเพื่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของธนาคาร
- ผ่านช่องทางการแจ้งเบาะแส มีการสอบสวน 45 เหตุการณ์ และพนักงานที่เกี่ยวข้องทั้งหมดถูกลงโทษ มีพฤติกรรมไม่เหมาะสมในที่ทำงาน 1 ครั้ง, ทูจริต 6 ครั้ง, ไม่ปฏิบัติตามขั้นตอนและกฎระเบียบ 18 ครั้ง และคดีฉ้อโกง 20 คดี ในปี 2022
- พนักงานทั้งหมดจบหลักสูตรฝึกอบรมการรับรู้ความเสี่ยงทางออนไลน์ ซึ่งครอบคลุมหัวข้อต่างๆ เช่น ความตระหนักในเรื่องความเสี่ยงด้านความปลอดภัยทางไซเบอร์ และการจัดการความเสี่ยงที่ไม่ใช่ทางการเงิน คณะกรรมการบริษัททั้งหมดได้เข้าร่วมการอบรมที่เกี่ยวกับความเสี่ยง เช่น การอบรม Security Awareness Training: Cybersecurity และ Cyber Resilience

Sources: Company data, Thanachart

## INCOME STATEMENT

*Bolstered by cost reductions*

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Interest and Dividend Income	65,627	79,134	83,548	81,346	82,624
Interest Expenses	14,010	21,926	27,224	24,884	23,646
<b>Net Interest Income</b>	<b>51,617</b>	<b>57,207</b>	<b>56,325</b>	<b>56,462</b>	<b>58,978</b>
% of total income	78.7%	80.9%	81.3%	80.8%	80.8%
Gain on Investment	7	52	200	50	50
Fee Income	10,391	10,362	9,600	10,061	10,564
Gain on Exchange	1,693	1,666	1,716	1,768	1,821
Others	1,884	1,390	1,400	1,500	1,600
<b>Non-interest Income</b>	<b>13,974</b>	<b>13,470</b>	<b>12,916</b>	<b>13,379</b>	<b>14,035</b>
% of total income	21.3%	19.1%	18.7%	19.2%	19.2%
<b>Total Income</b>	<b>65,591</b>	<b>70,678</b>	<b>69,241</b>	<b>69,841</b>	<b>73,013</b>
Operating Expenses	29,952	31,280	30,316	30,400	30,806
<b>Pre-provisioning Profit</b>	<b>35,639</b>	<b>39,398</b>	<b>38,925</b>	<b>39,441</b>	<b>42,207</b>
Provisions	18,353	17,311	19,129	15,700	14,571
<b>Pre-tax Profit</b>	<b>17,286</b>	<b>17,198</b>	<b>19,797</b>	<b>23,741</b>	<b>27,637</b>
Income Tax	3,352	(980)	(990)	0	276
After Tax Profit	13,934	18,178	20,786	23,741	27,360
Equity Income	261	284	260	260	260
Minority Interest	(0)	(0)	0	0	0
Extraordinary Items	0	0	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>14,195</b>	<b>18,462</b>	<b>21,046</b>	<b>24,001</b>	<b>27,620</b>
<b>Normalized Profit</b>	<b>14,195</b>	<b>18,462</b>	<b>21,046</b>	<b>24,001</b>	<b>27,620</b>
EPS (Bt)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3
Normalized EPS (Bt)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3

## BALANCE SHEET

*Very cautious policy*

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>ASSETS:</b>					
<b>Liquid Items</b>	<b>203,069</b>	<b>282,974</b>	<b>305,387</b>	<b>323,287</b>	<b>342,187</b>
cash & cash equivalents	15,506	15,487	15,387	15,287	15,187
interbank & money market	187,563	267,486	290,000	308,000	327,000
Securities under resale agreeme	0	0	0	0	0
Investments	211,432	179,088	179,088	179,088	179,088
<b>Net loans</b>	<b>1,326,505</b>	<b>1,273,136</b>	<b>1,216,858</b>	<b>1,228,829</b>	<b>1,242,085</b>
Gross and accrued interest	1,383,895	1,336,638	1,285,191	1,298,671	1,313,451
Provisions for doubtful	57,390	63,502	68,333	69,842	71,366
Fixed assets - net	31,941	33,171	30,603	28,091	25,634
Other assets	53,333	56,066	59,066	62,066	65,066
<b>Total assets</b>	<b>1,826,279</b>	<b>1,824,434</b>	<b>1,791,002</b>	<b>1,821,360</b>	<b>1,854,060</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
<b>Liquid Items</b>	<b>1,489,603</b>	<b>1,480,436</b>	<b>1,453,600</b>	<b>1,473,300</b>	<b>1,493,384</b>
Deposit	1,399,247	1,386,581	1,360,000	1,377,400	1,395,148
Interbank & money market	84,770	87,794	90,000	91,800	93,636
Liability payable on demand	5,586	6,061	3,600	4,100	4,600
Borrowings	59,644	59,531	45,850	45,491	45,437
Other liabilities	58,024	55,119	53,000	53,530	54,065
<b>Total liabilities</b>	<b>1,607,271</b>	<b>1,595,087</b>	<b>1,552,450</b>	<b>1,572,321</b>	<b>1,592,887</b>
Minority interest	1	0	0	0	0
<b>Shareholders' equity</b>	<b>219,006</b>	<b>229,347</b>	<b>238,552</b>	<b>249,039</b>	<b>261,173</b>
Preferred capital	-	-	-	-	-
Paid-in capital	91,937	92,246	91,792	91,792	91,792
Share premium	43,360	43,374	43,374	43,374	43,374
Surplus/ Others	4,456	5,735	5,735	5,735	5,735
Retained earnings	79,253	87,991	97,651	108,138	120,272
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>1,826,279</b>	<b>1,824,434</b>	<b>1,791,002</b>	<b>1,821,360</b>	<b>1,854,060</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

**VALUATION**

<b>FY ending Dec</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Normalized PE (x)	13.3	10.3	9.0	7.9	6.9
Normalized PE - at target price (x)	15.7	12.0	10.6	9.3	8.0
PE (x)	13.3	10.3	9.0	7.9	6.9
PE - at target price (x)	15.7	12.0	10.6	9.3	8.0
P/PPP (x)	5.3	4.8	4.9	4.8	4.5
P/PPP - at target price (x)	6.2	5.6	5.7	5.6	5.3
P/BV (x)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7
P/BV - at target price (x)	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
Dividend yield (%)	3.7	5.4	6.7	7.6	8.8
Market cap / net loans (x)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
Market cap / deposit (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3
EPS	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3
DPS	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
PPP/Share	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
BV/Share	2.3	2.4	2.5	2.6	2.7

*Expecting double-digit  
EPS and DPS growth*

**FINANCIAL RATIOS**

<b>FY ending Dec</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
<b>Growth Rate (%)</b>					
Net interest income (NII)	1.2	10.8	(1.5)	0.2	4.5
Non-interest income (Non-II)	(1.5)	(3.6)	(4.1)	3.6	4.9
Operating expenses	(4.1)	4.4	(3.1)	0.3	1.3
Pre-provisioning profit (PPP)	4.9	10.5	(1.2)	1.3	7.0
Net profit	35.5	30.1	14.0	14.0	15.1
Normalized profit growth	35.5	30.1	14.0	14.0	15.1
EPS	35.5	30.1	14.0	14.0	15.1
Normalized EPS	35.5	30.1	14.0	14.0	15.1
Dividend payout ratio	49.7	55.0	60.0	60.0	60.0
Loan - gross	0.4	(3.5)	(3.9)	1.0	1.1
Loan - net	0.2	(4.0)	(4.4)	1.0	1.1
Deposit	4.5	(0.9)	(1.9)	1.3	1.3
NPLs	(1.0)	(1.7)	(0.0)	1.0	2.0
Total assets	3.9	(0.1)	(1.8)	1.7	1.8
Total equity	3.9	4.7	4.0	4.4	4.9
<b>Operating Ratios (%)</b>					
Net interest margin (NIM)	2.9	3.1	3.1	3.1	3.2
Net interest spread	4.0	4.5	4.4	4.5	4.6
Yield on earnings assets	3.7	4.4	4.7	4.6	4.6
Avg cost of fund	0.9	1.4	1.8	1.6	1.5
NII / operating income	78.7	80.9	81.3	80.8	80.8
Non-II / operating income	21.3	19.1	18.7	19.2	19.2
Fee income / operating income	15.8	14.7	13.9	14.4	14.5
Normalized net margin	21.6	26.1	30.4	34.4	37.8
Cost-to-income	45.7	44.3	43.8	43.5	42.2
Credit cost - provision exp / loans	1.3	1.3	1.5	1.2	1.1
PPP / total assets	2.0	2.2	2.2	2.2	2.3
PPP / total equity	16.6	17.6	16.6	16.2	16.5
ROA	0.8	1.0	1.2	1.3	1.5
ROE	6.6	8.2	9.0	9.8	10.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>Liquidity and Quality Ratio (%)</b>					
Loan-to-deposit	98.3	95.8	93.9	93.7	93.5
Loan-to-deposit & S-T borrowing	98.3	95.8	93.8	93.6	93.5
Net loan / assets	72.6	69.8	67.9	67.5	67.0
Net loan / equity	605.7	555.1	510.1	493.4	475.6
Investment / assets	11.6	9.8	10.0	9.8	9.7
Deposit / liabilities	87.1	86.9	87.6	87.6	87.6
Liabilities / equity	733.9	695.5	650.8	631.4	609.9
Net interbank lender (Bt m)	102,793	179,692	200,000	216,200	233,364
Tier 1 CAR	16.3	17.0	17.0	17.3	17.7
Tier 2 CAR	3.7	3.7	3.6	3.5	3.4
Total CAR	20.0	20.7	20.6	20.8	21.1
<b>Solid balance sheet</b>					
NPLs (Bt m)	41,707	41,006	41,000	41,410	42,238
NPLs / Total loans (NPL Ratio)	3.0	3.1	3.2	3.2	3.2
Loan-Loss-Coverage	137.6	154.9	166.7	168.7	169.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

## DISCLAIMER

### ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

**SETTRADE:** You acknowledge that the use of data, information or service displayed and/or contained in this website may require third party's data, content or software which is subject to the terms of third party provider. By accessing and/or using of such certain data, you acknowledge and agree to comply with and be bound by the applicable third party terms specified below.

ESG Scores by Third Party data from www.SETTRADE.com

1. MSCI (CCC- AAA)
2. ESG Book (0-100)
3. Refinitiv (0-100)
4. S&P Global (0-100)
5. Moody's ESG Solutions (0-100)
6. SET ESG Rating (BBB-AAA)

### SETESG Index (SETESG)

The SETESG Index reflects the price movement of stock of companies that have sustainable business practices which consider environmental, social and governance (ESG) aspect.

SET Index, SET50 Index, SET100 Index and all indices calculated by the Stock Exchange of Thailand ( "SET" ) (collectively called "SET Index Series" ) are the registered trademarks/service marks solely owned by, and proprietary to SET. Any unauthorized use of SET Index Series is strictly prohibited. All information provided is for information purposes only and no warranty is made as to its fitness for purpose, satisfactory quality or otherwise. Every effort has been made to ensure that all information given is accurate, but no responsibility or liability (including in negligence) can be accepted by SET for errors or omissions or for any losses arising from the use of this information.

### SET ESG Index (SET ESG)

Currently, long-term investment guidelines abroad are beginning to focus on investing in companies that have sustainable business practices. which considers environmental, social and governance factors (Environmental, Social and Governance or ESG) of the company in making investment decisions along with analyzing the company's financial data.

Stock Exchange Has prepared the results of evaluating sustainable stocks which are stocks of listed companies (SETESG Rating) as an alternative for investors who want to invest in stocks of listed companies that are outstanding in ESG, including to support listed companies with operations. sustainable business Taking into account all stakeholders in both social and environmental aspects. There is a management process to create sustainability for the organization, such as risk management. Supply chain management and innovation development. Therefore, the SETESG index was created to be an index that reflects the price movement of a group of securities. of companies with sustainable business operations that meet the required size and liquidity criteria

### ESG Book's Disclaimer

Arabesque S-Ray GmbH, also trading as "ESG Book", is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organised under the laws of Germany with registered number HRB 113087 in the commercial register of the local court with its seat and business address at Zeppelinallee 15, 60325 Frankfurt am Main, Germany (hereinafter "ESG Book"). ESG Book, with its UK branch and local subsidiaries, is a provider of sustainability data and advisory services and operates the sustainability data platform ESG Book. ESG Book does not offer any regulated financial services nor products. This document is provided on a confidential basis by ESG Book and is for information purposes only; accordingly, it is not a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in any trading activities nor should it be construed as a recommendation or advice on the merits of investing in any financial product. THIRD PARTY INFORMATION. Certain information contained in this document has been obtained from sources outside ESG Book. While such information is believed to be reliable for the purposes used herein, no representations are made as to the accuracy or completeness thereof and neither ESG Book nor its affiliates take any responsibility for such information. To the extent this document contains any links to third party websites, such links are provided as a convenience and for informational purposes only; they do not constitute an endorsement or an approval by ESG Book of any of the products, services or opinions of the corporations or organization or individual operating such third party websites. ESG Book bears no responsibility for the accuracy, legality or content of the external site or for that of subsequent links. RELIANCE – ESG Book makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein, and accepts no liability for any loss, of whatever kind, howsoever arising, in relation thereto, and nothing contained herein should be relied upon. CONFIDENTIALITY. This document contains highly confidential information regarding ESG Book's strategy and organization. Your acceptance of this document constitutes your agreement to keep confidential all the information contained in this document, as well as any information derived by you from the information contained in this document and not disclose any such information to any other person. This document may not be copied, reproduced, in any way used or disclosed or transmitted, in whole or in part, to any other person.

### MSCI ESG Research LLC

"Certain information @2021 MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission"

"Although [User ENTITY NAME's] information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, non of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

Score range	Description
CCC - B	<b>LAGGARD:</b> A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	<b>AVERAGE :</b> A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	<b>LEADER:</b> A company leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities

### The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) are a family of best-in-class benchmarks for investors who have recognized that sustainable business practices are critical to generating long-term shareholder value and who wish to reflect their sustainability convictions in their investment portfolios. The family was launched in 1999 as the first global sustainability benchmark and tracks the stock performance of the world's leading companies in terms of economic, environmental and social criteria. Created jointly by S&P Dow Jones Indices and SAM, the DJSI combine the experience of an established index provider with the expertise of a specialist in Sustainable Investing to select the most sustainable companies from across 61 industries. The indices serve as benchmarks for investors who integrate sustainability considerations into their portfolios, and provide an effective engagement platform for investors who wish to encourage companies to improve their corporate sustainability practices.

### S&P Global Market Intelligence

Copyright © 2021, S&P Global Market Intelligence (and its affiliates as applicable). Reproduction of any information, opinions, views, data or material, including ratings ("Content") in any form is prohibited except with the prior written permission of the relevant party. Such party, its affiliates and suppliers ("Content Providers") do not guarantee the accuracy, adequacy, completeness, timeliness or availability of any Content and are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, or for the results obtained from the use of such Content. In no event shall Content Providers be liable for any damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including lost income or lost profit and opportunity costs) in connection with any use of the Content. A reference to a particular investment or security, a rating or any observation concerning an investment that is part of the Content is not a recommendation to buy, sell or hold such investment or security, does not address the suitability of an investment or security and should not be relied on as investment advice. Credit ratings are statements of opinions and are not statements of fact.

ESG risk combines the concepts of management and exposure to arrive at an absolute assessment of ESG risk. We identify five categories of ESG risk severity that could impact a company's enterprise value

### Moody's ESG Solutions

© 2022 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. and/or their licensors and affiliates (collectively, "MOODY'S"). All rights reserved.

CREDIT RATINGS ISSUED BY MOODY'S CREDIT RATINGS AFFILIATES ARE THEIR CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES, AND MATERIALS, PRODUCTS, SERVICES AND INFORMATION PUBLISHED BY MOODY'S (COLLECTIVELY, "PUBLICATIONS") MAY INCLUDE SUCH CURRENT OPINIONS. MOODY'S DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT OR IMPAIRMENT. SEE APPLICABLE MOODY'S RATING SYMBOLS AND DEFINITIONS PUBLICATION FOR INFORMATION ON THE TYPES OF CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS ADDRESSED BY MOODY'S CREDIT RATINGS. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS, NON-CREDIT ASSESSMENTS ("ASSESSMENTS"), AND OTHER OPINIONS INCLUDED IN MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. MOODY'S PUBLICATIONS MAY ALSO INCLUDE QUANTITATIVE MODEL-BASED ESTIMATES OF CREDIT RISK AND RELATED OPINIONS OR COMMENTARY PUBLISHED BY MOODY'S ANALYTICS, INC. AND/OR ITS AFFILIATES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT CONSTITUTE OR PROVIDE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT AND DO NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MOODY'S ISSUES ITS CREDIT RATINGS,

## DISCLAIMER

ASSESSMENTS AND OTHER OPINIONS AND PUBLISHES ITS PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS, AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS OR PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT MOODY'S PRIOR WRITTEN CONSENT.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY ANY PERSON AS A BENCHMARK AS THAT TERM IS DEFINED FOR REGULATORY PURPOSES AND MUST NOT BE USED IN ANY WAY THAT COULD RESULT IN THEM BEING CONSIDERED A BENCHMARK.

All information contained herein is obtained by MOODY'S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. MOODY'S adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources MOODY'S considers to be reliable including, when appropriate, independent third-party sources. However, MOODY'S is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the rating process or in preparing its Publications.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability to any person or entity for any indirect, special, consequential, or incidental losses or damages whatsoever arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information, even if MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers is advised in advance of the possibility of such losses or damages, including but not limited to: (a) any loss of present or prospective profits or (b) any loss or damage arising where the relevant financial instrument is not the subject of a particular credit rating assigned by MOODY'S.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability for any direct or compensatory losses or damages caused to any person or entity, including but not limited to by any negligence (but excluding fraud, willful misconduct or any other type of liability that, for the avoidance of doubt, by law cannot be excluded) on the part of, or any contingency within or beyond the control of, MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers, arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information.

NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY CREDIT RATING, ASSESSMENT, OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY'S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.

Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc. have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc. for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from \$1,000 to approximately \$5,000,000. MCO and Moody's Investors Service also maintain policies and procedures to address the independence of Moody's Investors Service credit ratings and credit rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold credit ratings from Moody's Investors Service and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at [www.moody's.com](http://www.moody's.com) under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy."

Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors.

Additional terms for Japan only: Moody's Japan K.K. ("MJJK") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Group Japan G.K., which is wholly-owned by Moody's Overseas Holdings Inc., a wholly-owned subsidiary of MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of MJJK. MSFJ is not a Nationally Recognized Statistical Rating Organization ("NRSRO"). Therefore, credit ratings assigned by MSFJ are Non-NRSRO Credit Ratings. Non-NRSRO Credit Ratings are assigned by an entity that is not a NRSRO and, consequently, the rated obligation will not qualify for certain types of treatment under U.S. laws. MJJK and MSFJ are credit rating agencies registered with the Japan Financial Services Agency and their registration numbers are FSA Commissioner (Ratings) No. 2 and 3 respectively.

Additional terms for Hong Kong only: Any Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the Hong Kong Securities and Futures Ordinance ("SFO") is issued by Vigeo Eiris Hong Kong Limited, a company licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission to carry out the regulated activity of advising on securities in Hong Kong. This Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the SFO is intended for distribution only to "professional investors" as defined in the SFO and the Hong Kong Securities and Futures (Professional Investors) Rules. This Second Party Opinion or other opinion must not be distributed to or used by persons who are not professional investors.

MJJK or MSFJ (as applicable) hereby disclose that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MJJK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to MJJK or MSFJ (as applicable) for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY125,000 to approximately JPY550,000,000.

MJJK and MSFJ also maintain policies and procedures to address Japanese regulatory requirements.

### Refinitiv ESG

These Terms of Use govern your access or use of the ESG information and materials on the Refinitiv website and any AI powered voice assistance software ("Refinitiv ESG Information"). 2020© Refinitiv. All rights reserved. Refinitiv ESG Information is proprietary to Refinitiv Limited and/or its affiliates ("Refinitiv").

The Refinitiv ESG Information is for general informational and non-commercial purposes only. Reproduction, redistribution or any other form of copying or transmission of the Refinitiv ESG Information is prohibited without Refinitiv's prior written consent.

All warranties, conditions and other terms implied by statute or common law including, without limitation, warranties or other terms as to suitability, merchantability, satisfactory quality and fitness for a particular purpose, are excluded to the maximum extent permitted by applicable laws. The Refinitiv ESG Information is provided "as is" and Refinitiv makes no express or implied warranties, representations or guarantees concerning the accuracy, completeness or currency of the information in this service or the underlying Third Party Sources (as defined below). You assume sole responsibility and entire risk as to the suitability and results obtained from your use of the Refinitiv ESG Information.

The Refinitiv ESG Information does not amount to financial, legal or other professional advice, nor does it constitute: (a) an offer to purchase shares in the funds referred to; or (b) a recommendation relating to the sale and purchase of instruments; or (c) a recommendation to take any particular legal, compliance and/or risk management decision. Investors should remember that past performance is not a guarantee of future results.

The Refinitiv ESG Information will not be used to construct or calculate and index or a benchmark, used to create any derivative works or used for commercial purposes. Refinitiv's disclaimer in respect of Benchmark Regulations applies to the Refinitiv ESG Information.

No responsibility or liability is accepted by Refinitiv its affiliates, officers, employees or agents (whether for negligence or otherwise) in respect of the Refinitiv ESG Information, or for any inaccuracies, omissions, mistakes, delays or errors in the computation and compilation of the Refinitiv ESG Information (and Refinitiv shall not be obliged to advise any person of any error therein). For the avoidance of doubt, in no event will Refinitiv have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) relating to any use of the Refinitiv ESG Information.

You agree to indemnify, defend and hold harmless Refinitiv from and against any claims, losses, damages, liabilities, costs and expenses, including, without limitation, reasonable legal and experts' fees and costs, as incurred, arising in any manner out of your use of, or inability to use, any Information contained on the Refinitiv web site or obtained via any AI powered voice assistance software.

You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.

By accepting these Terms of Use you are also expressly agreeing to the following Refinitiv's website Terms of Use.

Refinitiv ESG scores are derived from third party publicly available sources ("Third Party Sources") and are formulated on the basis of Refinitiv own transparent and objectively applied methodology. Refinitiv's ESG Information methodology can be accessed here.

Score range	Description	
0 to 25	First Quartile	Scores within this range indicates poor relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 25 to 50	Second Quartile	Scores within this range indicates satisfactory relative ESG performance and moderate degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 50 to 75	Third Quartile	Scores within this range indicates good relative ESG performance and above average degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 75 to 100	Fourth Quartile	Score within this range indicates excellent relative ESG performance and high degree of transparency in reporting material ESG data publicly.

**CG Report** : by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD), Established in December 1999, the Thai IOD is a membership organization that strives to promote professionalism in directorship. The Thai IOD offers directors certification and professional development courses, provides a variety of seminars, forums and networking events, and conducts research on board governance issues and practices. Membership comprises board members from companies ranging from large publicly listed companies to small private firms.

90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
80-89	▲▲▲▲	Very Good
70-79	▲▲▲	Good
60-69	▲▲	Satisfactory
50-59	▲	Pass
Below		N/A

## Disclaimers

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

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

### Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

### Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

**หมายเหตุ:** บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TCAP) ถือหุ้น 89.96% ในบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP ยังเป็นผู้ถือหุ้น 100% ในบริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดย TCAP และ Thanachart SPV1 Co. Ltd ถือหุ้นรวมกันทั้งทางตรงและทางอ้อมใน บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) อยู่ในสัดส่วนร้อยละ 60

**หมายเหตุ:** บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.35 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

**หมายเหตุ:** บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรสมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

**หมายเหตุ:**\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น Joint Lead Underwriter ให้กับบริษัท บริษัท ยูโรเอเชีย โทเทิล โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) Euroasia Total Logistics Pcl (ETL) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

**หมายเหตุ:**\* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท ศรีสวัสดิ์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 4/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2570-72 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

**หมายเหตุ:**\* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 7/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2569-71 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

## Thanachart Research Team

### หัวหน้าฝ่าย, Strategy

พิมพ์ผกา นิจารุณ, CFA  
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์, CFA  
adisak.phu@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ  
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

### สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์  
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

### อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติมน้ำมัน

พัทธดนย์ บุญนาค  
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

### อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์  
phannarai.von@thanachartsec.co.th

### ยานยนต์, หินผุ, Property Fund, REITs, บันทึกลง

รตา ลิ้มสุทธิวันภูมิ  
rata.lim@thanachartsec.co.th

### ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

สรชดา ศรทรง  
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

### ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์  
saksid.pha@thanachartsec.co.th

### Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุโณทัย  
siripom.aru@thanachartsec.co.th

### พลังงาน, อิเล็กทรอนิกส์

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ  
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

### นักวิเคราะห์, แพลตฟอร์ม

ลาภินี ทิพยมณฑล  
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ธรรมบำรุง  
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ คุณเจริญไพศาล  
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์  
sittichet.run@thanachartsec.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA  
naripom.kla@thanachartsec.co.th

## Data Support Team

### มณฑุณี เพชรแสงใสกุล

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

### เกษมรัตน์ จิตกุล

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

### วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

varathip.run@thanachartsec.co.th

### สุนทร รักษาวัต

sunet.rak@thanachartsec.co.th

### สุขสวัสดิ์ ลิ้มวณิชประภาณี

suksawat.lim@thanachartsec.co.th

### สุจินตนา สภาพร

sujintana.sth@thanachartsec.co.th

## Thanachart Securities Pcl.

Research Team

18 Floor, MBK Tower

444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330

Tel: 662 -779-9119

Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th