

## เศรษฐกิจฟื้นตัวเปราะบางกดดันการเติบโต

เราคงคำแนะนำ "ถือ" ด้วยมูลค่าพื้นฐานใหม่ 42 บาท ภายใต้แรงกดดันจากเศรษฐกิจฟื้นตัวเปราะบาง และหนี้ครัวเรือนสูงทำให้ KTC เน้นการดูแลคุณภาพสินเชื่อเป็นหลัก การตัดจำหน่ายหนี้สูญเพิ่มขึ้นเป็นภาระสำรองหนี้ฯ สูงขึ้นตามมา ขณะที่การเติบโตในธุรกิจใหม่อย่างพีเอ็มบี แลกเงินยังไม่สามารถเป็น S-Curve ใหม่สร้างการเติบโตสูงได้ ทั้งนี้การคงระดับการจ่ายปันต่ำนับแต่ปีที่ 8% ในปี 2025 ช่วยลดความเสี่ยงคุณภาพสินเชื่ออ่อนแอลงได้ แต่ปัจจัยสำคัญอยู่ที่สถานะการเงินของลูกหนี้ซึ่งต่ออาศัยเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวแข็งแกร่งในอนาคต เราปรับลดคาดการณ์กำไร 2-5% ในปี 2024-26 จากการปรับลดการเติบโตสินเชื่อเฉลี่ย 2.7-3% ในปี 2024-26 ทำให้คาดว่ากำไรสุทธิจะเติบโตเพียง 3% CAGR (2024-26) ด้านกำไรสุทธิออกมาที่ 1.8 พันล้านบาท (+1.1% YoY, +1.3% QoQ) ขณะที่ NPL ratio ทรงตัวที่ 2% และ coverage ratio สูงขึ้นเป็น 363.3%

### กำไรสุทธิใน 2Q24 ทรงตัว เน้นควบคุมคุณภาพสินเชื่อ

- กำไรสุทธิงวด 2Q24 ออกมาที่ 1.8 พันล้านบาท (+1.1% YoY, +1.3% QoQ) แม้สำรองหนี้ฯ เพิ่มขึ้น กำไรสุทธิเติบโตเล็กน้อย YoY และ QoQ จาก (1) ส่วนต่างดอกเบี้ยสุทธิ (NIM) ขยายตัวที่ 19.3% (+22 bps YoY, +48 bps QoQ) และ (2) รายได้ที่มีใช้ดอกเบี้ยสูงขึ้นจากหนี้สูญได้รับคืน และรายได้อื่นๆ
- สินเชื่อรวมเติบโตเพียง 0.4% QoQ เพราะการตัดจำหน่ายหนี้สูญเร็วขึ้น และสินเชื่อตามสัญญาเช่าลดลงต่อเนื่อง ส่งผลให้สินเชื่อรวมใน 1H24 ลดลง 5.8% YTD ผลจากที่สินเชื่อหดตัวใน 1Q24
- คุณภาพสินเชื่อทรงตัว NPL ratio ทรงตัวที่ 2% เพราะหนี้เสียสินเชื่อตามสัญญาเช่าลดลง แม้หนี้เสียจากบัตรเครดิตและสินเชื่อบุคคลเพิ่มขึ้น และการตั้งสำรองหนี้ฯ เพิ่มทำให้ Coverage ratio เพิ่มขึ้น QoQ ที่ 363.3%

### คาดการณ์กำไรสุทธิโตเพียง 3% CAGR (2024-26)

- หากสินเชื่อธุรกิจใหม่อย่างสินเชื่อ KTC พีเอ็มบี แลกเงินยังไม่สามารถเป็น S-Curve ใหม่สร้างการเติบโตสูงได้ การอาศัยเพียงธุรกิจดั้งเดิม (สินเชื่อบัตรเครดิต และสินเชื่อบุคคล) ที่มีอัตราการเติบโตจำกัด กอปรกับเศรษฐกิจฟื้นตัวเปราะบาง จะไม่สามารถผลักดันให้ KTC กลับไปเติบโตสูงเหมือนเช่นในอดีตได้
- เราปรับลดการเติบโตสินเชื่อเฉลี่ย 2.7-3% ในปี 2024-26 จากเดิม 5-6% โดยเราปรับลดคาดการณ์กำไร 2-5% ในปี 2024-26 ทำให้คาดว่ากำไรสุทธิจะเติบโต 1.4-4% ในปี 2024-26 ทำให้มองว่า ROE จะยังปรับลดลงต่อเนื่องจาก 21.6% ในปี 2023 เหลือ 19.5%/18.3%/17.2% ในปี 2024-26

### คงคำแนะนำ "ถือ" และปรับลดมูลค่าพื้นฐานเหลือ 42 บาท

เราปรับลดมูลค่าพื้นฐานลงเหลือ 42 บาท จาก 44.00 บาท หลังจากปรับลดความสามารถในการทำกำไรคำนวณด้วยวิธี Gordon growth model (ROE 18%, Long term growth 3%) อิง 2.7x PBV'24E และ 14.6x PE'24E

## HOLD

Fair price: Bt42.00

Upside (Downside): 5.7%

#### Key Statistics

Bloomberg Ticker	KTC.TB
Market Cap. (Bt m)	102,489
Current price (Bt)	39.75
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
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

	2023A	2024E	2025E	2026E
PPOP (Bt m)	14,962	15,974	16,291	16,877
Net Profit (Bt m)	7,250	7,360	7,645	7,950
NP Growth (%)	3.1	1.4	3.9	4.0
EPS (Bt)	2.83	2.87	2.98	3.10
PER (x)	15.4	13.9	13.3	12.8
BPS (Bt)	13.90	15.48	17.12	18.83
PBV (x)	3.1	2.6	2.3	2.1
DPS (Bt)	1.27	1.29	1.34	1.39
Div. Yield (%)	2.9	3.2	3.4	3.5
ROA (%)	6.8	6.5	6.6	6.7
ROE (%)	21.6	19.5	18.3	17.2

Source: Pi Estimated

Analyst: Tanadech Rungsritthananon

Registration No.017926

Email: Tanadech.ru@pi.financial

## ผลการดำเนินงานใน 2Q24

(Bt m)	Quarterly performance					Change (%)	
	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	%QoQ	%YoY
Interest income	5,298	5,478	5,652	5,552	5,539	(0.2)	4.5
Interest expenses	(415)	(441)	(456)	(451)	(448)	(0.8)	7.9
<b>Net interest income</b>	<b>4,883</b>	<b>5,036</b>	<b>5,196</b>	<b>5,101</b>	<b>5,091</b>	<b>(0.2)</b>	<b>4.3</b>
Non-interest income	954	995	1,029	1,211	1,243	2.6	30.3
<b>Total operating income</b>	<b>5,837</b>	<b>6,031</b>	<b>6,225</b>	<b>6,312</b>	<b>6,333</b>	<b>0.3</b>	<b>8.5</b>
Non-interest expenses	(2,135)	(2,252)	(2,429)	(2,369)	(2,359)	(0.4)	10.5
<b>Preprovision profit</b>	<b>3,702</b>	<b>3,780</b>	<b>3,796</b>	<b>3,943</b>	<b>3,975</b>	<b>0.8</b>	<b>7.4</b>
Expected credit loss	(1,438)	(1,477)	(1,612)	(1,683)	(1,690)	0.4	17.5
<b>Earnings before taxes</b>	<b>2,263</b>	<b>2,303</b>	<b>2,184</b>	<b>2,259</b>	<b>2,284</b>	<b>1.1</b>	<b>0.9</b>
Income tax	(463)	(464)	(439)	(467)	(469)	0.4	1.3
<b>Earnings after taxes</b>	<b>1,806</b>	<b>1,857</b>	<b>1,761</b>	<b>1,803</b>	<b>1,826</b>	<b>1.3</b>	<b>1.1</b>
Minority interest	5	18	17	10	11	1.5	96.3
<b>Recurring profit</b>	<b>1,806</b>	<b>1,857</b>	<b>1,761</b>	<b>1,803</b>	<b>1,826</b>	<b>1.3</b>	<b>1.1</b>
Exceptional items	-	-	-	-	-	N.A.	N.A.
<b>Net profit</b>	<b>1,806</b>	<b>1,857</b>	<b>1,761</b>	<b>1,803</b>	<b>1,826</b>	<b>1.3</b>	<b>1.1</b>
Reported EPS (Bt)	0.70	0.72	0.68	0.70	0.71	1.3	1.1

### Key Financial Ratios

Loan growth (% QoQ)	2.2	1.1	5.3	(6.2)	0.4
Loan to borrowings (%)	168.0	170.1	169.2	177.5	170.8
NIM (%)	18.7	19.0	19.0	18.7	19.3
Cost to income (%)	36.6	37.3	39.0	37.5	37.2
NPL ratio (%)	2.0	2.3	2.2	2.0	2.0
Coverage ratio (%)	433.2	381.5	400.3	353.8	363.3
D/E (x)	2.2	2.1	2.1	1.8	2.0

Source: Pi research, company data

### สรุปผลการดำเนินงานใน 2Q24

- กำไรสุทธิงวด 2Q24 ออกมาที่ 1.8 พันล้านบาท (+1.1% YoY, +1.3% QoQ) กำไรสุทธิเติบโต YoY และ QoQ หนุนจาก (1) ส่วนต่างดอกเบี้ยสุทธิ (NIM) ขยายตัวที่ 19.3% (+22 bps YoY, +48 bps QoQ) จากการปรับเพิ่มขึ้นของอัตราผลตอบแทนสินเชื่อ และควบคุมต้นทุนการเงินที่ดี (2) รายได้ที่มีใช้ดอกเบี้ยสูง โดยเฉพาะจากหนี้สูญได้รับคืน และรายได้อื่นๆ
- กำไรสุทธิใน 1H24 อยู่ที่ 3.6 พันล้านบาท ลดลง 1.3% YoY เนื่องจากสำรองหนี้ฯ ปรับสูงขึ้น และค่าใช้จ่ายการดำเนินงานสูงขึ้น
- อัตราส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้จากการดำเนินงาน (CIR) ลดลง QoQ ที่ 37.2% จากรายได้การดำเนินงานสูงขึ้น กอปรกับค่าใช้จ่ายดำเนินงานลดลง
- สินเชื่อรวมเติบโตเพียง 0.4% QoQ (+0.2% YoY) เพราะการตัดจำหน่ายหนี้สูญเร็วขึ้น และสินเชื่อตามสัญญาเข้ายังลดลงต่อเนื่อง ส่งผลให้สินเชื่อรวมใน 1H24 ลดลง 5.8% YTD ผลจากที่สินเชื่อหดตัวใน 1Q
- คุณภาพสินเชื่อรวมทรงตัว NPL ratio ทรงตัว QoQ ที่ 2% เพราะหนี้เสียสินเชื่อตามสัญญาเข้าลดลง แม้พบว่าหนี้เสียของบัตรเครดิต และสินเชื่อบุคคลเพิ่มขึ้น และการตั้งสำรองหนี้ฯ เพิ่มทำให้ Coverage ratio เพิ่มขึ้น QoQ ที่ 363.3%

# Stock Update

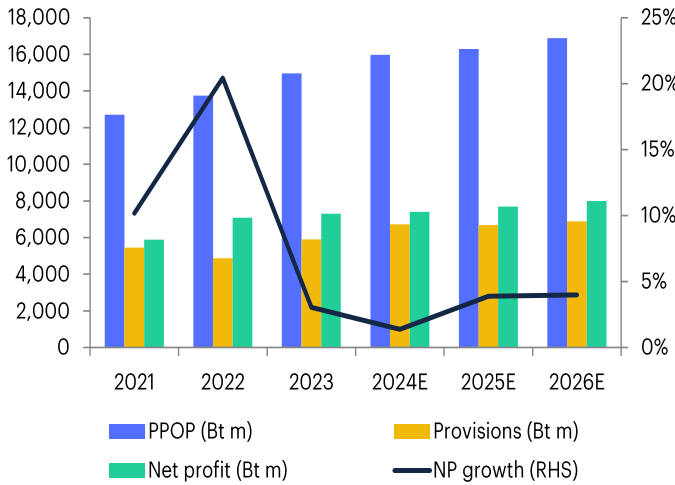


19 AUG 2024

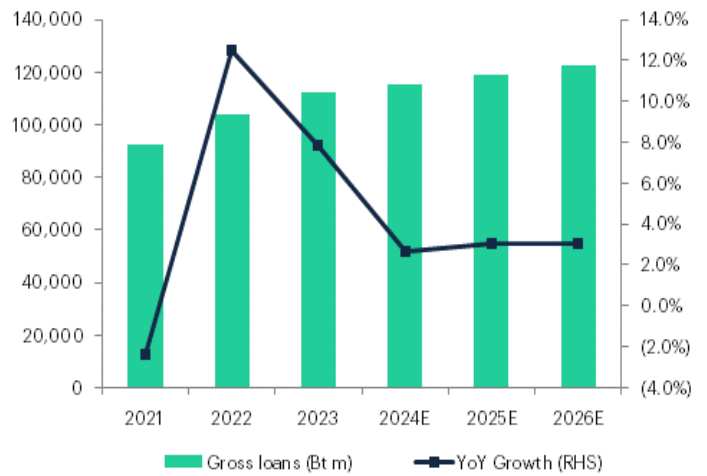
KTC

Krungthai Card PCL

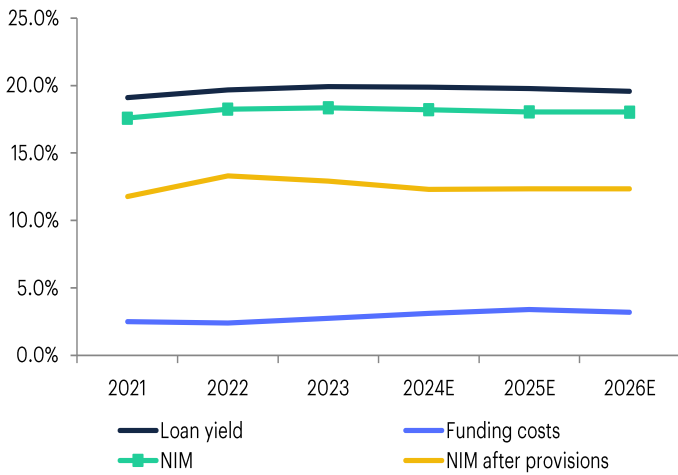
## การเติบโตของกำไรสุทธิ



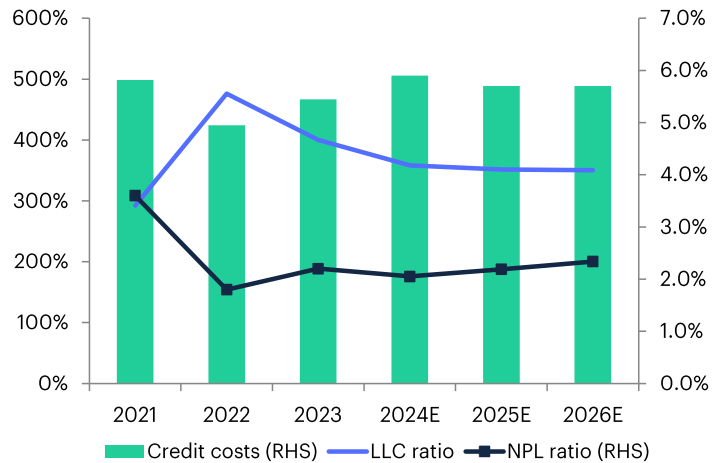
## การเติบโตของสินเชื่อ



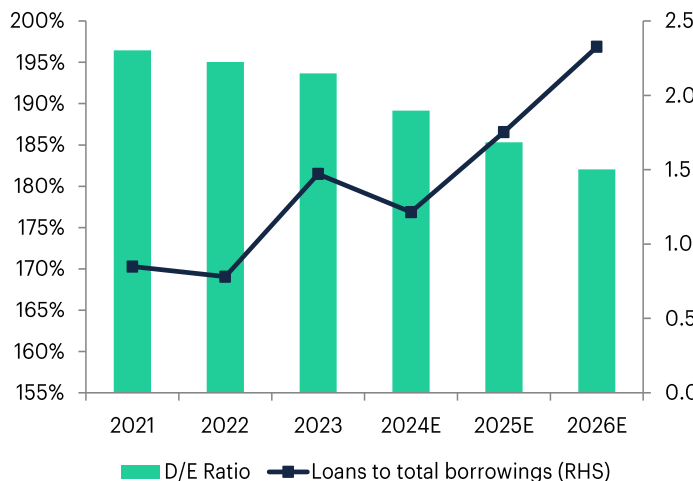
## ส่วนต่างดอกเบี้ยสุทธิ (NIM)



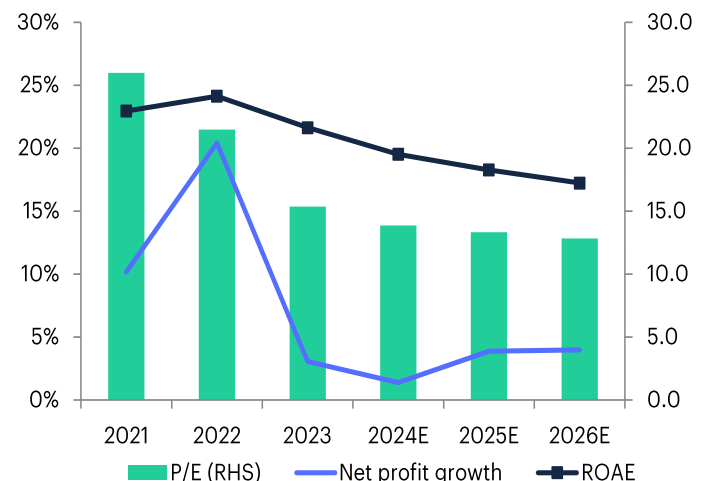
## คุณภาพสินเชื่อ



## หนี้สินต่อทุน (D/E ratio)



## เปรียบเทียบ P/E 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	2,182	5,344	4,047	3,793	3,645
Interbank loans	-	-	-	-	-
Investment securities	-	-	-	-	-
Gross loans	104,194	112,346	115,330	118,841	122,460
Fixed assets - net	348	421	431	442	453
Other assets	3,863	4,466	4,305	4,602	4,961
Total assets	101,796	112,814	115,634	118,525	121,488
Deposits	-	-	-	-	-
Interbank deposits	-	-	-	-	-
Debt equivalents	61,635	61,904	65,204	63,704	62,204
Other liabilities	8,585	15,064	10,512	10,671	10,735
Total liabilities	70,220	76,968	75,716	74,375	72,939
Paid - up capital	2,578	2,578	2,578	2,578	2,578
Premium on share	1,892	1,892	1,892	1,892	1,892
Others	429	430	430	430	430
Retained earnings	26,455	30,781	34,849	39,075	43,469
Non-controlling interests	223	164	169	174	179
Total equity	31,576	35,845	39,918	44,149	48,549
Total liabilities & equity	101,796	112,814	115,634	118,525	121,488
<b>Growth (% YoY)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
Net interest income (%)	8.9	10.6	4.3	1.9	3.0
Fee & commission (%)	-	-	-	-	-
Preprovision profit (%)	8.1	8.9	6.8	2.0	3.6
Net profit (%)	20.4	3.1	1.4	3.9	4.0
EPS (%)	20.4	3.1	1.4	3.9	4.0
Gross loans (%)	12.5	7.8	2.7	3.0	3.0
Assets (%)	13.8	10.8	2.5	2.5	2.5
Customer deposits (%)	-	-	-	-	-
<b>Profitability (%)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
Yield on loans	19.7	19.9	19.9	19.8	19.6
Cost of funds	(2.4)	(2.8)	(3.1)	(3.4)	(3.2)
Net interest margin	18.3	18.4	18.2	18.0	18.0
Cost/Income ratio	37.1	37.0	37.6	37.7	37.2
ROA	7.4	6.8	6.5	6.6	6.7
ROE	24.1	21.6	19.5	18.3	17.2

Income Statement (Bt m)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Interest and fee income	19,355	21,576	22,629	23,158	23,621
Interest expenses	(1,392)	(1,703)	(1,897)	(2,025)	(1,858)
Net interest income	17,962	19,874	20,732	21,132	21,763
Fee & commission income	-	-	-	-	-
Fee & commission expenses	-	-	-	-	-
Net fee & commission income	-	-	-	-	-
Non-interest income	3,894	3,889	4,864	5,021	5,113
Total operating income	21,856	23,763	25,596	26,153	26,876
Non-interest expenses	(8,117)	(8,801)	(9,623)	(9,862)	(10,000)
Preprovision profit	13,740	14,962	15,974	16,291	16,877
Expected credit loss	(4,868)	(5,894)	(6,716)	(6,674)	(6,877)
Earnings before taxes	8,871	9,068	9,257	9,617	10,000
Income tax	(1,818)	(1,819)	(1,898)	(1,971)	(2,050)
After-tax profit	7,054	7,250	7,360	7,645	7,950
Non-controlling interests	-	-	-	-	-
Earnings from cont. operations	7,054	7,250	7,360	7,645	7,950
Exceptional items	-	-	-	-	-
Net income	7,054	7,250	7,360	7,645	7,950
EPS (Bt)	2.7	2.8	2.9	3.0	3.1
DPS (Bt)	1.2	1.3	1.3	1.3	1.4
<b>Asset quality and liquidity</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
Gross NPL (Bt m)	1,846	2,439	2,366	2,602	2,863
NPL ratio (%)	1.8	2.2	2.1	2.2	2.3
Loan loss coverage (%)	476.3	400.3	358.4	351.7	350.4
Loan loss reserve/loans (%)	8.4	8.7	7.4	7.7	8.2
Credit costs (bps)	494.7	544.4	590.0	570.0	570.0
Debt/Equity (x)	2.2	2.1	1.9	1.7	1.5
<b>Capital Adequacy</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
Tier 1 capital (%)	-	-	-	-	-
Total capital ratio (%)	-	-	-	-	-
Total assets/equity (x)	3.2	3.1	2.9	2.7	2.5
<b>Valuation</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
PER (x)	21.5	15.4	13.9	13.3	12.8
PBV (x)	4.8	3.1	2.6	2.3	2.1
Dividend yield (%)	1.9	2.9	3.2	3.4	3.5

Source: Pi research, company data

## Corporate Governance Report of Thai Listed Companies 2023

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

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้ ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ภัย 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 นักลงทุนและผู้ใช้งายงานฉบับนี้ควรใช้วิจารณญาณส่วนตัวประกอบ ด้วย