

## เข้าสู่ยุคการเติบโตชะลอตัว

เราเริ่มต้นบทวิเคราะห์ KTC ด้วยคำแนะนำ "ถือ" ด้วยมูลค่าพื้นฐานที่ 44.00 บาท อิงจาก Gordon growth model (ROE 19%, Long term growth 3%) อิง 2.9x PBV'24E และ 15.0x PE'24E ภายหลังการแพร่ระบาดของโควิด 19 เศรษฐกิจไทยฟื้นตัวช้า และเป็นรูปแบบ K-Shaped recovery นอกจากนี้ยังเผชิญกับปัญหานี้ครีวเรือนสูง ทำให้คุณภาพสินเชื่อบุคคลของไทยอ่อนแอลง แม้เรามองว่า KTC สามารถดูแลคุณภาพสินเชื่อได้ดี แต่ต้องแลกมาด้วยการเติบโตที่ชะลอลง ขณะที่ธุรกิจใหม่อย่างพีเอ็มอี รถแลกเงิน ยังไม่สามารถเป็นเครื่องจักรใหม่สร้างการเติบโตให้กับ KTC ได้อย่างชัดเจน เราคาดว่ากำไรสุทธิจะเติบโตเพียง 4.9% CAGR (2024-26) เทียบกับ Microfinance (MTC SAWAD TIDLOR) ภายใต้การดูแลที่คาดจะมีเติบโตสูงกว่าราว 17-18% CAGR ด้านผลตอบแทนเงินปันผลของ KTC ปานกลางที่ราว 3% ต่ำกว่า TISCO และ KKP ที่ 6.1-7.7% ในปี 2024

## เศรษฐกิจไทยโตชะลอตัว สอนทางหนี้สินเพิ่มขึ้น

ธนาคารแห่งประเทศไทยคาดเศรษฐกิจไทยจะเติบโตจาก 1.9% ในปี 2023 เป็น 2.6% ในปี 2024 ใกล้เคียงกับ Bloomberg Consensus หนุนจากภาคการท่องเที่ยว และการใช้จ่ายของภาครัฐเป็นหลัก ขณะที่การบริโภคภาคเอกชนขยายตัวชะลอตัวลง แต่พบว่าการเติบโตของเศรษฐกิจไทยหลังยุคโควิด 19 ต่ำกว่าที่เคยเติบโต 3-4% ในปี 2015-18 และเป็นการฟื้นตัวแบบ K-Shaped recovery ทำให้ภาคครัวเรือนฟื้นตัวจำกัด และคุณภาพสินเชื่อยังเปราะบาง ส่วนหนึ่งเพราะหนี้ครัวเรือนสูงขึ้น และทรงตัวสูง 91.3% ของเศรษฐกิจไทยในปี 2023 ส่งผลต่อสถาบันการเงินชะลอการปล่อยสินเชื่อ และคุณภาพสินเชื่ออ่อนแอลง

## เข้าสู่ยุคเติบโตชะลอตัว

- ปี 2014-2018 เป็นยุคทองของ KTC สินเชื่อ (+9% CAGR), กำไรสุทธิ (+32%), หนี้เสีย (-10%) และราคาหุ้น (+59%) แม้แต่ในยุคโควิด 19 (2019-2022) ทั้งกำไร (+8% CAGR) และราคาหุ้น (+18%) แต่หนี้เสียปรับเพิ่มขึ้น (+20%) แต่หลังจากการเปิดประเทศเต็มรูปแบบสถานการณ์ของ KTC กลับไม่ฟื้นตัวมากนัก เราคาดว่าสินเชื่อเติบโต 6% CAGR (2023-2026), กำไรโต 4%, หนี้เสียเพิ่ม 12% ขณะที่ราคาหุ้นปรับลดลงราว 25% YTD เทียบกับสิ้นปี 2022
- การเติบโตที่ชะลอตัว และราคาหุ้นลดลงมาจากหลายปัจจัย (1) เศรษฐกิจไทยฟื้นตัวช้า (2) มาตรการเข้มงวดของภาครัฐ (3) ตลาดสินเชื่อบัตรเครดิต และสินเชื่อส่วนบุคคลอิมตัว (4) การแข่งขันรุนแรง และ (5) กำลังซื้อของลูกค้าและคุณภาพสินเชื่ออ่อนแอลง
- ROE เป็นขาลง โดยคาดจะปรับลดลงที่ 20%/19.1%/18.1% ในปี 2024-2026 (2023: 21.6%)

## งบดุลยังแข็งแกร่ง

- แม้หนี้เสียที่สูงขึ้นส่วนหนึ่งมาจากการซื้อหุ้นสัดส่วน 75.05% ในบริษัทเคทีบี ซีเอส จาก KTB ในปี 2021 แต่ปฏิเสธไม่ได้ว่าหนี้เสียของธุรกิจหลัก (บัตรเครดิต และสินเชื่อส่วนบุคคล) ปรับเพิ่มขึ้นเช่นกัน
- ภายใต้เศรษฐกิจโตชะลอตัวและความเสี่ยงคุณภาพสินเชื่ออ่อนแอ เราคาดว่า KTC จะสามารถควบคุม NPL ratio ได้ตามเป้าหมายไม่เกิน 2% ด้วยวิธีการตัดจำหน่ายหนี้เสีย แต่สิ่งที่จะกระทบคือ Coverage ratio มีแนวโน้มลดลง แต่จะยังสูงกว่า 300% ในปี 2024 แต่การสำรองหนี้ที่สูงจะกดดันความสามารถในการทำกำไร

## HOLD

Fair price: Bt44.00

Upside (Downside): (1.1%)

### Key Statistics

Bloomberg Ticker	KTC TB
Market Cap. (Bt m)	114,736
Current price (Bt)	44.50
Shares issued (mn)	2,578
Par value (Bt)	10.00
52 Week high/low (Bt)	52.75/40.50
Foreign limit/ actual (%)	49.00/15.45
NVDR Shareholders (%)	6.0
Free float (%)	35.0
Number of retail holders	16,350
Dividend policy (%)	Approximately 40 percent of the net profit after the deduction of income tax and appropriation of legal reserve
Industry	Financials
Sector	Finance & Securities
First Trade Date	28 Oct 2002
CG Rate	▲▲▲▲▲
Thai CAC	Certified
SET ESG Ratings	AAA

### Major Shareholders

Krungthai bank PCL	49.3
Mr. Mongkol Prakitchaiwattana	11.2
Thai NVDR Company Limited	6.0
Miss Chantana Jirattitepat	4.5
UBS AG Singapore Branch	4.1

	2022A	2023A	2024E	2025E
PPOP (Bt m)	13,740	14,962	15,660	16,568
Net Profit (Bt m)	7,054	7,250	7,503	7,955
NP Growth (%)	20.4	3.1	3.4	6.0
EPS (Bt)	2.75	2.83	2.92	3.10
PER (x)	21.5	15.4	15.2	14.4
BPS (Bt)	12.25	13.90	15.39	17.10
PBV (x)	4.8	3.1	2.9	2.6
DPS (Bt)	1.15	1.27	1.32	1.40
Div. Yield (%)	1.9	2.9	3.0	3.1
ROA (%)	7.4	6.8	6.6	6.8
ROE (%)	24.1	21.6	20.0	19.1

Source: Pi Estimated

Analyst: Tanadech Rungsrihananon

Registration No.017926

Email: Tanadech.ru@pi.financial

## การประเมินมูลค่าหุ้น

### การประเมินมูลค่าหุ้นและคำแนะนำ

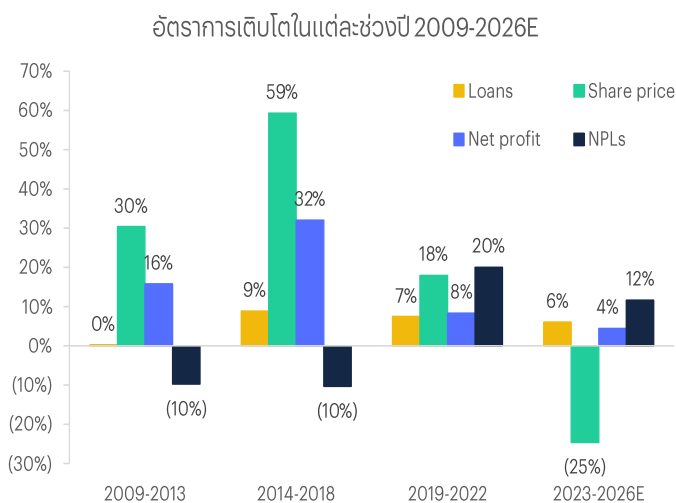
- เราเริ่มต้นบทวิเคราะห์ KTC ด้วยคำแนะนำ "ถือ" มูลค่าพื้นฐาน 44 บาท
  - เราคาดว่ากำไรสุทธิจะเติบโตปานกลางที่ 4.9% CAGR (2024-26) ดีขึ้นจากที่เติบโต 3.1% ในปี 2023 หนุนจากรายได้ดอกเบี้ยสุทธิขยายตัวล้อกับการขยายสินเชื่อ และรายได้ที่มีใช้ดอกเบี้ยที่สูงขึ้น
  - ROE เป็นทิศทางลดลงเหลือ 20%/19.1%/18.1% เทียบกับ 21.6% ในปี 2023
  - คาดว่า KTC จะเน้นดูแลคุณภาพสินเชื่อเป็นหลักในยามที่เศรษฐกิจฟื้นตัวจำกัด คาด NPL ratio จะอยู่ระดับ 2.0-2.2% ในปี 2024-26 เทียบกับ 2.2% ในปี 2023
  - ราคาหุ้นปรับขึ้นราว 2.3% YTD จากสิ้นปี 2023 โดยมูลค่าการซื้อขายหุ้นที่ 2.9x P/BV'24E เทียบกับค่าเฉลี่ย 10 ปีที่ 6.3x (2014-2023) และ 15.2x P/E'24E เทียบค่าเฉลี่ย 10 ปีที่ 26.3x
- มูลค่าพื้นฐานที่ 44.00 บาท คำนวณด้วยวิธี Gordon growth model (ROE 19%, Long term growth 3%) อิง 2.9x PBV'24E และ 15.0x PE'24E

### Summary of comparison

	Fair price (Bt)	2024E											
		Net profit (Btm)	NP growth	NIM	CIR	ROE	P/BV (x)	P/E (x)	Div yield	NPL ratio	Coverage ratio	BVS (Bt)	EPS (Bt)
KTC	44.0	7,540	3.4%	18.0%	37.6%	20.0%	2.9	15.2	3.0%	2.0%	337.5%	15.4	2.9
KKP	49.0	5,512	1.3%	4.4%	48.6%	8.9%	0.6	6.6	6.1%	3.5%	153.4%	82.7	6.5
TISCO	99.0	7,063	(3.3%)	4.6%	48.2%	16.4%	1.7	10.3	7.7%	2.5%	163.0%	57.3	8.8
MTC	53.0	5,848	19.2%	14.7%	52.4%	16.9%	2.5	16.1	0.6%	3.0%	122.5%	17.5	2.8
SAWAD	48.0	5,717	14.3%	14.6%	51.1%	18.1%	1.8	10.5	2.4%	3.3%	62.4%	23.1	3.9
TIDLOR	27.0	4,510	19.0%	15.3%	54.3%	14.8%	1.8	12.9	1.6%	1.5%	277.5%	11.1	1.5

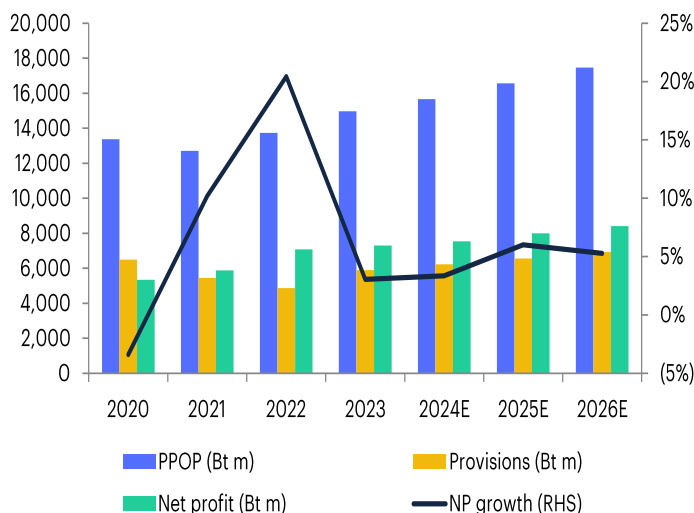
Source: SETSMART, Pi Estimate

### เทียบอัตราการเติบโตในช่วงปี 2009-2026E



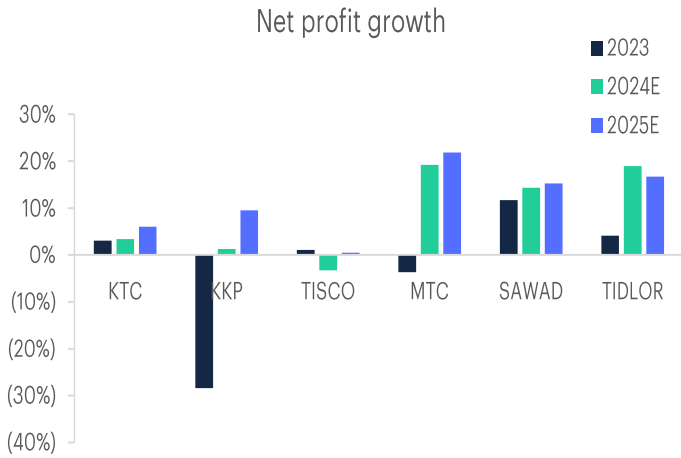
Source: Pi Research, company data

### การเติบโตของกำไรสุทธิปี 2024-2026

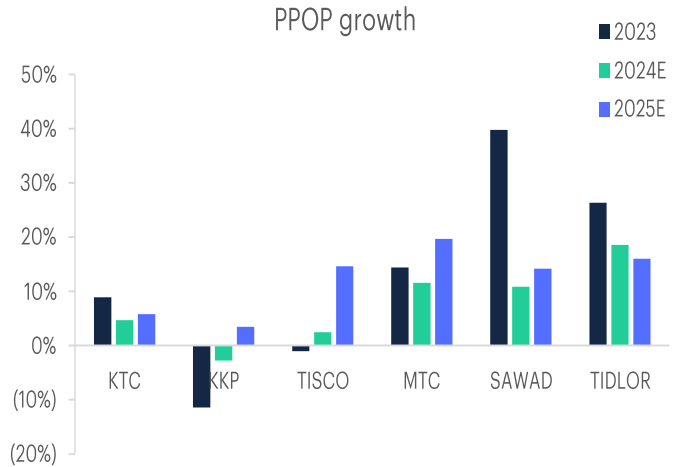


Source: Pi Research, company data

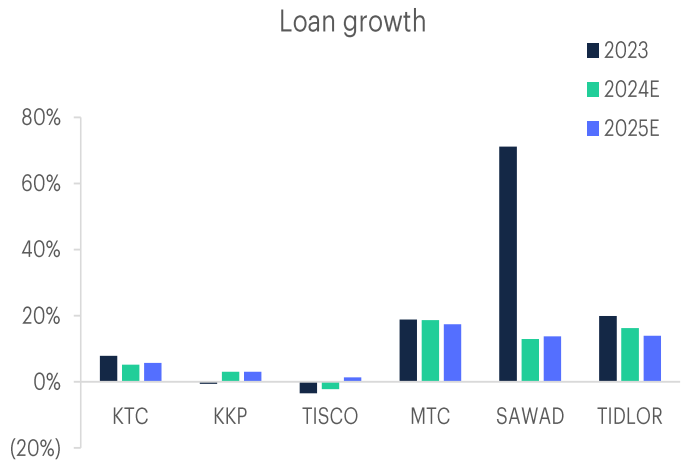
## เปรียบเทียบอัตราการเติบโตของกำไรสุทธิ



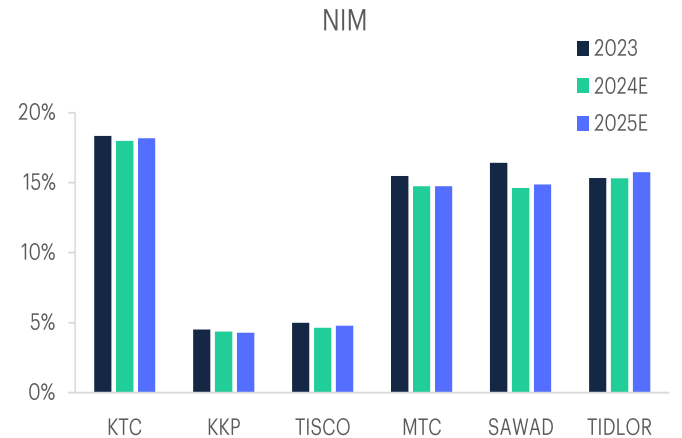
## เปรียบเทียบอัตราการเติบโตของ PPOP



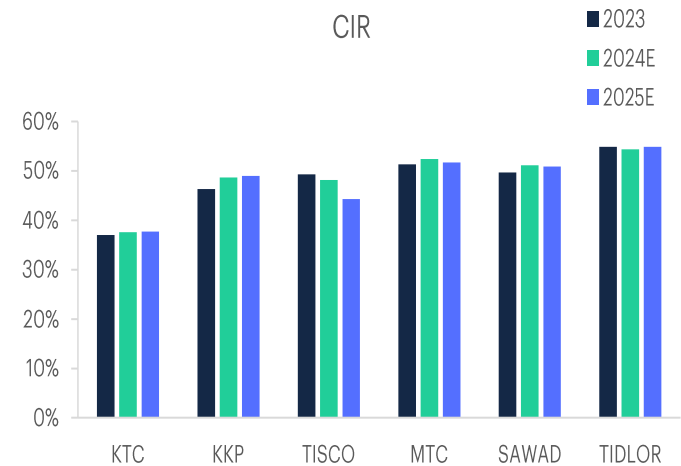
## เปรียบเทียบการเติบโตของสินเชื่อ



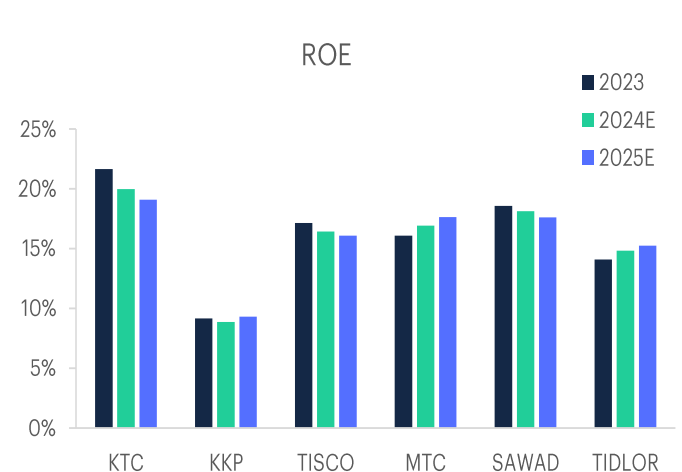
## เปรียบเทียบ NIM



## เปรียบเทียบ Cost to income ratio



## เปรียบเทียบ ROE



Source: Pi Research, company data

Source: Pi Research, company data

# Stock Update

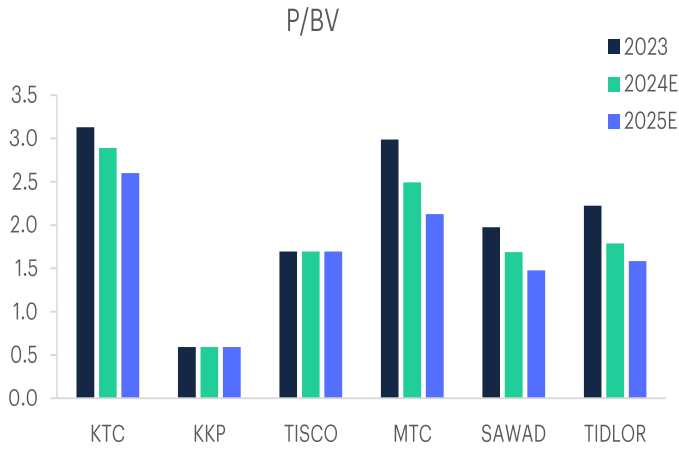


12 JUN 2024

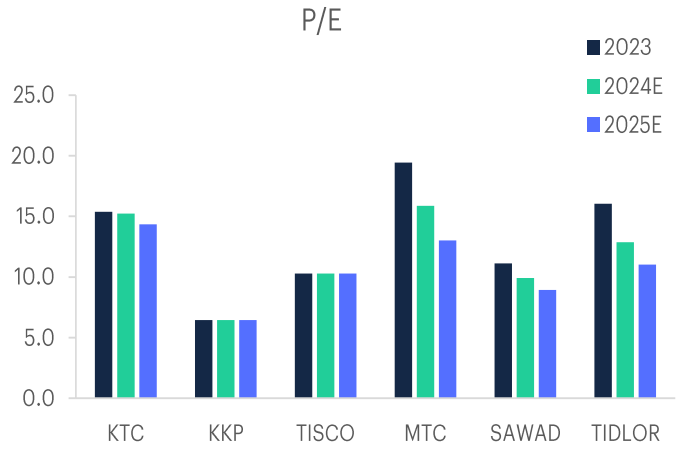
KTC

Krungthai Card PCL

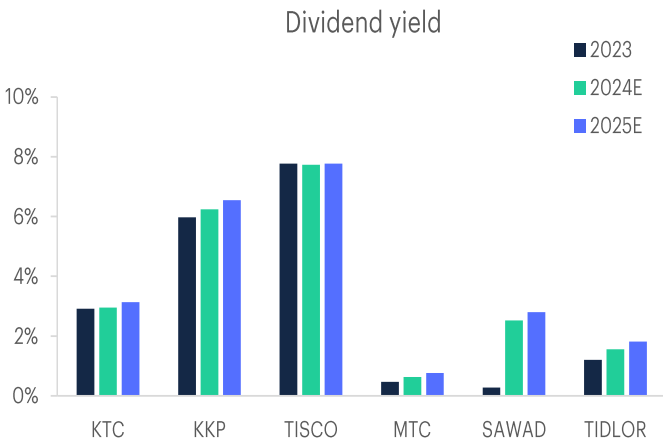
## เปรียบเทียบ P/BV



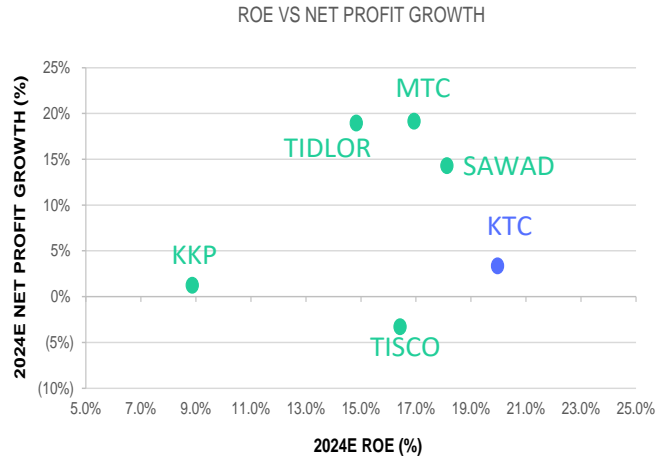
## เปรียบเทียบ P/E



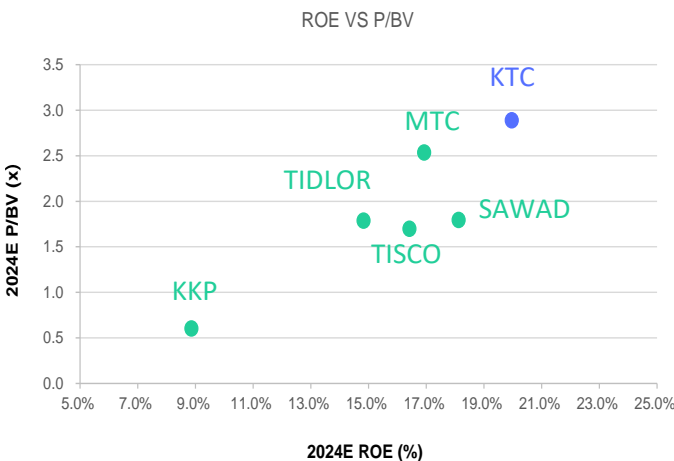
## เปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนเงินปันผล



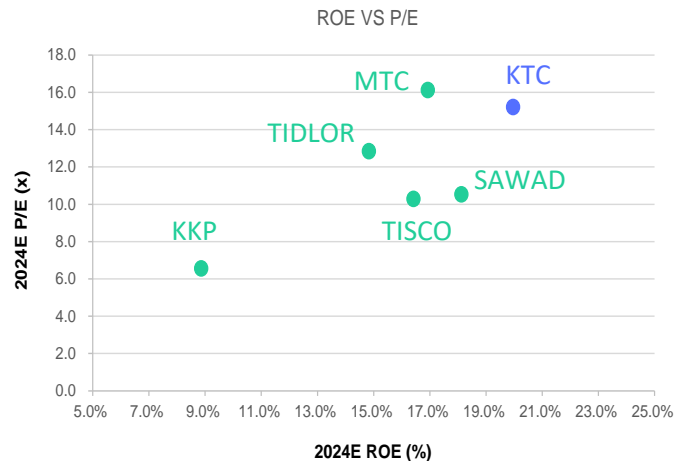
## เปรียบเทียบ ROE และอัตราการเติบโตของกำไร



## เปรียบเทียบ ROE และ P/BV



## เปรียบเทียบ ROE และ P/E



Source: Pi Research, company data

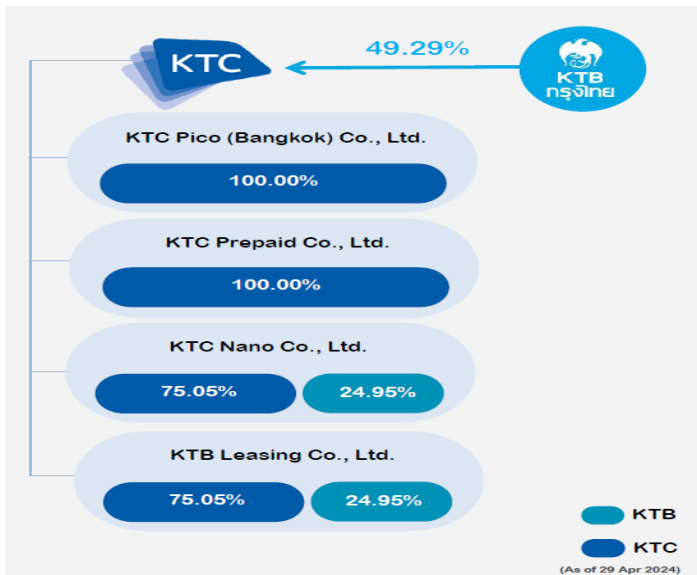
Source: Pi Research, company data

## ความเป็นมาและลักษณะการประกอบธุรกิจ

บริษัท บัตรกรุงไทย จำกัด (มหาชน) จัดทะเบียนเป็นนิติบุคคลในปี 1996 และเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ในปี 2002 ปัจจุบัน KTC ประกอบธุรกิจหลักด้านบัตรเครดิต ตลอดจนธุรกิจที่เกี่ยวข้องเกี่ยวกับธุรกิจบัตรเครดิต ธุรกิจร้านค้ารับบัตร การให้บริการรับชำระเงินแทน และธุรกิจสินเชื่อบุคคล ซึ่งครอบคลุมไปถึงสินเชื่อส่วนบุคคลภายใต้การกำกับ และสินเชื่อที่มีทะเบียนรถเป็นประกัน นอกจากนี้ เพื่อให้บริษัทมีการปรับตัวให้ทันต่อการเปลี่ยนแปลงของเทคโนโลยีและสังคม บริษัทจัดตั้งบริษัทย่อยเพื่อเพิ่มผลิตภัณฑ์ทางการเงินซึ่งครอบคลุมธุรกิจสินเชื่อรายย่อยสำหรับการประกอบอาชีพธุรกิจเงินอิเล็กทรอนิกส์ ธุรกิจเช่าซื้อและธุรกิจลีสซิ่งเพื่อสนับสนุนการดำเนินธุรกิจของบริษัท ในการสร้างผลตอบแทนระยะยาวอย่างยั่งยืน จำกัด (มหาชน) ณ สิ้น 1Q24 KTC มียอดสินเชื่อรวม 105.3 พันล้านบาท มีจำนวนสมาชิกราว 3.42 ล้านบัญชี และส่วนแบ่งการตลาด 12.5%

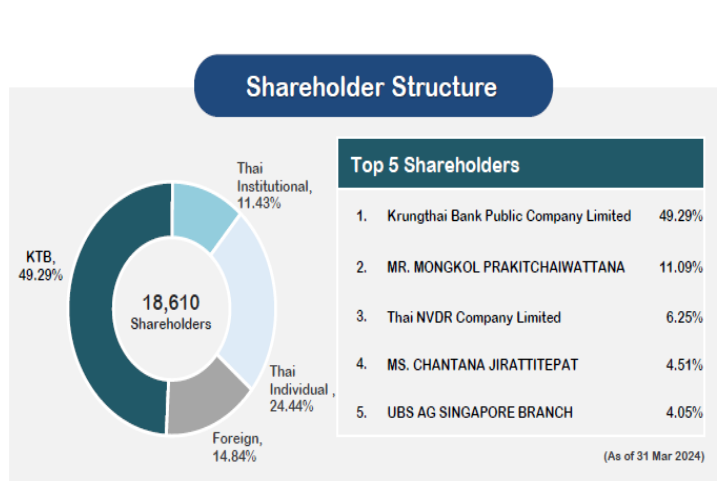
- ธุรกิจบัตรเครดิต** สามารถแยกออกเป็น 2 ด้าน คือ ธุรกิจการออกบัตรเครดิตและธุรกิจร้านค้ารับบัตร ธุรกิจการออกบัตรเครดิต จะเริ่มตั้งแต่การจัดหาลูกค้าบัตรเครดิต การอนุมัติ วงเงินให้กับผู้ถือบัตรเครดิต การกำกับดูแลการใช้จ่ายผ่านบัตรเครดิต การรับชำระหนี้ และการติดตามหนี้ โดยธนาคาร/บริษัทผู้ออกบัตร (Issuing Bank) จะมีรายได้จากค่าธรรมเนียมในการทำรายการต่าง ๆ และดอกเบี้ย ส่วนธุรกิจร้านค้ารับบัตรนั้นเป็นธุรกิจที่เกี่ยวกับร้านค้าที่รับชำระค่าสินค้าและบริการด้วยบัตรเครดิต หรือบัตรอิเล็กทรอนิกส์ โดยบริษัท จะคัดเลือกและติดตั้งเครื่องรูดบัตรและ/หรือติดตั้งระบบ Payment Gateway ให้กับร้านค้า เพื่อกำกับดูแลการอนุมัติ การรับชำระค่าสินค้าหรือบริการจากผู้ถือบัตรโดยบริษัทจะมีรายได้จากค่าธรรมเนียม โดยสิ้นปี 2023 มีบัตรเครดิตรวม 2.34 ล้านบัตร และมีลูกหนี้บัตรเครดิต 74.4 พันล้านบาท
- ธุรกิจสินเชื่อบุคคล** สินเชื่อประเภทที่ไม่ต้องมีหลักทรัพย์หรือบุคคลค้ำประกัน โดยมี 2 รูปแบบคือ (1) สินเชื่ออเนกประสงค์ KTC CASH สำหรับผู้มีรายได้ 15,000 บาทขึ้นไป เป็นสินเชื่อแบบรับเงินก้อน ผ่อนชำระคืนได้เป็นงวด งวดละเท่า ๆ กัน เมื่ออนุมัติจะโอนเงินเข้าบัญชีธนาคารที่ผู้สมัครได้แจ้งไว้ภายใน 2 วันทำการนับจากวันอนุมัติ เมื่อผ่อนชำระคืนงวดเงินจะไม่ตักกลับ ระยะเวลาผ่อนชำระคืนตั้งแต่ 12-60 งวด ทั้งนี้ ขึ้นอยู่กับวงเงินกู้ที่ได้รับอนุมัติ และ (2) บัตรกดเงินสด KTC PROUD สำหรับผู้มีรายได้ 12,000 บาทขึ้นไป เป็นวงเงินสินเชื่อแบบหมุนเวียน เมื่อได้รับอนุมัติจะได้รับเงินโอนก่อนแรกเข้าบัญชีธนาคาร มาพร้อมความสะดวกสบายด้วย 4 ฟังก์ชันการใช้งาน “รูด โอน กด ผ่อน” สะดวกทุกการใช้งานในบัตรเดียว สามารถรูดซื้อสินค้าและบริการได้ ณ ร้านค้าชั้นนำที่รองรับการทำธุรกรรมด้วยบัตรยูเนียนเพย์ (UnionPay) และบัตรมาสเตอร์การ์ด (Mastercard) ทั่วประเทศไทย สิ้นปี 2023 มีจำนวนบัตรสินเชื่อบุคคลรวม 7.2 แสนบัญชี และสินเชื่อบุคคล 34.7 พันล้านบาท
- ธุรกิจสินเชื่อ KTC พับิမ် รถแลกเงิน** สินเชื่อประเภทที่มีทะเบียนรถเป็นประกันมี 3 ผลิตภัณฑ์หลัก คือ (1) สินเชื่อทะเบียนสำหรับบุคคลธรรมดาที่มีรายได้ตั้งแต่ 8,000 บาทขึ้นไป (หรือเจ้าของกิจการที่มียอดขายตั้งแต่ 30,000 บาทขึ้นไป) คิดอัตราดอกเบี้ยสูงสุด 24% ต่อปีแบบลดต้นลดดอก (2) รถยนต์สินเชื่อทะเบียนรถจักรยานยนต์ สำหรับผู้ที่เป็นเจ้าของกรรมสิทธิ์รถมอเตอร์ไซค์ที่จดทะเบียน รย.12 และ รย.17 ทุกรายได้ คิดอัตราดอกเบี้ยสูงสุด 24% ต่อปีแบบลดต้นลดดอกและ (3) สินเชื่อทะเบียนรถมอเตอร์ไซค์ สำหรับบุคคลธรรมดาที่เป็นเจ้าของกรรมสิทธิ์รถจักรยานยนต์ (ขนาดเครื่องยนต์ 250 ซีซีขึ้นไป) ที่จดทะเบียน รย.12 และ รย.17 ที่มีรายได้ตั้งแต่ 8,000 บาทขึ้นไป (หรือเจ้าของกิจการที่มียอดขายตั้งแต่ 30,000 บาทขึ้นไป) คิดอัตราดอกเบี้ยสูงสุด 24% ต่อปีแบบลดต้นลดดอก โดยสิ้นปี 2023 KTC มียอดสินเชื่อรถแลกเงินรวม 3.2 พันล้านบาท

## โครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทในกลุ่ม



Source: Company data

## โครงสร้างผู้ถือหุ้นของ KTC



Source: Company data

# Stock Update



12 JUN 2024

KTC

Krungthai Card PCL

## ธุรกิจบัตรเครดิต

บัตรเครดิตเคทีซี ดิจิตอล



## ธุรกิจสินเชื่อบุคคล

### Swipe

- 1,300 บาท
- 170 บาท
- 5%
- 888 บาท
- 600 บาท
- 50 บาท
- Lazada 100 บาท

### Transfer

บัตรเครดิต KTC PROUD

เบิกถอนเงินสดออนไลน์แบบเป็นรายเดือน

วงเงิน	อัตราดอกเบี้ย	ค่าธรรมเนียม
10,000 - 20,000	2%	2%
20,000 - 30,000	2%	2%
30,000 - 40,000	2%	2%
40,000 - 50,000	2%	2%
50,000 - 60,000	2%	2%

### Withdraw

บัตรเครดิต KTC

กดเงินสด 67%

บัตรเครดิต KTC

กดเงินสด 67%

### Installment

บัตรเครดิต KTC PROUD

ผ่อนแบบสูงสุด 24 เดือน

## ธุรกิจสินเชื่อรถแลกเงิน พี่เบิ้ม รถแลกเงิน



'Car for Cash Refinance' to expand new segment

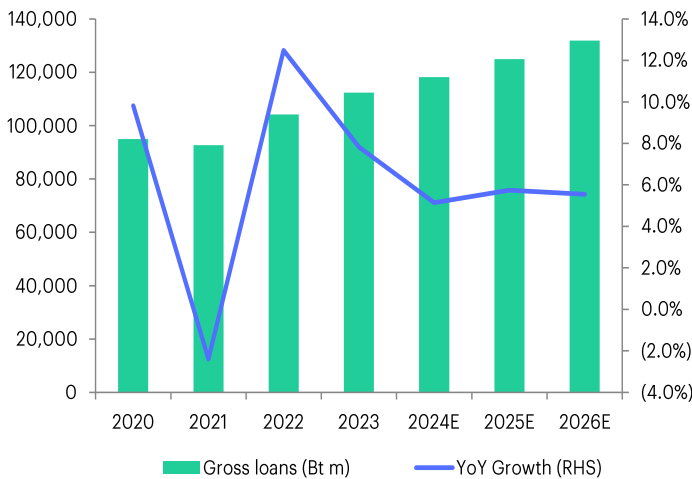


Source: Company data

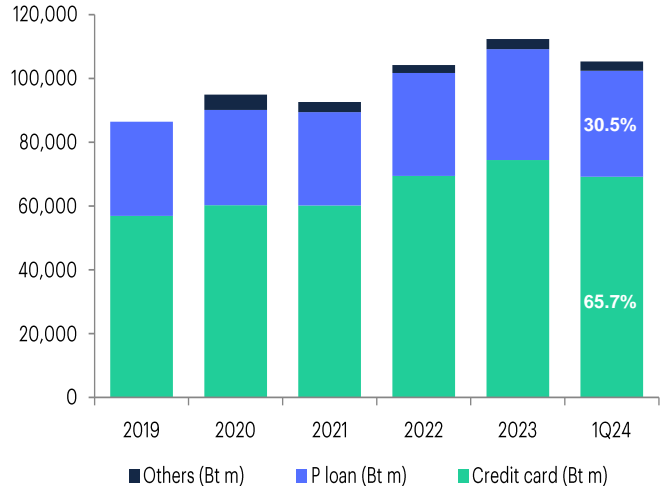
## สินเชื่อใน 1Q24 หดตัวจากปัจจัยฤดูกาล แนวโน้มสินเชื่อปี 2024 โตต่อเนื่องแต่ในอัตราชะลอตัว

- แม้จะมีมาตรการ Easy e-Receipt ในช่วง 1 ม.ค. – 15 ก.พ. 2024 สินเชื่อของ KTC ใน 1Q24 หดตัว 6.2% QoQ (+2% YoY) จากที่โต 5.3% QoQ ใน 4Q23 ส่วนหนึ่งเพราะปัจจัยฤดูกาลที่ลูกค้ามีการใช้จ่ายสูงในช่วงปลายปี และทยอยชำระคืนหนี้ในช่วงต้นปี แต่ใน 1Q24 พบว่าการหดตัวของสินเชื่อสูงกว่าใน 1Q22 (-2.6% QoQ) และ 1Q23 (-0.8% QoQ) สะท้อนได้ว่าลูกค้าใช้จ่ายลดลงเพราะกังวลต่อเศรษฐกิจไทยที่ฟื้นตัวช้า
- แม้เราคาดว่าสินเชื่อจะฟื้นกลับมาขยายตัวใน 2Q24 และเติบโตสูงสุดในช่วง 4Q24 แต่ด้วยภาวะเศรษฐกิจไทยที่ยังฟื้นตัวจำกัด และมีความกังวลเพิ่มเติมเรื่องเสถียรภาพรัฐบาล เรามองว่าลูกค้าจะระมัดระวังการใช้จ่ายมากขึ้น และ KTC อาจต้องชะลอการเร่งโตสินเชื่อ เราคาดว่าสินเชื่อรวมในปี 2024 จะขยายตัว 5.1% YoY ต่ำกว่าเป้าหมายพอร์ตสินเชื่อรวม KTC ที่จะเติบโต 6-7% ในปี 2024 ประกอบด้วย (1) การใช้จ่ายบัตรเครดิตโต 15% (1Q24: +8.5% YoY) (2) KTC Proud โต 5% (1Q24: +3.9% YoY) และ (3) สินเชื่อใหม่ของพีเอ็มอี รถแลกเงิน เพิ่มขึ้น 6 พันล้านบาท (1Q24: +611 ล้านบาท) โดยเราคาดว่าสินเชื่อจะขยายตัวสูงขึ้นเป็น 5.7% ในปี 2025 ล้อกับเศรษฐกิจที่มีการคาดการณ์ว่าเศรษฐกิจไทยจะขยายตัวสูงขึ้นเป็นราว 3% ในปี 2025 จาก 2.5-2.6% ในปี 2024
- ณ สิ้น 1Q24 พอร์ตสินเชื่อบัตรเครดิตมีสัดส่วนสูงสุด 65.7% ของสินเชื่อรวม สินเชื่อบุคคลที่ 30.5% และสินเชื่อรถแลกเงิน 4.8%

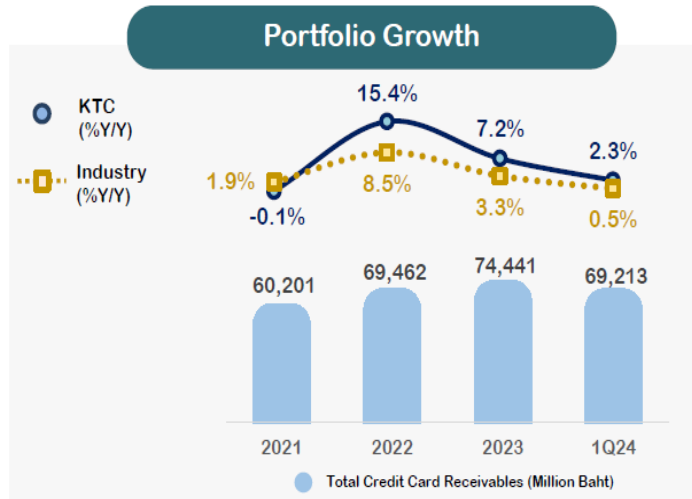
### KTC: การเติบโตสินเชื่อปี 2024-2026



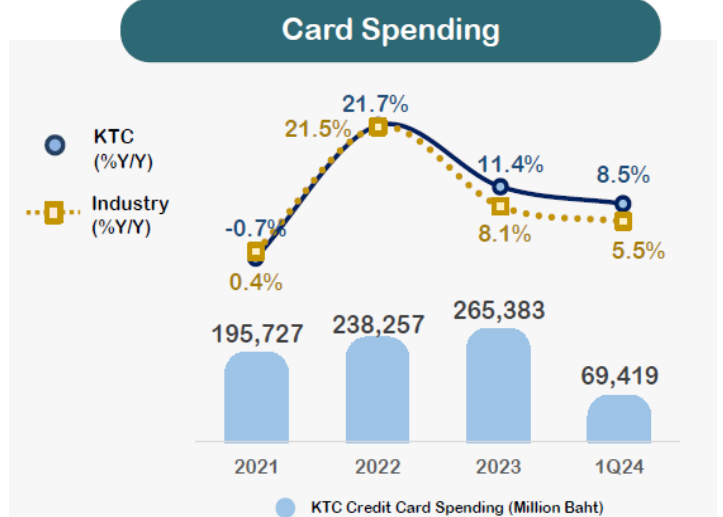
### KTC: สัดส่วนพอร์ตสินเชื่อใน 1Q24



### การเติบโตสินเชื่อบัตรเครดิตสูงกว่าอุตสาหกรรม



### การใช้จ่ายผ่านบัตรเครดิตสูงกว่าอุตสาหกรรม



Source: Pi research, company data

Source: Pi research, company data

# Stock Update

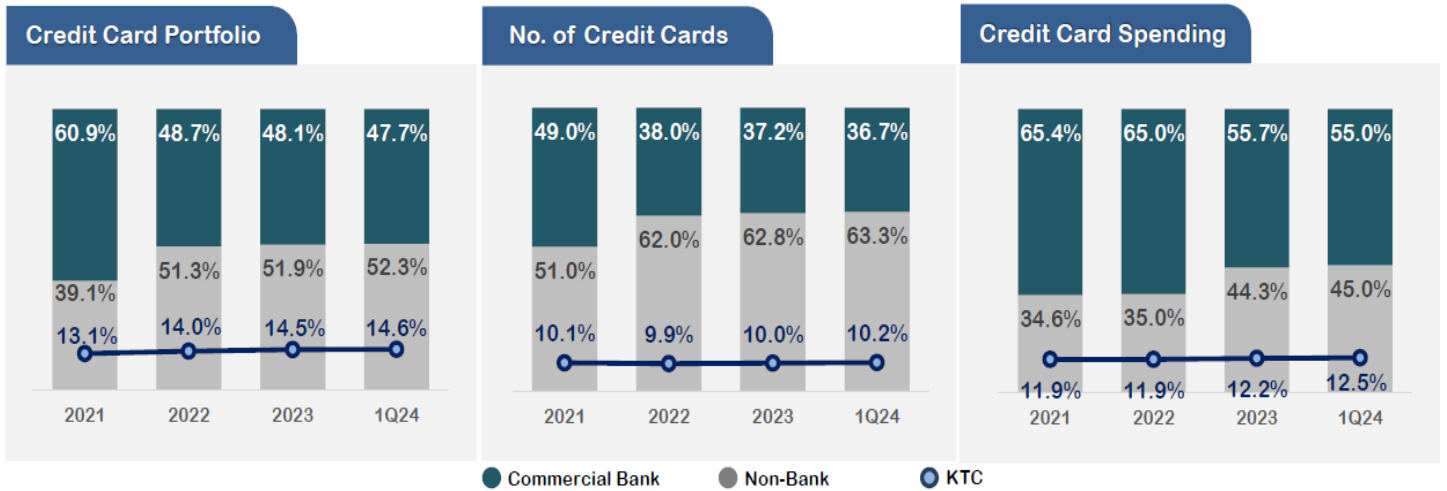


12 JUN 2024

KTC

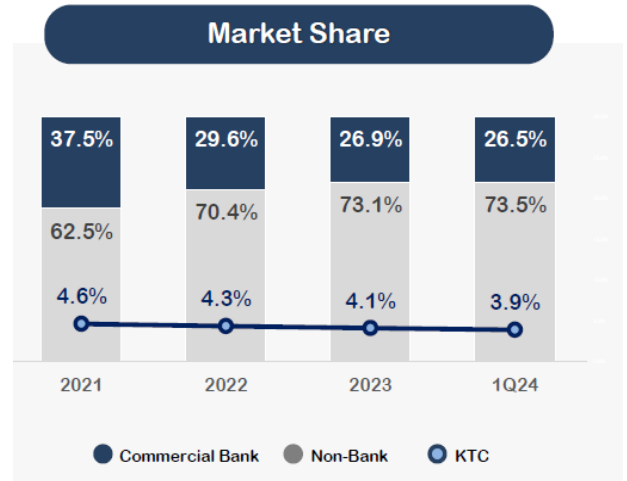
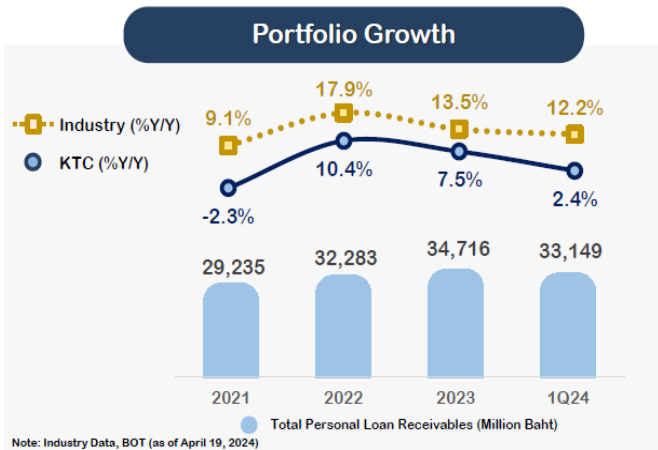
Krungthai Card PCL

## ส่วนแบ่งการตลาดของสินเชื่อบัตรเครดิต



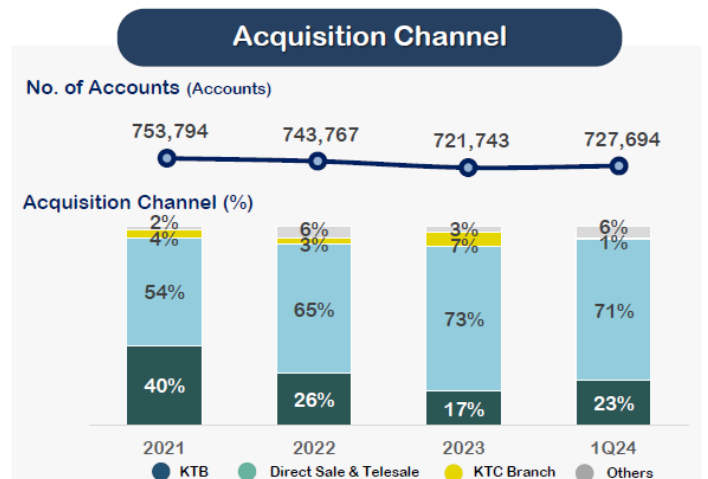
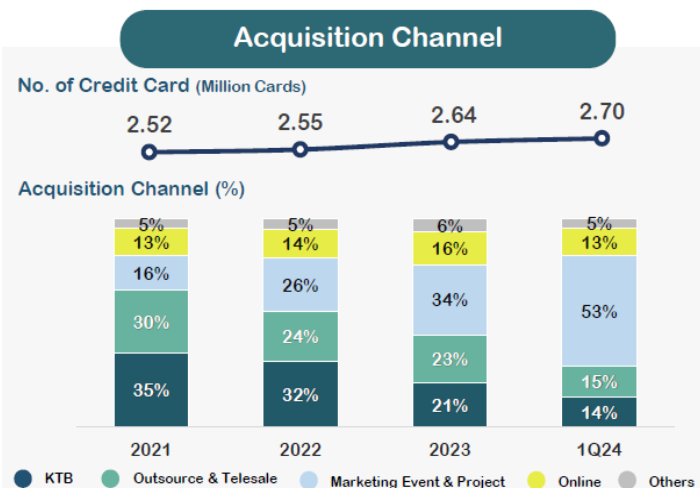
## การเติบโตสินเชื่อบุคคลต่ำกว่าอุตสาหกรรม

## ส่วนแบ่งการตลาดของสินเชื่อบุคคล



## ช่องทางการขยายสินเชื่อบัตรเครดิต

## ช่องทางการขยายสินเชื่อบุคคล



Source: Pi research, company data

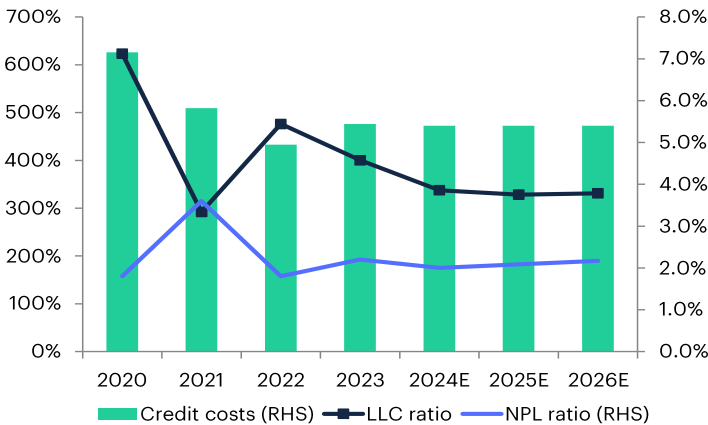
Source: Pi research, company data



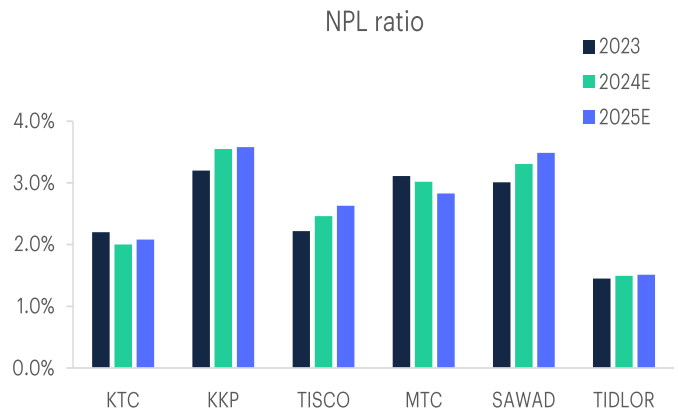
## คุณภาพสินเชื่อมีความเสี่ยงจากเศรษฐกิจฟื้นตัวช้า แต่มองว่า KTC จะควบคุม NPL ratio ได้ตามเป้าไม่เกิน 2%

- พอร์ตสินเชื่อของ KTC เป็นสินเชื่อรายย่อยเป็นหลัก ทำให้เรามองว่ามีความเปราะบางต่อเศรษฐกิจไทยฟื้นตัวช้า และหนี้ครัวเรือนสูงที่ 16.4 ล้านล้านบาท คิดเป็น 91.3% ของจีดีพี ในปี 2023 สูงเป็นระดับต้นในภูมิภาค ใน 1Q24 แต่พบว่าหนี้เสียรวมของ KTC ปรับลดลง 14.3% QoQ ที่ 2.1 พันล้านบาท ส่วนสำคัญมาจากการตัดจำหน่ายหนี้สูญๆ เร็วขึ้น โดยหนี้เสียส่วนใหญ่ที่ลดลงมาจากการปรับลดลงของหนี้เสียบุคคล (-31.7% QoQ) ขณะที่หนี้เสียบัตรเครดิตลดลง 5.5% QoQ แต่สินเชื่อรถแลกเงินเพิ่ม 4.3% QoQ นอกจากนี้ แม้ สปท. ประกาศปรับเพิ่มอัตราชำระขั้นต่ำบัตรเครดิตจาก 5% เป็น 8% ในปี 2024 แต่ยังไม่พบปัญหาต่อพอร์ตลูกค้าของ KTC
- NPL ratio ปรับลดลงเหลือ 2% ใน 1Q24 (2023: 2.2%) แต่ Coverage ratio ปรับลดลงที่ 353.8% ใน 1Q24 (2023: 400.3%) ผลจากการตัดจำหน่ายหนี้สูญๆ ขณะที่ Stage 2 ratio ทรึงตัว QoQ ที่ 12.1% ใน 1Q24
- เราคาดว่า KTC มีศักยภาพในการควบคุมคุณภาพสินเชื่อ โดยคาด NPL ratio ที่ 2% ในปี 2024 เพราะบริษัทสามารถชะลอการขยายสินเชื่อใหม่ ทำให้เราคาดว่าสินเชื่อรวมในปี 2024 จะเติบโตเพียง 5.1% ในปี 2024 ต่ำกว่าเป้าหมายของ KTC ที่ 6-7% และสามารถตัดจำหน่ายหนี้สูญๆ เพิ่มได้ อย่างไรก็ดี เรามองว่าจะทำให้ต้นทุนความเสี่ยง (Credit cost) จะทรงตัวระดับสูงต่อเนื่อง โดยตั้งสมมติฐาน Credit cost ที่ 540 bps ในปี 2024 ใกล้เคียงกับในปี 2023 และคาดว่า Coverage ratio จะลดลงอยู่ที่ 337.5% สิ้นปี 2024 เพราะเมื่อมีการตัดจำหน่ายหนี้สูญๆ เพื่อควบคุม NPL ratio ไม่เกิน 2% ก็จะสูญเสียระดับสำรองหนี้ๆ ไปด้วย
- หากเทียบกับ Consumer finance ภายใต้การดูแลของเรา (MTC SAWAD TIDLOR) และ KKP TISCO ที่พอร์ตสินเชื่อหลักเป็นสินเชื่อรายย่อย พบว่า KTC มีงบดุลที่แข็งแกร่งกว่าคู่แข่งส่วนใหญ่ เพราะ KTC มี NPL ratio ต่ำกว่า และ Coverage ratio สูงกว่า จะมีเพียง TIDLOR เท่านั้นที่เราคาดว่า NPL ratio ต่ำกว่า 2%

### KTC: NPL ratio และ Credit costs

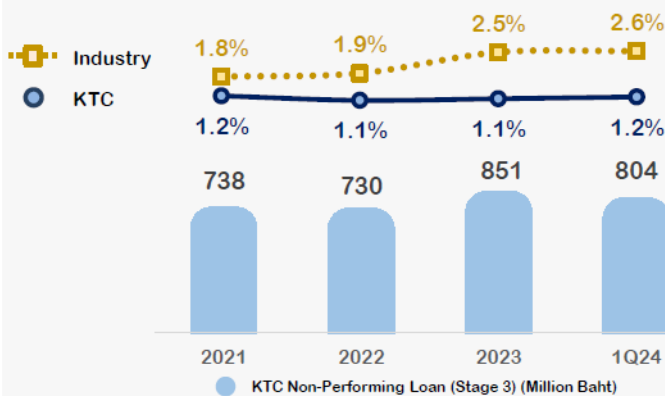


### เปรียบเทียบ NPL ratio



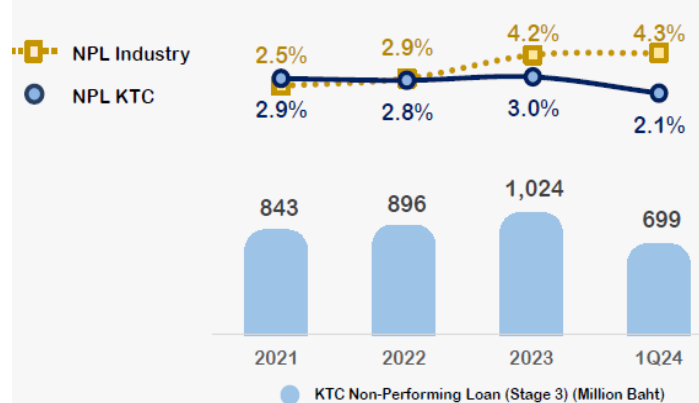
### คุณภาพสินเชื่อบัตรเครดิตดีกว่าอุตสาหกรรม

#### Portfolio Quality



### คุณภาพสินเชื่อบุคคลดีกว่าอุตสาหกรรม

#### Portfolio Quality



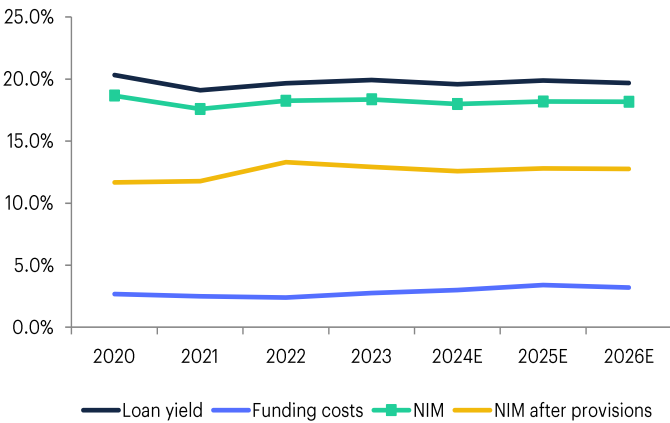
Source: Pi research, company data

Source: Pi research, company data

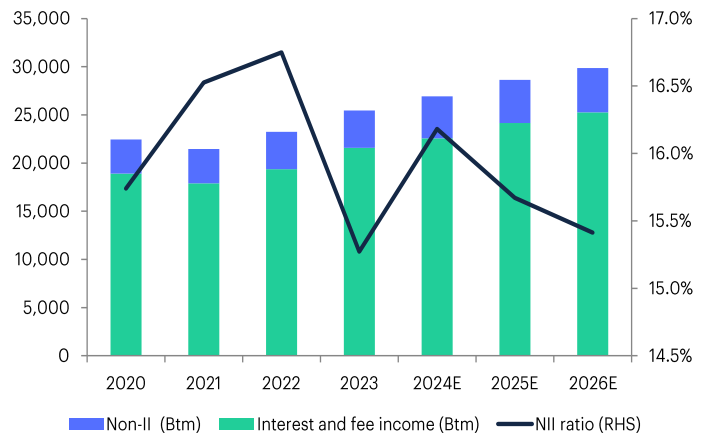
## ส่วนต่างดอกเบี้ยสุทธิ (NIM) ปรับลดลงในปี 2024 กอดันจากต้นทุนดอกเบี้ยเพิ่มขึ้น

- ย้อนไปในปี 2020 ธนาคารแห่งประเทศไทยออกมาตรการปรับลดเพดานอัตราดอกเบี้ยบัตรเครดิตไม่เกิน 16% (เดิม 18%) และลดสินเชื่อบุคคลไม่เกิน 25% (เดิม 28%) ในปี 2020 เพื่อลดภาระดอกเบี้ยให้กับลูกหนี้ นอกจากนี้ ผลกระทบจากอัตราดอกเบี้ยปรับขึ้นในปี 2022-23 ผลักดันต้นทุนการเงินของ KTC เพิ่มขึ้น แต่ด้วยฐานลูกค้าหลักของ KTC เป็นกลุ่มสินเชื่อรายย่อยทำให้การผลกระทบไปที่ลูกค้ามีข้อจำกัด เพราะอาจกังวลต่อคุณภาพสินเชื่ออ่อนแอ และลูกหนี้บางส่วนเข้าร่วมโครงการปรับโครงสร้างหนี้ ผลกระทบข้างต้นส่งผลให้ส่วนต่างดอกเบี้ยสุทธิ (NIM) ในปี 1Q24 ปรับลดลง
- เราคาดว่า NIM จะลดลงต่อเนื่องใน 2Q24 และแนวโน้มทรงตัวใน 2H24 ในภาพรวมเราคาดว่า NIM จะลดลงที่ 18% ในปี 2024 แต่ยังเป็นระดับสูงกว่าของกลุ่ม Consumer finance (MTC SAWAD TIDLOR) ภายใต้การดูแลของเราที่คาดว่าจะมี NIM เฉลี่ยที่ราว 15% และสูงกว่าทั้ง KKP TISCO ที่มี NIM ราว 4.4-4.6% เพราะสินเชื่อหลักของ KTC เป็นสินเชื่อที่ไม่มีหลักประกันที่สามารถคิดอัตราดอกเบี้ยสูงกว่าลูกค้าเพื่อชดเชยความเสี่ยงที่สูงกว่า แตกต่างจากคู่แข่งที่สินเชื่อหลักเป็นสินเชื่อที่มีหลักประกัน
- แม้ KTC จะทำธุรกิจรถแลกเงิน แต่ใช้กลยุทธ์แตกต่างจาก MTC SAWAD TIDLOR ที่ใช้สาขาเป็นศูนย์กลางในการปล่อยสินเชื่อและติดตามหนี้ ทำให้ KTC สามารถบริหารต้นทุนการดำเนินงานได้ดีกว่า โดยพบว่า Cost to income ratio (CIR) ของ KTC ต่ำกว่าคู่แข่ง โดยแม้เราคาดว่า CIR ของ KTC จะปรับสูงขึ้นเป็น 37.6% ในปี 2024 (2023: 37%) แต่ยังคงต่ำกว่า CIR ของกลุ่ม Consumer finance (MTC SAWAD TIDLOR) ที่คาดว่าจะมี CIR สูงกว่า 50% ในปี 2024 และต่ำกว่าทั้ง KKP TISCO ที่คาดว่าจะมี CIR ราว 49%
- KTC มี D/E ที่ต่ำเพียง 1.8 เท่า ทำให้สามารถกู้ยืมจากสถาบันการเงิน และออกหุ้นกู้ใหม่เพื่อทดแทนชุดเดิม โดยไม่ต้องกังวลเรื่องปัญหาสภาพคล่องในอนาคต ด้านบริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด ได้จัดอันดับเครดิตตราสารหนี้ ประเภทหุ้นกู้ไม่ด้อยสิทธิไม่มีหลักประกันของ KTC ที่ AA- สะท้อนความแข็งแกร่งของฐานะการเงิน

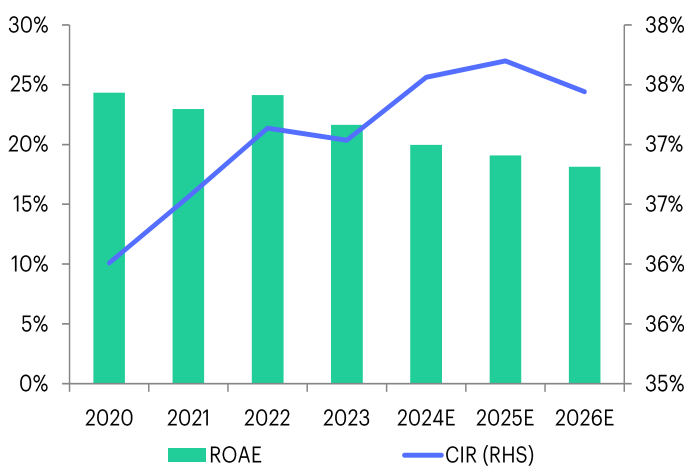
KTC: NIM



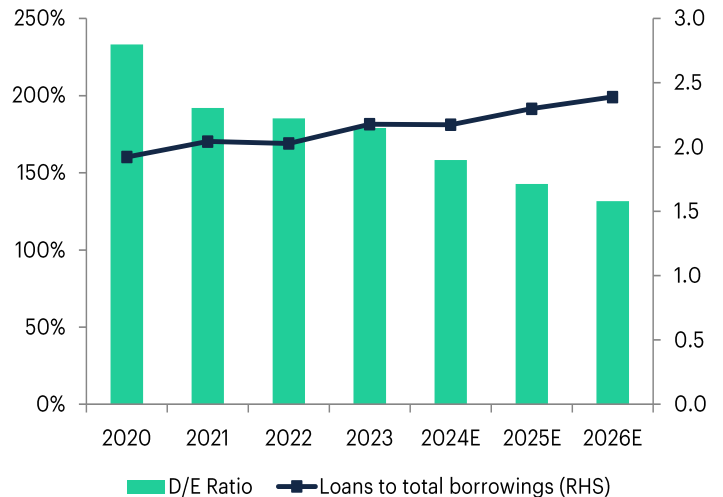
KTC: NII and Non-NII



KTC: CIR and ROE



KTC: D/E ratio



Source: Pi research, company data

Source: Pi research, company data

## แนวโน้มผลการดำเนินงานเติบโตชะลอตัว และ ROE เป็นทิศทางขาลง

คาดการณ์กำไรสุทธิเติบโต 4.9% CAGR (2024-2026)

- KTC มีช่วงเวลาของการเติบโตสูงในปี 2014-2018 โดยมีกำไรสุทธิโต 32% CAGR ผลักดันด้วย (1) สินเชื่อโต 8.8% CAGR และ (2) NIM สูงเฉลี่ย 20% และ (3) สำรองหนี้ฯ ค่อนข้างทรงตัวระดับ 5.0-6.6 พันล้านบาท ทำให้มี ROE สูงเฉลี่ยถึง 28.5% และที่สำคัญราคาหุ้นปรับขึ้นถึง 59% CAGR (2014-2018)
- หลังผ่านช่วงเติบโตสูง การเติบโตเริ่มชะลอตัวจากโรคระบาดโควิด 19 กำไรสุทธิโต 8.3% CAGR (2019-2022) และที่สำคัญหนี้เสียปรับขึ้น 20% CAGR ต่างจากในช่วงปี 2014-2018 ที่หนี้เสียปรับลดลง 10% CAGR
- ในงวด 1Q24 KTC รายงานกำไรสุทธิที่ 1.8 พันล้านบาท (-3.7% YoY, +2.4% QoQ) โดย NPL ratio ลดลงเหลือ 2% (4Q23: 2.2%) แต่ Coverage ratio ลดลงที่ 353.8% ใน 1Q24 (4Q23: 400.3%)
- เราประมาณการกำไรก่อนสำรองหนี้และภาษี (PPOP) ที่ 15.7 พันลบ. (+4.7% YoY) ในปี 2024 และ 16.7 พันลบ. (+5.8% YoY) ในปี 2025 และ 17.5 พันลบ. (+5.4% YoY) ในปี 2026 เป็นการเติบโตเฉลี่ยต่อปี 5.3% CAGR (2024-2026)
- เราคาดกำไรสุทธิที่ 7.5 พันลบ. (+3.4% YoY) ในปี 2024 และ 8.0 พันลบ. (+5.8% YoY) ในปี 2024 และ 8.4 พันลบ. (+5.3% YoY) ในปี 2026 เป็นการเติบโตเฉลี่ยต่อปี 4.9% CAGR (2024-2026) สนับสนุนหลักจากรายได้ดอกเบี้ยสุทธิขยายตัวราว 5.5% CAGR ล้อกับสินเชื่อที่คาดว่าจะขยายตัวสูงต่อเนื่อง และรายได้ที่มีใช้ดอกเบี้ยขยายตัว 5.5% CAGR
- ด้วยกำไรสุทธิที่จะขยายตัวปานกลาง และ KTC ไม่ใช่บริษัทที่จ่ายเงินปันผลสูง เราคาดว่า ROE จะลดลงที่ 20%/19.1%/18.1% ในปี 2024-2026 เทียบกับ 21.6% ในปี 2023

## สมมติฐานสำคัญในการประมาณการ

- 1) สินเชื่อขยายตัวต่อปี 5.5% CAGR (2024-2026) เทียบกับ KTC ตั้งเป้าหมายสินเชื่อโต 6-7 หลัก ในปี 2024
- 2) ส่วนต่างดอกเบี้ยสุทธิ (NIM) ที่ราว 18.0%/18.2%/18.2% ในปี 2024-2026
- 3) Cost to income ratio ที่ 37.6%/37.7%/37.4% ในปี 2024-2026
- 4) Credit cost ที่ 540 bps ในปี 2024-2026
- 5) อัตราภาษีจ่ายที่ 20% ในปี 2024-2026
- 6) Payout ratio ที่ 45% ในปี 2024-2026
- 7) NPL ratio ที่ 2.0%/2.1%/2.2% ในปี 2024-2026 เทียบกับเป้าหมายที่ไม่เกิน 2% ในปี 2024

## การวิเคราะห์ความอ่อนไหว (Sensitivity analysis)

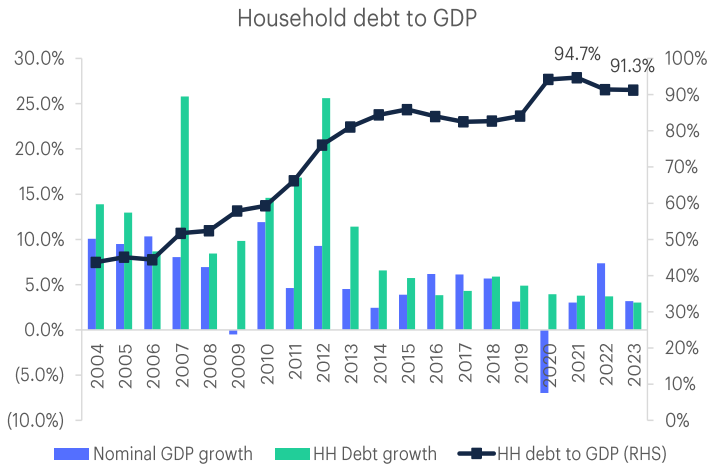
ผลกระทบต่อการคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2024 ที่ 7.5 พันล้านบาท (+3.4% YoY)

ทุก 100 bps ของการเติบโตของสินเชื่อ (Loan growth) ที่เปลี่ยนแปลงจากกรณีฐานที่ 5.1% ในปี 2024 จะกระทบประมาณการกำไรสุทธิราว 1.2%

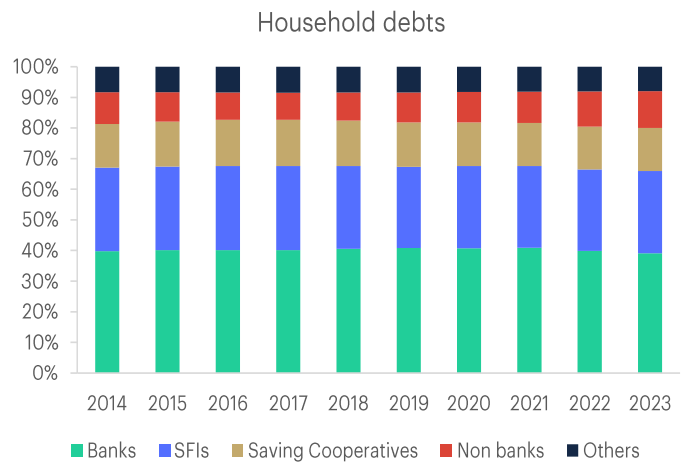
ทุก 100 bps ของส่วนต่างดอกเบี้ยสุทธิ (NIM) ที่เปลี่ยนแปลงจากกรณีฐานที่ 18% ในปี 2024 จะกระทบประมาณการกำไรสุทธิราว 12.2%

ทุก 100 bps ของ Credit cost ที่เปลี่ยนแปลงจากกรณีฐานที่ 540 bps ในปี 2024 จะกระทบประมาณการกำไรสุทธิราว 12.7%

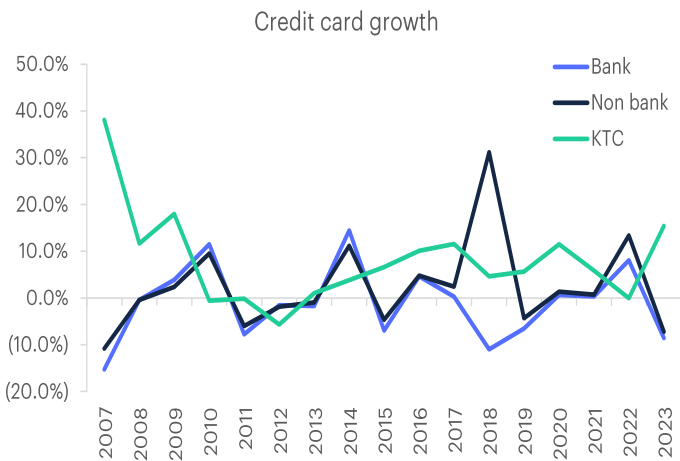
## หนี้ครัวเรือนต่อเศรษฐกิจไทย



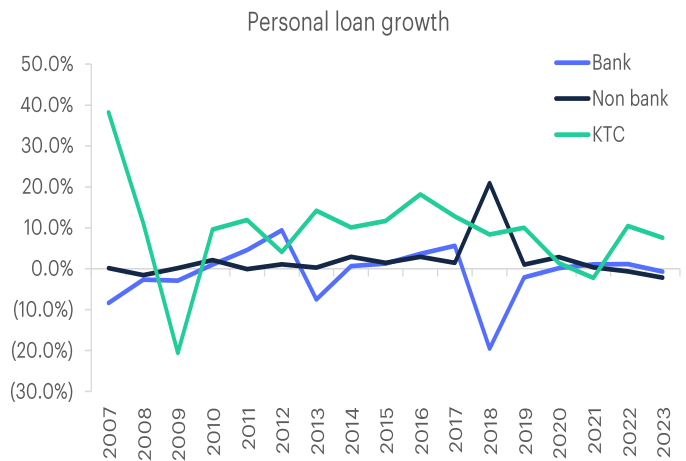
## หนี้ครัวเรือนแยกตามประเภทเจ้าหนี้



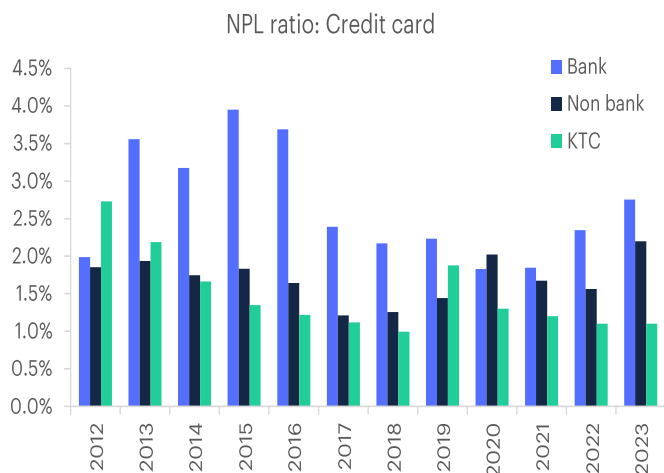
## การเติบโตสินเชื่อบัตรเครดิต



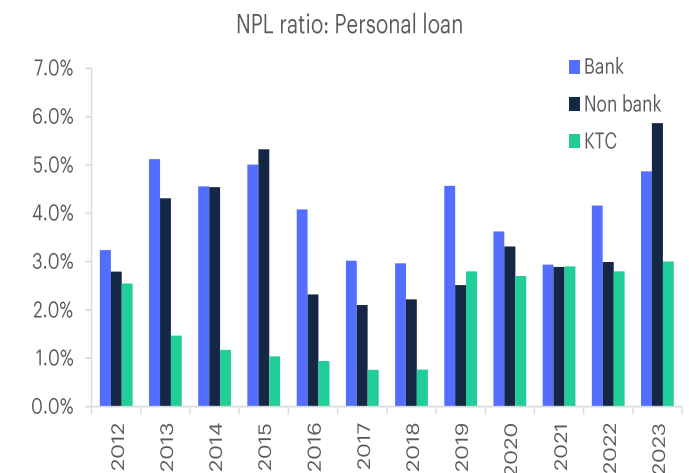
## การเติบโตสินเชื่อบุคคล



## NPL ratio ของสินเชื่อบัตรเครดิต



## NPL ratio ของสินเชื่อส่วนบุคคล



Source: Pi research, company data

Source: Pi research, company data

## Summary financials

Balance Sheet (Bt m)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	Income Statement (Bt m)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Cash & equivalents	2,182	5,344	2,301	1,450	1,269	Interest and fee income	19,355	21,576	22,561	24,155	25,261
Interbank loans	-	-	-	-	-	Interest expenses	(1,392)	(1,703)	(1,836)	(2,051)	(1,946)
Investment securities	-	-	-	-	-	Net interest income	17,962	19,874	20,725	22,104	23,315
Gross loans	104,194	112,346	118,123	124,906	131,835	Fee & commission income	-	-	-	-	-
Fixed assets - net	348	421	429	451	473	Fee & commission expenses	-	-	-	-	-
Other assets	3,863	4,466	2,202	2,564	2,767	Net fee & commission income	-	-	-	-	-
Total assets	101,796	112,814	115,070	120,823	126,865	Non-interest income	3,894	3,889	4,355	4,489	4,603
Deposits	-	-	-	-	-	Total operating income	21,856	23,763	25,081	26,593	27,918
Interbank deposits	-	-	-	-	-	Non-interest expenses	(8,117)	(8,801)	(9,421)	(10,025)	(10,453)
Debt equivalents	61,635	61,904	65,204	65,204	66,204	Preprovision profit	13,740	14,962	15,660	16,568	17,465
Other liabilities	8,585	15,064	10,174	11,526	11,933	Loan loss provision	(4,868)	(5,894)	(6,223)	(6,562)	(6,932)
Total liabilities	70,220	76,968	75,378	76,730	78,137	Earnings before taxes	8,871	9,068	9,437	10,006	10,533
Paid - up capital	2,578	2,578	2,578	2,578	2,578	Income tax	(1,818)	(1,819)	(1,935)	(2,051)	(2,159)
Premium on share	1,892	1,892	1,892	1,892	1,892	After-tax profit	7,054	7,250	7,503	7,955	8,374
Others	429	430	430	430	430	Non-controlling interests	-	-	-	-	-
Retained earnings	26,455	30,781	34,623	39,020	43,648	Earnings from cont. operations	7,054	7,250	7,503	7,955	8,374
Non-controlling interests	223	164	169	174	179	Exceptional items	-	-	-	-	-
Total equity	31,576	35,845	39,692	44,094	48,728	Net income	7,054	7,250	7,503	7,955	8,374
Total liabilities & equity	101,796	112,814	115,070	120,823	126,865	EPS (Bt)	2.7	2.8	2.9	3.1	3.3
Growth (% YoY)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	DPS (Bt)	1.2	1.3	1.3	1.4	1.5
Net interest income (%)	8.9	10.6	4.3	6.7	5.5	Asset quality and liquidity	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Fee & commission (%)	-	-	-	-	-	Gross NPL (Bt m)	1,846	2,439	2,366	2,602	2,863
Preprovision profit (%)	8.1	8.9	4.7	5.8	5.4	NPL ratio (%)	1.8	2.2	2.0	2.1	2.2
Net profit (%)	20.4	3.1	3.4	6.0	5.3	Loan loss coverage (%)	476.3	400.3	337.5	328.4	331.1
EPS (%)	20.4	3.1	3.4	6.0	5.3	Loan loss reserve/loans (%)	8.4	8.7	6.8	6.8	7.2
Gross loans (%)	12.5	7.8	5.1	5.7	5.5	Credit costs (bps)	494.7	544.4	540.0	540.0	540.0
Assets (%)	13.8	10.8	2.0	5.0	5.0	Debt/Equity (x)	2.2	2.1	1.9	1.7	1.6
Customer deposits (%)	-	-	-	-	-	Capital Adequacy	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Profitability (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	Tier 1 capital (%)	-	-	-	-	-
Yield on loans	19.7	19.9	19.6	19.9	19.7	Total capital ratio (%)	-	-	-	-	-
Cost of funds	(2.4)	(2.8)	(3.0)	(3.4)	(3.2)	Total assets/equity (x)	3.2	3.1	2.9	2.7	2.6
Net interest margin	18.3	18.4	18.0	18.2	18.2	Valuation	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Cost/Income ratio	37.1	37.0	37.6	37.7	37.4	PER (x)	21.5	15.4	15.2	14.4	13.6
ROA	7.4	6.8	6.6	6.8	6.8	PBV (x)	4.8	3.1	2.9	2.6	2.4
ROE	24.1	21.6	20.0	19.1	18.1	Dividend yield (%)	1.9	2.9	3.0	3.1	3.3

Source: Pi research, company data

## Corporate Governance Report of Thai Listed Companies

### CG Rating by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้ ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ พาย จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	Description	ความหมาย
90-100		Excellent	ดีเลิศ
80-89		Very Good	ดีมาก
70-79		Good	ดี
60-69		Satisfactory	ดีพอใช้
50-59		Pass	ผ่าน
< 50	No logo given	na.	na.

### ความหมายของคำแนะนำ

- “ซื้อ” เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- “ถือ” เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- “ขาย” เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล)

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

### IOD Disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information which companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment (“listed companies”) disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

### Stock Rating Definition

- BUY** The stock’s total return is expected to exceed 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals and attractive valuations.
- HOLD** The stock’s total return is expected to be between 0% - 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals, but may lack of near-term catalysts or its valuations are not attractive.
- SELL** The stock’s total return is expected to fall below 0% or more over the next 6-12 months. Stock should be sold as negative total return is anticipated due to deteriorating fundamentals compared with its valuations.

The stock’s expected total return is the percentage difference between the target price and the current price and excludes dividend yields.

รายงานฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอข้อมูลและบทความวิเคราะห์ โดยใช้ข้อมูลและข่าวสารต่างๆ ที่ได้รับการเผยแพร่ต่อสาธารณะ ตลอดจนจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารของบริษัทต่างๆ มาประกอบและได้พยายามตรวจสอบความถูกต้องอย่างระมัดระวัง แต่ก็ไม่สามารถยืนยันความถูกต้องได้อย่างสมบูรณ์ การวิเคราะห์ในรายงานฉบับนี้ได้พยายามยึดมาตรฐานบนหลักการวิเคราะห์ทางด้านปัจจัยพื้นฐานมาเป็นบทสรุปและข้อเสนอแนะ โดยมีได้เจตนาที่จะนำไปสู่การชี้แนะแต่อย่างใด ซึ่งข้อเสนอแนะเหล่านี้ เป็นข้อคิดเห็นของนักวิเคราะห์ ซึ่งบริษัทฯ ไม่จำเป็นต้องเห็นด้วยกับข้อคิดเห็นดังกล่าวเสมอไป ทั้งนี้ นักลงทุนและผู้ใช้รายงานฉบับนี้ควรใช้วิจารณญาณส่วนตัวประกอบด้วย