

# Banking

Rating

## Neutral

(Downgraded from Overweight)

### 10 ประเด็นสำคัญจากผลการดำเนินงานใน 3Q23 เราปรับคำแนะนำลงสู่ระดับ Neutral

#### Sector summary

52-week high:		412
52-week low:		357
Avg. Daily Turnover:	(THB m)	15107.2
	(USD m)	418.0

#### Sector index / rel. to SET



Source: Bloomberg Finance LP

Performance (%)	1m	3m	12m
Banking	-3.4	-4.6	-0.7
SET	-8.6	-8.7	-12.6

#### Top picks : BBL, SCB

#### Companies featured

Ticker	Rec	TP (Bt)	+/- (%)
BAY	HOLD from BUY	31 from 37	6
BBL	BUY	195 from 173	20
KBANK	HOLD from BUY	142 from 160	6
KKP	HOLD from BUY	53 from 75	7
KTB	HOLD from BUY	21.3 from 19.4	10
SCB	BUY	122 from 130	24
TTB	HOLD	1.62 from 1.52	-3

Source: TISCO Research

Tanawat Ruenbanterng

ID: 074361

(66) 2633 6484

Tanawatr@tisco.co.th

#### Downgrade กลุ่มภาคธนาคารไทยลงสู่ระดับ Neutral เนื่องจากผลประกอบการมีแนวโน้มผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว

เราปรับลดอันดับกลุ่มภาคธนาคารไทยลงสู่ระดับเป็นกลางสำหรับปีหน้า ส่วนต่างรายได้ดอกเบี้ยสุทธิ (NIM) ซึ่งเป็นตัวแรงผลประกอบการปีนี้มีแนวโน้มอ่อนตัวลง องค์กรประกอบอื่นๆ รวมถึงสินเชื่อ รายได้ค่าธรรมเนียม และการลดต้นทุนด้านเครดิต อาจไม่เพียงพอที่จะชดเชย NIM ที่ลดลง ดังนั้นเราจึงคาดว่าผลประกอบการของกลุ่มจะลดลง yoy ด้วยแนวโน้มเช่นนี้ เราเชื่อว่าภาคธนาคารอาจไม่ปรับตัวดีกว่าตลาดเหมือนอย่างที่เคยทำมาในปีนี้

#### ปรับ KBANK/KTB/BAY/KKP เป็น “ถือ”

แนวโน้มกำไรที่ตกต่ำมากขึ้นส่งผลให้ราคาเป้าหมายของธนาคารไทยลดลงและคำแนะนำสำหรับ KBANK/KTB/BAY/KKP ปรับลดจาก “ซื้อ” เป็น “ถือ” สำหรับ KBANK กระบวนการปรับงบดุลอย่างต่อเนื่องน่าจะจำกัดส่วนต่างของธนาคาร KTB คาดว่า NIM จะถูกกดดันในปีหน้าจากต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้นและการปล่อยสินเชื่อแก่รัฐบาลที่เพิ่มขึ้น ความสามารถในการทำกำไรที่ลดลงน่าจะช่วยลดการกลับตัวของหุ้น เช่นเดียวกับ KBANK, BAY กำลังได้รับผลกระทบจากปัญหาคุณภาพสินทรัพย์ โดยเฉพาะอย่างยิ่งการดำเนินงานในต่างประเทศ KKP เป็นอีกหนึ่งธนาคารที่ต้องการเวลามากขึ้นในการแก้ไขปัญหา NPL ที่เพิ่มขึ้น

#### 10 ประเด็นสำคัญจากผลประกอบการ 3Q

การพัฒนาใน 3Q23 มีบทบาทสำคัญในการกำหนดมุมมองของเราข้างต้น แม้ว่า NIM จะประหลาดใจกับ upside เชิงบวกใน 3Q23 แต่เราเชื่อว่าจะถึงจุดสูงสุดใน 4Q23 ก่อนที่จะลดลงในปีหน้าเนื่องจากต้นทุนทางการเงินเพิ่มขึ้น สินเชื่อยังคงชะลอตัวอย่างต่อเนื่องและแนวโน้มในปีหน้ายังคงไม่ชัดเจน Opex เพิ่มขึ้นอย่างแข็งแกร่ง และจะสร้างแรงกดดันต่อผลประกอบการเมื่อผลกระทบบของ NIM จางหายไป นอกจากนี้เรายังกังวลว่าข้อมูลที่จำกัดจากผู้บริหารที่ไม่ได้ช่วยในการประเมินมูลค่าของธนาคาร ในรายงานนี้ เรายังพูดถึงถึงเรื่องราวแปลกประหลาดที่ KBANK (การปรับงบดุลที่กำลังดำเนินอยู่), SCB (ปัญหา Gen-II), BAY (การเข้าซื้อกิจการล่าสุด) และต้นทุนเครดิตของ KKP ที่นำไปสู่การเปลี่ยนแปลงกลยุทธ์การให้กู้ยืม)

## 10 ประเด็นสำคัญสำหรับใน 3Q23

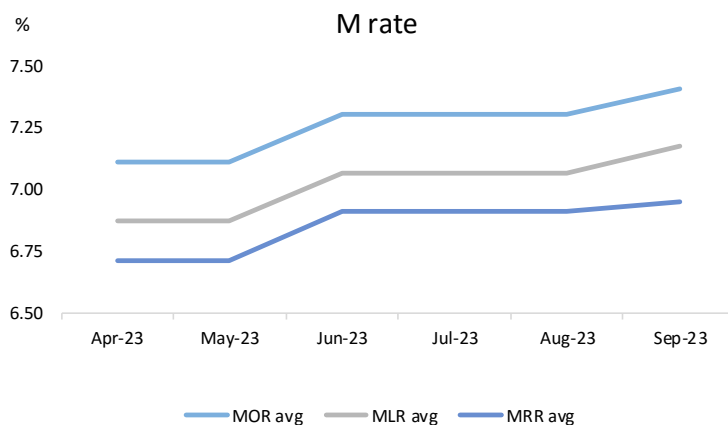
### 1. NIM เป็นเรื่องที่น่าประหลาดใจที่สุดและน่าจะยังคงแข็งแกร่งใน 4Q

ธนาคาร 7 แห่งภายใต้การวิเคราะห์ของเรามีกำไรสุทธิรวม 5.67 หมื่นล้านบาท (+12%yoy-3%qoq) ดีกว่าที่เราคาด/consensus ราวๆ 3% ปัจจัยสำคัญเบื้องหลังผลประกอบการที่ดีกว่าคาด คือ NIM ซึ่งขยายตัว 19bps qoq (เทียบกับ +4bps ที่คาดไว้) ธนาคารแห่งประเทศไทยขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย 2 ครั้งในช่วง 2 ส.ค. และ 27 ก.ย.) ขณะที่ธนาคารพาณิชย์ไม่ได้ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายครั้งแรกด้วยตนเอง แต่กลับทำเป็นครั้งที่สอง เนื่องจากการขึ้นดอกเบี้ยครั้งที่สองเกิดขึ้นช้ามากในไตรมาสนี้ เราจึงคาดว่าผลกระทบจะน้อยมาก อย่างไรก็ตาม ผลกระทบได้รับการพิสูจน์แล้วว่ามากกว่าที่คาดไว้ และด้วยเหตุนี้ตัวเลขจึงสูงกว่าที่เราคาดการณ์ไว้

ปัจจัยสำคัญในการขยาย NIM ที่แข็งแกร่ง คือ ผลกระทบจากการปรับอัตรา M-rate ใน 2Q23 หลังการปรับขึ้นของ BOT เมื่อวันที่ 31 พฤษภาคม สำหรับ 2Q NIM ได้รับผลกระทบเพียงเดือนเดียว แต่ใน 3Q ได้รับผลกระทบอย่างเต็มที่ ทั้งนี้ธนาคารบางแห่ง (เช่น SCB/TTB) พยายามเสนอสินเชื่อที่ให้ผลตอบแทนสูงเพื่อเพิ่มอัตราผลตอบแทนของสินเชื่อ แต่ผลกระทบมีน้อยเนื่องจากการจัดสรรพอร์ตสินเชื่อดังกล่าวต้องใช้เวลา

ดังนั้น NIM 4Q23 น่าจะยังแข็งแกร่งเช่นกัน ผลกระทบยกยอดจากการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของ BOT ในวันที่ 27 กันยายน จะช่วยหนุน NIM ของ 4Q23 ได้ดีขึ้น ซึ่งช่วยลดผลประกอบการโดยรวม อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าธนาคารแห่งประเทศไทยได้เสร็จสิ้นการปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายให้เป็นปกติแล้ว เนื่องจากขณะนี้อัตราดอกเบี้ยนโยบายที่แท้จริงดูเหมือนจะเป็นบวก (อัตราดอกเบี้ยนโยบายอยู่ที่ 2.5% เทียบกับอัตราเงินเฟ้อทั่วไปที่ธนาคารแห่งประเทศไทยคาดการณ์ไว้ที่ 1.6%/2.6%) ดังนั้น NIM จึงน่าจะถึงจุดสูงสุดในช่วงนี้

Figure 1. M rate increases in early Jun and late Sep



Source: The Bank of Thailand (BOT), TISCO Research

### 2. ในปีหน้า การรักษา NIM ไว้จะเป็นสิ่งที่ท้าทาย

แม้ว่าผู้เข้าร่วมตลาดบางรายอาจเชื่อว่า NIM สามารถคงไว้ได้ในปีหน้า เนื่องจากคาดว่าธนาคารแห่งประเทศไทยจะคงอัตราดอกเบี้ยไว้ไม่เปลี่ยนแปลงตลอดปี 2024 แต่เราคาดว่า NIM จะได้รับแรงกดดัน

เป็นเรื่องยากที่ธนาคารจะปรับอัตราดอกเบี้ยเมื่อธนาคารแห่งประเทศไทยคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้เท่าเดิม ดังนั้น การเปลี่ยนแปลงใน NIM ในอนาคตจะขึ้นอยู่กับ การปรับราคาผลิตภัณฑ์และการผสมผสานสินทรัพย์/หนี้สิน (เช่น สินเชื่อและสินทรัพย์รายได้อื่นๆ/เงินฝาก และการกู้ยืมอื่นๆ)

ผลกระทบของการปรับราคาใหม่จะเห็นได้จากผลิตภัณฑ์ทั้งสินทรัพย์และหนี้สินที่มีอัตราคงที่โดยมีระยะเวลาปานกลาง (เช่น 1-3 ปี) สำหรับด้านสินทรัพย์ สัดส่วนที่มีขนาดใหญ่ได้แก่ สินเชื่อรถยนต์ (และสินทรัพย์ตราสารหนี้ที่มีระยะเวลา 1-3 ปี และจัดประเภทเป็นหลักทรัพย์ลงทุนในตราสารหนี้ที่วัดด้วยราคาทุนตัดจำหน่าย ซึ่งเราเชื่อว่ามีขนาดไม่ใหญ่สำหรับธนาคารส่วนใหญ่) ผลกระทบของช่องทางนี้ไม่มากนักแต่น่าประหลาดใจเนื่องจากมีการแข่งขันสูงในตลาดลิสซิ่ง โดยเฉพาะรถยนต์ใหม่ เราสังเกตว่าแม้อัตราดอกเบี้ยนโยบายจะเพิ่มขึ้น 200bps ในรอบนี้ แต่อัตราดอกเบี้ยของสินเชื่อเช่าซื้อบางส่วนก็แทบไม่เพิ่มขึ้นเลย เนื่องจากสินเชื่อรถยนต์คิดเป็นสัดส่วนเพียง 7% ของสินเชื่อรวมโดยเฉลี่ย และกระจุกตัวอยู่ในธนาคารขนาดเล็กมากกว่าธนาคารขนาดใหญ่ อย่างไรก็ตาม ผลกระทบเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนสินเชื่อจึงควรมีน้อย

Figure 2. Loan breakdown

Loan breakdown as of 3Q23 (Bt m)	BAY	KKP	KTB	SCB	TTB	TISCO
Corporate	712,131	56,534	735,709	875,349	430,429	57,574
SME	335,466	61,542	294,089	419,679	108,437	12,569
Retail	969,240	271,923	1,149,900	1,160,619	823,763	157,634
Mortgage	281,810	54,554	482,859	757,832	313,341	9,333
Automobile loans	430,879	191,293	3,964	175,313	399,110	107,876
Consumer loans	256,551	26,076	663,077	227,474	71,551	40,425
Gov&SoE			450,931			
Other		11,764	325			4,017
<b>Total</b>	<b>2,016,837</b>	<b>401,763</b>	<b>2,630,954</b>	<b>2,455,647</b>	<b>1,362,629</b>	<b>231,794</b>

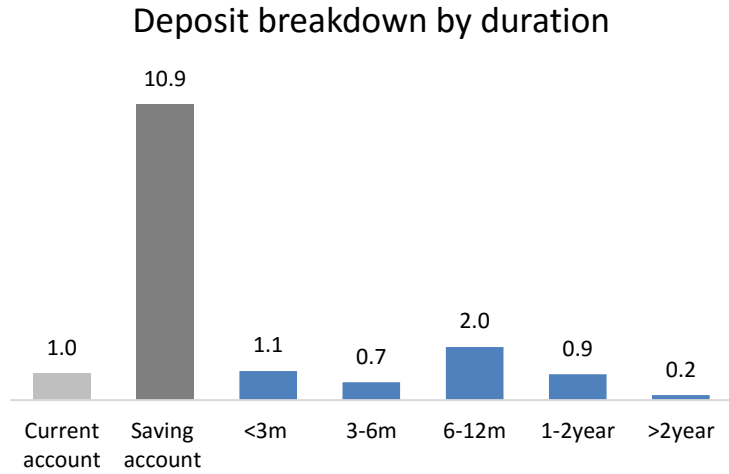
  

Loan breakdown as of 3Q23 (%)	BAY	KKP	KTB	SCB	TTB	TISCO
Corporate	35%	14%	28%	36%	32%	25%
SME	17%	15%	11%	17%	8%	5%
Retail	48%	68%	44%	47%	60%	68%
Mortgage	14%	14%	18%	31%	23%	4%
Automobile loans	21%	48%	0%	7%	29%	47%
Consumer loans	13%	6%	25%	9%	5%	17%
Gov&SoE			17%			
Other		3%	0%			2%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Source: Company data, TISCO Research

แต่ผลกระทบของการปรับดอกเบี้ยในด้านหนี้สินมีแนวโน้มที่จะมีผลกระทบมากกว่าเนื่องจากมีความเกี่ยวข้องกับเงินฝากประจำ (TD) ต่างจากสินเชื่อรถยนต์ อัตราเหล่านี้เพิ่มขึ้น 69-187bps อัตราดอกเบี้ยนี้มีความสำคัญมากด้วย TD คิดเป็น 29% ของเงินฝากทั้งหมด โดย 80% จะครบกำหนดชำระภายใน 1 ปี ด้วยผลกระทบที่มากขึ้นในด้านหนี้สินเทียบกับด้านสินทรัพย์ NIM จะเผชิญกับแรงกดดันให้ลดลง

Figure 3. Sector deposit breakdown by product

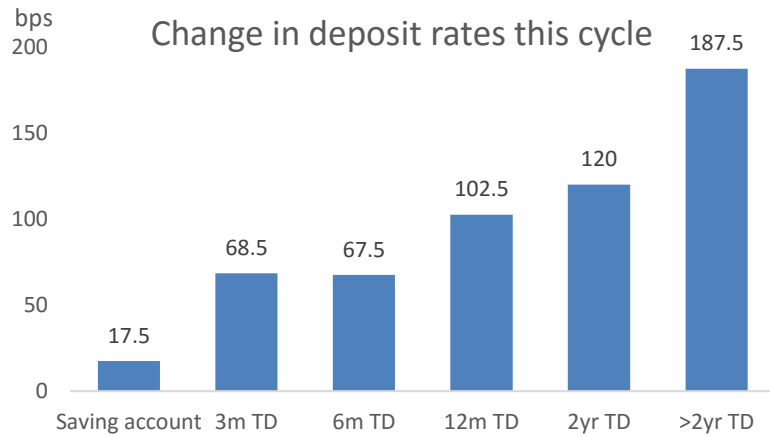


Source: BOT, TISCO Research

เราเชื่อว่าแม้ว่าผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงส่วนประสมผลิตภัณฑ์จะมีน้อย แต่ผลกระทบของส่วนประสมหนี้สินควรมากกว่าผลกระทบของส่วนประสมสินทรัพย์ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในระยะสั้น ด้วยเหตุผลสองประการ ประการแรกระยะเวลาในด้านสินทรัพย์จะมากกว่าด้านหนี้สิน ในด้านสินทรัพย์ ผลกระทบที่สำคัญต่อผลตอบแทนรวมจากการเปลี่ยนแปลงองค์ประกอบต้องใช้เวลาอาจเป็นหลายปี เมื่อพิจารณาจากระยะเวลาที่มากขึ้น สินเชื่อรถยนต์เป็นผลิตภัณฑ์หลัก และลูกค้าบางรายได้รับเงินไชนานถึง 7 ปี แต่ในด้านหนี้สินนั้น เป็นเรื่องยากที่ธนาคารจะนำเสนอผลิตภัณฑ์เงินฝากที่มีระยะเวลานานกว่า 2 ปี และส่วนนี้คิดเป็นเพียง 1% ของเงินฝากทั้งหมด

ประการที่สอง อุปสงค์/อุปทานสำหรับด้านหนี้สินได้รับการสนับสนุนมากกว่าด้านสินทรัพย์ การเปลี่ยนแปลงส่วนผสมสินเชื่อทำให้อาคารต้องแปลงสินเชื่อประเภทหนึ่งไปเป็นอีกประเภทหนึ่ง (เช่น สินเชื่อรถยนต์ใหม่เป็นสินเชื่อทะเบียนรถ) ซึ่งมีแนวโน้มที่จะเกี่ยวข้องกับฐานลูกค้าที่แตกต่างกัน แต่ด้านหนี้สินลูกค้าจะคล้ายกันมากกว่าทำให้เปลี่ยนสินเชื่อได้ง่ายขึ้น (จากบัญชี CASA เป็นบัญชี TD) นอกจากนี้ ในวงจรการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนี้ การเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากส่วนใหญ่กระจุกตัวอยู่ใน TD ในขณะที่อัตรา CASA เพิ่มขึ้นเพียงเล็กน้อย (ผลิตภัณฑ์ CASA บางอย่างไม่ได้เพิ่มขึ้นเลย) กระตุ้นให้เกิดการแปลงเงินฝาก CASA เป็น TD ไม่ต้องพูดถึงว่าอัตราการอนุมัติสำหรับผลิตภัณฑ์การให้ยืมไม่ใช่ 100% และต้องใช้เวลา ในขณะที่อัตราการอนุมัติสำหรับ TD คือ 100% และจะแล้วเสร็จภายในไม่กี่ชั่วโมง โดยสรุป เราเห็นการเปลี่ยนแปลงที่มากขึ้นในส่วนประสมหนี้สินและส่วนประสมสินทรัพย์ ซึ่งสร้างแรงกดดันต่อ NIM โดยรวมมากขึ้น

Figure 4. Deposit rates



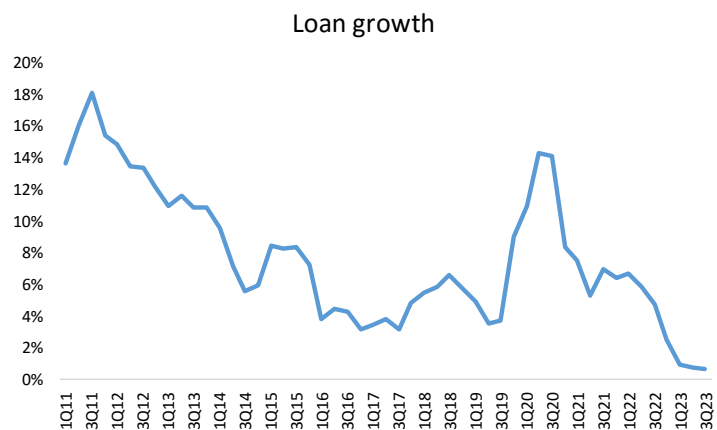
Source: BOT, TISCO Research

นี่คือสถานการณ์ที่เราเห็นว่าจะเกิดขึ้นในปีงบประมาณ 2024 โดยเพิ่มความน่าจะเป็นที่ NIM จะลดลง qoq จาก 1Q24 เป็นต้นไป

3. สินเชื่อมีแนวโน้มที่จะหดตัวลง YoY

สินเชื่อชะลอตัวลง yoy เป็น 0.6% ซึ่งเป็นตัวเลขต่ำสุดในรอบหลายปี ต่างจากไตรมาสก่อนๆ ที่การอ่อนตัวกระจุกอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรม การเติบโตของสินเชื่อที่อ่อนตัวลงในครั้งนี้เป็นไปในวงกว้าง เราสังเกตว่าลูกค้าองค์กรบางรายกลับมากู้ยืมเงินจากธนาคารเนื่องจากความผันผวนในตลาดตราสารหนี้ ธนาคารต่างๆ ยังคงลดการเปิดรับ SME ลง แต่การเติบโตของสินเชื่อรายย่อยก็ดูอ่อนแอลงเช่นกัน โดยสินเชื่อรถยนต์หดตัว ในขณะที่สินเชื่อจำนองและสินเชื่ออุปโภคบริโภคขยายตัวได้ปานกลางเท่านั้น

Figure 5. Loan growth



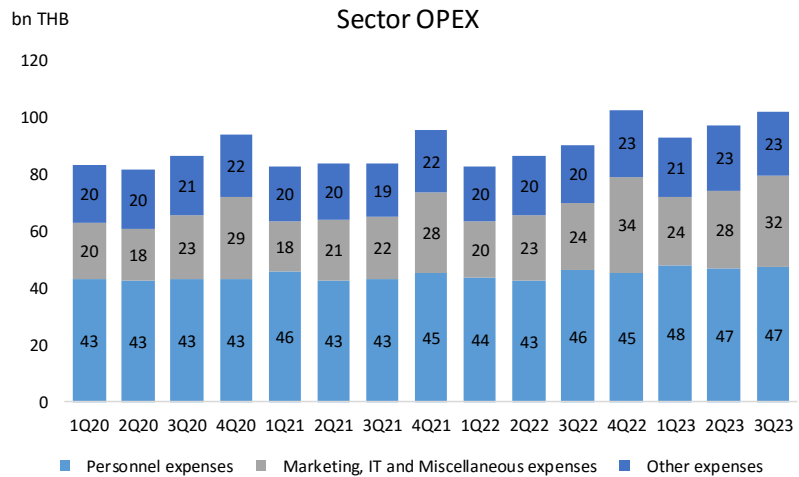
Source: Company data, TISCO Research

เราคาดว่ากำไรเติบโตของสินเชื่อจะยังคงอ่อนแอในปีหน้าโดยเฉพาะสินเชื่อรายย่อย มาตรการผ่อนปรนของธนาคารแห่งประเทศไทย รวมถึงโครงการปรับโครงสร้างหนี้ Blue/Orange จะสิ้นสุดลง และการชำระหนี้ผ่านบัตรเครดิตขั้นต่ำจะเพิ่มขึ้นจาก 5% เป็น 8% อย่างไรก็ตาม ธนาคารแห่งประเทศไทยจะยกระดับมาตรการควบคุมหนี้ครัวเรือนจำกัดโอกาสการเติบโตของสินเชื่อ wild card สำหรับปีหน้าคือกลุ่มบริษัท หากรัฐบาลตัดงบประมาณรายได้อาจเพิ่มขึ้น เราอาจหรือเพิ่มเติมเกี่ยวกับปัญหานี้ในแนวโน้มกลุ่มธนาคารสำหรับ 2024 ที่กำลังจะมาถึง

4. การเติบโตของ Opex ดูน่าตกใจ

สิ่งที่น่าสนใจ คือ opex เพิ่มขึ้นอย่างมาก (+13%yoy+5%qoq) แม้ว่าธนาคารต่างๆ จะมองอัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ (CIR) ได้รับการควบคุมอย่างดี แต่เป็นผลมาจากการขยายธุรกิจที่แข็งแกร่ง และในทางกลับกัน ก็ได้รับแรงผลักดันจากอัตราดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้นมากกว่าความสามารถในการผลิตที่เพิ่มขึ้น ดังนั้น opex อาจไม่จำเป็นต้องเพิ่มขึ้นมากนักเนื่องจากธนาคารได้ดำเนินการเพียงเล็กน้อยเท่านั้นสำหรับการเพิ่มกำไรดังกล่าว

Figure 6. Sector OPEX



Source: Company data, TISCO Research

เราเห็นบางประเด็นที่น่าสนใจเช่น ประการแรก รายได้ที่ช่วยให้ธนาคารมีการใช้จ่ายฟุ่มเฟือย เช่นทำการตลาด สิ่งนี้สามารถตัดได้เมื่อการเติบโตของรายได้ช้าลง ประการที่สอง การใช้จ่ายด้านไอทียังคงขับเคลื่อนการดำเนินงานโดยรวม นี่เป็นข้อกังวลเพราะหากการดำเนินงานล่าช้า ธนาคารก็ไม่น่าจะลดค่าใช้จ่ายนี้ลง ส่งผลให้อัตรากำไรสุทธิอ่อนตัวลงสุดท้ายนี้ ธนาคารบางแห่งกำลังลงทุนเพื่อการเติบโตในอนาคต ผู้สนใจสินเชื่ออุปโภคบริโภค (SCB/KBANK) กำลังขยายโครงสร้างพื้นฐาน (เช่น แพลตฟอร์มดิจิทัล การเปิดสาขาใหม่ การจัดตั้งธุรกิจใหม่ร่วมกับพันธมิตร ฯลฯ) ในขณะที่กลุ่มอื่นๆ (KBANK, TTB) กำลังสร้างโครงสร้างพื้นฐานดิจิทัลใหม่สำหรับผลิตภัณฑ์และบริการ

เราเชื่อว่ากำไรในปีหน้าจะเผชิญกับแรงกดดันที่มากขึ้น และค่าใช้จ่ายที่สูงอาจทำให้กำไรลดลงอีก

**5. ความพร้อมของข้อมูลที่จำกัดเป็นผลต่อการประเมินมูลค่าของธนาคาร**

ก่อนที่เราจะพูดถึงประเด็นที่น่าสนใจของธนาคารที่ได้รับการคัดเลือก เราเห็นว่าธนาคารบางแห่งเลือกที่จะไม่ (หรือไม่สามารถ) เปิดเผยรายละเอียดเกี่ยวกับการพัฒนาสำคัญๆ หลายประการที่เกิดขึ้นในสถาบันเหล่านี้เมื่อเร็วๆ นี้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งตัวเลขทางการเงินและแนวโน้มที่สำคัญ การพัฒนาดังกล่าว ได้แก่ การขายหนี้เสีย (NPL) ที่ KBANK (ไม่กล่าวถึงขนาดของการขาย ไม่ว่าจะอยู่ในหรือนอกงบดุล ราคา และอัตราการฟื้นตัวที่คาดหวัง) การหยุดชะงักด้านไอทีของ Card X ของธนาคารไทยพาณิชย์ (ไม่กล่าวถึงสิ่งที่เกิดขึ้นและเหตุใดเหตุการณ์ดังกล่าวจึงนำไปสู่การเพิ่ม NPL) และการก่อตัวของ NPL และการเข้าซื้อกิจการในต่างประเทศของ BAY (ไม่มีกรอบเวลาที่ชัดเจนที่สุดเกี่ยวกับการสร้าง NPL ในต่างประเทศ และไม่มี การหารือเกี่ยวกับความสำคัญของตัวเลขทางการเงินล่าสุดของสินทรัพย์ที่ได้มา)

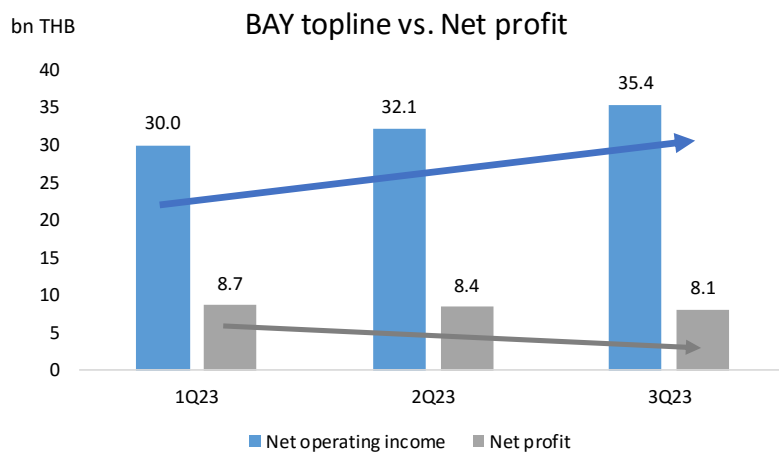
เมื่อตลาดไม่เข้าใจเหตุการณ์ดังกล่าวอย่างถ่องแท้ นักลงทุนมักจะลดสถานะในหุ้นที่เกี่ยวข้อง ส่งผลให้ราคาหุ้นมีความผันผวนมากขึ้นและการประเมินมูลค่าลดลง ดังนั้นเราจึงตั้งธงว่าแนวทางปฏิบัติเหล่านี้อาจยังคงเพิ่มแรงกดดันต่อราคาหุ้น นอกเหนือจากความสามารถในการทำกำไรที่ลดลง และลดความเชื่อมั่นของภาคส่วนโดยรวม

**6. การขยายธุรกิจไปต่างประเทศไม่ใช่เรื่องง่าย**

เรามองเห็นสภาพแวดล้อมที่ท้าทายมากขึ้นสำหรับการธนาคารนอกประเทศไทย โดยเฉพาะสินเชื่อรายย่อย สิ่งที่เกิดขึ้นที่ BAY ในไตรมาส 3 เป็นการตอกย้ำประเด็นนี้

BAY รวม Home Credit ในฟิลิปปินส์และ SHB ในเวียดนามในกลาง 2Q23 ดังนั้นใน 3Q23 จึงเป็นไตรมาสแรกสำหรับนักลงทุนที่จะเห็นผลกระทบทั้งหมดจากการเข้าซื้อกิจการทั้งสองครั้งนี้ รายได้รวม (+10% qoq) เพิ่มขึ้นอย่างเห็นได้ชัด qoq เนื่องจากผลกระทบจากการรวมบัญชี อย่างไรก็ตาม กำไรสุทธิหดตัว 4% จากไตรมาสก่อน ธนาคารไม่ได้มีส่วนร่วมใน MD&A มากนัก และเราไม่ทราบถึงความแตกต่างนี้มาจากการดำเนินงานที่ไม่ได้ผลกำไรของธุรกิจใหม่เหล่านั้น หรือผลการดำเนินงานที่อ่อนแอของธุรกิจในปัจจุบัน หรือทั้งสองอย่าง โปรดทราบว่า BAY กล่าวถึงใน 2Q ว่าหน่วยธนาคารในกัมพูชา Hattha กำลังประสบปัญหาจากน้ำท่วมใน 2Q23 เนื่องจากธนาคารจำเป็นต้องเสนอโครงการบรรเทาทุกข์ให้กับลูกค้าที่ได้รับผลกระทบ

**Figure 7. BAY topline vs. net profit**



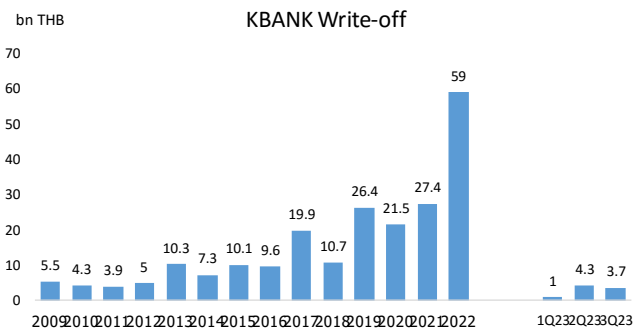
Source: Company data, TISCO Research

ความยากลำบากในการจัดการธุรกิจ在不同ประเทศไม่ได้จำกัดเฉพาะธนาคารที่เราได้เห็นตัวอย่างมากมายในอุตสาหกรรมอื่นๆ มีบริษัทไทยเพียงไม่กี่บริษัทเท่านั้นที่ประสบความสำเร็จอย่างแท้จริงในเรื่องนี้ในแง่ของความสามารถในการทำกำไร BBL ถือเป็นช้อยกเว้นในกลุ่มธนาคารไทย และเรามองว่าการเข้าซื้อกิจการ在不同ประเทศของธนาคารเป็นไปในทางบวก แต่ส่วนใหญ่เป็นเพราะแนวโน้มที่ไม่ดีสำหรับสินเชื่อธุรกิจสำหรับกลุ่มธนาคารในประเทศและการขาดความเชี่ยวชาญในส่วนของการขาย เมื่อพิจารณาทั้งหมดแล้ว เราจำเป็นต้องติดตามธนาคารต่างๆ ที่กำลังพิจารณาขยายธุรกิจไปยังต่างประเทศ เนื่องจากอาจไม่เพิ่มมูลค่า อย่างน้อยในช่วงแรก

**7. กระบวนการปรับตัวของธนาคารกสิกรไทยจะสิ้นสุดเมื่อใด**

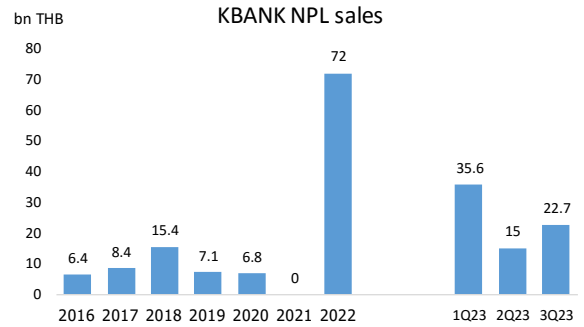
นอกจากผลประกอบการที่ดีกว่าคาดแล้ว KBANK ยังรายงาน NPL รวมที่ลดลง (-7%qoq หรือ 3 พันล้านบาท) อย่างไรก็ตาม ในการประชุมนักวิเคราะห์ของธนาคารครั้งถัดไป เราได้เรียนรู้ว่าสาเหตุหลักมาจากปริมาณที่มาก (2.27 หมื่นล้านบาท) ของยอดขาย NPL (เหตุนี้ค่าใช้จ่ายในการตั้งสำรอง 1.28 หมื่นล้านบาทจึงแปลงเหลือเพียง ECL รวมเพิ่มขึ้น 1.6 พันล้านบาท)

Figure 8. KBANK write-off



Source: Company data, TISCO Research

Figure 9. KBANK NPL sales



Source: Company data, TISCO Research

KBANK ขาย NPL ได้ 7.33 หมื่นล้านบาทในปีนี้ เพิ่มขึ้นจากอีก 7.2 หมื่นล้านบาทในปีที่แล้ว (เทียบกับไม่มีในปี 2021) เห็นได้ชัดว่า AMC JV กับ JMT (ชื่อ JK) มีบทบาทสำคัญในที่นี้ แม้จะมีการดำเนินการนี้ แต่ KBANK ยังคงมี NPL ที่รายงานอยู่ที่ 8.94 หมื่นล้านบาท ลดลงเพียงเล็กน้อยจาก NPL ที่ค้างอยู่ที่ 1.09 แสนล้านบาท ณ สิ้น 2Q23 ก่อนก่อตั้ง JK

KBANK ไม่ได้เปิดเผยรายละเอียดที่สำคัญมากนัก เช่น ราคา อัตราการฟื้นตัวที่คาดหวัง และจำนวน NPL ที่อยู่ในงบดุล (เทียบกับ "นอกงบดุล") ดังนั้นจึงเป็นเรื่องยากที่จะวิเคราะห์คุณภาพสินทรัพย์ที่แท้จริง นอกจากนี้ แม้จะขายได้มากกว่า 1.45 แสนล้านบาทในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา (5 ไตรมาสจริง ๆ แล้ว 5 ไตรมาส) แต่ฝ่ายบริหารก็ไม่สามารถระบุได้ว่ากระบวนการปรับจะสิ้นสุดเมื่อใด พวกเขาสื่อสารเพียงว่า credit cost ควรกลับสู่ระดับปกติที่ 140-160bps ในปี 2025 (เลื่อนกลับจากปี 2024 ที่แนะนำในไตรมาสก่อนหน้า)

เราเชื่อว่าสิ่งนี้สะท้อนถึงความรุนแรงของปัญหา NPL ของธนาคาร



## 8. ปัญหาเกี่ยวกับสินเชื่อส่วนบุคคลของ Card X นั้นน่าสับสน

ธนาคารอีกแห่งที่ประสบปัญหาคุณภาพสินเชื่อที่ทวีความรุนแรงขึ้นใน 3Q คือ SCB จากรายได้ของธนาคารพลาดจากที่เรา คาดไว้ 11% เนื่องจาก credit cost ที่สูงกว่าที่คาด (201bps เทียบกับที่คาดไว้ 180bps) โดยเฉพาะในธุรกิจ Gen-II SCBX กล่าวว่าได้กำหนดไว้ 1.5 พันล้านบาทสำหรับการจัดการเพิ่มเติมเพื่อสร้างขนาดใหญ่ขึ้นเพื่อรองรับความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจ

Figure 10. SCB Gen-II performance

### SCB: Gen-II estimated performance

Bt, bn (unless stated)	1Q	2Q	3Q
Accumulated revenues	5.8	13	19.9
Quarterly revenues	5.8	7.2	6.9
Accumulated cost to income (%)	n.a.	36%	40%
Accumulated quarterly opex	n.a.	4.7	8.0
Quarterly opex	n.a.	n.a.	3.3
Accumulated net profit	0.7	0.4	-0.3
Quarterly net profit	0.7	-0.3	-0.7
Outstanding loans	140	150	157
Credit cost (%/loans)	n.a.	11.1	11.4
Accumulated provisioning expenses	n.a.	8.0	13.1
Quarterly provisioning expenses	n.a.	n.a.	5.1

Source: Company data, TISCO estimate

Source: Company data, TISCO Research

เราประมาณการค่าใช้จ่ายในการกันสำรอง 5.1 พันล้านบาทถูกกันไว้สำหรับ Gen-II เพียงอย่างเดียวใน 3Q ซึ่งเท่ากับ credit cost 13.2% (สำหรับ 3Q23 เท่านั้น เทียบกับจำนวน 9M23 ที่ 11.4% ที่รายงานใน MDA) ผู้บริหารไม่ได้แจกแจงรายละเอียด แต่กล่าวว่าจะกำหนดส่วนใหญ่ไว้สำหรับธุรกิจ Card X ในขณะที่บริษัทอื่นๆ รวมถึง Auto X ยังคงอยู่ในสภาพดี ค่อนข้างน่าสับสนเนื่องจากยอดเงินกู้ของ Card X เหลือเพียง 1.16 แสนล้านบาทเท่านั้น สิ่งนี้ชี้ให้เห็นถึงความรุนแรงของปัญหาที่ Card X และอาจไปไกลกว่าการหยุดชะงักด้านไอที ผู้บริหารกล่าวว่าการฟื้นตัวของเศรษฐกิจที่ไม่สม่ำเสมอเป็นสาเหตุหนึ่ง โดยเฉพาะอย่างยิ่งผลกระทบต่อกลุ่มสินเชื่อส่วนบุคคล อย่างไรก็ตาม ขนาดของการกันสำรองไม่เหมือนกันสำหรับผู้เสนอในอุตสาหกรรมรายอื่น ซึ่งชี้ให้เห็นว่าปัญหาที่ SCB น่าจะมีสาเหตุมาจากเศรษฐกิจมหภาคที่ไม่เอื้ออำนวยมากกว่า นอกจากนี้ แม้ว่าผู้บริหารจะกล่าวว่า credit cost น่าจะถึงจุดสูงสุดใน 3Q23 แต่บริษัทก็ไม่สามารถบอกได้ว่า credit cost จะลดลงเท่าใดใน 4Q สิ่งนี้น่าจะทำให้เกิดความกังวลต่อ credit cost โดยรวมของธนาคาร

ความไม่แน่นอนนี้อาจส่งผลให้ราคาหุ้นด้อยประสิทธิภาพในระยะสั้นจนกว่าตลาดจะมั่นใจว่าปัญหาคุณภาพสินทรัพย์ได้รับการแก้ไขแล้ว

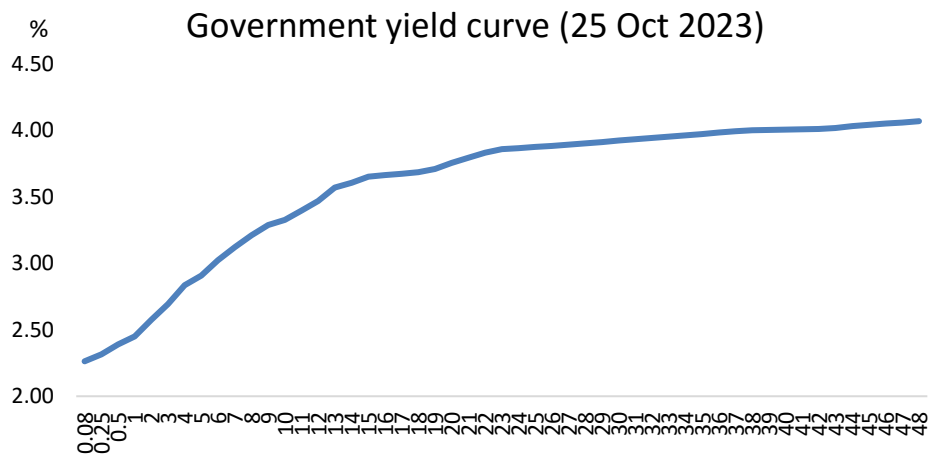
9. การให้กู้ยืมแก่รัฐบาลเป็นผลบวกสุทธิหรือไม่?

การพัฒนาที่น่าสนใจอีกประการหนึ่งใน 3Q คือสินเชื่อภาครัฐที่เพิ่มขึ้นอย่างเห็นได้ชัด +3.2 หมื่นล้านบาทหรือ +8%qoq) ที่ KTB เนื่องจากความล่าช้าของงบประมาณการคลังในปีงบประมาณ 2024 รัฐบาลจึงมีแนวโน้มว่าจะพยายามใช้วงเงินสินเชื่อกับธนาคารพาณิชย์

ปีหน้าความต้องการสินเชื่อของรัฐบาลจะเพิ่มมากขึ้น มีโครงการมากมายที่อยู่ระหว่างดำเนินการ รวมถึงการแจกเงินสดดิจิทัลมูลค่า 10,000 บาทที่ทุกคนตั้งตารอ และแผนที่จะปรับปรุงโครงสร้างพื้นฐานของประเทศไทย เราตั้งข้อสังเกตว่า หากราคาน้ำมันดิบสูงขึ้นอีก ก็จะนำไปสู่การอุดหนุนผ่านกองทุนน้ำมันมากขึ้น ซึ่งจะกลายเป็นภาระทางการเงินของรัฐบาลในที่สุด แม้ว่ารัฐบาลจะพยายามควบคุมการปล่อยสินเชื่อเพิ่มเติม แต่ก็แทบจะหลีกเลี่ยงชั้นตอนนี้ไม่ได้ในมุมมองของเรา

KTB จะได้รับประโยชน์จากสิ่งนี้เนื่องจากสามารถขยายพอร์ตสินเชื่อภาครัฐได้ และ KTB ยังมีพื้นที่ให้กู้ยืมโดยพิจารณาจากฐานเงินทุนที่สูง (20.5%/16.4% ของ CAR/CET1) เหนือกว่าการให้กู้ยืมแก่รัฐบาลเป็นผลบวกต่อกำไร เนื่องจากมีค่าใช้จ่ายต่ำและความเสี่ยงด้านเครดิตเป็นศูนย์ในทางทฤษฎี แต่อัตราผลตอบแทนอาจต่ำและอัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรอาจได้รับผลกระทบ เช่น ROA/ROE อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 2 ปีอยู่ที่เพียง 2.6% เทียบกับอัตราผลตอบแทนเงินกู้ของ KTB ใน 3Q23 ที่ 5.4% และต้นทุนทางการเงินเฉลี่ย 1.3% (ซึ่งจะเพิ่มขึ้นอีกในปีหน้า) ทั้งนี้ อัตราดอกเบี้ย Repo 1 วันคือ 2.5% ดังนั้นการให้กู้ยืมแก่รัฐบาลมากเกินไปอาจสร้างแรงกดดันต่อ ROE และลด upside ของหุ้น

Figure 11. Government yield curve

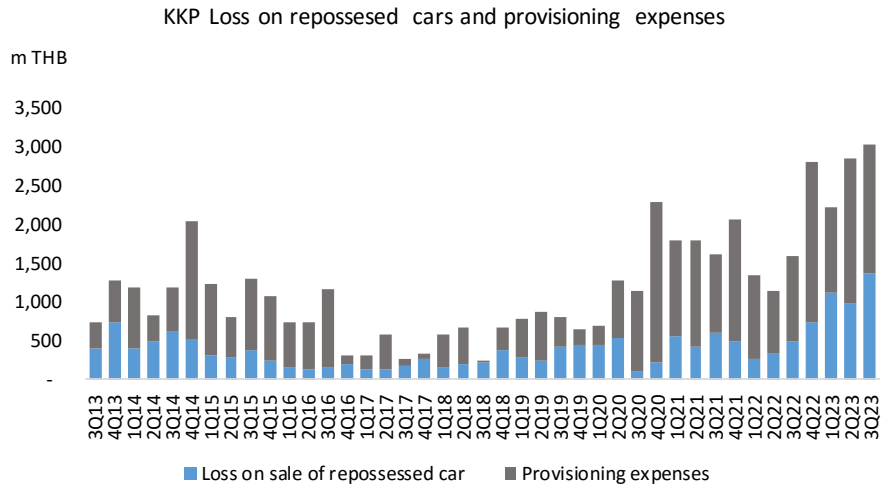


Source: ThaiBMA, TISCO Research

10. จุดเปลี่ยนของ KKP

เราเห็นแรงกดดันด้านผลประกอบการของ KKP เพิ่มขึ้นในอนาคต เห็นได้ว่าธนาคารต้องรับมือกับ NPL ที่เพิ่มขึ้นในช่วงไม่กี่ปีที่ผ่านมา กลยุทธ์หลักของธนาคาร คือ การขยายธุรกิจโดยใช้รายได้ดอกเบี้ยเพิ่มเติมเพื่อชดเชยการสูญเสียต้นทุนความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นจากการขายรถยนต์ยัด + ค่าใช้จ่ายในการตั้งสำรอง)

Figure 12. Risk cost



Source: Company data, TISCO Research

อย่างไรก็ตาม กลยุทธ์นี้ไม่สามารถคงอยู่ได้ตลอดไป เนื่องจากการเติบโตของสินเชื่อจะกดดันฐานเงินทุน โดยแท้จริงแล้ว CAR/CET1 ของ KKP ลดลงเหลือเพียง 15.5%/11.9% ใน 3Q23 (เทียบกับค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมที่ 19.5%/15.9% ณ ส.ค. 2023) KKP ทราบเรื่องนี้และได้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิจำนวน 2 ชุด อย่างไรก็ตาม ด้วยสภาวะตลาดที่ไม่เอื้ออำนวย จึงไม่น่าจะมีการใช้สิทธิตามใบสำคัญแสดงสิทธิได้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อเงินหมดไปมาก (ราคาใช้สิทธิอยู่ที่ 70 บาท เทียบกับราคาหุ้นตอนนี้ต่ำกว่า 50 บาท) หากไม่มีการเพิ่มทุนจากใบสำคัญแสดงสิทธิ เงินกู้จะต้องหยุดลง ณ จุดใดจุดหนึ่ง

และนี่คือสิ่งที่เกิดขึ้นโดยพื้นฐานใน 3Q เนื่องจากสินเชื่อรวมของ KKP เพิ่มขึ้นเพียง 0.3%qoq นอกจากนี้ สินเชื่อเข้าซื้อซึ่งเป็นตัวขับเคลื่อนสำคัญเบื้องหลังการเติบโตของสินเชื่อก็หดตัว qoq การหดตัวของสินเชื่อที่มีจุดมุ่งหมายเพื่อรับมือกับคุณภาพสินทรัพย์ที่ตกต่ำในขณะเดียวกันก็ถูกบังคับจากฐานทุนที่ลดลง

หากไม่มีการเติบโตของสินเชื่อ ผลประกอบการรายไตรมาสอาจยังคงอยู่ภายใต้แรงกดดัน เนื่องจากรายได้ดอกเบี้ยมีจำกัด ด้วยการที่ธนาคารทำการปรับพอร์ตการลงทุน credit cost ไม่น่าจะลดลงอย่างรวดเร็ว และยังส่งผลให้กำไรก่อนภาษีด้วยเราจะติดตามการพัฒนาในส่วนนี้อย่างใกล้ชิด เนื่องจากอาจมีผลกระทบอย่างมากต่อแนวโน้มผลประกอบการ

การลดลงของสินเชื่ออาจมีผลกระทบต่อผู้ให้รายอื่นในรูปแบบของการแข่งขันสินเชื่อเข้าซื้อที่ลดลง เนื่องจาก KKP ดูเหมือนจะเป็นผู้ขับเคลื่อนตลาดในช่วงไม่กี่ปีที่ผ่านมา หาก KKP ยังคงชะลอการเติบโตของสินเชื่อใหม่ อาจทำให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดสูงขึ้น ซึ่งส่งผลกระทบต่อผู้ประกอบการทุกคน

## การปรับกำไร

### ทบทวนประมาณการเพื่อสะท้อนถึงสถานการณ์ปัจจุบัน

เราใช้โอกาสนี้ทบทวนการคาดการณ์ของเราอีกครั้ง สำหรับปีงบประมาณ 2023 การเปลี่ยนแปลงทั้งหมดสะท้อนถึงข้อมูล 9M23 และความคิดเห็นล่าสุดของผู้บริหาร ตามที่กล่าวไว้ข้างต้น ต้องขอบคุณ NIM ที่แข็งแกร่งขึ้น ผลประกอบการปี 2023F จึงถูกปรับเพิ่มขึ้น 6% เพื่อสะท้อนถึงผลประกอบการที่ดีกว่าคาดใน 9M23 สำหรับปีงบประมาณ 2024F/2025F อย่างไรก็ตาม ต้นทุนเงินทุนที่เพิ่มขึ้นจะส่งผลกระทบต่อ NIM ในขณะที่องค์ประกอบอื่นๆ ดีขึ้นเล็กน้อยจากปีนี้ ธนาคารหลายแห่งมองว่าผลประกอบการปรับตัวลดลง แต่การเพิ่มขึ้นอย่างเห็นได้ชัดของ BBL ช่วยบรรเทาภาคส่วนนี้ ซึ่งส่งผลให้ผลประกอบการลดลงเพียง 0.9% เท่านั้น โดยมีการปรับมูลค่าที่เหมาะสมของแต่ละธนาคารให้เหมาะสม โปรดดูรายละเอียดเพิ่มเติมเกี่ยวกับแต่ละธนาคารในแต่ละกลุ่ม

### D/G กลุ่มเป็น Neutral

เมื่อพิจารณาจากการคาดการณ์ของเราแล้ว ผลประกอบการไม่น่าจะไปไกลกว่านี้มากนัก ปีหน้า NIM ซึ่งเป็นตัวเร่งที่ผลักดันผลประกอบการในปีนี้มีแนวโน้มอ่อนตัวลง องค์ประกอบอื่นๆ รวมถึงสินเชื่อ รายได้ค่าธรรมเนียม และการลด credit cost อาจไม่แข็งแกร่งพอที่จะช่วยชดเชย NIM ที่ลดลง เราคาดว่าผลประกอบการของกลุ่มจะลดลง yoy ด้วยแนวโน้มนี้ และเราเชื่อว่าภาคธนาคารอาจไม่แซงหน้า SET เหมือนที่เคยทำมาในปีนี้ ทั้งนี้ เราปรับลดคำแนะนำภาคธุรกิจเป็น Neutral

### D/G KBANK/KTB/BAY/KKP เป็น “ถือ”

ผลประกอบการที่ลดลงส่งผลให้เราปรับลด TP ของธนาคารลง และคำแนะนำบางส่วนสำหรับ KBANK/KTB/BAY/KKP ปรับลดจาก “ซื้อ” เป็น “ถือ” สำหรับ KBANK กระบวนการปรับงบดุลอย่างต่อเนื่องน่าจะจำกัดส่วนต่างของธนาคาร KTB ในปีหน้าน่าจะได้เห็น NIM ตกอยู่ภายใต้แรงกดดัน ไม่เพียงแต่จากต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้น แต่ยังจากสินเชื่อภาครัฐด้วยความสามารถในการทำกำไรที่ลดลงควรช่วยชดเชยส่วนต่างของหุ้น เช่นเดียวกับ KBANK BAY ได้รับผลกระทบจากปัญหาคุณภาพสินทรัพย์โดยเฉพาะจากการดำเนินงานในต่างประเทศ KKP เป็นอีกหนึ่งธนาคารที่ต้องการเวลามากขึ้นในการแก้ไขปัญหา NPL ที่เพิ่มขึ้น

### คงคำแนะนำ “ซื้อ” สำหรับ BBL SCB และ ถือ TTB

คุณภาพสินทรัพย์ของ BBL ดูดีที่สุดเมื่อเทียบกับธนาคารอื่นๆ เนื่องจากมีความเสี่ยงต่ำจากสินเชื่อรายย่อย ซึ่งเป็นต้นตอสำคัญของการสร้าง NPL ในรอบนี้ การดำเนินงานของเพอร์มาดากำลังดีขึ้นพร้อมกับการเติบโตของสินเชื่อที่เพิ่มขึ้นและผลตอบแทนที่ดีเช่นกัน แม้ว่าธนาคารไทยพาณิชย์จะประสบปัญหาคุณภาพสินทรัพย์แต่ราคาหุ้นก็ปรับฐานมาอยู่ในระดับที่ต้องการแล้ว ธนาคารมีแนวโน้มที่จะรักษาอัตราการจ่ายเงินปันผลที่สูงแม้ว่ากำไรสุทธิที่คาดหวังจะลดลงก็ตาม ข้อเสียมีจำกัดจากจุดนี้ แม้ว่า SCB จำเป็นต้องโน้มน้าวตลาดว่าปัญหาคุณภาพสินทรัพย์ (โดยเฉพาะที่ Card X) ได้รับการแก้ไขเป็นส่วนใหญ่ (อาจเป็นปีหน้า) ก่อนที่ราคาหุ้นจะดีดตัวกลับคืนมา แต่ด้วยเงินปันผลที่สูง เราเชื่อว่า SCB สมควรที่จะคงคำแนะนำ “ซื้อ” แม้จะมีกำไรที่แข็งแกร่ง แต่การประเมินมูลค่ายังคงมีความต้องการ (และถูกต้องเช่นกัน) เราคง “ถือ” เนื่องจากเหลือการซื้อเพียง 2 รายการในกลุ่มนี้ BBL/SCB 2 รายการดังกล่าวจึงเป็นหุ้นแนะนำของเรา

Figure 13. Earnings forecast and TP revision

	Previously			Revised			%chg			New TP	Old TP	%TP Chg	%Upside	Recommendation	
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E					Previous	New
Net profit															
BAY	31,662	32,251	33,170	32,710	31,247	28,579	3.3%	-3.1%	-13.8%	31.0	37.0	-16%	6.0%	BUY	HOLD
BBL	33,444	37,480	41,212	43,065	44,114	46,881	28.8%	17.7%	13.8%	195.0	173.0	13%	20.7%	BUY	BUY
KBANK	42,022	45,531	49,386	43,092	41,232	42,262	2.5%	-9.4%	-14.4%	142.0	160.0	-11%	6.8%	BUY	HOLD
KKP	7,597	8,822	9,493	6,149	6,747	8,058	-19.1%	-23.5%	-15.1%	53.0	75.0	-29%	7.6%	BUY	HOLD
KTB	36,309	36,162	37,624	40,833	36,771	36,717	12.5%	1.7%	-2.4%	21.3	19.4	10%	10.9%	BUY	HOLD
SCB	45,363	46,210	46,406	40,845	42,719	42,934	-10.0%	-7.6%	-7.5%	122.0	130.0	-6%	24.2%	BUY	BUY
TTB	15,828	15,854	15,904	18,277	17,589	17,839	15.5%	10.9%	12.2%	1.62	1.5	7%	-3.0%	HOLD	HOLD
<b>Sector</b>	<b>212,224</b>	<b>222,311</b>	<b>233,197</b>	<b>224,971</b>	<b>220,419</b>	<b>223,271</b>	<b>6.0%</b>	<b>-0.9%</b>	<b>-4.3%</b>					<b>OW</b>	<b>NT</b>

Note: Current price as of Oct 25, 2023

Source: Company data, TISCO Research

Figure 14. Financial forecast revisions

2023E	NII growth		Loan growth		NIM		Fee income growth		Non-NII		Opex		Credit cost		NPL ratio		Net profit (%)		ROE (%)	
	Previous	Revised	Previous	Revised	Previous	Revised	Previous	Revised	Previous	Revised	Previous	Revised	Previous	Revised	Previous	Revised	Previous	Revised	Previous	Revised
BAY	7.3%	15.8%	4.0%	4.0%	3.43%	3.70%	0.6%	8.6%	1.3%	8.1%	4.6%	16.3%	1.50%	1.60%	2.80%	3.00%	3.1%	6.5%	9.0%	9.3%
BBL	11.1%	26.1%	5.0%	2.0%	2.53%	2.91%	0.5%	0.5%	0.8%	6.3%	8.9%	13.1%	1.20%	1.30%	3.50%	3.50%	14.1%	47.0%	6.5%	8.3%
KBANK	8.6%	13.4%	6.0%	3.0%	3.50%	3.68%	0.5%	-0.9%	11.5%	3.3%	10.9%	10.8%	2.00%	2.10%	4.00%	4.00%	17.5%	20.5%	8.1%	8.3%
KKP	10.2%	15.4%	10.0%	8.0%	4.19%	4.42%	3.3%	-6.3%	4.4%	-16.5%	8.4%	19.8%	1.60%	1.50%	3.40%	3.40%	-0.1%	-19.1%	12.8%	10.4%
KTB	10.0%	25.3%	5.0%	3.0%	2.79%	3.20%	3.0%	-3.1%	3.0%	-2.1%	7.7%	6.8%	1.00%	1.25%	3.80%	3.80%	7.7%	21.2%	9.4%	10.5%
SCB	12.0%	16.3%	6.0%	5.0%	3.49%	3.64%	2.0%	-6.8%	2.1%	3.5%	6.2%	5.2%	1.40%	1.90%	3.91%	3.91%	20.8%	8.8%	9.6%	8.7%
TTB	6.7%	10.4%	3.0%	0.0%	3.04%	3.20%	2.0%	0.7%	3.6%	-1.7%	4.0%	3.3%	1.35%	1.25%	2.93%	3.00%	11.5%	28.8%	7.1%	8.1%
<b>Sector</b>	<b>9.6%</b>	<b>18.1%</b>	<b>5.1%</b>	<b>3.1%</b>	<b>3.13%</b>	<b>3.40%</b>	<b>1.4%</b>	<b>-1.5%</b>	<b>3.9%</b>	<b>2.6%</b>	<b>7.6%</b>	<b>10.0%</b>	<b>1.41%</b>	<b>1.58%</b>	<b>3.56%</b>	<b>3.60%</b>	<b>12.4%</b>	<b>19.1%</b>	<b>8.4%</b>	<b>8.9%</b>

Source: Company data, TISCO Research

Figure 15. Revised financial projections

Unit: %yoy	NII growth			Loan growth			NIM (%)			Fee income growth			Non-NII		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
BAY	15.8%	0.9%	-1.4%	4.0%	3.0%	3.0%	3.70%	3.59%	3.42%	8.6%	1.1%	1.1%	8.1%	2.9%	2.9%
BBL	26.1%	1.3%	3.1%	2.0%	3.0%	3.0%	2.91%	2.87%	2.85%	0.5%	3.0%	3.0%	6.3%	3.4%	3.4%
KBANK	13.4%	0.6%	1.5%	3.0%	3.0%	3.0%	3.68%	3.60%	3.54%	-0.9%	2.0%	2.0%	3.3%	2.6%	2.6%
KKP	15.4%	2.3%	4.4%	8.0%	4.0%	4.0%	4.42%	4.26%	4.26%	-6.3%	10.0%	10.0%	-16.5%	14.8%	9.3%
KTB	25.3%	-3.1%	3.3%	3.0%	3.0%	3.0%	3.20%	3.00%	3.00%	-3.1%	1.0%	1.0%	-2.1%	2.3%	2.3%
SCB	16.3%	4.7%	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%	3.64%	3.65%	3.67%	-6.8%	2.0%	2.0%	3.5%	3.2%	3.3%
TTB	10.4%	0.6%	3.3%	0.0%	3.0%	3.0%	3.20%	3.18%	3.17%	0.7%	3.0%	3.0%	-1.7%	3.5%	3.5%
<b>Sector</b>	<b>18.1%</b>	<b>1.0%</b>	<b>2.6%</b>	<b>3.1%</b>	<b>3.4%</b>	<b>3.4%</b>	<b>3.40%</b>	<b>3.33%</b>	<b>3.29%</b>	<b>-1.5%</b>	<b>2.3%</b>	<b>2.4%</b>	<b>2.6%</b>	<b>3.3%</b>	<b>3.2%</b>

Unit: %yoy	Opex			Credit cost (%)			NPL ratio (%)			Net profit (%)			ROE (%)		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
BAY	16.3%	4.3%	3.3%	1.60%	1.60%	1.60%	3.00%	3.50%	3.40%	6.5%	-4.5%	-8.5%	9.3%	8.3%	7.1%
BBL	13.1%	4.6%	4.6%	1.30%	1.20%	1.10%	3.50%	3.70%	3.60%	47.0%	2.4%	6.3%	8.3%	8.0%	8.0%
KBANK	10.8%	6.5%	6.6%	2.10%	2.00%	1.80%	4.00%	4.00%	4.00%	20.5%	-4.3%	2.5%	8.3%	7.5%	7.2%
KKP	19.8%	2.9%	4.5%	1.50%	1.50%	1.30%	3.40%	3.25%	3.10%	-19.1%	9.7%	19.4%	10.4%	10.9%	12.5%
KTB	6.8%	5.5%	5.8%	1.25%	1.20%	1.20%	3.80%	3.70%	3.60%	21.2%	-9.9%	-0.1%	10.5%	8.9%	8.5%
SCB	5.2%	7.2%	7.3%	1.90%	1.80%	1.80%	3.91%	4.00%	4.20%	8.8%	4.6%	0.5%	8.7%	8.8%	8.5%
TTB	3.3%	4.7%	4.8%	1.25%	1.25%	1.25%	3.00%	2.90%	2.80%	28.8%	-3.8%	1.4%	8.1%	7.5%	7.3%
<b>Sector</b>	<b>10.0%</b>	<b>5.5%</b>	<b>5.5%</b>	<b>1.58%</b>	<b>1.52%</b>	<b>1.46%</b>	<b>3.60%</b>	<b>3.69%</b>	<b>3.66%</b>	<b>19.1%</b>	<b>-2.0%</b>	<b>1.3%</b>	<b>8.9%</b>	<b>8.2%</b>	<b>7.9%</b>

Source: Company data, TISCO Research

Company

# ธนาคารกรุงศรีอยุธยา

Rating

## HOLD

(Downgraded from BUY)

Bloomberg SET Exchange Sector  
BAY TB BAY SET Banking

## การขยายธุรกิจไปต่างประเทศไม่ใช่เรื่องง่าย

<b>12mth price target (THB)</b>	<b>31.00</b>
	<b>(from 37.00)</b>
Current price (24/10/2023)	29.25
Upside/Downside	5.98%
CG rating	5
ESG rating	ESG100
Thai CAC	Certified

Share summary

Issue shares :	(m shrs)	7,355
Market capitalization:	(THB bn)	215.2
	(USDbn)	6.0
Avg. Daily Turnover:	(THBm)	15
	(USDm)	0
Foreign Limit/Actual	(%)	25/25
Free Float:	(%)	23
NVDR:	(%)	0

Share price / rel. to SET



Source: Bloomberg Finance LP

Performance (%)	1m	3m	12m
BAY	-9.3	-6.4	-7.1
SET	-8.6	-8.7	-12.6

Major Shareholders

	%
MUFG Bank	76.88
Stronghold Assets	2.26
The Great Luck Equity	2.26

Source: SET

ข้อมูลการลงทุน

การเข้าซื้อกิจการเมื่อเร็วๆ นี้ทำให้การวิเคราะห์ทางการเงินยากขึ้น ท่ามกลางความกังวลเรื่อง credit cost ที่สูง การรวมบัญชีล่าสุดไม่ได้ช่วยเพิ่มผลประกอบการให้เติบโต อาจทำให้ตลาดมีความกังวลเกี่ยวกับการลงทุนดังกล่าว เนื่องจากธนาคารมีสถานะความเสี่ยงสูงต่อสินเชื่อรายย่อย ผลกระทบจากต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้นจึงสามารถมองเห็นได้ชัดเจนยิ่งขึ้น ทั้งนี้ เรา downgrade เป็น "ถือ"

การปรับกำไร

เราปรับผลประกอบการปีงบประมาณ 2023F เพิ่มขึ้น 3% เพื่อสะท้อนถึงกำไรที่แข็งแกร่งใน 9M23 ซึ่งได้รับการชดเชยบางส่วนจากต้นทุนการดำเนินงานและเครดิตที่สูงกว่าคาด สำหรับปีงบประมาณ 2024 เราปรับลดกำไรเล็กน้อยท่ามกลางการเติบโตของค่าใช้จ่ายด้านสินเชื่อที่สูงขึ้นและ credit cost ที่สูง ทั้งนี้การรวมกิจการของบริษัทที่ถูกซื้อกิจการในฟิลิปปินส์และเวียดนามเมื่อเร็วๆ นี้ก็มีบทบาทอยู่ที่นั่นเช่นกัน โดยมูลค่าที่เหมาะสมลดลงเหลือ 31.00 บาท จากเดิม 37.00 บาท

วิธีการประเมินมูลค่าและความเสี่ยงที่สำคัญ

เราใช้ GGM สำหรับมูลค่าที่เหมาะสม ซึ่งเราได้ PBV ปี 2023E ที่ 0.59 เท่า โดยคาดการณ์ว่า ROE 8.2% และ COE 10.4% เราคำนึงถึงการคาดการณ์อัตราผลตอบแทนความเสี่ยงที่ 2.6% และพรีเมียมความเสี่ยง 6.8% ความเสี่ยงที่สำคัญต่อข้อเสียได้แก่ 1) คุณภาพสินทรัพย์หากเศรษฐกิจชะลอตัวมากกว่าที่คาดไว้ 2) การเข้าซื้อกิจการมีขนาดใหญ่เกินไปและ/หรือมีราคาแพง และ 3) การแข่งขันที่รุนแรงในสินเชื่อรถยนต์ซึ่งส่งผลเสียต่อความสามารถในการทำกำไรของธนาคาร

Forecasts and ratios

Year Ended December 31	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Operating income (THB m)	122,906	116,416	132,303	134,150	133,825
PPOP (THB m)	73,952	65,381	72,936	72,207	69,842
Net profit (Bt, m)	33,794	30,713	32,710	31,247	28,579
Net Profit (% chg from prev)	nm.	nm.	3.3	-3.1	-13.8
EPS (THB)	4.59	4.18	4.45	4.25	3.89
EPS (% YoY)	46.7	-9.1	6.5	-4.5	-8.5
EPS vs Cons (%)	na.	na.	3.5	-7.0	na.
P/E (x)	7.7	7.4	6.6	6.9	7.5
P/BV (x)	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5
ROE (%)	11.2	9.3	9.3	8.3	7.1
DPS (THB)	0.50	1.00	1.10	1.00	0.90
Div yield (%)	1.4	3.2	3.8	3.4	3.1

Source: Company data, TISCO estimates

**Figure 16. Our forecast revision**

Consolidated income statement (Bt mn)	Previous				Revised			%Chg		
	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
NII	83,778	89,934	93,191	96,999	97,011	97,839	96,455	7.9	5.0	-0.6
Non-NII	32,638	33,059	34,194	35,377	35,292	36,312	37,370	6.8	6.2	5.6
Net operating income	116,416	122,993	127,384	132,375	132,303	134,150	133,825	7.6	5.3	1.1
OPEX	51,035	53,363	55,820	58,415	59,367	61,943	63,983	11.3	11.0	9.5
PPOP	65,381	69,630	71,564	73,961	72,936	72,207	69,842	4.7	0.9	-5.6
Net profit	30,713	31,662	32,251	33,170	32,710	31,247	28,579	3.3	-3.1	-13.8
<b>Key ratio (%)</b>								<b>Chg (ppt)</b>		
Loan growth	3.1%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	3.0%	3.0%	0.00	-1.00	-1.0
NIM	3.35%	3.43%	3.41%	3.40%	3.70%	3.59%	3.42%	0.27	0.18	0.0
CIR	43.8%	43.4%	43.8%	44.1%	44.9%	46.2%	47.8%	1.49	2.35	3.7
Credit cost	1.39%	1.50%	1.50%	1.50%	1.60%	1.60%	1.60%	0.10	0.10	0.1
NPL	2.68%	2.80%	2.70%	2.60%	3.00%	3.50%	3.40%	0.20	0.80	0.8
ROE	9.3%	9.0%	8.5%	8.2%	9.3%	8.3%	7.1%	0.29	-0.26	-1.1

Source: Company data, TISCO Research

**Figure 17. Key full year assumption**

Key full year assumptions	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
<b>Balance sheet</b>					
Loan growth	3%	3%	4%	3%	3%
Deposit growth	-3%	1%	1%	1%	1%
LDR	106%	108%	111%	113%	116%
LDR including borrowing	100%	102%	105%	107%	109%
<b>P/L growth</b>					
Net interest income growth	-4%	7%	16%	1%	-1%
Fee income growth	-4%	1%	9%	1%	1%
Non-interest income growth	37%	-27%	8%	3%	3%
Total income growth	8%	-5%	14%	1%	0%
OPEX	1%	4%	16%	4%	3%
PPOP	13%	-12%	12%	-1%	-3%
Provision expenses	-14%	-16%	19%	3%	3%
Net profit growth	47%	-9%	7%	-4%	-9%
<b>Asset quality</b>					
Gross NPL (Bt mn)	47,448	53,875	60,822	73,087	73,129
Gross NPL ratio	2.43%	2.66%	3.00%	3.50%	3.40%
Credit cost	1.70%	1.39%	1.60%	1.60%	1.60%
<b>Profitability</b>					
ROE	11.2%	9.3%	9.3%	8.3%	7.1%
ROA	1.3%	1.2%	1.2%	1.1%	1.0%
Net interest margin	3.14%	3.35%	3.70%	3.59%	3.42%
Cost to income ratio	39.8%	43.8%	44.9%	46.2%	47.8%
Yields on earning assets	4.04%	4.24%	5.30%	5.38%	4.99%
Cost on interest-bearing liabilities	1.01%	1.01%	1.85%	2.08%	1.83%

Source: Company data, TISCO Research

# Bank of Ayudhya (BAY)

Rating : HOLD

<b>Bloomberg:</b>	<b>BAY TB</b>	<b>Target price (THB)</b>	<b>31.00</b>			<b>Market Capitalization</b>
		<b>Current Price (THB)</b>	<b>29.25</b>			<b>THBbn</b>
		<b>52-week Range</b>	<b>28-34</b>			<b>215.2</b>
						<b>USDbn</b>
						<b>6.0</b>

Fiscal year end 31-Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
------------------------	------	------	-------	-------	-------

Financial Summary					
EPS (THB)	4.59	4.18	4.45	4.25	3.89
DPS (THB)	0.50	1.00	1.10	1.00	0.90
BVPS (THB)	43.17	46.35	49.69	52.94	55.93
Average market cap (THBm)	261,130	226,190	215,156	215,156	215,156
Weighted average shares (m)	7,356	7,356	7,356	7,356	7,356

Valuation Metrics					
P/E (x)	7.7	7.4	6.6	6.9	7.5
P/BV (x)	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5
ROE (%)	11.2	9.3	9.3	8.3	7.1
ROA (%)	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0
Dividend Yield (%)	1.4	3.2	3.8	3.4	3.1
Dividend cover (x)	9.2	4.2	4.0	4.2	4.3
Payout Ratio (%)	10.9	24.0	24.7	23.5	23.2

Income Statement (THBm)					
<b>Net interest revenue</b>	<b>77,980</b>	<b>83,778</b>	<b>97,011</b>	<b>97,839</b>	<b>96,455</b>
<b>Non-interest income</b>	<b>44,926</b>	<b>32,638</b>	<b>35,292</b>	<b>36,312</b>	<b>37,370</b>
Fees & Commissions	16,851	16,945	18,397	18,604	18,810
Trading revenue	4,096	4,733	4,827	5,069	5,322
Insurance revenue	0	0	0	0	0
Dividend income	366	450	562	590	620
Other revenue	25,778	13,687	14,729	15,466	16,240
<b>Total revenue</b>	<b>122,906</b>	<b>116,416</b>	<b>132,303</b>	<b>134,150</b>	<b>133,825</b>
<b>Total operating costs</b>	<b>48,954</b>	<b>51,035</b>	<b>59,367</b>	<b>61,943</b>	<b>63,983</b>
Pre-provision profit/(loss)	73,952	65,381	72,936	72,207	69,842
Bad debt expense	31,604	26,652	31,814	32,925	33,912
<b>Operating profit</b>	<b>42,348</b>	<b>38,728</b>	<b>41,122</b>	<b>39,283</b>	<b>35,929</b>
Goodwill	0	0	0	0	0
Pre-tax associates	1,930	1,557	1,603	1,651	1,701
Extraordinary & other items	0	0	0	0	0
<b>Pre-tax profit</b>	<b>42,348</b>	<b>38,728</b>	<b>41,122</b>	<b>39,283</b>	<b>35,929</b>
Tax	8,293	7,839	8,224	7,857	7,186
Minorities	260	177	188	179	164
Preference dividends	0	0	0	0	0
<b>Net profit</b>	<b>33,794</b>	<b>30,713</b>	<b>32,710</b>	<b>31,247</b>	<b>28,579</b>

Key Balance Sheet items (THBm) & Capital Ratios					
Risk-weighted assets	1,812,704	1,869,311	1,944,084	2,002,406	2,062,478
Interest-earnings assets	2,431,492	2,568,543	2,682,189	2,771,027	2,862,994
Total loans	1,890,376	1,949,409	2,027,385	2,088,207	2,150,853
Total deposits	1,779,139	1,804,692	1,822,739	1,840,967	1,859,376
Stated shareholders' equity	317,516	340,919	365,537	389,428	411,388
Preference share capital	0	0	0	0	0
Tier 1 capital	276,087	302,743	326,363	350,986	374,279
Tier 1 ratio (%)	15.2	16.2	16.8	17.5	18.1
Tangible equity/total assets (%)	11.8	12.8	13.0	13.4	13.7

Credit Quality					
Gross NPLs / Total loans (%)	2.5	2.8	3.0	3.5	3.4
Provisions / NPLs (%)	177.8	163.1	154.9	133.4	138.0
Bad debt exp / Avg loans (%)	1.7	1.4	1.6	1.6	1.6

Growth Rates & Key Ratios					
Growth in net interest income (%)	-4.1	7.4	15.8	0.9	-1.4
Growth in net fee income (%)	-4.1	0.6	8.6	1.1	1.1
Growth in non-interest income (%)	37.5	-27.4	8.1	2.9	2.9
Growth in revenues (%)	7.8	-5.3	13.6	1.4	-0.2
Growth in costs (%)	1.0	4.3	16.3	4.3	3.3
Pre-provision earnings growth (%)	12.9	-11.6	11.6	-1.0	-3.3
Growth in bad debts (%)	-13.8	-15.7	19.4	3.5	3.0
Growth in RWA (%)	3.1	3.1	4.0	3.0	3.0
Growth in loans (%)	3.1	3.1	4.0	3.0	3.0
Growth in deposits (%)	-3.0	1.4	1.0	1.0	1.0
Loan to deposits ratio (%)	106.3	108.0	111.2	113.4	115.7
Net int. margin (%)	3.1	3.4	3.7	3.6	3.4
Cost income ratio (%)	39.8	43.8	44.9	46.2	47.8
Cost asset ratio (%)	1.9	2.0	2.2	2.2	2.2
Trading income / total revenue (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Source: Company data, TISCO estimates

## Company profile

A member of Japan's MUFG, BAY focuses on retail banking and is a leading player in auto/mortgage/unsecured loans. BAY also utilizes MUFG's membership status by entering the global market business and offering loans to large Japanese companies investing in Thailand

## Valuation

We use GGM for our target price, from which we derive a 2023E PBV of 0.59x, assuming 8.2% ROE and 10.4% COE. We factor in a risk-free rate assumption of 2.6% and 6.8% risk premium.

## Risk

Key risks to the downside include 1) asset quality if the economy slowdown is greater than expected, 2) acquisition proving too big and/or expensive, and 3) fierce competition in car loans hurting bank profitability.

Tanawat Ruenbanterng  
(66) 2633 6484  
tanawat@tisco.co.th



Company

# ธนาคารกรุงเทพ

Rating  
**BUY**  
(Unchanged)

Bloomberg SET Exchange Sector  
**BBL TB BBL SET Banking**

ยังคงดีที่สุดในกลุ่มจนถึงปี 2023

<b>12mth price target (THB)</b>	<b>195.0</b> (from 173.00)
Current price (24//10/2023)	161.50
Upside/Downside	20.74%
CG rating	5
ESG rating	n.a.
Thai CAC	Certified

**Share summary**

Issue shares :	(m shrs)	1,908
Market capitalization:	(THB bn)	308.3
	(USDbn)	8.5
Avg. Daily Turnover:	(THBm)	1,211
	(USDm)	33
Foreign Limit/Actual	(%)	30/28
Free Float:	(%)	98
NVDR:	(%)	23

**Share price / rel. to SET**



Source: Bloomberg Finance LP

Performance (%)	1m	3m	12m
BBL	-2.7	-4.2	13.7
SET	-8.6	-8.7	-12.6

**Major Shareholders**

	%
Thai NVDR	23.41
Social Security Office	2.66
STATE STREET EUROPE	2.59

Source: SET

**ข้อมูลการลงทุน**

คงคำแนะนำ “ซื้อ” / หุ้นแนะนำ แม้ว่าผลกระทบเชิงบวกของ NIM จะลดลง แต่เราคาดว่าความต้องการสินเชื่อที่แข็งแกร่งจากลูกค้าองค์กรจะช่วยชดเชยได้บ้าง แรงหนุนจาก permata ก็น่าจะช่วยดันต่อไปเช่นกัน เมื่อพิจารณาถึงแนวโน้มเศรษฐกิจที่สดใสขึ้น งบดุลที่มั่นคงและโอกาสในการลด credit cost น่าจะช่วยลดความเสี่ยงด้านลบต่อการเติบโตของผลประกอบการได้ การประเมินค่าก็ไม่ได้มีความต้องการมากเช่นกัน

**การปรับกำไร**

เราเพิ่มผลประกอบการปีงบประมาณ 2023F-25F ขึ้น 14-29% ตามลำดับ เมื่อพิจารณาจากผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่งจนถึงขณะนี้ แม้ว่าเราจะเห็นแรงกดดันต่อ NIM/opex ที่สูงขึ้น แต่การลด credit cost น่าจะช่วยลดผลกระทบได้ และรองรับกำไรสุทธิให้เติบโต yoy นี้คือสิ่งที่ธนาคารอื่นไม่มี ทั้งนี้ เราปรับมูลค่าที่เหมาะสมขึ้นเป็น 195.00 บาท

**วิธีการประเมินมูลค่าและความเสี่ยงที่สำคัญ**

มูลค่าที่เหมาะสมตาม GGM ของเราอิงจาก PBV ปี 2023E ที่ 0.65x พร้อม ROE 8.0% และ COE 9.6% เราถือว่าการคาดการณ์อัตราผลตอบแทนความเสี่ยงอยู่ที่ 2.6% และพรีเมียมความเสี่ยง 6.8% ซึ่งความเสี่ยงที่สำคัญคือ 1) สินทรัพย์ลดลงจากการชะลอตัวของการเติบโตทางเศรษฐกิจ 2) ความผันผวนของราคาสินทรัพย์ที่ส่งผลกระทบต่อการลงทุน (FVTPL) และ 3) การขยายธุรกิจไนอินโต้นีเซียหยุดชะงัก

**Forecasts and ratios**

Year Ended December 31	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Operating income (THB m)	134,541	138,895	167,936	170,952	176,353
PPOP (THB m)	67,275	69,876	89,862	89,298	90,948
Net profit (Bt, m)	26,507	29,306	43,065	44,114	46,881
Net Profit (% chg from prev)	nm.	nm.	28.8	17.7	13.8
EPS (THB)	13.89	15.35	22.56	23.11	24.56
EPS (% YoY)	54.3	10.6	47.0	2.4	6.3
EPS vs Cons (%)	na.	na.	21.5	9.4	na.
P/E (x)	8.7	9.6	7.2	7.0	6.6
P/BV (x)	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5
ROE (%)	5.6	5.9	8.3	8.0	8.0
DPS (THB)	3.80	3.90	5.80	6.00	6.30
Div yield (%)	3.1	2.6	3.6	3.7	3.9

Source: Company data, TISCO estimates

**Figure 18. Our forecast revision**

Consolidated income statement (Bt mn)	Previous				Revised			%Chg		
	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY24E
NII	102,223	113,603	119,546	124,563	128,949	130,629	134,644	13.5	9.27	8.09
Non-NII	36,672	36,977	37,501	38,453	38,987	40,323	41,709	5.4	7.5	8.5
Net operating income	138,895	150,580	157,048	163,017	167,936	170,952	176,353	11.5	8.9	8.2
OPEX	69,019	75,152	77,735	80,413	78,074	81,655	85,405	3.9	5.0	6.2
PPOP	69,876	75,428	79,312	82,604	89,862	89,298	90,948	19.1	12.6	10.1
<b>Net profit</b>	<b>29,306</b>	<b>33,444</b>	<b>37,480</b>	<b>41,212</b>	<b>43,065</b>	<b>44,114</b>	<b>46,881</b>	<b>28.8</b>	<b>17.7</b>	<b>13.8</b>
<b>Key ratio (%)</b>								<b>Chg (ppt)</b>		
Loan growth	3.6%	5.0%	5.0%	5.0%	2.0%	3.0%	3.0%	-3.00	-2.00	-2.00
NIM	2.36%	2.53%	2.53%	2.51%	2.91%	2.87%	2.85%	0.39	0.34	0.34
CIR	49.7%	49.9%	49.5%	49.3%	46.5%	47.8%	48.4%	-3.42	-1.73	-0.90
Credit cost	1.24%	1.20%	1.10%	1.00%	1.30%	1.20%	1.10%	0.10	0.10	0.10
NPL	3.62%	3.50%	3.40%	3.30%	3.50%	3.70%	3.60%	0.00	0.30	0.30
ROE	5.9%	6.5%	6.9%	7.2%	8.3%	8.0%	8.0%	1.80	1.08	0.79

Source: Company data, TISCO Research

**Figure 19. Key full year assumption**

Key full year assumptions	FY21	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
<b>Balance sheet</b>					
Loan growth	9%	4%	2%	3%	3%
Deposit growth	12%	2%	0%	3%	3%
LDR	82%	84%	85%	85%	85%
LDR including borrowing	77%	79%	80%	80%	80%
<b>P/L growth</b>					
Net interest income growth	7%	24%	26%	1%	3%
Fee income growth	18%	-6%	1%	3%	3%
Non-interest income growth	26%	-30%	6%	3%	3%
Total income growth	13%	3%	21%	2%	3%
OPEX	2%	3%	13%	5%	5%
PPOP	28%	4%	29%	-1%	2%
Provision expenses	9%	-4%	8%	-5%	-6%
Net profit growth	54%	11%	47%	2%	6%
<b>Asset quality</b>					
Gross NPL (Bt mn)	101,103	97,188	95,772	104,282	104,508
Gross NPL ratio	3.91%	3.62%	3.50%	3.70%	3.60%
Credit cost	1.38%	1.24%	1.30%	1.20%	1.10%
<b>Profitability</b>					
ROE	5.6%	5.9%	8.3%	8.0%	8.0%
ROA	0.7%	0.7%	1.0%	1.0%	1.0%
Net interest margin	2.06%	2.36%	2.91%	2.87%	2.85%
Cost to income ratio	50.0%	49.7%	46.5%	47.8%	48.4%
Yields on earning assets	2.86%	3.22%	4.36%	4.38%	4.35%
Cost on interest-bearing liabilities	0.95%	1.01%	1.73%	1.82%	1.82%

Source: Company data, TISCO Research

**Bangkok Bank (BBL)**
**Rating : BUY**

<b>Bloomberg:</b>	<b>BBL TB</b>	<b>Target price (THB)</b>	<b>195.00</b>			<b>Market Capitalization</b>	
		<b>Current Price (THB)</b>	<b>161.50</b>			<b>THBbn</b>	<b>308.3</b>
		<b>52-week Range</b>	<b>140-175</b>			<b>USDbn</b>	<b>8.5</b>

Fiscal year end 31-Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
------------------------	------	------	-------	-------	-------

Financial Summary					
EPS (THB)	13.89	15.35	22.56	23.11	24.56
DPS (THB)	3.80	3.90	5.80	6.00	6.30
BVPS (THB)	258.13	264.74	281.50	298.61	316.87

Average market cap (THBm)	231,924	282,509	308,278	308,278	308,278
Weighted average shares (m)	1,909	1,909	1,909	1,909	1,909

Valuation Metrics					
P/E (x)	8.7	9.6	7.2	7.0	6.6
P/BV (x)	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5
ROE (%)	5.6	5.9	8.3	8.0	8.0
ROA (%)	0.7	0.7	1.0	1.0	1.0
Dividend Yield (%)	3.1	2.6	3.6	3.7	3.9
Dividend cover (x)	3.6	3.9	3.9	3.9	3.9
Payout Ratio (%)	27.4	25.4	25.7	26.0	25.7

Income Statement (THBm)					
<b>Net interest revenue</b>	<b>82,156</b>	<b>102,223</b>	<b>128,949</b>	<b>130,629</b>	<b>134,644</b>
<b>Non-interest income</b>	<b>52,385</b>	<b>36,672</b>	<b>38,987</b>	<b>40,323</b>	<b>41,709</b>
Fees & Commissions	29,209	27,508	27,647	28,476	29,330
Trading revenue	0	0	0	0	0
Insurance revenue	0	0	0	0	0
Dividend income	2,252	2,306	2,353	2,400	2,448
Other revenue	20,715	6,668	8,779	9,218	9,679
<b>Total revenue</b>	<b>134,541</b>	<b>138,895</b>	<b>167,936</b>	<b>170,952</b>	<b>176,353</b>
<b>Total operating costs</b>	<b>67,266</b>	<b>69,019</b>	<b>78,074</b>	<b>81,655</b>	<b>85,405</b>
Pre-provision profit/(loss)	67,275	69,876	89,862	89,298	90,948
Bad debt expense	34,134	32,647	35,224	33,329	31,468
<b>Operating profit</b>	<b>33,141</b>	<b>37,229</b>	<b>54,638</b>	<b>55,969</b>	<b>59,480</b>
Goodwill	0	0	0	0	0
Pre-tax associates	209	190	209	229	252
Extraordinary & other items	0	0	0	0	0
<b>Pre-tax profit</b>	<b>33,141</b>	<b>37,229</b>	<b>54,638</b>	<b>55,969</b>	<b>59,480</b>
Tax	6,189	7,484	10,928	11,194	11,896
Minorities	445	440	646	661	703
Preference dividends	0	0	0	0	0
<b>Net profit</b>	<b>26,507</b>	<b>29,306</b>	<b>43,065</b>	<b>44,114</b>	<b>46,881</b>

Key Balance Sheet items (THBm) & Capital Ratios					
Risk-weighted assets	2,999,716	3,101,042	3,163,063	3,257,955	3,355,693
Interest-earnings assets	4,285,063	4,383,393	4,468,469	4,636,973	4,812,254
Total loans	2,588,339	2,682,691	2,736,345	2,818,435	2,902,988
Total deposits	3,156,940	3,210,896	3,210,896	3,307,222	3,406,439
Stated shareholders' equity	492,727	505,346	537,340	570,001	604,856
Preference share capital	0	0	0	0	0
Tier 1 capital	442,931	471,366	485,340	517,476	550,948
Tier 1 ratio (%)	14.8	15.2	15.3	15.9	16.4
Tangible equity/total assets (%)	11.6	11.4	11.7	12.1	12.4

Credit Quality					
Gross NPLs / Total loans (%)	3.9	3.6	3.5	3.7	3.6
Provisions / NPLs (%)	225.8	260.8	272.0	256.2	261.7
Bad debt exp / Avg loans (%)	1.4	1.2	1.3	1.2	1.1

Growth Rates & Key Ratios					
Growth in net interest income (%)	6.6	24.4	26.1	1.3	3.1
Growth in net fee income (%)	18.2	-5.8	0.5	3.0	3.0
Growth in non-interest income (%)	25.7	-30.0	6.3	3.4	3.4
Growth in revenues (%)	13.3	3.2	20.9	1.8	3.2
Growth in costs (%)	2.0	2.6	13.1	4.6	4.6
Pre-provision earnings growth (%)	27.5	3.9	28.6	-0.6	1.8
Growth in bad debts (%)	9.4	-4.4	7.9	-5.4	-5.6
Growth in RWA (%)	9.3	3.4	2.0	3.0	3.0
Growth in loans (%)	9.3	3.6	2.0	3.0	3.0
Growth in deposits (%)	12.3	1.7	0.0	3.0	3.0
Loan to deposits ratio (%)	82.0	83.5	85.2	85.2	85.2
Net int. margin (%)	2.1	2.4	2.9	2.9	2.8
Cost income ratio (%)	50.0	49.7	46.5	47.8	48.4
Cost asset ratio (%)	1.6	1.6	1.8	1.8	1.8
Trading income / total revenue (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Source: Company data, TISCO estimates

**Company profile**

Thailand's largest bank by assets, engaging in universal banking but specializes in corporate banking.

**Valuation**

Our GGM-based target price is based on a 2023E PBV of 0.65x with 8.0% ROE and 9.6% COE. We assume risk-free rate assumption of 2.6% and a 6.8% risk premium.

**Risk**

Key downside risks are 1) asset deterioration from potential slowdown in economic growth, 2) asset price volatility hurting trading income (FVTPL), and 3) business expansion in Indonesia stalling.

**Tanawat Ruenbanterng**  
(66) 2633 6484  
tanawatr@tisco.co.th

Company

# ธนาคารกสิกรไทย

Rating

## HOLD

(Downgraded from BUY)

Bloomberg SET Exchange Sector  
KBANK TB KBANK SET Banking

## กระบวนการปรับจะสิ้นสุดเมื่อใด?

<b>12mth price target (THB)</b>	<b>142.0</b> (from 160.00)
Current price (25//10/2023)	133.00
Upside/Downside	6.77%
CG rating	5
ESG rating	ESG100
Thai CAC	Certified

### Share summary

Issue shares :	(m shrs)	2,369
Market capitalization:	(THB bn)	315.1
	(USDbn)	8.7
Avg. Daily Turnover:	(THBm)	2,331
	(USDm)	64
Foreign Limit/Actual	(%)	49/42
Free Float:	(%)	79
NVDR:	(%)	13

### Share price / rel. to SET



Source: Bloomberg Finance LP

Performance (%)	1m	3m	12m
KBANK	6.0	6.8	-6.0
SET	-7.0	-8.2	-12.4

### Major Shareholders

	%
Thai NVDR	14.43
State Street Europe	8.66
South East Asia UK	5.35

Source: SET

### ข้อมูลการลงทุน

ปรับลดระดับเป็น “ถือ” ในกระบวนการปรับงบดุลที่กำลังดำเนินอยู่ ด้วยการขาย NPL จำนวนมากและความคิดเห็นที่ระมัดระวังเกี่ยวกับแนวโน้ม NPL/ credit cost การประเมินสถานการณ์ NPL ที่ธนาคารจึงเป็นเรื่องยาก ความไม่แน่นอนนี้จะส่งผลให้ราคาหุ้นยังคง underperform ต่อไป

### การปรับกำไร

เราปรับประมาณการปีงบประมาณ 2023F เพื่อสะท้อนถึง 9M23 แต่ผลประกอบการส่วนใหญ่ยังคงเหมือนเดิมเมื่อเทียบกับการคาดการณ์ครั้งก่อน อย่างไรก็ตาม เราลดผลประกอบการในปีก่อนหน้าลง 9% สาเหตุหลักมาจาก credit cost ที่สูงขึ้น ซึ่งจะใช้เวลาานกว่าในการลดลง โดยมูลค่าที่เหมาะสมใหม่อยู่ที่ 142.00 บาท

### วิธีการประเมินมูลค่าและความเสี่ยงที่สำคัญ

เราใช้ GGM สำหรับมูลค่าที่เหมาะสม ซึ่งเราได้ PBV ปี 2023E ที่ 0.59 เท่า โดยสมมติว่า ROE 7.6% และ COE 9.4% เราคำนึงถึงการคาดการณ์อัตราปลอดความเสี่ยงที่ 2.6% และพรีเมียมความเสี่ยง 6.8% ซึ่งความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญคือ 1) คุณภาพสินทรัพย์ลดลง เนื่องจากเศรษฐกิจอาจชะลอตัวจากภาวะเศรษฐกิจถดถอยในสหรัฐฯ และ 2) การเพิ่มขึ้นของรายได้ (เช่น การลงทุนด้านไอที) จากการริเริ่มธุรกิจใหม่ๆ ความเสี่ยงที่สำคัญคือ 1) การขายกิจการจาก KASSET และ 2) การปรับปรุง (หรือการปรับโครงสร้างที่อาจเกิดขึ้น) ของกลุ่มธุรกิจประกันภัย

### Forecasts and ratios

Year Ended December 31	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Operating income (THB m)	163,349	173,258	192,439	194,409	197,732
PPOP (THB m)	92,305	98,505	109,650	106,199	103,741
Net profit (Bt, m)	38,053	35,769	43,092	41,232	42,262
Net Profit (% chg from prev)	nm.	nm.	2.5	-9.4	-14.4
EPS (THB)	16.06	15.10	18.19	17.40	17.84
EPS (% YoY)	29.7	-6.0	20.5	-4.3	2.5
EPS vs Cons (%)	na.	na.	-8.6	-21.0	na.
P/E (x)	8.8	9.8	7.2	7.5	7.3
P/BV (x)	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5
ROE (%)	8.3	7.3	8.3	7.5	7.2
DPS (THB)	3.20	3.70	4.80	4.60	4.70
Div yield (%)	2.2	2.5	3.7	3.5	3.6

Source: Company data, TISCO estimates

Figure 20. Our forecast revision

Consolidated income statement (Bt mn)	Previous				Revised			%Chg		
	FY22A	FY23E	FY24E	FY24E	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
NII	132,998	144,455	149,613	154,921	150,860	151,761	153,982	4.4	1.4	-0.6
Non-NII	40,259	44,882	46,103	47,363	41,579	42,648	43,750	-7.4	-7.5	-7.6
Net operating income	173,258	189,338	195,716	202,284	192,439	194,409	197,732	1.6	-0.7	-2.3
OPEX	74,753	82,874	87,018	91,369	82,789	88,210	93,992	-0.1	1.4	2.9
PPOP	98,505	106,464	108,698	110,916	109,650	106,199	103,741	3.0	-2.3	-6.5
Net profit	35,769	42,022	45,531	49,386	43,092	41,232	42,262	2.5	-9.4	-14.4
<b>Key ratio (%)</b>								<b>Chg (ppt)</b>		
Loan growth	3.0%	6.0%	6.0%	6.0%	3.0%	3.0%	3.0%	-3.00	-3.00	-3.00
NIM	3.33%	3.50%	3.46%	3.43%	3.68%	3.60%	3.54%	0.18	0.13	0.12
CIR	43.1%	43.8%	44.5%	45.2%	43.0%	45.4%	47.5%	-0.75	0.91	2.37
Credit cost	2.11%	2.00%	1.80%	1.60%	2.10%	2.00%	1.80%	0.10	0.20	0.20
NPL	3.71%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	0.00	0.00	0.00
ROE	7.3%	8.1%	8.2%	8.4%	8.3%	7.5%	7.2%	0.20	-0.76	-1.14

Source: Company data, TISCO Research

Figure 21. Key full year assumption

Key full year assumptions	FY21	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
<b>Balance sheet</b>					
Loan growth	7.9%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Deposit growth	10.8%	5.8%	1.0%	2.0%	2.0%
LDR	93.2%	90.8%	92.6%	93.5%	94.4%
LDR including borrowing	89.6%	88.6%	89.7%	90.6%	91.4%
<b>P/L growth</b>					
Net interest income growth	10%	11%	13%	1%	1%
Fee income growth	7%	-7%	-1%	2%	2%
Non-interest income growth	-4%	-8%	3%	3%	3%
Total income growth	5%	6%	11%	1%	2%
OPEX	1%	5%	11%	7%	7%
PPOP	9%	7%	11%	-3%	-2%
Provision expenses	-7%	29%	2%	-2%	-7%
Net profit growth	29%	-6%	20%	-4%	2%
<b>Asset quality</b>					
Gross NPL (Bt mn)	104,036	92,536	102,797	105,881	109,058
Gross NPL ratio	4.30%	3.71%	4.00%	4.00%	4.00%
Credit cost	1.73%	2.11%	2.10%	2.00%	1.80%
<b>Profitability</b>					
ROE	8.3%	7.3%	8.3%	7.5%	7.2%
ROA	1.1%	0.9%	1.1%	1.0%	1.0%
Net interest margin	3.21%	3.33%	3.68%	3.60%	3.54%
Cost to income ratio	43.5%	43.1%	43.0%	45.4%	47.5%
Yields on earning assets	3.65%	3.80%	4.56%	4.61%	4.55%
Cost on interest-bearing liabilities	0.59%	0.63%	1.17%	1.37%	1.37%

Source: Company data, TISCO Research

**Kasikorn Bank (KBANK)**
**Rating : HOLD**

Bloomberg:	KBANK TB	Target price (THB)	142.00	Market Capitalization	
		Current Price (THB)	133.00	THBbn	315.1
		52-week Range	121.5-157.5	USDbn	8.7
Fiscal year end 31-Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>Financial Summary</b>					
EPS (THB)	16.06	15.10	18.19	17.40	17.84
DPS (THB)	3.20	3.70	4.80	4.60	4.70
BVPS (THB)	201.20	212.41	227.15	239.95	253.09
Average market cap (THBm)	336,445	349,476	302,089	302,089	302,089
Weighted average shares (m)	2,369	2,369	2,369	2,369	2,369
<b>Valuation Metrics</b>					
P/E (x)	8.8	9.8	7.3	7.6	7.5
P/BV (x)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
ROE (%)	8.3	7.3	8.3	7.5	7.2
ROA (%)	1.0	0.9	1.0	0.9	0.9
Dividend Yield (%)	2.2	2.5	3.6	3.5	3.5
Dividend cover (x)	5.0	4.1	3.8	3.8	3.8
Payout Ratio (%)	19.9	24.5	26.4	26.4	26.3
<b>Income Statement (THBm)</b>					
Net interest revenue	119,390	132,998	150,860	151,761	153,982
Non-interest income	43,958	40,259	41,579	42,648	43,750
Fees & Commissions	35,316	32,882	32,593	33,244	33,909
Trading revenue	0	0	0	0	0
Insurance revenue	0	0	0	0	0
Dividend income	3,310	3,446	3,587	3,735	3,888
Other revenue	6,027	3,817	5,278	5,542	5,819
Total revenue	163,349	173,258	192,439	194,409	197,732
Total operating costs	71,044	74,753	82,789	88,210	93,992
Pre-provision profit/(loss)	92,305	98,505	109,650	106,199	103,741
Bad debt expense	40,332	51,919	53,183	52,170	48,361
Operating profit	51,973	46,585	56,467	54,029	55,380
Goodwill	0	0	0	0	0
Pre-tax associates	-694	115	120	126	133
Extraordinary & other items	0	0	0	0	0
Pre-tax profit	51,973	46,585	56,467	54,029	55,380
Tax	9,729	8,633	10,729	10,266	10,522
Minorities	4,192	2,183	2,646	2,532	2,595
Preference dividends	0	0	0	0	0
Net profit	38,053	35,769	43,092	41,232	42,262
<b>Key Balance Sheet items (THBm) &amp; Capital Ratios</b>					
Risk-weighted assets	2,593,840	2,746,673	2,829,073	2,913,945	3,001,364
Interest-earnings assets	3,952,939	4,034,461	4,155,339	4,280,142	4,409,009
Total loans	2,421,813	2,495,077	2,569,929	2,647,027	2,726,438
Total deposits	2,598,630	2,748,685	2,776,171	2,831,695	2,888,329
Stated shareholders' equity	476,714	503,270	538,189	568,522	599,649
Preference share capital	0	0	0	0	0
Tier 1 capital	420,147	462,979	486,027	517,290	547,902
Tier 1 ratio (%)	16.2	16.8	17.2	17.8	18.3
Tangible equity/total assets (%)	11.8	11.7	12.1	12.5	12.8
<b>Credit Quality</b>					
Gross NPLs / Total loans (%)	4.3	3.7	4.0	4.0	4.0
Provisions / NPLs (%)	139.2	144.3	140.2	146.0	150.6
Bad debt exp / Avg loans (%)	1.7	2.1	2.1	2.0	1.8
<b>Growth Rates &amp; Key Ratios</b>					
Growth in net interest income (%)	9.5	11.4	13.4	0.6	1.5
Growth in net fee income (%)	7.0	-6.9	-0.9	2.0	2.0
Growth in non-interest income (%)	-4.2	-8.4	3.3	2.6	2.6
Growth in revenues (%)	5.5	6.1	11.1	1.0	1.7
Growth in costs (%)	1.5	5.2	10.8	6.5	6.6
Pre-provision earnings growth (%)	8.7	6.7	11.3	-3.1	-2.3
Growth in bad debts (%)	-7.4	28.7	2.4	-1.9	-7.3
Growth in RWA (%)	7.9	5.9	3.0	3.0	3.0
Growth in loans (%)	7.9	3.0	3.0	3.0	3.0
Growth in deposits (%)	10.8	5.8	1.0	2.0	2.0
Loan to deposits ratio (%)	93.2	90.8	92.6	93.5	94.4
Net int. margin (%)	3.2	3.3	3.7	3.6	3.5
Cost income ratio (%)	43.5	43.1	43.0	45.4	47.5
Cost asset ratio (%)	1.8	1.8	1.9	2.0	2.1
Trading income / total revenue (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

**Company profile**

KBANK is the leader in digital banking and the main bank for Thai people, especially SME and retail customers. The bank also is the leader in SME lending. KBANK has a high fee income base (c40% of total income), suggesting revenues are well diversified. Note that KBANK is well regarded by foreign investors, partially due to high liquidity, a highly profitable business, and comprehensive and transparent information disclosure.

**Valuation**

We use GGM for our target price, from which we derive a 2023E PBV of 0.59x, assuming 7.6% ROE and 9.4% COE. We factor in a risk-free rate assumption of 2.6% and 6.8% risk premium.

**Risk**

Key downside risks are 1) deterioration in asset quality given potential economic slowdown from a US recession and 2) opex rise (e.g. IT investment) from new business initiatives. Key upside risks are 1) divestment from KASSET and 2) improvement (or potential restructuring) of its insurance arm.

Tanawat Ruenbanterng  
(66) 2633 6484  
tanawatr@tisco.co.th

Source: Company data, TISCO estimates

Company

# ธนาคารเกียรตินาคิน

Rating

## HOLD

(Downgraded from BUY)

Bloomberg SET Exchange Sector  
KKP TB KKP SET Banking

### กระบวนการปรับเริ่มต้นขึ้น

12mth price target (THB) **53.0**  
(from 75.00)

Current price (25/10/2023)	49.25
Upside/Downside	7.61%
CG rating	5
ESG rating	ESG100
Thai CAC	Certified

#### Share summary

Issue shares :	(m shrs)	846
Market capitalization:	(THB bn)	41.7
	(USDbn)	1.2
Avg. Daily Turnover:	(THBm)	312
	(USDm)	8
Foreign Limit/Actual	(%)	44/10
Free Float:	(%)	92
NVDR:	(%)	5

#### Share price / rel. to SET



Source: Bloomberg Finance LP

Performance (%)	1m	3m	12m
KKP	-10.1	-10.1	-32.1
SET	-7.0	-8.2	-12.4

#### Major Shareholders

Shareholder	%
Thai NVDR	5.42
Eastern Sugar	4.33
Thitinan Wattanavekin	4.20

Source: SET

#### ข้อมูลการลงทุน

เราคาดว่าธนาคารจะเข้าสู่ช่วงปรับงบดุลด้วยการเติบโตของสินเชื่อที่ชะลอลงอย่างมาก แต่ต้นทุนความเสี่ยงที่สูงขึ้น รายได้ควรยังคงต่ำกว่าปกติจนกว่ากระบวนการจะเสร็จสิ้นและงบดุลเติบโตขึ้นอีกครั้ง ทั้งนี้ downgrade เป็น “ถือ”

#### การปรับกำไร

เรลดกำไรลง 15-24% ในปีงบประมาณ 2023F-25F เนื่องจากต้นทุนความเสี่ยงที่สูงขึ้น (จากการขาดทุนจากการขายรถยนต์ยัดและ credit cost) สินเชื่อจะลดลงอย่างมากในปีหน้า เนื่องจากฐานหนี้ที่ต่ำ ส่งผลให้สินเชื่อใหม่จำกัด ทั้งนี้ มูลค่าที่เหมาะสมลดลงเหลือ 53.00 บาท

#### วิธีการประเมินมูลค่าและความเสี่ยงที่สำคัญ

มูลค่าที่เหมาะสมตาม GGM ของเราอิงจาก PBV ปี 2023E ที่ 0.7 เท่า โดยมี ROE 8.9% และ COE 10.5% เราถือว่าการคาดการณ์อัตราผลตอบแทนความเสี่ยงอยู่ที่ 3.2% และพรีเมียมความเสี่ยง 6.8% ซึ่งความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญคือ 1) ต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้น ส่งผลให้สินเชื่อ HP ที่ให้ยืมในช่วงอัตราดอกเบี้ยต่ำไม่สามารถทำกำไรได้ 2) credit cost ที่สูงขึ้น โดยเฉพาะมูลค่าของรถยนต์เนื่องจากการอ่อนค่าที่เร็วขึ้นท่ามกลางเทคโนโลยีใหม่ (เช่น EV) และ 3) ตลาดการเงินความผันผวนที่ส่งผลกระทบต่อธุรกิจตลาดทุน

#### Forecasts and ratios

Year Ended December 31	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Operating income (THB m)	24,246	27,539	29,081	30,625	32,381
PPOP (THB m)	12,998	14,526	13,488	14,579	15,608
Net profit (Bt, m)	6,318	7,602	6,149	6,747	8,058
Net Profit (% chg from prev)	nm.	nm.	-19.1	-23.5	-15.1
EPS (THB)	7.46	8.98	7.26	7.97	9.52
EPS (% YoY)	23.3	20.3	-19.1	9.7	19.4
EPS vs Cons (%)	na.	na.	-24.3	-24.0	na.
P/E (x)	8.0	8.2	6.8	6.2	5.2
P/BV (x)	1.0	1.1	0.7	0.7	0.6
ROE (%)	12.9	14.0	10.4	10.9	12.5
DPS (THB)	4.48	5.39	4.36	4.78	5.71
Div yield (%)	7.5	7.3	8.8	9.7	11.6

Source: Company data, TISCO estimates

Figure 22. Our forecast revision

Consolidated income statement (Bt mn)	FY22A	Previous			Revised			%Chg		
		FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
NII	19,081	21,021	23,549	24,976	22,019	22,518	23,520	4.7	-4.4	-5.8
Non-NII	8,457	8,826	9,215	9,625	7,062	8,107	8,861	-20.0	-12.0	-7.9
Net operating income	27,539	29,847	32,763	34,601	29,081	30,625	32,381	-2.6	-6.5	-6.4
OPEX	13,013	14,105	15,296	16,596	15,593	16,046	16,773	10.6	4.9	1.1
PPOP	14,526	15,743	17,468	18,005	13,488	14,579	15,608	-14.3	-16.5	-13.3
<b>Net profit</b>	<b>7,602</b>	<b>7,597</b>	<b>8,822</b>	<b>9,493</b>	<b>6,149</b>	<b>6,747</b>	<b>8,058</b>	-19.1	-23.5	-15.1
<b>Key ratio (%)</b>								<b>Chg (ppt)</b>		
Loan growth	21.4%	10.0%	10.0%	10.0%	8.0%	4.0%	4.0%	-2.00	-6.00	-6.00
NIM	4.29%	4.19%	4.29%	4.16%	4.42%	4.26%	4.26%	0.23	-0.03	0.10
CIR	47.3%	47.3%	46.7%	48.0%	53.6%	52.4%	51.8%	6.36	5.71	3.83
Credit cost	1.48%	1.60%	1.50%	1.30%	1.50%	1.50%	1.30%	-0.10	0.00	0.00
NPL	3.50%	3.40%	3.25%	3.10%	3.40%	3.25%	3.10%	0.00	0.00	0.00
ROE	14.0%	12.8%	14.1%	14.3%	10.4%	10.9%	12.5%	-2.39	-3.14	-1.85

Source: Company data, TISCO Research

Figure 23. Key full year assumption

Key full year assumptions	FY21	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
<b>Balance sheet</b>					
Loan growth	15.9%	21.4%	8.0%	4.0%	4.0%
Deposit growth	14.7%	14.9%	6.0%	4.0%	4.0%
LDR	106.4%	112.4%	114.5%	114.5%	114.5%
LDR including borrowing	92.4%	94.9%	96.8%	96.6%	96.5%
<b>P/L growth</b>					
Net interest income growth	7%	22%	15%	2%	4%
Fee income growth	40%	2%	-6%	10%	10%
Non-interest income growth	30%	-1%	-16%	15%	9%
Total income growth	14%	14%	6%	5%	6%
OPEX	6%	16%	20%	3%	5%
PPOP	23%	12%	-7%	8%	7%
Provision expenses	27%	-3%	15%	6%	-10%
Net profit growth	23%	20%	-19%	10%	19%
<b>Asset quality</b>					
Gross NPL (Bt mn)	10,191	13,031	13,681	13,601	13,492
Gross NPL ratio	3.32%	3.50%	3.40%	3.25%	3.10%
Credit cost	1.82%	1.48%	1.50%	1.50%	1.30%
<b>Profitability</b>					
ROE	13.0%	14.0%	10.4%	10.9%	12.5%
ROA	1.6%	1.6%	1.2%	1.2%	1.4%
Net interest margin	4.19%	4.29%	4.42%	4.26%	4.26%
Cost to income ratio	46.4%	47.3%	53.6%	52.4%	51.8%
Yields on earning assets	5.31%	5.44%	6.09%	6.09%	6.09%
Cost on interest-bearing liabilities	1.19%	1.20%	1.78%	1.97%	1.97%

Source: Company data, TISCO Research



**Kiatnakin Phatra Bank (KKP)**
**Rating : HOLD**

<b>Bloomberg:</b>	<b>KKP TB</b>	<b>Target price (THB)</b>	<b>53.00</b>			<b>Market Capitalization</b>	
		<b>Current Price (THB)</b>	<b>49.25</b>			<b>THBbn</b>	<b>41.7</b>
		<b>52-week Range</b>	<b>49-76.25</b>			<b>USDbn</b>	<b>1.2</b>

Fiscal year end 31-Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
------------------------	------	------	-------	-------	-------

Financial Summary					
EPS (THB)	7.46	8.98	7.26	7.97	9.52
DPS (THB)	4.48	5.39	4.36	4.78	5.71
BVPS (THB)	60.28	68.29	71.19	74.38	78.19
Average market cap (THBm)	50,593	62,448	48,053	48,053	48,053
Weighted average shares (m)	847	847	847	847	847

Valuation Metrics					
P/E (x)	8.0	8.2	6.8	6.2	5.2
P/BV (x)	1.0	1.1	0.7	0.7	0.6
ROE (%)	12.9	14.0	10.4	10.9	12.5
ROA (%)	1.6	1.6	1.2	1.2	1.4
Dividend Yield (%)	7.5	7.3	8.8	9.7	11.6
Dividend cover (x)	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
Payout Ratio (%)	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0

Income Statement (THBm)					
<b>Net interest revenue</b>	<b>15,701</b>	<b>19,081</b>	<b>22,019</b>	<b>22,518</b>	<b>23,520</b>
<b>Non-interest income</b>	<b>8,545</b>	<b>8,457</b>	<b>7,062</b>	<b>8,107</b>	<b>8,861</b>
Fees & Commissions	6,074	6,165	5,776	6,353	6,989
Trading revenue	0	0	0	0	0
Insurance revenue	0	0	0	0	0
Dividend income	1,329	507	517	543	570
Other revenue	1,142	1,785	769	1,211	1,303
<b>Total revenue</b>	<b>24,246</b>	<b>27,539</b>	<b>29,081</b>	<b>30,625</b>	<b>32,381</b>
<b>Total operating costs</b>	<b>11,248</b>	<b>13,013</b>	<b>15,593</b>	<b>16,046</b>	<b>16,773</b>
Pre-provision profit/(loss)	12,998	14,526	13,488	14,579	15,608
Bad debt expense	5,201	5,036	5,812	6,157	5,549
<b>Operating profit</b>	<b>7,797</b>	<b>9,490</b>	<b>7,675</b>	<b>8,422</b>	<b>10,059</b>
Goodwill	0	0	0	0	0
Pre-tax associates	0	0	0	0	0
Extraordinary & other items	0	0	0	0	0
<b>Pre-tax profit</b>	<b>7,797</b>	<b>9,490</b>	<b>7,675</b>	<b>8,422</b>	<b>10,059</b>
Tax	1,442	1,873	1,515	1,663	1,986
Minorities	37	14	12	13	15
Preference dividends	0	0	0	0	0
<b>Net profit</b>	<b>6,318</b>	<b>7,602</b>	<b>6,149</b>	<b>6,747</b>	<b>8,058</b>

Key Balance Sheet items (THBm) & Capital Ratios					
Risk-weighted assets	343,990	415,505	448,745	466,695	485,363
Interest-earnings assets	409,079	478,946	517,671	540,504	564,388
Total loans	308,461	372,588	402,396	418,491	435,231
Total deposits	288,382	331,464	351,352	365,406	380,022
Stated shareholders' equity	51,046	57,824	60,284	62,983	66,207
Preference share capital	0	0	0	0	0
Tier 1 capital	42,571	49,906	51,298	53,699	56,267
Tier 1 ratio (%)	12.4	13.3	11.4	11.5	11.6
Tangible equity/total assets (%)	12.2	11.5	11.2	11.0	11.1

Credit Quality					
Gross NPLs / Total loans (%)	3.3	3.5	3.4	3.2	3.1
Provisions / NPLs (%)	152.0	135.6	139.1	150.4	161.2
Bad debt exp / Avg loans (%)	1.8	1.5	1.5	1.5	1.3

Growth Rates & Key Ratios					
Growth in net interest income (%)	7.0	21.5	15.4	2.3	4.4
Growth in net fee income (%)	40.1	1.5	-6.3	10.0	10.0
Growth in non-interest income (%)	30.4	-1.0	-16.5	14.8	9.3
Growth in revenues (%)	14.2	13.6	5.6	5.3	5.7
Growth in costs (%)	5.6	15.7	19.8	2.9	4.5
Pre-provision earnings growth (%)	22.8	11.8	-7.1	8.1	7.1
Growth in bad debts (%)	27.0	-3.2	15.4	5.9	-9.9
Growth in RWA (%)	16.5	20.8	8.0	4.0	4.0
Growth in loans (%)	16.5	20.8	8.0	4.0	4.0
Growth in deposits (%)	14.7	14.9	6.0	4.0	4.0
Loan to deposits ratio (%)	107.0	112.4	114.5	114.5	114.5
Net int. margin (%)	4.2	4.3	4.4	4.3	4.3
Cost income ratio (%)	46.4	47.3	53.6	52.4	51.8
Cost asset ratio (%)	2.8	2.8	3.0	2.9	2.9
Trading income / total revenue (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Source: Company data, TISCO estimates

**Company profile**

KKP is a JV between Kiatnakin, a leading leasing bank, and Phatra, a leader in the institutional securities business. The bank's leasing business is the fifth largest auto lending in Thailand with 10% market share. Phatra offers a wide range of financial services for institutional and high net worth clients. This unit normally sees a volatile revenue but contributes about 20% of KKP's total revenues

**Valuation**

Our GGM-based target price is based on a 2023E PBV of 0.74x with 10.8% ROE and 12.8% COE. We assume a risk-free rate assumption of 2.6% and a 6.8% risk premium.

**Risk**

Key downside risks are 1) higher cost of funds making the HP loans lent during the low interest rate period unprofitable, 2) higher credit cost, especially the value of cars as depreciation quickens amid new technology (e.g. EVs), and 3) financial market volatility hurting the capital market business.

**Tanawat Ruenbanterng**  
(66) 2633 6484  
tanawatr@tisco.co.th

Company

# ธนาคารกรุงไทย

Bloomberg SET Exchange Sector  
KTB TB KTB SET Banking

## การให้กู้ยืมแก่รัฐบาลเป็นผลบวกสุทธิหรือไม่?

Rating

# HOLD

((Downgraded from BUY))

12mth price target (THB) **21.30**  
(from 19.40)

Current price (25/10/2023)	19.20
Upside/Downside	10.94%
CG rating	5
ESG rating	n.a.
Thai CAC	Certified

Share summary

Issue shares :	(m shrs)	13,976
Market capitalization:	(THB bn)	268.3
	(USDbn)	7.4
Avg. Daily Turnover:	(THBm)	912
	(USDm)	25
Foreign Limit/Actual	(%)	25/11
Free Float:	(%)	44
NVDR:	(%)	8

Share price / rel. to SET



Source: Bloomberg Finance LP

Performance (%)	1m	3m	12m
KTB	3.2	-5.0	8.5
SET	-7.0	-8.2	-12.4

Major Shareholders

	%
FIDF	55.07
Thai NVDR	7.62
STATE STREET EUROPE	3.23

Source: SET

ข้อมูลการลงทุน

ปรับลดคำแนะนำเป็น “ถือ” หลังจากฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งในปีนี้ หากไม่มีการขยาย NIM เราไม่คาดว่าราคาหุ้นจะแซงหน้าเหมือนที่เคยทำมา เราคาดว่าความต้องการเงินกู้จากรัฐบาลจะสูงขึ้น และบางที KTB อาจมีความจำเป็นเพื่ออำนวยความสะดวกในการระดมทุน ซึ่งท้ายที่สุดจะสร้างแรงกดดันต่อ ROA/ROE

การปรับกำไร

เราปรับปีงบประมาณ 2023F/24F ขึ้นไป เนื่องจากการขยาย NIM อย่างมีนัยสำคัญเป็นหลัก เราปรับลดการเติบโตของสินเชื่อเนื่องจากเราเห็นแรงกดดันในผลิตภัณฑ์ค่าปลีกจากกฎระเบียบที่เข้มงวดในปีหน้า เนื่องจากความต้องการสินเชื่อรัฐบาลที่ให้ผลตอบแทนต่ำเพิ่มมากขึ้น การเปลี่ยนแปลงในส่วนประสมสินเชื่ออาจทำให้แนวโน้ม NIM อ่อนแอลง อย่างไรก็ตาม มูลค่าที่เหมาะสมใหม่อยู่ที่ 21.30 บาท

วิธีการประเมินมูลค่าและความเสี่ยงที่สำคัญ

ราคาเป้าหมายตาม GGM ของเราอิงจาก PBV ปี 2023E ที่ 0.7 เท่า โดยมี ROE 8.9% และ COE 10.5% เราถือว่าสมมติฐานอัตราผลตอบแทนความเสี่ยงอยู่ที่ 3.2% และพรีเมียมความเสี่ยง 6.8% ความเสี่ยงด้านบวกที่สำคัญ 1) การปรับอัตราดอกเบี้ยที่พิสูจน์ได้เร็วกว่าที่คาดไว้ และ 2) ผลิตภัณฑ์ใหม่และผลกำไรที่ใช้แพลตฟอร์มดิจิทัล ความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญคือ 1) การใช้จ่ายด้านไอทีที่มากกว่าที่คาดไว้ และ 2) ภาวะผูกพันในการให้บริการระดับชาติ เช่นเดียวกับรัฐวิสาหกิจอื่นๆ

Forecasts and ratios

Year Ended December 31	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Operating income (THB m)	115,786	125,391	147,469	144,714	149,177
PPOP (THB m)	63,055	70,620	88,979	83,032	83,934
Net profit (Bt, m)	21,588	33,698	40,833	36,771	36,717
Net Profit (% chg from prev)	nm.	nm.	12.5	1.7	-2.4
EPS (THB)	1.54	2.41	2.92	2.63	2.63
EPS (% YoY)	29.0	56.1	21.2	-9.9	-0.1
EPS vs Cons (%)	na.	na.	20.1	0.7	na.
P/E (x)	8.5	7.3	6.6	7.3	7.3
P/BV (x)	0.5	0.7	0.7	0.6	0.6
ROE (%)	6.1	9.2	10.5	8.9	8.5
DPS (THB)	0.42	0.96	1.16	1.05	1.05
Div yield (%)	3.2	5.4	6.0	5.5	5.5

Source: Company data, TISCO estimates

**Figure 24. Our forecast revision**

Consolidated income statement (Bt mn)	FY22A	Previous			Revised			%Chg		
		FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
NII	90,405	99,421	102,154	107,433	113,234	109,699	113,357	13.9	7.39	5.51
Non-NII	34,986	36,027	37,101	38,208	34,236	35,015	35,819	-5.0	-5.62	-6.25
Net operating income	125,391	135,448	139,255	145,642	147,469	144,714	149,177	8.9	3.92	2.43
OPEX	54,771	59,002	61,682	64,665	58,490	61,682	65,243	-0.9	0.00	0.89
PPOP	70,620	76,446	77,573	80,977	88,979	83,032	83,934	16.4	7.04	3.65
<b>Net profit</b>	<b>33,698</b>	<b>36,309</b>	<b>36,162</b>	<b>37,624</b>	<b>40,833</b>	<b>36,771</b>	<b>36,717</b>	12.5	1.68	-2.41
<b>Key ratio (%)</b>								<b>Chg (ppt)</b>		
Loan growth	-1.4%	5.0%	5.0%	5.0%	3.0%	3.0%	3.0%	-2.00	-2.00	-2.00
NIM	2.60%	2.79%	2.73%	2.73%	3.20%	3.00%	3.00%	0.41	0.27	0.26
CIR	43.7%	43.6%	44.3%	44.4%	39.7%	42.6%	43.7%	-3.90	-1.67	-0.66
Credit cost	0.93%	1.00%	1.00%	1.00%	1.25%	1.20%	1.20%	0.25	0.20	0.20
NPL	3.90%	3.80%	3.70%	3.60%	3.80%	3.70%	3.60%	0.00	0.00	0.00
ROE	9.2%	9.4%	8.8%	8.7%	10.5%	8.9%	8.5%	1.13	0.09	-0.26

Source: Company data, TISCO Research

**Figure 25. Key full year assumption**

Key full year assumptions	FY21	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
<b>Balance sheet</b>					
Loan growth	12.6%	-1.4%	3.0%	3.0%	3.0%
Deposit growth	6.2%	-0.9%	2.0%	3.0%	3.0%
LDR	100.5%	100.1%	101.1%	101.1%	101.1%
LDR including borrowing	95.6%	94.6%	95.3%	95.3%	95.3%
<b>P/L growth</b>					
Net interest income growth	-6%	8%	25%	-3%	3%
Fee income growth	-2%	1%	-3%	1%	1%
Non-interest income growth	-4%	8%	-2%	2%	2%
Total income growth	-5%	8%	18%	-2%	3%
OPEX	-1%	4%	7%	5%	6%
PPOP	-8%	12%	26%	-7%	1%
Provision expenses	-28%	-25%	35%	-1%	3%
Net profit growth	29%	56%	21%	-10%	0%
<b>Asset quality</b>					
Gross NPL (Bt mn)	106,809	101,096	101,458	101,751	101,971
Gross NPL ratio	4.06%	3.90%	3.80%	3.70%	3.60%
Credit cost	1.31%	0.93%	1.25%	1.20%	1.20%
<b>Profitability</b>					
ROE	6.1%	9.2%	10.5%	8.9%	8.5%
ROA	0.7%	1.0%	1.2%	1.1%	1.0%
Net interest margin	2.50%	2.60%	3.20%	3.00%	3.00%
Cost to income ratio	45.5%	43.7%	39.7%	42.6%	43.7%
Yields on earning assets	3.16%	3.28%	4.31%	4.24%	4.23%
Cost on interest-bearing liabilities	0.73%	0.76%	1.24%	1.41%	1.41%

Source: Company data, TISCO Research

## Krung Thai Bank (KTB)

Rating : HOLD

<b>Bloomberg:</b>	<b>KTB TB</b>	<b>Target price (THB)</b>	<b>21.30</b>			<b>Market Capitalization</b>	
		<b>Current Price (THB)</b>	<b>19.20</b>			<b>THBbn</b>	<b>268.3</b>
		<b>52-week Range</b>	<b>16-20.5</b>			<b>USDbn</b>	<b>7.4</b>

Fiscal year end 31-Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
------------------------	------	------	-------	-------	-------

Financial Summary					
EPS (THB)	1.54	2.41	2.92	2.63	2.63
DPS (THB)	0.42	0.96	1.16	1.05	1.05
BVPS (THB)	25.75	26.91	28.67	30.25	31.83
Average market cap (THBm)	184,557	247,474	276,835	276,835	276,835
Weighted average shares (m)	13,982	13,982	13,982	13,982	13,982

Valuation Metrics					
P/E (x)	8.5	7.3	6.6	7.3	7.3
P/BV (x)	0.5	0.7	0.7	0.6	0.6
ROE (%)	6.1	9.2	10.5	8.9	8.5
ROA (%)	0.6	1.9	2.2	1.9	1.9
Dividend Yield (%)	3.2	5.4	6.0	5.5	5.5
Dividend cover (x)	3.7	2.5	2.5	2.5	2.5
Payout Ratio (%)	27.1	39.8	39.7	39.9	40.0

Income Statement (THBm)					
<b>Net interest revenue</b>	<b>83,372</b>	<b>90,405</b>	<b>113,234</b>	<b>109,699</b>	<b>113,357</b>
<b>Non-interest income</b>	<b>32,414</b>	<b>34,986</b>	<b>34,236</b>	<b>35,015</b>	<b>35,819</b>
Fees & Commissions	20,022	20,316	19,676	19,873	20,071
Trading revenue	3,467	5,233	5,442	5,660	5,886
Insurance revenue	0	0	0	0	0
Dividend income	379	352	366	380	396
Other revenue	8,546	9,086	8,752	9,102	9,466
<b>Total revenue</b>	<b>115,786</b>	<b>125,391</b>	<b>147,469</b>	<b>144,714</b>	<b>149,177</b>
<b>Total operating costs</b>	<b>52,731</b>	<b>54,771</b>	<b>58,490</b>	<b>61,682</b>	<b>65,243</b>
Pre-provision profit/(loss)	63,055	70,620	88,979	83,032	83,934
Bad debt expense	32,524	24,338	32,897	32,528	33,504
<b>Operating profit</b>	<b>30,531</b>	<b>46,283</b>	<b>56,082</b>	<b>50,504</b>	<b>50,430</b>
Goodwill	0	0	0	0	0
Pre-tax associates	1,046	1,095	1,139	1,184	1,231
Extraordinary & other items	0	0	0	0	0
<b>Pre-tax profit</b>	<b>30,531</b>	<b>46,283</b>	<b>56,082</b>	<b>50,504</b>	<b>50,430</b>
Tax	5,975	9,077	10,999	9,905	9,890
Minorities	2,968	3,508	4,251	3,828	3,822
Preference dividends	0	0	0	0	0
<b>Net profit</b>	<b>21,588</b>	<b>33,698</b>	<b>40,833</b>	<b>36,771</b>	<b>36,717</b>

Key Balance Sheet items (THBm) & Capital Ratios					
Risk-weighted assets	2,251,375	2,220,439	2,287,052	2,355,663	2,426,333
Interest-earnings assets	3,478,839	3,479,774	3,592,080	3,717,749	3,848,083
Total loans	2,628,963	2,592,838	2,670,623	2,750,742	2,833,264
Total deposits	2,614,747	2,590,236	2,642,041	2,721,302	2,802,941
Stated shareholders' equity	360,053	376,296	400,910	423,000	445,037
Preference share capital	0	0	0	0	0
Tier 1 capital	348,252	0	391,188	415,309	437,372
Tier 1 ratio (%)	16.9	0.0	17.1	17.6	18.0
Tangible equity/total assets (%)	10.2	10.5	10.8	11.1	11.2

Credit Quality					
Gross NPLs / Total loans (%)	4.1	3.9	3.8	3.7	3.6
Provisions / NPLs (%)	162.3	172.5	173.3	174.2	175.2
Bad debt exp / Avg loans (%)	1.3	1.9	2.5	2.4	2.4

Growth Rates & Key Ratios					
Growth in net interest income (%)	-5.6	8.4	25.3	-3.1	3.3
Growth in net fee income (%)	-2.5	1.5	-3.1	1.0	1.0
Growth in non-interest income (%)	-4.4	7.9	-2.1	2.3	2.3
Growth in revenues (%)	-5.3	8.3	17.6	-1.9	3.1
Growth in costs (%)	-1.4	3.9	6.8	5.5	5.8
Pre-provision earnings growth (%)	-8.3	12.0	26.0	-6.7	1.1
Growth in bad debts (%)	-27.6	-25.2	35.2	-1.1	3.0
Growth in RWA (%)	12.6	-1.4	3.0	3.0	3.0
Growth in loans (%)	12.6	-1.4	3.0	3.0	3.0
Growth in deposits (%)	6.2	-0.9	2.0	3.0	3.0
Loan to deposits ratio (%)	100.5	100.1	101.1	101.1	101.1
Net int. margin (%)	2.5	2.6	3.2	3.0	3.0
Cost income ratio (%)	45.5	43.7	39.7	42.6	43.7
Cost asset ratio (%)	1.5	3.0	3.2	3.2	3.3
Trading income / total revenue (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Source: Company data, TISCO estimates

### Company profile

A state-owned bank and the salary-account manager for civil servants. Government's financial arms for facilitating fiscal policy.

### Valuation

Our GGM-based target price is based on a 2023E PBV of 0.7x with 8.9% ROE and 10.5% COE. We assume a risk-free rate assumption of 3.2% and a 6.8% risk premium.

### Risk

Key upside risks 1) interest rate adjustment proving faster than expected and 2) new and profitable products that utilize its digital platform. Key downside risks are 1) bigger than expected IT spending and 2) obligation to engage in national service, like other state-owned enterprises.

Tanawat Ruenbanterng  
(66) 2633 6484  
tanawatr@tisco.co.th

Company

# ธนาคารไทยพาณิชย์

Rating

**BUY**

(Unchanged)

Bloomberg SET Exchange Sector  
SCB TB SCB SET Banking

รับรู้ข่าวร้ายไปแล้ว

12mth price target (THB) **122.00**  
(from 130.00)

Current price (25/10/2023)	98.25
Upside/Downside	24.17%
CG rating	5
ESG rating	n.a.
Thai CAC	Certified

Share summary

Issue shares :	(m shrs)	3,367
Market capitalization:	(THB bn)	330.8
	(USDbn)	9.1
Avg. Daily Turnover:	(THBm)	1,359
	(USDm)	37
Foreign Limit/Actual	(%)	25/18
Free Float:	(%)	76
NVDR:	(%)	6

Share price / rel. to SET



Source: Bloomberg Finance LP

Performance (%)	1m	3m	12m
SCB	-5.1	-8.2	-6.9
SET	-7.0	-8.2	-12.4

Major Shareholders

	%
King Maha Vajiralongkorn	23.58
Vayupak Fund by MFC	11.66
Vayupak Fund by KTAM	11.66

Source: SET

ข้อมูลการลงทุน

คงคำแนะนำ “ซื้อ” แม้ว่าแนวโน้มกำไรจะลดลงเนื่องจากปัญหา NPL ของ Card X ของ Gen-II แต่เราเชื่อว่าราคาหุ้นได้สะท้อนข่าวร้ายดังกล่าวแล้ว เราคาดว่าคุณภาพสินทรัพย์จะเริ่มดีขึ้นตั้งแต่ 4Q23 เป็นต้นไป แม้ว่าจะค่อยๆ ดีขึ้นก็ตาม wild card จะอยู่ในกลุ่ม Gen-II อื่นๆ โดยเฉพาะ Auto X ซึ่งสามารถเพิ่มมูลค่าของบริษัทได้ การจ่ายเงินปันผลที่สูงน่าจะรองรับความเสี่ยงของราคาหุ้นจากตรงนี้ได้

การปรับกำไร

เราลดผลประกอบการลง 8-10% ในอีก 3 ปีข้างหน้า สาเหตุหลักมาจาก credit cost สูงขึ้น ตอนนี้เราเห็นว่ามันยังคงอยู่ในระดับสูงในปีหน้า มูลค่าที่เหมาะสมลดลงเหลือ 122.00 บาท

วิธีการประเมินมูลค่าและความเสี่ยงที่สำคัญ

ราคาเป้าหมายตาม GGM ของเราอิงจาก PBV ปี 2023E ที่ 0.83x พร้อม ROE 8.8% และ COE 9.6% เราถือว่าการอัตราผลตอบแทนความเสี่ยงอยู่ที่ 3.2% และพรีเมียมความเสี่ยง 6.8% ความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญ ได้แก่ 1) การเสื่อมสภาพของสินทรัพย์จากการชะลอตัวทางเศรษฐกิจที่อาจเกิดขึ้น 2) ต้นทุนในการจัดตั้งธุรกิจใหม่ที่พุ่งสูงกว่างบประมาณ และ 3) การด้อยค่าจากการลงทุนที่เกี่ยวข้องกับสินทรัพย์ crypto

Forecasts and ratios

Year Ended December 31	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Operating income (THB m)	150,342	154,420	173,653	181,147	189,497
PPOP (THB m)	86,795	84,547	100,161	102,388	104,974
Net profit (Bt, m)	35,599	37,546	40,845	42,719	42,934
Net Profit (% chg from prev)	nm.	nm.	-10.0	-7.6	-7.5
EPS (THB)	10.47	11.10	12.13	12.69	12.75
EPS (% YoY)	30.8	6.0	9.3	4.6	0.5
EPS vs Cons (%)	na.	na.	-7.1	-13.6	na.
P/E (x)	12.1	9.6	8.1	7.7	7.7
P/BV (x)	1.0	0.8	0.7	0.7	0.7
ROE (%)	8.3	8.3	8.7	8.8	8.5
DPS (THB)	4.06	6.69	7.20	7.60	7.60
Div yield (%)	3.2	6.2	7.3	7.7	7.7

Source: Company data, TISCO estimates

Figure 26. Our forecast revision

Consolidated income statement (Bt mn)	FY22A	Previous			Revised			%Chg		
		FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
NII	107,865	120,771	126,148	130,909	125,447	131,388	138,104	3.9	4.2	5.5
Non-NII	46,555	47,521	48,717	49,948	48,206	49,759	51,393	1.4	2.1	2.9
Net operating income	154,420	168,292	174,865	180,857	173,653	181,147	189,497	3.2	3.6	4.8
OPEX	69,874	74,191	77,589	81,143	73,492	78,759	84,523	-0.9	1.5	4.2
PPOP	84,547	94,101	97,276	99,714	100,161	102,388	104,974	6.4	5.3	5.3
<b>Net profit</b>	<b>37,546</b>	<b>45,363</b>	<b>46,210</b>	<b>46,406</b>	<b>40,845</b>	<b>42,719</b>	<b>42,934</b>	-10.0	-7.6	-7.5
<b>Key ratio (%)</b>								<b>Chg (ppt)</b>		
Loan growth	3.3%	6.0%	6.0%	6.0%	5.0%	5.0%	5.0%	-1.00	-1.00	-1.00
NIM	3.27%	3.49%	3.47%	3.42%	3.64%	3.65%	3.67%	0.15	0.18	0.25
CIR	45.2%	44.1%	44.4%	44.9%	42.3%	43.5%	44.6%	-1.76	-0.89	-0.26
Credit cost	1.45%	1.40%	1.40%	1.40%	1.90%	1.80%	1.80%	0.50	0.40	0.40
NPL	4.01%	3.91%	3.81%	3.71%	3.91%	4.00%	4.20%	0.00	0.19	0.49
ROE	8.3%	9.6%	9.5%	9.1%	8.7%	8.8%	8.5%	-0.94	-0.67	-0.62

Source: Company data, TISCO Research

Figure 27. Key full year assumption

Key full year assumptions	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
<b>Balance sheet</b>					
Loan growth	2%	3%	5%	5%	5%
Deposit growth	2%	4%	2%	4%	4%
LDR	93%	93%	96%	97%	98%
LDR including borrowing	91%	90%	92%	92%	92%
<b>P/L growth</b>					
Net interest income growth	-2%	13%	16%	5%	5%
Fee income growth	10%	-8%	-7%	2%	2%
Non-interest income growth	15%	-16%	4%	3%	3%
Total income growth	4%	3%	12%	4%	5%
OPEX	-1%	10%	5%	7%	7%
PPOP	8%	-3%	18%	2%	3%
Provision expenses	-10%	-20%	37%	-1%	5%
Net profit growth	31%	5%	9%	5%	1%
<b>Asset quality</b>					
Gross NPL (Bt mn)	109,114	95,329	97,599	104,835	115,581
Gross NPL ratio	4.74%	4.01%	3.91%	4.00%	4.20%
Credit cost	1.84%	1.45%	1.90%	1.80%	1.80%
<b>Profitability</b>					
ROE	8.4%	8.3%	8.7%	8.8%	8.5%
ROA	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
Net interest margin	2.98%	3.27%	3.64%	3.65%	3.67%
Cost to income ratio	42.3%	45.2%	42.3%	43.5%	44.6%
Yields on earning assets	3.53%	3.87%	4.69%	4.88%	4.93%
Cost on interest-bearing liabilities	0.63%	0.69%	1.22%	1.44%	1.46%

Source: Company data, TISCO Research

## SCB X (SCB)

Rating : BUY

<b>Bloomberg:</b>	SCB TB	<b>Target price (THB)</b>	<b>122.00</b>			<b>Market Capitalization</b>
		<b>Current Price (THB)</b>	<b>98.25</b>			<b>THBbn</b>
		<b>52-week Range</b>	<b>95.5-118.5</b>			<b>330.8</b>
						<b>USDbn</b>
						<b>9.1</b>

Fiscal year end 31-Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
------------------------	------	------	-------	-------	-------

Financial Summary					
EPS (THB)	10.47	11.10	12.13	12.69	12.75
DPS (THB)	4.06	6.69	7.20	7.60	7.60
BVPS (THB)	129.74	136.98	141.91	147.00	152.15
Average market cap (THBm)	431,697	360,280	383,850	383,850	383,850
Weighted average shares (m)	3,399	3,367	3,367	3,367	3,367

Valuation Metrics					
P/E (x)	12.1	9.6	8.1	7.7	7.7
P/BV (x)	1.0	0.8	0.7	0.7	0.7
ROE (%)	8.3	8.3	8.7	8.8	8.5
ROA (%)	2.1	1.2	1.2	1.3	1.2
Dividend Yield (%)	3.2	6.2	7.3	7.7	7.7
Dividend cover (x)	2.6	1.7	1.7	1.7	1.7
Payout Ratio (%)	38.8	60.3	59.4	59.9	59.6

Income Statement (THBm)					
<b>Net interest revenue</b>	<b>95,171</b>	<b>107,865</b>	<b>125,447</b>	<b>131,388</b>	<b>138,104</b>
<b>Non-interest income</b>	<b>55,171</b>	<b>46,555</b>	<b>48,206</b>	<b>49,759</b>	<b>51,393</b>
Fees & Commissions	40,198	37,148	34,604	35,296	36,002
Trading revenue	11,090	6,669	9,337	9,804	10,294
Insurance revenue	0	0	0	0	0
Dividend income	166	149	194	203	214
Other revenue	14,251	8,986	13,054	13,888	14,787
<b>Total revenue</b>	<b>150,342</b>	<b>154,420</b>	<b>173,653</b>	<b>181,147</b>	<b>189,497</b>
<b>Total operating costs</b>	<b>63,547</b>	<b>69,874</b>	<b>73,492</b>	<b>78,759</b>	<b>84,523</b>
Pre-provision profit/(loss)	86,795	84,547	100,161	102,388	104,974
Bad debt expense	42,024	33,829	46,296	46,053	48,355
<b>Operating profit</b>	<b>44,771</b>	<b>50,718</b>	<b>53,865</b>	<b>56,336</b>	<b>56,619</b>
Goodwill	0	0	0	0	0
Pre-tax associates	557	273	354	372	391
Extraordinary & other items	0	0	0	0	0
<b>Pre-tax profit</b>	<b>44,771</b>	<b>50,718</b>	<b>53,865</b>	<b>56,336</b>	<b>56,619</b>
Tax	9,376	13,592	13,466	14,084	14,155
Minorities	-204	-421	-447	-467	-470
Preference dividends	0	0	0	0	0
<b>Net profit</b>	<b>35,599</b>	<b>37,546</b>	<b>40,845</b>	<b>42,719</b>	<b>42,934</b>

Key Balance Sheet items (THBm) & Capital Ratios					
Risk-weighted assets	2,265,443	2,306,339	2,421,656	2,542,739	2,669,876
Interest-earnings assets	3,226,476	3,371,790	3,520,879	3,676,837	3,839,990
Total loans	2,301,835	2,377,214	2,496,075	2,620,878	2,751,922
Total deposits	2,467,495	2,555,800	2,606,916	2,711,192	2,819,640
Stated shareholders' equity	440,997	461,232	477,834	494,963	512,306
Preference share capital	0	0	0	0	0
Tier 1 capital	399,566	409,358	436,078	452,270	469,507
Tier 1 ratio (%)	17.6	17.8	18.0	17.8	17.6
Tangible equity/total assets (%)	25.7	14.5	14.4	14.3	14.1

Credit Quality					
Gross NPLs / Total loans (%)	4.7	4.0	3.9	4.0	4.2
Provisions / NPLs (%)	138.8	156.2	154.9	146.4	134.9
Bad debt exp / Avg loans (%)	1.8	1.4	1.9	1.8	1.8

Growth Rates & Key Ratios					
Growth in net interest income (%)	-1.8	13.3	16.3	4.7	5.1
Growth in net fee income (%)	9.9	-7.6	-6.8	2.0	2.0
Growth in non-interest income (%)	15.3	-15.6	3.5	3.2	3.3
Growth in revenues (%)	3.9	2.7	12.5	4.3	4.6
Growth in costs (%)	-1.2	10.0	5.2	7.2	7.3
Pre-provision earnings growth (%)	7.9	-2.6	18.5	2.2	2.5
Growth in bad debts (%)	-9.9	-19.5	36.9	-0.5	5.0
Growth in RWA (%)	3.1	1.8	5.0	5.0	5.0
Growth in loans (%)	2.1	3.3	5.0	5.0	5.0
Growth in deposits (%)	1.9	3.6	2.0	4.0	4.0
Loan to deposits ratio (%)	93.3	93.0	95.7	96.7	97.6
Net int. margin (%)	3.0	3.3	3.6	3.7	3.7
Cost income ratio (%)	42.3	45.2	42.3	43.5	44.6
Cost asset ratio (%)	3.8	2.2	2.3	2.3	2.4
Trading income / total revenue (%)	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1

Source: Company data, TISCO estimates

### Company profile

First commercial bank in Thailand and was established by the monarchy in 1906, with which it still has a close relationship. Thus, the bank's services are heavily used by elites and large conglomerates. The bank aims to be a leader in the future of banking, where services will mostly be delivered through the digital channel. Now #1 in mortgage lending.

### Valuation

Our GGM-based target price is based on a 2023E PBV of 0.83x with 8.8% ROE and 9.6% COE. We assume a risk-free rate assumption of 3.2% and a 6.8% risk premium.

### Risk

Key downside risks include 1) asset deterioration from potential economic slowdown, 2) cost to set up new business surging above budget, and 3) impairment from crypto asset-related investments.

Tanawat Ruenbanterng  
(66) 2633 6484  
tanawatr@tisco.co.th

## Company

# ธนาคารทหารไทยธนชาติ

## Rating

## HOLD

(Unchanged)

 Bloomberg SET Exchange Sector  
 TTB TB TTB SET Banking

คงคำแนะนำ “ถือ” ซึ่งการตามประเมินมูลค่า

**12mth price target (THB) 1.62**  
 (from 1.52)

Current price (25/10/2023)	1.67
Upside/Downside	-2.99%
CG rating	5
ESG rating	n.a.
Thai CAC	Certified

**Share summary**

Issue shares :	(m shrs)	97,101
Market capitalization:	(THB bn)	162.2
	(USD bn)	4.5
Avg. Daily Turnover:	(THBm)	568
	(USDm)	15
Foreign Limit/Actual	(%)	49/29
Free Float:	(%)	29
NVDR:	(%)	5

**Share price / rel. to SET**


Source: Bloomberg Finance LP

Performance (%)	1m	3m	12m
TTB	0.6	-0.6	25.6
SET	-7.0	-8.2	-12.4

**Major Shareholders %**

Thanachart Capital	24.31
ING BANK N.V.	22.85
Ministry of Finance	11.70

Source: SET

**ข้อมูลการลงทุน**

เนื่องด้วยแนวทางการปล่อยสินเชื่อแบบระมัดระวังของธนาคารในช่วงหลายปีที่ผ่านมา ทำให้ TTB ไม่มีปัญหา NPL เหมือนธนาคารอื่นๆ ทำให้ราคาหุ้นทำได้ดีกว่าในปีนี้ credit cost ที่ควบคุมได้ จะช่วยให้ผลประกอบการยังคงแข็งแกร่งในปีหน้า แต่ราคาหุ้นไม่ถูกเราคงคำแนะนำ “ถือ” ไว้

**การปรับกำไร**

เราปรับกำไรเพิ่มขึ้น 11-16% ในปีงบประมาณ 2023F-25F เพื่อสะท้อนถึงผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่งใน 9M23 โดยเฉพาะ NIM และ credit cost มูลค่าที่เหมาะสมปรับขึ้นเป็น 1.62 บาท

**วิธีการประเมินมูลค่าและความเสี่ยงที่สำคัญ**

มูลค่าที่เหมาะสมตาม GGM ของเราอิงตาม PBV ปี 2023E ที่ 0.65x พร้อม ROE 7.6% และ COE 9.0% เราคำนึงถึงการคาดการณ์อัตราปลอดความเสี่ยงที่ 3.2% และพรีเมียมความเสี่ยง 6.8% ความเสี่ยงที่สำคัญคือ 1) ธนาคารประสบความสำเร็จในการขยายพอร์ตโดยมีค่าใช้จ่าย/ค่าใช้จ่ยด้านเครดิตที่มั่นคง และ 2) TTB สามารถใช้การทำงานร่วมกันได้มากขึ้นจากการควบรวมกิจการกับ TBANK ความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญคือ 1) คุณภาพสินทรัพย์อาจอ่อนแอลงหากการเติบโตทางเศรษฐกิจชะลอตัว และ 2) การเพิ่มขึ้นของการดำเนินงานจากการริเริ่มธุรกิจใหม่ๆ

**Forecasts and ratios**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>Year Ended December 31</b>					
Operating income (THB m)	65,191	65,591	70,708	71,536	73,896
PPOP (THB m)	33,972	35,639	39,773	39,158	39,979
Net profit (Bt, m)	10,474	14,195	18,277	17,589	17,839
Net Profit (% chg from prev)	nm.	nm.	15.5	10.9	12.2
EPS (THB)	0.11	0.15	0.19	0.18	0.18
EPS (% YoY)	3.4	35.3	28.7	-3.8	1.4
EPS vs Cons (%)	na.	na.	18.0	1.5	na.
P/E (x)	13.5	9.6	8.8	9.2	9.1
P/BV (x)	0.7	0.6	0.7	0.7	0.6
ROE (%)	5.0	6.6	8.1	7.5	7.2
DPS (THB)	0.04	0.06	0.08	0.07	0.08
Div yield (%)	2.6	4.2	4.6	4.4	4.5

Source: Company data, TISCO estimates



**Figure 28. Our forecast revision**

Consolidated income statement (Bt mn)	FY22A	Previous			Revised			%Chg		
		FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
NII	51,617	55,051	56,636	58,354	56,992	57,344	59,209	3.5	1.2	1.5
Non-NII	14,236	14,742	15,267	15,812	13,990	14,481	14,989	-5.1	-5.2	-5.2
Net operating income	65,852	69,794	71,904	74,166	70,983	71,824	74,198	1.7	-0.1	0.0
OPEX	29,952	31,152	32,665	34,281	30,935	32,378	33,916	-0.7	-0.9	-1.1
PPOP	35,900	38,642	39,239	39,885	40,048	39,446	40,282	3.6	0.5	1.0
<b>Net profit</b>	<b>14,195</b>	<b>15,828</b>	<b>15,854</b>	<b>15,904</b>	<b>18,277</b>	<b>17,589</b>	<b>17,839</b>	15.5	10.9	12.2
<b>Key ratio (%)</b>								<b>Chg (ppt)</b>		
Loan growth	0.3%	3.0%	3.0%	3.0%	0.0%	3.0%	3.0%	-3.00	0.00	0.00
NIM	2.95%	3.04%	3.03%	3.02%	3.20%	3.18%	3.17%	0.17	0.15	0.15
CIR	45.5%	44.6%	45.4%	46.2%	43.6%	45.1%	45.7%	-1.05	-0.35	-0.51
Credit cost	1.34%	1.35%	1.35%	1.35%	1.25%	1.25%	1.25%	-0.10	-0.10	-0.10
NPL	3.03%	2.93%	2.83%	2.73%	3.00%	2.90%	2.80%	0.07	0.07	0.07
ROE	6.6%	7.1%	6.8%	6.5%	8.1%	7.5%	7.3%	1.07	0.68	0.70

Source: Company data, TISCO Research

**Figure 29. Key full year assumption**

Key full year assumptions	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25
<b>Balance sheet</b>					
Loan growth	-1.5%	0.3%	0.0%	3.0%	3.0%
Deposit growth	-2.5%	4.5%	-1.0%	3.0%	3.0%
LDR	102.5%	98.3%	99.3%	99.3%	99.3%
LDR including borrowing	97.5%	94.3%	95.6%	95.6%	95.5%
<b>P/L growth</b>					
Net interest income growth	-5%	1%	10%	1%	3%
Fee income growth	6%	-8%	1%	3%	3%
Non-interest income growth	-3%	-2%	-2%	4%	4%
Total income growth	-5%	0%	8%	1%	3%
OPEX	-1%	-4%	3%	5%	5%
PPOP	-8%	5%	12%	-2%	2%
Provision expenses	-13%	-15%	-6%	1%	3%
Net profit growth	4%	36%	29%	-4%	1%
<b>Asset quality</b>					
Gross NPL (Bt mn)	42,121	41,707	41,284	41,105	40,878
Gross NPL ratio	3.07%	3.03%	3.00%	2.90%	2.80%
Credit cost	1.56%	1.34%	1.25%	1.25%	1.25%
<b>Profitability</b>					
ROE	5.0%	6.6%	8.1%	7.5%	7.3%
ROA	0.6%	0.8%	1.0%	1.0%	0.9%
Net interest margin	2.94%	2.95%	3.20%	3.18%	3.17%
Cost to income ratio	47.6%	45.5%	43.6%	45.1%	45.7%
Yields on earning assets	3.72%	3.76%	4.43%	4.51%	4.50%
Cost on interest-bearing liabilities	0.87%	0.92%	1.40%	1.53%	1.53%

Source: Company data, TISCO Research

## TMB Thanachart Bank (TTB)

Rating : HOLD

<b>Bloomberg:</b>	<b>TTB TB</b>	<b>Target price (THB)</b>	<b>1.62</b>			<b>Market Capitalization</b>
		<b>Current Price (THB)</b>	<b>1.67</b>			<b>THBbn</b>
		<b>52-week Range</b>	<b>1.28-1.8</b>			<b>162.2</b>
						<b>USDbn</b>
						<b>4.5</b>

Fiscal year end 31-Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
------------------------	------	------	-------	-------	-------

Financial Summary					
EPS (THB)	0.11	0.15	0.19	0.18	0.18
DPS (THB)	0.04	0.06	0.08	0.07	0.08
BVPS (THB)	2.18	2.26	2.38	2.49	2.60
Average market cap (THBm)	142,036	136,454	168,390	168,390	136,454
Weighted average shares (m)	96,623	96,776	96,776	96,776	96,776

Valuation Metrics					
P/E (x)	13.5	9.6	8.8	9.2	9.1
P/BV (x)	0.7	0.6	0.7	0.7	0.6
ROE (%)	5.0	6.6	8.1	7.5	7.2
ROA (%)	0.6	0.8	1.0	0.9	0.9
Dividend Yield (%)	2.6	4.2	4.6	4.4	4.5
Dividend cover (x)	2.9	2.5	2.5	2.5	2.4
Payout Ratio (%)	35.0	39.9	40.5	40.8	41.3

Income Statement (THBm)					
<b>Net interest revenue</b>	<b>51,000</b>	<b>51,617</b>	<b>56,992</b>	<b>57,344</b>	<b>59,209</b>
<b>Non-interest income</b>	<b>14,191</b>	<b>13,974</b>	<b>13,716</b>	<b>14,193</b>	<b>14,687</b>
Fees & Commissions	11,248	10,391	10,459	10,772	11,095
Trading revenue	1,480	1,693	1,777	1,866	1,960
Insurance revenue	0	0	0	0	0
Dividend income	0	0	0	0	0
Other revenue	1,463	1,891	1,480	1,554	1,632
<b>Total revenue</b>	<b>65,191</b>	<b>65,591</b>	<b>70,708</b>	<b>71,536</b>	<b>73,896</b>
<b>Total operating costs</b>	<b>31,219</b>	<b>29,952</b>	<b>30,935</b>	<b>32,378</b>	<b>33,916</b>
Pre-provision profit/(loss)	33,972	35,639	39,773	39,158	39,979
Bad debt expense	21,514	18,353	17,201	17,459	17,983
<b>Operating profit</b>	<b>12,458</b>	<b>17,286</b>	<b>22,572</b>	<b>21,698</b>	<b>21,996</b>
Goodwill	0	0	0	0	0
Pre-tax associates	346	261	274	288	303
Extraordinary & other items	0	0	0	0	0
<b>Pre-tax profit</b>	<b>12,804</b>	<b>17,547</b>	<b>22,846</b>	<b>21,987</b>	<b>22,299</b>
Tax	2,327	3,352	4,569	4,397	4,460
Minorities	3	0	0	0	0
Preference dividends	0	0	0	0	0
<b>Net profit</b>	<b>10,474</b>	<b>14,195</b>	<b>18,277</b>	<b>17,589</b>	<b>17,839</b>

Key Balance Sheet items (THBm) & Capital Ratios					
Risk-weighted assets	1,228,574	1,185,415	1,185,415	1,220,977	1,257,607
Interest-earnings assets	1,720,206	1,784,423	1,774,029	1,836,159	1,901,412
Total loans	1,372,315	1,376,118	1,376,118	1,417,402	1,459,924
Total deposits	1,339,195	1,399,247	1,385,254	1,426,812	1,469,616
Stated shareholders' equity	210,835	219,006	230,025	240,647	251,421
Preference share capital	0	0	0	0	0
Tier 1 capital	188,373	193,220	210,221	221,186	231,836
Tier 1 ratio (%)	15.3	16.3	17.7	18.1	18.4
Tangible equity/total assets (%)	11.7	12.0	12.3	12.7	12.9

Credit Quality					
Gross NPLs / Total loans (%)	3.1	3.0	3.0	2.9	2.8
Provisions / NPLs (%)	129.3	137.6	143.2	148.1	153.3
Bad debt exp / Avg loans (%)	1.6	1.3	1.2	1.2	1.2

Growth Rates & Key Ratios					
Growth in net interest income (%)	-5.2	1.2	10.4	0.6	3.3
Growth in net fee income (%)	6.4	-7.6	0.7	3.0	3.0
Growth in non-interest income (%)	-3.0	-1.5	-1.8	3.5	3.5
Growth in revenues (%)	-4.7	0.6	7.8	1.2	3.3
Growth in costs (%)	-1.3	-4.1	3.3	4.7	4.8
Pre-provision earnings growth (%)	-7.7	4.9	11.6	-1.5	2.1
Growth in bad debts (%)	-13.4	-14.7	-6.3	1.5	3.0
Growth in RWA (%)	0.9	-3.5	0.0	3.0	3.0
Growth in loans (%)	-1.5	0.3	0.0	3.0	3.0
Growth in deposits (%)	-2.5	4.5	-1.0	3.0	3.0
Loan to deposits ratio (%)	102.5	98.3	99.3	99.3	99.3
Net int. margin (%)	2.9	2.9	3.2	3.2	3.2
Cost income ratio (%)	47.9	45.7	43.8	45.3	45.9
Cost asset ratio (%)	1.8	1.7	1.7	1.8	1.8
Trading income / total revenue (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Source: Company data, TISCO estimates

### Company profile

TTB is a merged bank of Thai Military Bank (TMB) and Thanachart Bank (TBANK). For, TMB, it was established by the military for the military. However, following big reforms after the 1997 financial crisis, the military virtually has little influence on the bank but still owns 1.25% of shares. TTB has completed the EBT in July 2021

### Valuation

Our GGM-based target price is based on a 2023E PBV of 0.65x with 7.6% ROE and 9.0% COE. We factor in risk-free rate assumptions of 3.2% and a 6.8% risk premium.

### Risk

Key upside risks are 1) the bank successfully expands balance sheet with stable credit cost/opex and 2) TTB can utilize more synergy from the merger with TBANK. Key downside risks are 1) asset quality could weaken if economic growth slows and 2) increase in opex from new business initiatives.

Tanawat Ruenbanterng  
(66) 2633 6484  
tanawatr@tisco.co.th