

## แนวโน้มการเติบโตดีขึ้น

คงคำแนะนำ "ถือ" พร้อมกับปรับเพิ่มมูลค่าพื้นฐานเป็น 52 บาท คาดอัตราผลตอบแทนเงินปันผลที่ 6.3% สำหรับปี 2023-24 และปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิปี 2023-24 ขึ้น 10% เพื่อสะท้อนถึงผลประกอบการที่แข็งแกร่งในไตรมาส 1/23 และตัวเลขแนวทางเชิงบวกจากผู้บริหาร แม้เราได้ปรับเพิ่มประมาณการการเติบโตของกำไรสุทธิปี 2023 เป็น 11% จากเดิมที่ 1% แต่คาดว่ากำไรสุทธิแตะจุดสูงสุดของปีไปแล้วในไตรมาส 1/23 และมองว่าราคาหุ้นที่ขึ้นมา 18% YTD ได้สะท้อนผลประกอบการที่แข็งแกร่งในไตรมาส 1/23 ไปแล้ว

## การประชุมนักวิเคราะห์

- TCAP มองว่าภาพรวมธุรกิจปี 2023 จะโตตามแผนการ ปัจจัยขับเคลื่อนการเติบโตที่สำคัญในปีนี้คือ 1) เบียร์รวมของธนาคารประกันภัยที่คาดโตขึ้น 1.2 หมื่นล้านบาทในปี 2023 (1Q23: +2.8 พันล้านบาท) 2) สินเชื่อใหม่ของราชธานีสิสซิงที่ 3.0 หมื่นล้านบาท (1Q23: +7 พันล้านบาท) และ 3) สินเชื่อรวมของธนาคารพาณิชย์ที่ 6 พันล้านบาท ณ สิ้นปี 2023 (1Q23: 4.7 พันล้านบาท)
- ผู้บริหารเชื่อว่ารัฐบาลชุดใหม่จะค่อย ๆ ขึ้นค่าแรงขั้นต่ำเพื่อลดแรงกดดันด้านต้นทุนการผลิตของภาคธุรกิจ และคาดว่าจะส่งผลกระทบต่อกลุ่มลูกค้า SME ของ TCAP
- บริษัทไม่ได้อัปเดตข้อมูลเกี่ยวกับการลงทุนใหม่ ๆ แต่ด้วยสภาพคล่องส่วนเกินจำนวนมาก จึงคาดว่า TCAP จะยังจ่ายปันผลระดับสูงต่อเนื่อง
- TCAP ปรับลดทุนจดทะเบียนที่ชำระแล้วจาก 11.46 หมื่นล้านบาท เป็น 10.49 หมื่นล้านบาท ด้วยการตัดบัญชีหุ้นไปจำนวน 97 ล้านหุ้นเมื่อวันที่ 15 พ.ค.

## ปรับเพิ่มประมาณการกำไร

- เพื่อสะท้อนถึงผลประกอบการที่แข็งแกร่งในไตรมาส 1/23 และตัวเลขแนวทางเชิงบวกจากที่ประชุมนักวิเคราะห์ เราจึงปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิสำหรับปี 2023-24 ขึ้น 10% สืบเนื่องจากรายได้ธุรกิจประกันที่สูงขึ้น และการรับรู้ส่วนแบ่งกำไรมากขึ้นจากรายการการลงทุนที่บันทึกด้วยวิธีส่วนได้เสีย
- เราคาดว่ากำไรสุทธิจะโต 11% ในปี 2023 (จาก 1%) แต่ชะลอตัวเป็น 6% ในปี 2024

## คงคำแนะนำ "ถือ" ขณะปรับเพิ่มมูลค่าพื้นฐานเป็น 52 บาท

คงคำแนะนำ "ถือ" เพื่อรอรับเงินปันผล ขณะที่ปรับเพิ่มมูลค่าพื้นฐานจาก 47 บาท เป็น 52 บาท เพื่อสะท้อนถึงการปรับเพิ่มประมาณการกำไรของเรา มูลค่าพื้นฐานของเราคำนวณด้วยวิธี GGM (ROE 8.7%, TG 2%) อิง 0.8x PBV'23E เทียบเท่ากับค่าเฉลี่ย 10 ปี ทั้งนี้ ด้วยสภาพคล่องที่ล้นมือ เราจึงคาดว่า TCAP จะจ่ายเงินปันผลระดับสูงที่ 3.2 บาท/หุ้น คิดเป็นอัตราผลตอบแทนเงินปันผลที่ 6.3% สำหรับปี 2023-24

## HOLD

Fair price: Bt52.00

Upside (Downside): +3%

## Key Statistics

Bloomberg Ticker	TCAP TB
Market Cap. (Btm)	52,955
Current price (Bt)	50.50
Shares issued (mn)	1,049
Par value (Bt)	10.00
52 Week high/low (Bt)	46.25/35.75
Foreign limit/ actual (%)	49.00/14.67
NVDR Shareholders (%)	6.6
Free float (%)	76.2
Number of retail holders	33,317
Dividend policy (%)	Depends upon company's performance
Industry	Financials
Sector	Banking
First Trade Date	30 Apr 1975
2021 CG Rate	▲▲▲▲▲
Thai CAC	Certified

## Major Shareholders

7 March 2023

MBK PCL.	13.0
Thanachart Capital PCL.	8.5
Thai NVDR Company Limited	6.6
South East Asia UK (TYPE C) Nominees Limited	2.2
Mr. Somchai Limthilakun	1.9

Year End Dec	2021A	2022A	2023E	2024E
Revenue (Bt m)	8,041.4	7,692.6	8,267.5	8,747.4
Net Profit (Bt m)	5,287.2	5,219.8	5,808.4	6,163.2
NP Growth (%)	(20.7)	(1.3)	11.3	6.1
EPS (Bt)	5.04	4.98	5.54	5.88
PER (x)	7.5	8.5	9.1	8.6
BPS (Bt)	62.10	63.67	65.05	67.69
PBV (x)	0.6	0.7	0.8	0.7
DPS (Bt)	3.00	3.10	3.20	3.20
Div. Yield (%)	7.9	7.3	6.3	6.3
ROA (%)	4.7	4.3	4.1	4.2
ROE (%)	8.2	7.9	8.6	8.9

Source: Pi Estimated

Analyst: Tanadech Rungsrithananon

Registration No.017926

Email: Tanadech.ru@pi.financial

## 1Q23 results

(Bt m)	Quarterly performance				1Q23	Change (%)		Change (Bt m)	
	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22		%QoQ	%YoY	QoQ	YoY
Interest income	1,047	1,109	1,182	1,226	1,268	3.4	21.1	42	221
Interest expenses	(341)	(356)	(403)	(458)	(447)	(2.4)	31.0	11	(106)
<b>Net interest income</b>	<b>705</b>	<b>752</b>	<b>778</b>	<b>768</b>	<b>821</b>	<b>6.9</b>	<b>16.4</b>	<b>53</b>	<b>115</b>
Non-interest income	1,814	2,469	1,925	1,756	2,198	25.2	21.1	442	383
<b>Total net revenue</b>	<b>2,520</b>	<b>3,221</b>	<b>2,703</b>	<b>2,524</b>	<b>3,018</b>	<b>19.6</b>	<b>19.8</b>	<b>494</b>	<b>499</b>
Non-interest expenses	(790)	(814)	(827)	(845)	(835)	(1.1)	5.8	10	(46)
<b>Preprovision profit</b>	<b>1,730</b>	<b>2,407</b>	<b>1,876</b>	<b>1,679</b>	<b>2,183</b>	<b>30.0</b>	<b>26.2</b>	<b>504</b>	<b>453</b>
Loan loss prov/impair.	(138)	(43)	(90)	(222)	(187)	(15.8)	35.6	35	(49)
<b>Earnings before taxes</b>	<b>1,592</b>	<b>2,364</b>	<b>1,786</b>	<b>1,457</b>	<b>1,996</b>	<b>37.0</b>	<b>25.4</b>	<b>539</b>	<b>404</b>
Income tax	(202)	(243)	(156)	(172)	(209)	21.6	3.7	(37)	(7)
<b>Earnings after taxes</b>	<b>1,039</b>	<b>1,772</b>	<b>1,326</b>	<b>1,083</b>	<b>1,579</b>	<b>45.8</b>	<b>51.9</b>	<b>496</b>	<b>540</b>
Non-controlling interests	(351)	(350)	(304)	(202)	(208)	2.9	(40.8)	(6)	143
<b>Recurring profit</b>	<b>1,039</b>	<b>1,772</b>	<b>1,326</b>	<b>1,083</b>	<b>1,579</b>	<b>45.8</b>	<b>51.9</b>	<b>496</b>	<b>540</b>
Exceptional items	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Net profit</b>	<b>1,039</b>	<b>1,772</b>	<b>1,326</b>	<b>1,083</b>	<b>1,579</b>	<b>45.8</b>	<b>51.9</b>	<b>496</b>	<b>540</b>
EPS (Bt)	1.0	1.7	1.3	1.0	1.5	45.8	51.9		

### Key Financial Ratios

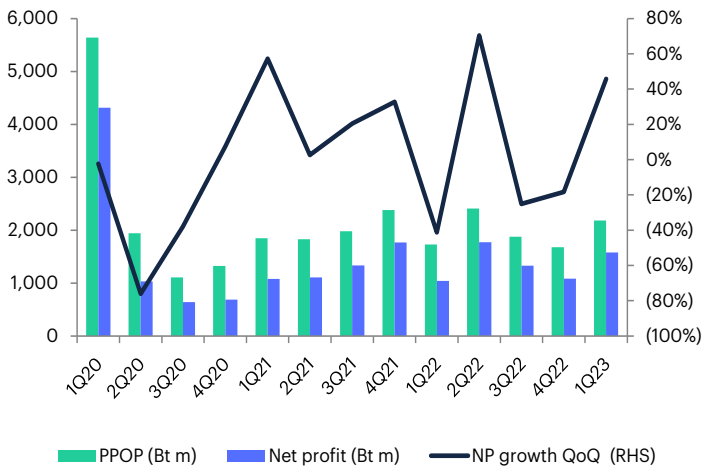
Loan growth (% QoQ)	2.8	5.2	2.1	1.1	2.7
NIM (%)	3.7	3.7	3.7	3.6	3.9
Cost to income ratio (%)	31.3	25.3	30.6	33.5	27.7
NPL ratio (%)	4.4	3.8	3.8	3.9	4.0
Coverage ratio (%)	97.7	106.3	106.1	106.9	103.1
Debt to equity ratio (X)	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2
ROA (%)	2.8	4.8	3.4	2.8	3.9
ROE (%)	6.3	10.8	8.0	6.5	9.3

Source: Pi research, company data

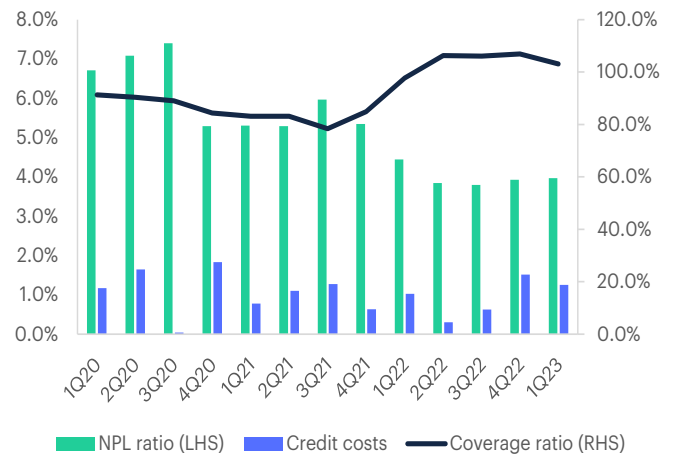
### สรุปผลประกอบการไตรมาส 1/23

- กำไรสุทธิไตรมาส 1/23 อยู่ที่ 1.58 พันล้านบาท (+52% YoY, +46% QoQ) การเติบโตทั้ง YoY และ QoQ ได้แรงหนุนจาก 1) รายได้ดอกเบี้ยสุทธิ (NII) ที่สูงขึ้น และ 2) รายได้ที่มีใช้ดอกเบี้ย (non-NII) ที่สูงขึ้นจากเบี้ยประกันที่ดีขึ้น และส่วนแบ่งกำไรที่สูงขึ้นจากรายการการลงทุนที่บันทึกด้วยวิธีส่วนได้เสีย
- อัตราส่วนต่างดอกเบี้ย (NIM) ปรับเพิ่มขึ้นทั้ง YoY และ QoQ เป็น 3.9% ด้านอัตราส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้ (CIR) ลดเหลือ 27.7% หนุนจากรายได้การดำเนินงานที่ดีขึ้น
- สินเชื่อไตรมาส 1/23 โต 2.7% QoQ เพราะสินเชื่อเช่าซื้อจากราชนาณีสซิ่ง (THANI) สินเชื่อ SME จากธนชาตพลัส และสินเชื่อรายย่อยจากหลักทรัพย์ธนชาต
- อัตราส่วนหนี้สินที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ต่อสินเชื่อรวม (NPL ratio) เพิ่มขึ้นเป็น 4% สำหรับอัตราส่วนการตั้งสำรองหนี้ฯ ลดเป็น 103.1% แต่ยังคงเพียงพอต่อการรับมือกับความไม่แน่นอนที่อาจเกิดขึ้น
- อัตราส่วนหนี้สินต่อเงินทุน (D/E ratio) ค่อนข้างทรงตัว QoQ ที่ 1.16 เท่า

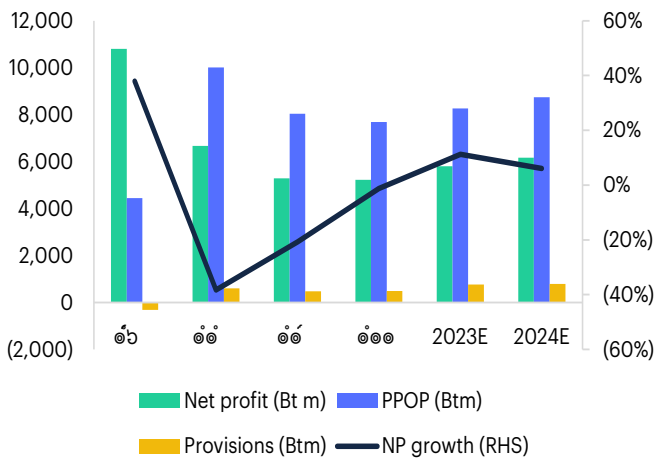
## Quarterly net profit trends



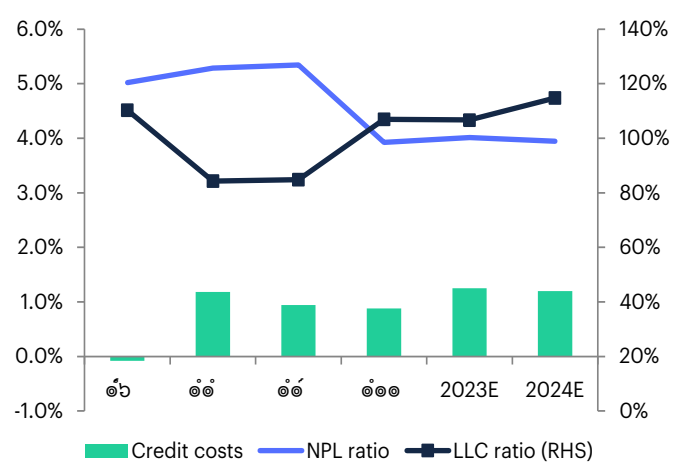
## Quarterly loan quality



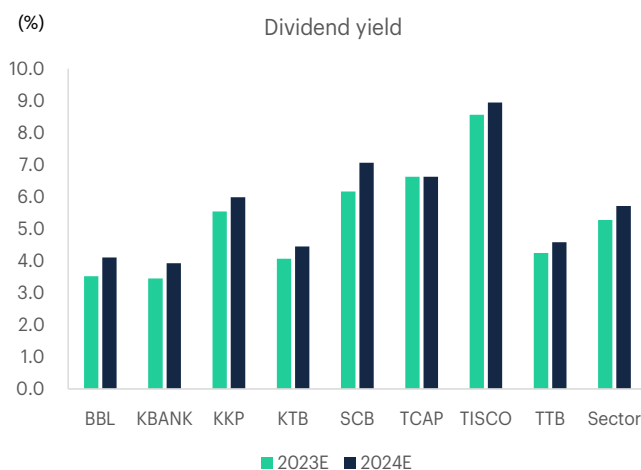
## Net profit growth



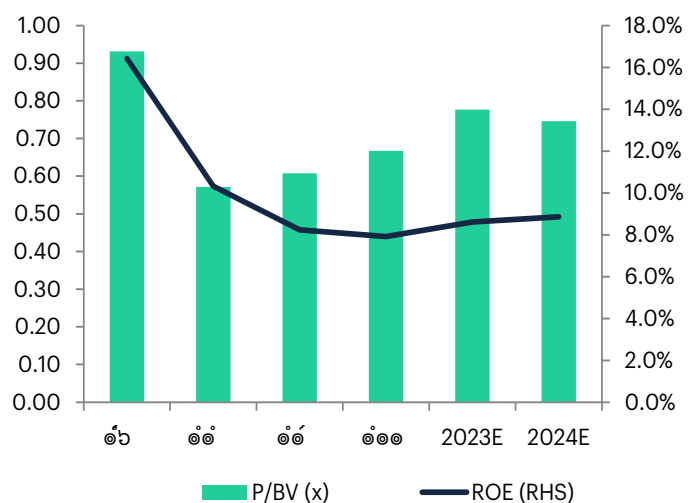
## NPL ratio and LLC ratio



## Comparison of dividend yields



## PBV and ROE



Source: Pi research, company data

Source: Pi research, company data

## Summary financials

Balance Sheet (Bt m)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Cash & equivalents	4	5	3	3	3
Interbank loans	8,947	4,828	4,948	5,196	5,507
Investment securities	52,955	56,986	59,380	62,349	66,090
<b>Gross loans</b>	<b>52,929</b>	<b>59,083</b>	<b>63,488</b>	<b>67,794</b>	<b>72,541</b>
Fixed assets - net	756	682	716	752	797
Other assets	24,852	32,204	32,875	33,509	35,009
<b>Total assets</b>	<b>142,735</b>	<b>157,089</b>	<b>164,943</b>	<b>173,191</b>	<b>183,582</b>
Deposits	-	-	-	-	-
Interbank deposits	15,984	16,415	19,793	20,783	22,030
Debt equivalents	34,308	47,730	50,230	54,230	59,230
Other liabilities	18,302	20,414	20,714	21,022	21,726
<b>Total liabilities</b>	<b>68,594</b>	<b>84,558</b>	<b>90,737</b>	<b>96,035</b>	<b>102,986</b>
Paid - up capital	11,651	11,457	10,486	10,486	10,486
Premium on share	2,066	2,066	2,066	2,066	2,066
Others	(3,229)	(3,757)	(3,795)	(3,833)	(3,871)
Retained earnings	54,626	56,998	59,451	62,259	65,552
Non-controlling interests	9,027	5,767	5,998	6,178	6,363
<b>Total equity</b>	<b>74,141</b>	<b>72,531</b>	<b>74,206</b>	<b>77,156</b>	<b>80,596</b>
<b>Total liabilities &amp; equity</b>	<b>142,735</b>	<b>157,089</b>	<b>164,943</b>	<b>173,191</b>	<b>183,582</b>
<b>Growth (% YoY)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
Net interest income (%)	3.0	12.5	13.6	11.3	9.1
Fee & commission (%)	13.7	(21.7)	(10.0)	3.0	3.0
Preprovision profit (%)	(19.7)	(4.3)	7.5	5.8	7.8
Net profit (%)	(20.7)	(1.3)	11.3	6.1	7.9
EPS (%)	(20.7)	(1.3)	11.3	6.1	7.9
Gross loans (%)	7.0	11.6	7.5	6.8	7.0
Assets (%)	1.4	10.1	5.0	5.0	6.0
Customer deposits (%)	-	-	-	-	-
<b>Profitability (%)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
Yield on loans	7.2	7.2	7.7	7.7	8.0
Cost of funds	(2.7)	(2.7)	(2.7)	(2.6)	(2.7)
Net interest margin	3.6	3.6	4.0	4.3	4.4
Cost/Income ratio	28.1	29.9	30.0	30.7	30.8
ROA	4.7	4.3	4.1	4.2	4.3
ROE	8.2	7.9	8.6	8.9	9.2

Income Statement (Bt m)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Interest income	4,027	4,563	5,293	5,687	6,239
Interest expenses	(1,355)	(1,559)	(1,881)	(1,891)	(2,097)
<b>Net interest income</b>	<b>2,671</b>	<b>3,004</b>	<b>3,412</b>	<b>3,796</b>	<b>4,142</b>
Fee & commission income	1,887	1,477	1,329	1,369	1,410
Fee & commission expenses	(432)	(363)	(359)	(370)	(381)
Net fee & commission income	1,454	1,113	970	999	1,029
Non-interest income	8,513	7,964	8,394	8,818	9,482
<b>Total operating income</b>	<b>11,184</b>	<b>10,968</b>	<b>11,806</b>	<b>12,614</b>	<b>13,624</b>
Non-interest expenses	(3,143)	(3,276)	(3,539)	(3,866)	(4,195)
<b>Preprovision profit</b>	<b>8,041</b>	<b>7,693</b>	<b>8,268</b>	<b>8,747</b>	<b>9,429</b>
Loan loss provision	(483)	(493)	(766)	(788)	(842)
<b>Earnings before taxes</b>	<b>7,558</b>	<b>7,200</b>	<b>7,501</b>	<b>7,960</b>	<b>8,587</b>
Income tax	(836)	(772)	(825)	(876)	(945)
<b>After-tax profit</b>	<b>6,722</b>	<b>6,428</b>	<b>6,676</b>	<b>7,084</b>	<b>7,642</b>
Non-controlling interests	(1,435)	(1,208)	(868)	(921)	(994)
Earnings from cont. operations	<b>5,287</b>	<b>5,220</b>	<b>5,808</b>	<b>6,163</b>	<b>6,649</b>
Exceptional items	-	-	-	-	-
<b>Net income</b>	<b>5,287</b>	<b>5,220</b>	<b>5,808</b>	<b>6,163</b>	<b>6,649</b>
EPS (Bt)	5.0	5.0	5.5	5.9	6.3
DPS (Bt)	3.0	3.1	3.2	3.2	3.2
<b>Asset quality and liquidity</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
Gross NPL (Bt m)	3,082	2,547	2,802	2,942	3,089
NPL ratio (%)	5.3	3.9	4.0	3.9	3.9
Loan loss coverage (%)	84.8	106.9	106.7	114.8	123.7
Loan loss reserve/loans (%)	4.5	4.2	4.3	4.5	4.8
Credit costs (bps)	94.3	88.0	125.0	120.0	120.0
Debt/Equity (x)	0.9	1.2	1.2	1.2	1.3
<b>Capital Adequacy</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
Tier 1 capital (%)	-	-	-	-	-
Total capital ratio (%)	-	-	-	-	-
Total assets/equity (x)	1.9	2.2	2.2	2.2	2.3
<b>Valuation</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
PER (x)	7.5	8.5	9.1	8.6	8.0
PBV (x)	0.6	0.7	0.8	0.7	0.7
Dividend yield (%)	7.9	7.3	6.3	6.3	6.3

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)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลสำหรับผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้ ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ง่าย (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

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

#### ความหมายของคำแนะนำ

- "ซื้อ"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- "ถือ"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- "ขาย"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน (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 นักลงทุนและผู้ใช้งานฉบับนี้ควรใช้วิจารณญาณส่วนตัวประกอบด้วย