

เงินปันผลยังสูง แม้กำไรปี 2024 จะชะลอตัว

เราคงคำแนะนำ "ถือ" เพื่อรับเงินปันผล โดยคาดอัตราผลตอบแทนเงินปันผลสูงที่ 7.7%/7.8% ในปี 2024-25 ด้วยมูลค่าพื้นฐานที่ 103 บาท เรามองว่าในปี 2024 TISCO จะเผชิญแรงกดดันจาก NIM ที่ลดลง, สำรองหนี้ฯ เพิ่มขึ้น และค่าใช้จ่ายดำเนินงานสูงขึ้นทำให้ความสามารถในการทำกำไรลดลง โดยเราคาดว่ากำไรสุทธิปี 2024 จะปรับลดลง 0.4% YoY (2023: +1.1%) เทียบกับค่าเฉลี่ยกลุ่มธนาคารที่คาดจะเติบโตที่ราว 8% สำหรับในงวด 1Q24 คาดว่าผลการดำเนินงานจะยังไม่โดดเด่น โดยคาดการณ์กำไรสุทธิที่ 1.77 พันล้านบาท (-1% YoY, -0.4% QoQ)

คาดการณ์กำไรสุทธิ 1Q24 ลดลงเล็กน้อย YoY และ QoQ

- คาดกำไรสุทธิงวด 1Q24 ที่ 1.77 พันล้านบาท (-1% YoY, -0.4% QoQ) เนื่องจาก (1) สำรองหนี้ฯ ปรับเพิ่มขึ้น เนื่องจากคุณภาพสินเชื่ออ่อนแอลงจากการเร่งโตในสินเชื่อกลุ่ม High yield (สินเชื่อจำนำทะเบียน และสินเชื่อรถยนต์ใช้แล้ว) (2) ค่าใช้จ่ายการดำเนินงานปรับเพิ่มขึ้นจากการขยายสาขาของ "สมหวัง เงินสั่งได้" เพื่อสนับสนุนการขยายสินเชื่อจำนำทะเบียน (3) NIM ปรับลดลงต่อเนื่อง เพราะแม้รายได้ดอกเบี้ยจะขยายตัวล้ากับสินเชื่อ แต่ต้นทุนการเงินเร่งตัวขึ้นมากกว่าทำให้ส่วนต่างดอกเบี้ย (NIM) ปรับลดลงต่อเนื่องที่ราว 5% (-13 bps QoQ, +15 bps YoY) และ (4) รายได้ค่าธรรมเนียมยังอ่อนแอ โดยเฉพาะรายได้ธุรกิจตลาดทุนที่ถูกกดดันจากภาวะการลงทุนที่ผันผวน
- สินเชื่อโตชะลอลงที่ 0.5% QoQ (+7.2% YoY) ใน 1Q24 (4Q23: +1.3% QoQ) หนุนจากสินเชื่อธุรกิจ (บริษัทขนาดใหญ่ และ SME) และสินเชื่อรายย่อย (สินเชื่อเช่าซื้อรถใช้แล้ว, สินเชื่อจำนำทะเบียน) แต่สินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์ใหม่ และสินเชื่อที่อยู่อาศัยยังหดตัว
- หนี้เสียปรับสูงขึ้นจากการที่ TISCO เร่งขยายสินเชื่อในกลุ่ม High yield ในช่วงที่ผ่านมา ทำให้เราคาดว่าหนี้เสียในกลุ่มนี้จะปรับเพิ่มขึ้น โดยคาดว่า NPL ratio จะปรับขึ้นที่ 2.3% (4Q23: 2.2%) และทำให้สำรองหนี้ฯ ปรับสูงขึ้น อย่างไรก็ดี เรามองว่า TISCO มี Coverage ratio สูงที่ 180.9% ใน 1Q24 ทำให้คาดว่าสำรองหนี้ฯ แม้จะสูงในปี 2024 แต่อยู่ในระดับควบคุมได้ โดยเราประเมิน Credit cost ในปี 2024 ปรับขึ้นเป็น 50 bps จาก 27 bps ในปี 2023

คาดการณ์โตของกำไรชะลอตัวในปี 2024-25

แม้เรามองว่าสินเชื่อจะขยายตัวได้ต่อเนื่องในปี 2024 แต่ปัจจัยท้าทายของ TISCO มาจาก (1) NIM ที่ลดลง เพราะการเร่งตัวของต้นทุนการเงินจากการออกผลิตภัณฑ์เงินฝากและหุ้นกู้ชุดใหม่ที่มีต้นทุนสูงขึ้น ล้ากับวัฏจักรดอกเบี้ยขาขึ้น (2) หนี้เสียปรับสูงขึ้นจากการขยายกลุ่มสินเชื่อ High yield ทำให้สำรองหนี้ฯ เพิ่มขึ้นตามมา และ (3) Cost to income ratio ทรงตัวระดับสูงที่ 49% ส่วนหนึ่งจากการขยายสาขาใหม่ของ "สมหวัง เงินสั่งได้" เราคาดการณ์กำไรสุทธิจะลดลง 0.4% YoY ในปี 2024 และจะกลับมาเติบโตเล็กน้อย 1.8% ในปี 2025

คงคำแนะนำ "ถือ" มูลค่าพื้นฐานที่ 103 บาท

มูลค่าพื้นฐานของเราที่ 103 บาท ประเมินมูลค่าด้วยวิธี GGM (ROE 16.8%, Terminal growth 2%) อิง 1.9x PBV'24E หรือ +0.5SD ของค่าเฉลี่ย 10 ปี (2014-2023)

HOLD

Fair price: Bt103

Upside (Downside): 3.0%

Key Statistics

Bloomberg Ticker	TISCO TB
Market Cap. (Bt m)	80,029
Current price (Bt)	100.00
Shares issued (mn)	800
Par value (Bt)	10.00
52 Week high/low (Bt)	104.00/86.00
Foreign limit/ actual (%)	49.00/45.6
NVDR Shareholders (%)	12.9
Free float (%)	77.4
Number of retail holders	43,737
Dividend policy (%)	50% or more of net profit
Industry	Financials
Sector	Banking
First Trade Date	30 Apr 1975
2021 CG Rate	▲▲▲▲▲
Thai CAC	Certified
SET ESG Ratings	AAA

Major Shareholders

7 March 2023

Thai NVDR Company Limited	12.9
CDIB & Partners Investment Holding PTE. LTD.	10.0
South East Asia UK (TYPE C) Nominees Limited	7.4
Tokyo Century Corporation	4.9
State Street Bank and Trust Company	4.0

Year End Dec	2022A	2023A	2024E	2025E
PPOP (Bt m)	9,711	9,705	10,232	10,930
Net Profit (Bt m)	7,222	7,303	7,273	7,403
NP Growth (%)	6.5	1.1	(0.4)	1.8
EPS (Bt)	9.02	9.13	9.09	9.25
PER (x)	11.0	10.9	11.1	10.9
BPS (Bt)	53.44	53.01	54.50	55.92
PBV (x)	1.9	1.9	1.8	1.8
DPS (Bt)	7.75	7.75	7.72	7.86
Div. Yield (%)	7.8	7.8	7.7	7.8
ROA (%)	2.8	2.6	2.5	2.4
ROE (%)	17.2	17.1	16.9	16.7

Source: Pi Estimated

Analyst: Tanadech Rungsriathananon

Registration No.017926

Email: Tanadech.ru@pi.financial

Earnings preview

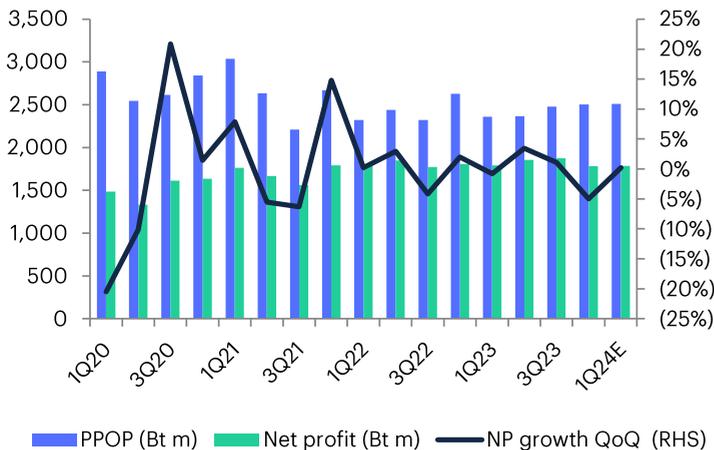
(Bt m)	Quarterly performance					Change (%)	
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	QoQ	YoY
Interest income	4,104	4,398	4,666	4,868	5,031	3.3	22.6
Interest expenses	(847)	(978)	(1,110)	(1,273)	(1,416)	11.2	67.1
Net interest income	3,257	3,420	3,557	3,595	3,614	0.5	11.0
Non-interest income	1,384	1,324	1,250	1,260	1,365	8.3	(1.4)
Total operating income	4,640	4,744	4,807	4,855	4,979	2.5	7.3
Non-interest expenses	(2,282)	(2,378)	(2,329)	(2,353)	(2,472)	5.1	8.4
Preprovision profit	2,359	2,366	2,478	2,502	2,506	0.2	6.3
Loan loss prov/impair.	(125)	(63)	(147)	(278)	(294)	5.7	134.8
Earnings before taxes	2,233	2,303	2,332	2,224	2,212	(0.5)	(1.0)
Income tax	(441)	(449)	(457)	(442)	(438)	(1.0)	(0.6)
Earnings after taxes	1,793	1,854	1,874	1,781	1,774	(0.4)	(1.0)
Non-controlling interests	(0)	(0)	(0)	(0)	0	(100.0)	(100.0)
Recurring profit	1,793	1,854	1,874	1,781	1,774	(0.4)	(1.0)
Exceptional items	-	-	-	-	-	N.M.	N.M.
Net profit	1,793	1,854	1,874	1,781	1,774	(0.4)	(1.0)
EPS (Bt)	2.24	2.32	2.34	2.22	2.22	(0.4)	(1.0)

Key Financial Ratios

Loan growth (% QoQ)	0.5	4.7	0.6	1.3	0.5
Loan to deposit ratio (%)	111.9	115.6	115.4	112.5	111.0
NIM (%)	4.9	5.0	5.2	5.2	5.0
Cost to income ratio (%)	49.2	50.1	48.4	48.5	49.7
NPL ratio (%)	2.1	2.2	2.3	2.2	2.3
Loan loss coverage ratio (%)	248.1	224.0	205.8	189.8	181.4
Tier 1 capital (%)	19.8	16.9	16.6	16.3	16.3
Capital adequacy ratio (%)	20.6	20.2	19.9	19.5	19.5
ROAA (%)	2.7	2.7	2.7	2.5	2.4
ROAE (%)	16.4	17.5	18.6	17.2	16.7

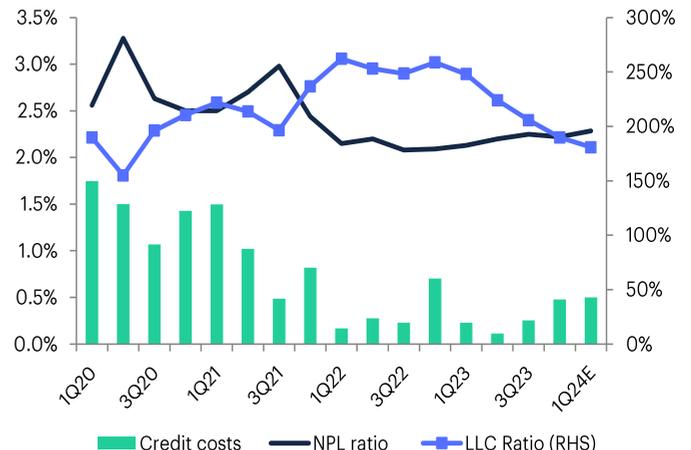
Source: Pi research, company data

แนวโน้มกำไรสุทธิรายไตรมาส



Source: Pi research, company data

แนวโน้มคุณภาพสินเชื่อยรายไตรมาส



Source: Pi research, company data

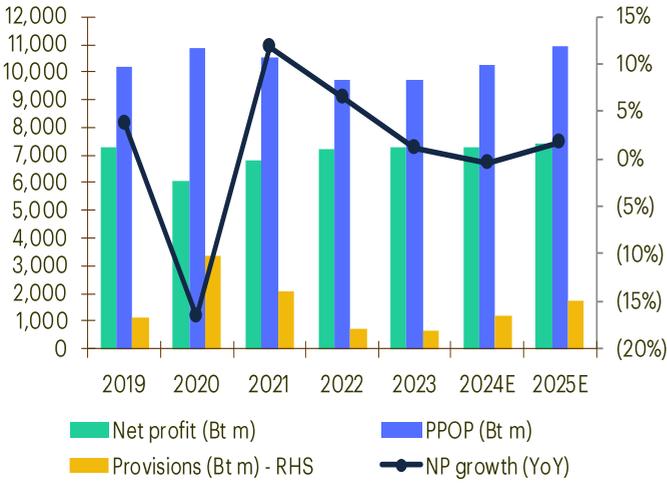
Stock Update



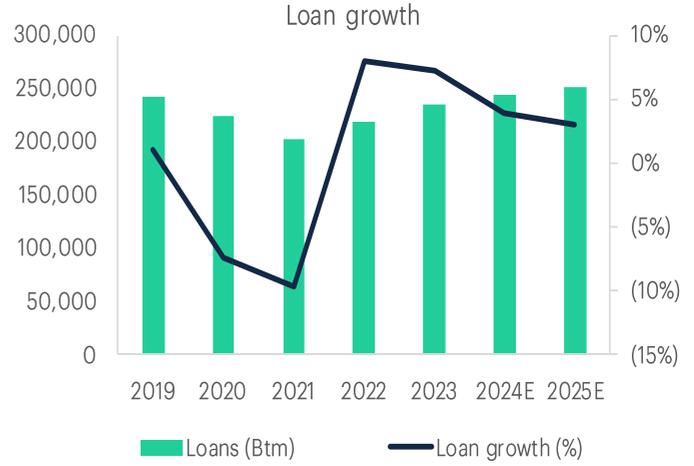
19 MAR 2024

TISCO Tisco Financial Group PCL

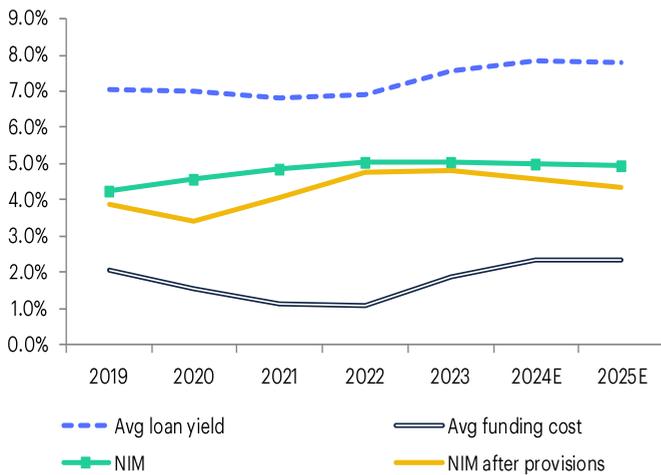
การเติบโตของกำไรสุทธิปี 2024-25



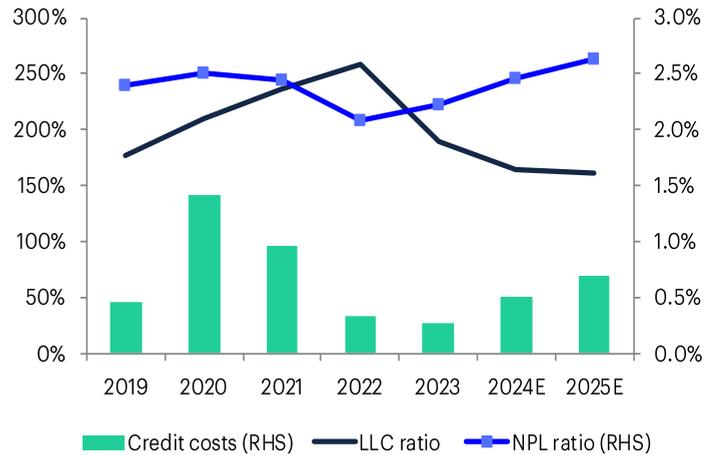
การเติบโตของสินเชื่อปี 2024-25



ส่วนต่างดอกเบี้ยสุทธิ (NIM) ปี 2024-25



คุณภาพสินเชื่อปี 2024-25



อัตราผลตอบแทนเงินปันผลปี 2024-25



เปรียบเทียบ P/BV และ ROE



Source: Pi research, company data

Source: Pi research, company data

Summary financials

Balance Sheet (Bt m)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Cash & equivalents	1,005	918	898	925	953
Interbank loans	40,277	48,490	47,912	49,349	50,829
Investment securities	3,990	3,314	2,994	3,084	3,177
Gross loans	219,004	234,815	243,984	251,423	259,210
Fixed assets - net	2,786	3,179	3,274	3,372	3,474
Other assets	217,147	234,599	244,133	251,457	259,002
Total assets	265,414	290,726	299,448	308,431	317,684
Deposits	188,266	208,645	214,964	219,583	224,424
Interbank deposits	6,195	8,506	7,486	7,711	7,942
Debt equivalents	15,757	17,286	19,286	22,286	25,286
Other liabilities	12,405	13,840	14,070	14,078	14,104
Total liabilities	222,623	248,277	255,806	263,658	271,757
Paid - up capital	8,006	8,007	8,007	8,007	8,007
Premium on share	1,018	1,018	1,018	1,018	1,018
Others	1,831	2,021	2,122	2,143	2,164
Retained earnings	31,932	31,401	32,492	33,602	34,735
Non-controlling interests	-	-	-	-	-
Total equity	42,791	42,450	43,642	44,773	45,928
Total liabilities & equity	265,414	290,726	299,448	308,431	317,684
Growth (% YoY)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Net interest income (%)	2.2	8.6	5.0	1.7	3.9
Fee & commission (%)	(9.6)	(4.0)	3.0	10.0	10.0
Preprovision profit (%)	(7.9)	(0.1)	5.4	6.8	9.2
Net profit (%)	6.5	1.1	(0.4)	1.8	2.0
EPS (%)	6.5	1.1	(0.4)	1.8	2.0
Gross loans (%)	7.9	7.2	3.9	3.0	3.1
Assets (%)	8.9	9.5	3.0	3.0	3.0
Customer deposits (%)	13.0	10.8	3.0	2.1	2.2
Profitability (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Yield on loans	7.5	8.7	9.0	8.9	9.0
Cost of funds	(1.1)	(1.9)	(2.4)	(2.4)	(2.4)
Net interest margin	5.0	5.0	5.0	4.9	5.0
Cost/Income ratio	47.1	49.0	49.0	47.6	45.8
ROAA	2.8	2.6	2.5	2.4	2.4
ROAE	17.2	17.1	16.9	16.7	16.7

Income Statement (Bt m)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Interest income	14,904	18,037	20,135	20,540	21,317
Interest expenses	(2,171)	(4,208)	(5,618)	(5,780)	(5,980)
Net interest income	12,734	13,829	14,517	14,760	15,336
Fee & commission income	5,535	5,311	5,470	6,017	6,619
Fee & commission expenses	(453)	(443)	(438)	(481)	(530)
Net fee & commission income	5,081	4,867	5,033	5,536	6,089
Non-interest income	5,607	5,217	5,556	6,085	6,667
Total operating income	18,341	19,046	20,074	20,845	22,004
Non-interest expenses	(8,630)	(9,340)	(9,842)	(9,915)	(10,067)
Preprovision profit	9,711	9,705	10,232	10,930	11,937
Loan loss provision	(723)	(613)	(1,197)	(1,734)	(2,553)
Earnings before taxes	8,988	9,092	9,035	9,196	9,384
Income tax	(1,766)	(1,789)	(1,762)	(1,793)	(1,830)
After-tax profit	7,222	7,303	7,273	7,403	7,554
Non-controlling interests	(0)	(0)	0	0	0
Earnings from cont. operations	7,222	7,303	7,273	7,403	7,554
Exceptional items	-	-	-	-	-
Net income	7,222	7,303	7,273	7,403	7,554
EPS (Bt)	9.0	9.1	9.1	9.3	9.4
DPS (Bt)	7.8	7.8	7.7	7.9	8.0
Asset quality and liquidity	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Gross NPL (Bt m)	4,577	5,223	6,006	6,607	7,268
NPL ratio (%)	2.1	2.2	2.5	2.6	2.8
Loan loss coverage ratio (%)	258.8	189.8	165.0	161.1	167.8
Loan loss reserve/loans (%)	5.4	4.2	4.1	4.2	4.7
Credit costs (bps)	34.3	33,436.9	50.0	70.0	100.0
Loan/deposit ratio (%)	116.3	112.5	113.5	114.5	115.5
Capital Adequacy	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Tier 1 capital (%)	17.1	16.3	15.4	15.4	15.4
Total capital ratio (%)	20.6	19.5	18.5	18.7	18.8
Total assets/equity (x)	6.2	6.8	6.9	6.9	6.9
Valuation	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PER (x)	11.0	10.9	11.1	10.9	10.6
PBV (x)	1.9	1.9	1.8	1.8	1.8
Dividend yield (%)	7.8	7.8	7.7	7.8	8.0

Source: Pi research, company data

Corporate Governance Report of Thai Listed Companies 2022

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

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

ช่วง คะแนน	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 จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอข้อมูลและบทความการวิเคราะห์ โดยใช้ข้อมูลและข่าวสารต่างๆ ที่ได้รับการเผยแพร่ต่อสาธารณะ ตลอดจนจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารของบริษัทต่างๆ มาประกอบและได้พยายามตรวจสอบความถูกต้องอย่างระมัดระวัง แต่ก็ไม่สามารถยืนยันความถูกต้องได้อย่างสมบูรณ์ การวิเคราะห์ในรายงานฉบับนี้ได้พยายามยึดมาตรฐานบนหลักการวิเคราะห์ทางด้านปัจจัยพื้นฐานมาเป็นบทสรุปและข้อเสนอแนะ โดยมีได้เจตนาที่จะนำไปสู่การชี้แนะแต่อย่างใด ซึ่งข้อเสนอแนะเหล่านี้ เป็นข้อคิดเห็นของนักวิเคราะห์ ซึ่งบริษัทฯ ไม่จำเป็นต้องเห็นด้วยกับข้อคิดเห็นดังกล่าวเสมอไป ทั้งนี้ นักลงทุนและผู้ใช้งานฉบับนี้ควรใช้วิจารณญาณส่วนตัวประกอบด้วย