

### เงินปันผลสูงชดเชยกำไรปี 2024 ที่ลดลง

เราคงคำแนะนำ "ถือ" เพื่อรับเงินปันผล โดยคาดการณ์อัตราผลตอบแทนเงินปันผลสูงที่ 7.8-8% ในปี 2024-26 ด้วยมูลค่าพื้นฐานที่ 99 บาท ผลกระทบจากเศรษฐกิจยังฟื้นตัวช้า และคุณภาพสินเชื่อที่เปราะบางทำให้การเร่งเติบโตมีข้อจำกัด เราคาดว่า TISCO จะเผชิญแรงกดดันจาก NIM ที่ลดลง, สำรองหนี้ฯ เพิ่มขึ้น และค่าใช้จ่ายดำเนินงานสูงขึ้น ซึ่งจะกดดันความสามารถในการทำกำไรลดลง โดยเราคาดว่ากำไรสุทธิปี 2024 จะปรับลดลง 3.3% YoY เทียบกับค่าเฉลี่ยกลุ่มธนาคารที่คาดจะเติบโตที่ราว 8% สำหรับใน 2Q24 แม้จะมีรายได้จากธุรกิจพาณิชย์เพิ่มขึ้น แต่ธุรกิจธนาคารยังไม่ฟื้นตัวล้ากับเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวจำกัด เราคาดว่ากำไรสุทธิที่ 1.74 พันล้านบาท (-6.3% YoY, +0.3% QoQ) คุณภาพสินเชื่อยังแข็งแกร่ง แม้ว่า NPL ratio จะเพิ่มขึ้นเล็กน้อยที่ 2.3%

### คาดการณ์กำไรสุทธิ 2Q24 ลดลง YoY และทรงตัว QoQ

- เราคาดว่ากำไรสุทธิงวด 2Q24 ที่ 1.74 พันล้านบาท (-6.3% YoY, +0.3% QoQ) กำไรสุทธิที่ปรับลดลง YoY กดดันจากรายได้ดอกเบี้ยสุทธิลดลงจากส่วนต่างดอกเบี้ย (NIM) ลดลงผลจากต้นทุนการเงินที่เร่งตัวขึ้น และสำรองหนี้ฯ ปรับเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม คาดกำไรปรับขึ้นเล็กน้อย QoQ เพราะแม้รายได้ดอกเบี้ยสุทธิจะปรับลดลง แต่รายได้ค่าธรรมเนียมเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะธุรกิจพาณิชย์ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทีเอสไอ เป็นที่ปรึกษาการเงินนำ บมจ. ซีไอ คอร์ปอเรท (NEO) เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ และการควบคุมค่าใช้จ่ายดำเนินงาน
- คาดกำไรสุทธิใน 1H24 จะลดลง 4.8% YoY ที่ 3.5 พันล้านบาท เนื่องจากสำรองหนี้ฯ ปรับเพิ่มขึ้น และรายได้ค่าธรรมเนียมลดลง
- สินเชื่อเติบโต 0.5% QoQ (+2.6% YoY, +0.7% YTD) ใน 2Q24 หนุนจากการขยายตัวของสินเชื่อธุรกิจ (บริษัทขนาดใหญ่ และ SME) ขณะที่สินเชื่อรายย่อยปรับลดลง เพราะแม้สินเชื่อจำนำทะเบียน และสินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์ใช้แล้วจะปรับสูงขึ้น แต่สินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์ใหม่ยังลดลง
- หนี้เสียปรับสูงขึ้นต่อเนื่องผลจากการขยายสินเชื่อในกลุ่ม High yield ในช่วงที่ผ่านมา โดยคาดว่า NPL ratio จะปรับขึ้นเล็กน้อยที่ 2.3% และ Coverage ratio ลดลงที่ 173.5% ใน 2Q24 ทั้งนี้ คาดว่า Credit cost ใน 2Q24 ที่ 45 bps (+22 bps YoY, -2 bps QoQ)

### ผลการดำเนินงานปี 2024 มีแนวโน้มอ่อนแอกว่าที่คาด

- เศรษฐกิจฟื้นตัวช้ากดดันทั้งการขยายสินเชื่อและคุณภาพสินทรัพย์ และ NIM ลดลงจากต้นทุนการเงินที่เร่งตัวขึ้น ทำให้มีแนวโน้มที่ผลการดำเนินงานของ TISCO อาจปรับลดลงมากกว่าคาดได้หากรัฐบาลไม่สามารถผลักดันเศรษฐกิจให้เร่งตัวขึ้นได้ใน 2H24 เราคาดว่ากำไรสุทธิจะลดลง 3.3% ในปี 2024 และทรงตัวในปี 2025
- ด้วยเงินทุนที่แข็งแกร่ง และสินเชื่อแนวโน้มเติบโตชะลอตัว ทำให้ TISCO จะยังสามารถรักษาการจ่ายเงินปันผลระดับสูง เราคาดว่า Dividend yield สูงที่ 7.8-8% ในปี 2024-26

### คงคำแนะนำ "ถือ" มูลค่าพื้นฐานที่ 99 บาท

มูลค่าพื้นฐานของเราที่ 99 บาท ประเมินมูลค่าด้วยวิธี GGM (ROE 16.2%, Terminal growth 2%) อิง 1.82x PBV'24E หรือ +0.5SD ของค่าเฉลี่ย 10 ปี (2014-2023)

### HOLD

Fair price: Bt99

Upside (Downside): 2.6%

#### Key Statistics

Bloomberg Ticker	TISCO TB
Market Cap. (Bt m)	77,228
Current price (Bt)	96.50
Shares issued (mn)	800
Par value (Bt)	10.00
52 Week high/low (Bt)	103.50/89.50
Foreign limit/ actual (%)	49.00/45.6
NVDR Shareholders (%)	8.9
Free float (%)	77.4
Number of retail holders	45,834
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

CDIB & Partners Investment Holding PTE. LTD.	10.0
Thai NVDR Company Limited	8.9
South East Asia UK (TYPE C) Nominees Limited	7.0
Tokyo Century Corporation	4.9
State Street Bank and Trust Company	3.2

#### Year End Dec

	2023A	2024E	2025E	2026E
PPOP (Bt m)	9,613	9,852	11,293	11,546
Net Profit (Bt m)	7,301	7,063	7,097	7,239
NP Growth (%)	1.1	(3.3)	0.5	2.0
EPS (Bt)	9.12	8.83	8.87	9.05
PER (x)	10.9	10.9	10.9	10.7
BPS (Bt)	53.01	54.46	55.82	57.20
PBV (x)	1.9	1.8	1.7	1.7
DPS (Bt)	7.75	7.50	7.54	7.69
Div. Yield (%)	7.8	7.8	7.8	8.0
ROA (%)	2.6	2.4	2.4	2.4
ROE (%)	17.1	16.4	16.1	16.0

Source: Pi Estimated

Analyst: Tanadech Rungsrithanon

Registration No.017926

Email: Tanadech.ru@pi.financial

# Stock Update

17 JUNE 2024

TISCO

Tisco Financial Group PCL

pi

## Earnings preview

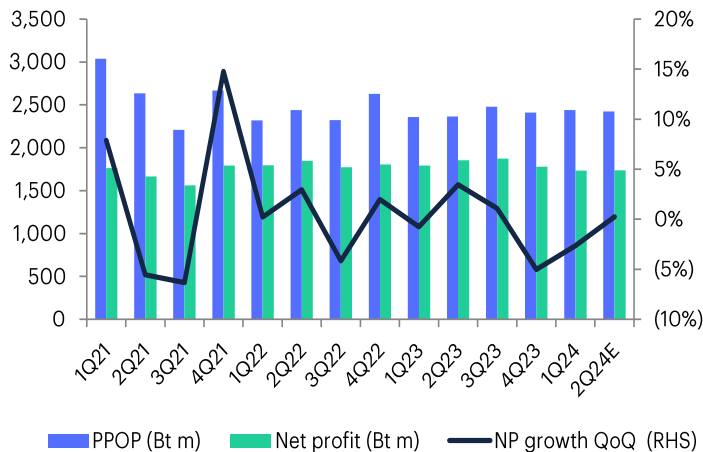
(Bt m)	Quarterly performance					Change (%)	
	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	QoQ	YoY
Interest income	4,398	4,666	4,775	4,774	4,758	(0.3)	8.2
Interest expenses	(978)	(1,110)	(1,273)	(1,378)	(1,417)	2.8	44.9
<b>Net interest income</b>	<b>3,420</b>	<b>3,557</b>	<b>3,502</b>	<b>3,395</b>	<b>3,341</b>	<b>(1.6)</b>	<b>(2.3)</b>
Non-interest income	1,324	1,250	1,260	1,307	1,393	6.6	5.3
<b>Total operating income</b>	<b>4,744</b>	<b>4,807</b>	<b>4,762</b>	<b>4,703</b>	<b>4,734</b>	<b>0.7</b>	<b>(0.2)</b>
Non-interest expenses	(2,378)	(2,329)	(2,353)	(2,263)	(2,311)	2.1	(2.8)
<b>Preprovision profit</b>	<b>2,366</b>	<b>2,478</b>	<b>2,409</b>	<b>2,440</b>	<b>2,424</b>	<b>(0.7)</b>	<b>2.4</b>
Loan loss prov/impair.	(63)	(147)	(187)	(279)	(265)	(4.9)	320.6
<b>Earnings before taxes</b>	<b>2,303</b>	<b>2,332</b>	<b>2,222</b>	<b>2,161</b>	<b>2,158</b>	<b>(0.1)</b>	<b>(6.3)</b>
Income tax	(449)	(457)	(442)	(428)	(421)	(1.6)	(6.2)
<b>Earnings after taxes</b>	<b>1,854</b>	<b>1,874</b>	<b>1,780</b>	<b>1,733</b>	<b>1,737</b>	<b>0.3</b>	<b>(6.3)</b>
Non-controlling interests	(0)	(0)	(0)	(0)	0	(100.0)	(100.0)
<b>Recurring profit</b>	<b>1,854</b>	<b>1,874</b>	<b>1,780</b>	<b>1,733</b>	<b>1,737</b>	<b>0.3</b>	<b>(6.3)</b>
Exceptional items	-	-	-	-	-	N.M.	N.M.
<b>Net profit</b>	<b>1,854</b>	<b>1,874</b>	<b>1,780</b>	<b>1,733</b>	<b>1,737</b>	<b>0.3</b>	<b>(6.3)</b>
EPS (Bt)	2.32	2.34	2.22	2.16	2.17	0.3	(6.3)

### Key Financial Ratios

Loan growth (% QoQ)	4.7	0.6	1.3	0.2	0.5
Loan to deposit ratio (%)	115.6	115.4	112.5	112.8	115.0
NIM (%)	5.0	5.2	5.0	4.8	4.8
Cost to income ratio (%)	50.1	48.4	49.4	48.1	48.8
NPL ratio (%)	2.2	2.3	2.2	2.3	2.3
Loan loss coverage ratio (%)	224.0	205.8	189.8	177.8	173.5
Tier 1 capital (%)	16.9	16.6	16.3	16.3	16.3
Capital adequacy ratio (%)	20.2	19.9	19.5	19.5	19.5
ROAA (%)	2.7	2.7	2.5	2.4	2.5
ROAE (%)	17.5	18.6	17.2	16.0	15.7

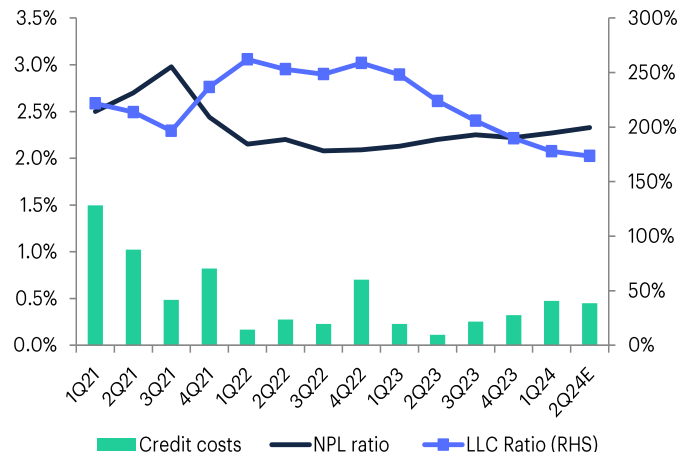
Source: Pi research, company data

### แนวโน้มกำไรสุทธิรายไตรมาส



Source: Pi research, company data

### แนวโน้มคุณภาพสินเชื่อรายไตรมาส



Source: Pi research, company data

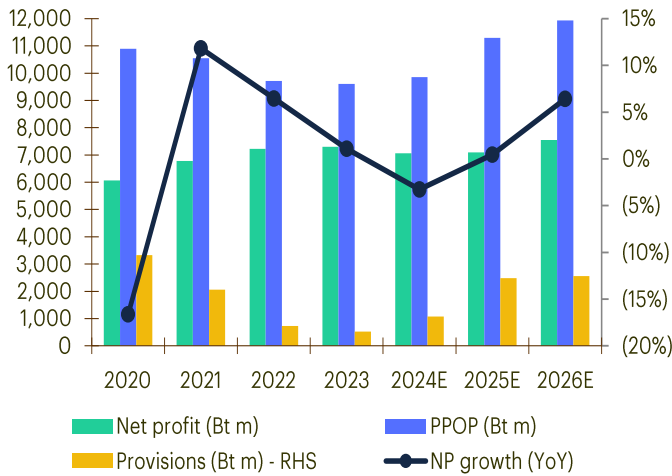
# Stock Update



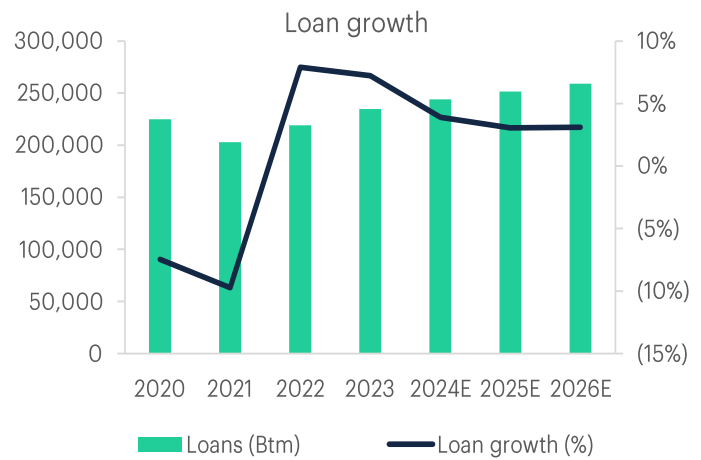
17 JUNE 2024

TISCO Tisco Financial Group PCL

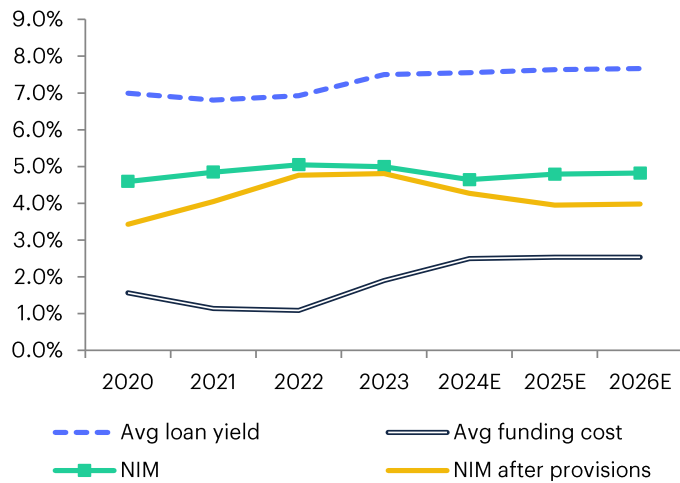
## การเติบโตของกำไรสุทธิปี 2024-26



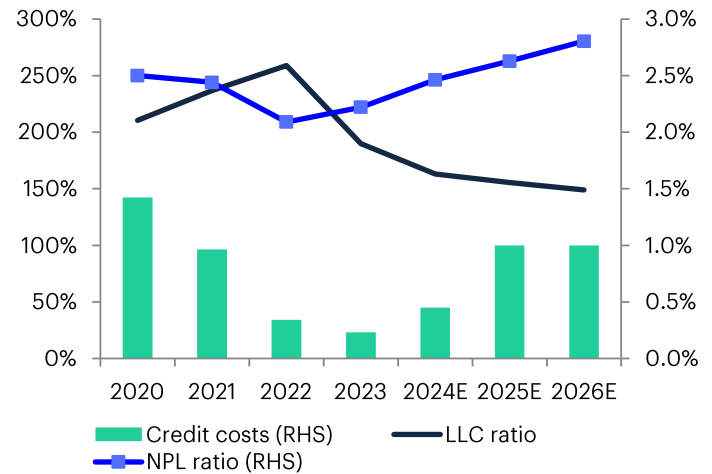
## การเติบโตของสินเชื่อปี 2024-26



## ส่วนต่างดอกเบี้ยสุทธิ (NIM) ปี 2024-26



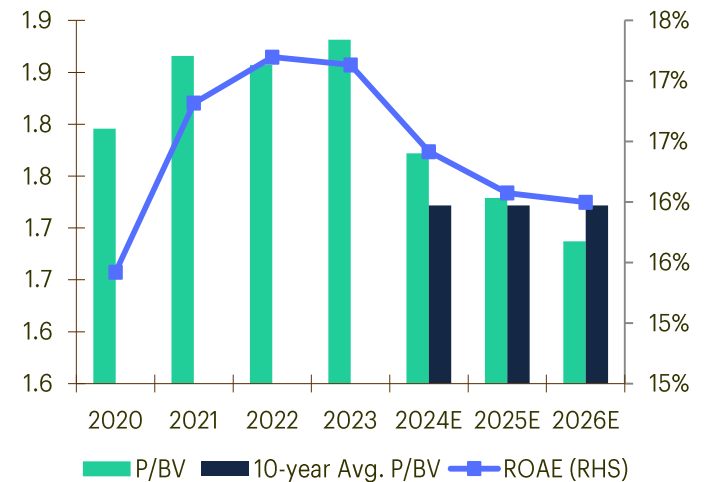
## คุณภาพสินเชื่อปี 2024-26



## อัตราผลตอบแทนเงินปันผลปี 2024-26



## P/BV และ ROE



Source: Pi research, company data

Source: Pi research, company data

# Stock Update

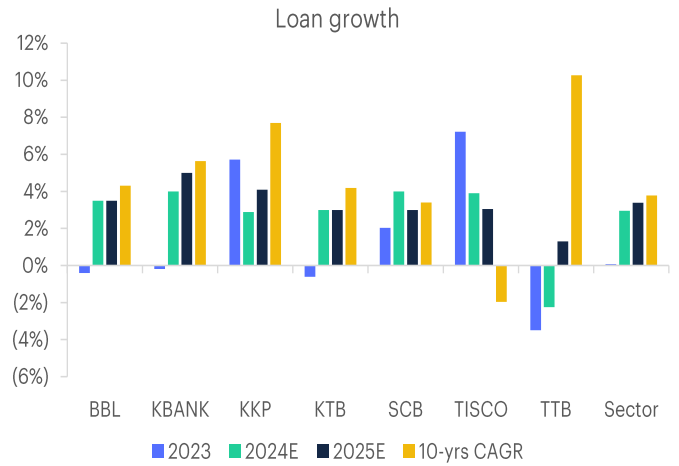
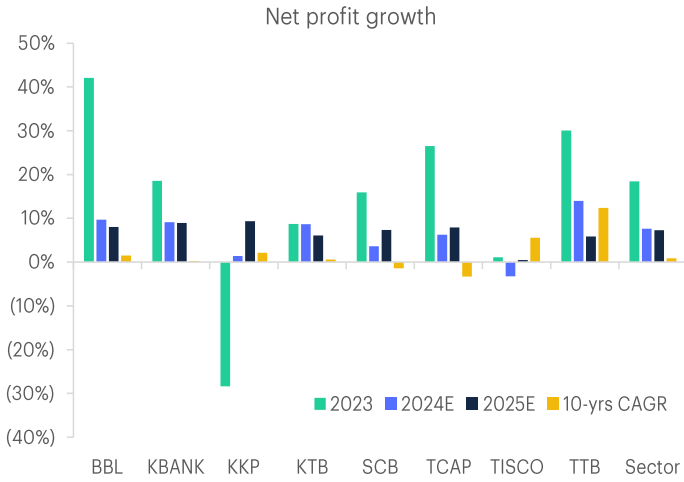


17 JUNE 2024

TISCO Tisco Financial Group PCL

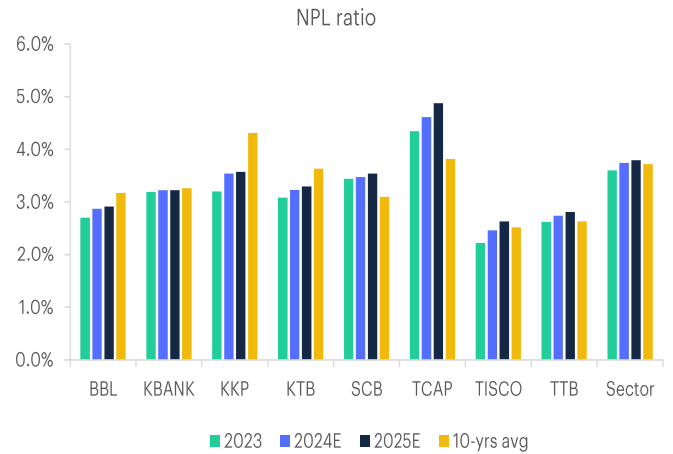
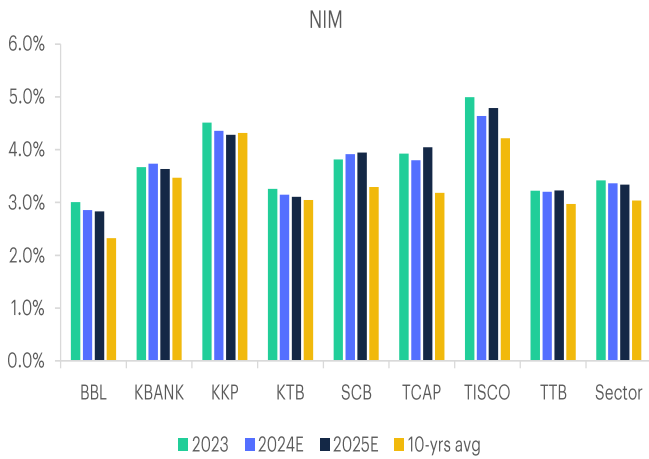
## เปรียบเทียบการเติบโตของกำไรสุทธิ

## เปรียบเทียบการเติบโตของสินเชื่อ



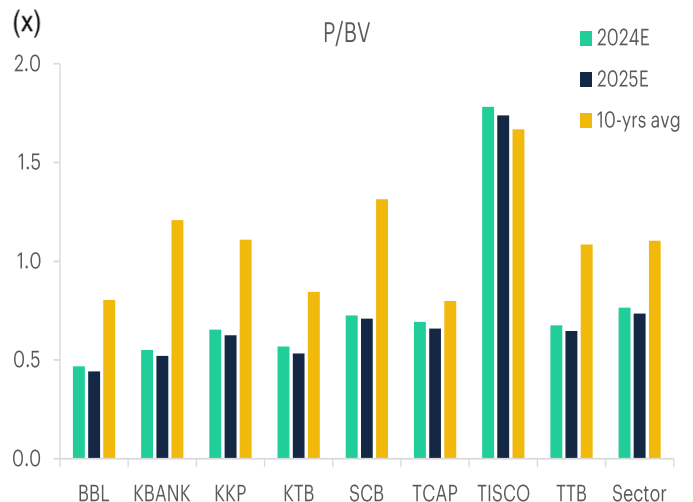
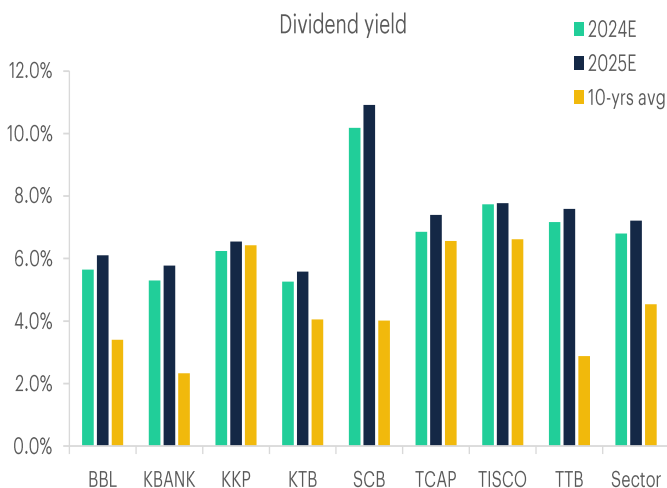
## เปรียบเทียบส่วนต่างดอกเบี้ยสุทธิ (NIM)

## เปรียบเทียบ NPL ratio



## อัตราผลตอบแทนเงินปันผล

## เปรียบเทียบ P/BV



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	881	903	925
Interbank loans	40,277	48,490	42,577	43,641	44,732
Investment securities	3,990	3,314	4,405	4,515	4,627
<b>Gross loans</b>	<b>219,004</b>	<b>234,815</b>	<b>243,984</b>	<b>251,423</b>	<b>259,210</b>
Fixed assets - net	2,786	3,179	3,211	3,291	3,373
Other assets	217,147	234,599	242,324	248,381	254,590
<b>Total assets</b>	<b>265,414</b>	<b>290,726</b>	<b>293,633</b>	<b>300,974</b>	<b>308,499</b>
Deposits	188,266	208,645	216,874	222,498	227,377
Interbank deposits	6,195	8,506	10,277	10,534	10,797
Debt equivalents	15,757	17,286	7,286	8,286	9,286
Other liabilities	12,405	13,840	15,586	14,960	15,235
<b>Total liabilities</b>	<b>222,623</b>	<b>248,277</b>	<b>250,023</b>	<b>256,279</b>	<b>262,696</b>
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	32,460	33,525	34,610
Non-controlling interests	-	-	-	-	-
<b>Total equity</b>	<b>42,791</b>	<b>42,450</b>	<b>43,610</b>	<b>44,696</b>	<b>45,803</b>
<b>Total liabilities &amp; equity</b>	<b>265,414</b>	<b>290,726</b>	<b>293,633</b>	<b>300,974</b>	<b>308,499</b>
Growth (% YoY)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Net interest income (%)	2.2	7.9	(2.4)	5.5	2.6
Fee & commission (%)	(9.6)	(4.0)	3.0	10.0	5.0
Preprovision profit (%)	(7.9)	(1.0)	2.5	14.6	2.2
Net profit (%)	6.5	1.1	(3.3)	0.5	2.0
EPS (%)	6.5	1.1	(3.3)	0.5	2.0
Gross loans (%)	7.9	7.2	3.9	3.0	3.1
Assets (%)	8.9	9.5	1.0	2.5	2.5
Customer deposits (%)	13.0	10.8	3.9	2.6	2.2
Profitability (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Yield on loans	7.5	8.7	8.8	8.8	8.7
Cost of funds	(1.1)	(1.9)	(2.5)	(2.5)	(2.5)
Net interest margin	5.0	5.0	4.6	4.8	4.8
Cost/Income ratio	47.1	49.3	48.2	44.3	44.6
ROAA	2.8	2.6	2.4	2.4	2.4
ROAE	17.2	17.1	16.4	16.1	16.0

Income Statement (Bt m)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Interest income	14,904	17,944	19,251	20,161	20,696
Interest expenses	(2,171)	(4,208)	(5,850)	(6,020)	(6,190)
<b>Net interest income</b>	<b>12,734</b>	<b>13,735</b>	<b>13,401</b>	<b>14,141</b>	<b>14,506</b>
Fee & commission income	5,535	5,311	5,470	6,017	6,318
Fee & commission expenses	(453)	(443)	(438)	(481)	(505)
Net fee & commission income	5,081	4,867	5,033	5,536	5,813
Non-interest income	5,607	5,218	5,604	6,133	6,327
<b>Total operating income</b>	<b>18,341</b>	<b>18,953</b>	<b>19,005</b>	<b>20,274</b>	<b>20,833</b>
Non-interest expenses	(8,630)	(9,340)	(9,153)	(8,981)	(9,287)
<b>Preprovision profit</b>	<b>9,711</b>	<b>9,613</b>	<b>9,852</b>	<b>11,293</b>	<b>11,546</b>
Loan loss provision	(723)	(522)	(1,077)	(2,477)	(2,553)
<b>Earnings before taxes</b>	<b>8,988</b>	<b>9,090</b>	<b>8,774</b>	<b>8,816</b>	<b>8,992</b>
Income tax	(1,766)	(1,788)	(1,711)	(1,719)	(1,754)
<b>After-tax profit</b>	<b>7,222</b>	<b>7,302</b>	<b>7,063</b>	<b>7,097</b>	<b>7,239</b>
Non-controlling interests	(0)	(0)	0	0	0
<b>Earnings from cont. operations</b>	<b>7,222</b>	<b>7,301</b>	<b>7,063</b>	<b>7,097</b>	<b>7,239</b>
Exceptional items	-	-	-	-	-
<b>Net income</b>	<b>7,222</b>	<b>7,301</b>	<b>7,063</b>	<b>7,097</b>	<b>7,239</b>
EPS (Bt)	9.0	9.1	8.8	8.9	9.0
DPS (Bt)	7.8	7.8	7.5	7.5	7.7
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	163.0	155.4	148.9
Loan loss reserve/loans (%)	5.4	4.2	4.0	4.1	4.2
Credit costs (bps)	34	23	45	100	100
Loan/deposit ratio (%)	116.3	112.5	112.5	113.0	114.0
Capital Adequacy	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Tier 1 capital (%)	17.1	16.3	15.7	15.8	15.8
Total capital ratio (%)	20.6	19.5	18.9	19.1	19.3
Total assets/equity (x)	6.2	6.8	6.7	6.7	6.7
Valuation	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PER (x)	11.0	10.9	10.9	10.9	10.7
PBV (x)	1.9	1.9	1.8	1.7	1.7
Dividend yield (%)	7.8	7.8	7.8	7.8	8.0

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 โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการกิจการของบริษัทจดทะเบียน 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 แต่ไม่สามารถยืนยันความถูกต้องได้อย่างสมบูรณ์ การวิเคราะห์ในรายงานฉบับนี้ได้พยายามยึดมาตรฐานบนหลักการวิเคราะห์ทางด้านปัจจัยพื้นฐานมาเป็นบทสรุปและข้อเสนอแนะ โดยมีได้เจตนาที่จะนำไปสู่การชี้แนะแต่อย่างใด ซึ่งข้อเสนอแนะเหล่านี้ เป็นข้อคิดเห็นของนักวิเคราะห์ ซึ่งบริษัทฯ ไม่จำเป็นต้องเห็นด้วยกับข้อคิดเห็นดังกล่าวเสมอไป ทั้งนี้ นักลงทุนและผู้ใช้รายงานฉบับนี้ควรใช้วิจารณญาณส่วนตัวประกอบ ด้วย