

BUY (Unchanged)

TP: Bt 88.00

(From: Bt 90.00)

20 MAY 2021

Change in Numbers

Upside : 21.0%

# Srisawad Corporation (SAWAD TB)

## แนวโน้มแข็งแกร่งขึ้นใน 2H21

เนื่องจากแนวโน้มธุรกิจที่ชะลอตัวใน YTD แม้ตั้งสำรองลดลง เราจึงปรับคาดการณ์ของเราในปี 2021-22F ด้วยโปรโมชันส่งเสริมการขายเชิงรุก และการประหยัดต้นทุน เราจึงคาดว่าสินเชื่อและกำไรจะแข็งแกร่งขึ้นใน 2H21 และคาดว่า EPS จะเติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 22% เนื่องจากเป็นไมโครไฟแนนซ์ที่แพงน้อยสุด เราจึงคงคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมาย 88 บาท



SARACHADA SORNSONG

662 - 779 9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

### กำไรจากการดำเนินงานอ่อนตัวลงใน 1Q21

SAWAD มีกำไรสุทธิที่ 1.36 พันลบ. (เพิ่มขึ้น 30% y-y และ 6% q-q) เป็นไปตามที่เราคาด แต่คุณภาพของกำไรลดลง เนื่องจากปัจจัยผลัดกัน การเติบโตหลักมาจากกำไรพิเศษจากการลงทุน และการกลั่นกรองการตั้งสำรอง รายได้ที่มีขาดดอกเบี้ยอ่อนแอกว่าที่คาด ซึ่งเป็นผลมาจากการลดลงของค่าปรับที่เรียกเก็บและหนี้สูญรับคืน พร้อมการยัตริศคินที่ล่าช้า ขณะที่ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่สูงเกินจริงมาจากค่าธรรมเนียมที่ปรึกษา กฎหมายและการเงินซึ่งเป็นค่าใช้จ่ายพิเศษ และค่าโฆษณาเพื่อโปรโมทธุรกิจสินเชื่อรถจักรยานยนต์ภายใต้บจ.เงินสดทันใจ (FM) (บริษัทร่วมทุนของ SAWAD และ GSB) แต่ปัจจัยเหล่านี้ถูกชดเชยบางส่วนด้วยตั้งสำรองที่ลดลง เราปรับประมาณการกำไรปี 2021-22 ลง ขณะที่การปรับราคาเป้าหมายลงเหลือ 88 บาท (จาก 90 บาท) ยังสะท้อนถึงอัตราผลตอบแทนจากการให้กู้ยืมในระยะกลางถึงยาวที่ระมัดระวังมากขึ้นของเรา

### ปรับลดอัตราดอกเบี้ยที่ JV หนุนปริมาณสินเชื่อ

SAWAD มุ่งมั่นที่จะเพิ่มส่วนแบ่งการตลาดในตลาดสินเชื่อรถจักรยานยนต์ และด้วยการสนับสนุนของธนาคารออมสิน บจ.เงินสดทันใจ (FM) จึงกำลังลดการคิดดอกเบี้ยสำหรับผลิตภัณฑ์นี้จาก c.15% เป็น 11% โดยมีผลตั้งแต่วันที่ 12 พ.ค. ถึง 30 มิ.ย.2021 บริษัทร่วมทุน (JV) คาดว่าอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำนี้จะช่วยเพิ่มปริมาณสินเชื่ออย่างน้อย 5 พันลบ. จากสินเชื่อคงค้างที่ 7 พันลบ. ใน 1Q21 นอกจากนี้ SAWAD ยังใช้ JV เป็นตัวช่วยในการขยายฐานลูกค้าซึ่งนำไปสู่ความสามารถในการสร้างรายได้ ค่าธรรมเนียม cross-selling สำหรับสินเชื่อรถยนต์ SAWAD ใช้วิธีการจัดหลักทรัพย์ตามระดับชั้น ลูกค้าที่มีคุณภาพสูงกว่า เช่น มีหลักฐานทางการเงินที่ชัดเจนและผ่านเครดิตบูโรก็มีสิทธิ์ได้รับเงินกู้จาก JV ในอัตราที่ต่ำกว่าอัตราตลาด มิฉะนั้นพวกเขาจะได้รับเงินกู้จากบริษัทย่อยอื่นๆ ของ SAWAD ซึ่งคิดดอกเบี้ยสูงกว่า 20%

### คาดมีแนวโน้มแข็งแกร่งขึ้นใน 2H21

เนื่องจากการปิดสาขาบางส่วนในช่วงที่มีการระบาดของโควิด-19 ระลอกใหม่ เราจึงไม่คาดว่าปริมาณสินเชื่อจะเพิ่มขึ้นใน 2Q21F ดังนั้นการเติบโตของสินเชื่อที่ JV น่าจะแข็งแกร่ง และ SAWAD จะได้ส่วนแบ่งปันกำไรผ่านส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม และรับค่าธรรมเนียมการส่งต่อ SAWAD เชื่อว่าแนวโน้มจะดีขึ้น เนื่องจากการระบาดของโควิด-19 น่าจะบรรเทาลงเมื่อประเทศมีการฉีดวัคซีนในวงกว้างเริ่มตั้งแต่เดือนหน้า ดังนั้นเราจึงคาดว่ากำไรปกติจะเติบโต 34% h-h ใน 2H21F และ 19% y-y ในปีนี้

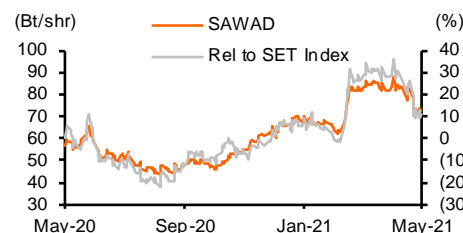
### เป็นไมโครไฟแนนซ์ที่แพงน้อยที่สุด แนะนำ "ซื้อ"

เรายังคงชอบ SAWAD และคงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยมี upside 21% ปัจจุบันหุ้นในระยะใกล้จะเป็นการเติบโตของสินเชื่อที่แข็งแกร่งของ JV และกำไรที่มีแนวโน้มแข็งแกร่งขึ้นตั้งแต่ 2H21 สำหรับกลยุทธ์ โครงสร้างองค์กรของ SAWAD (Exhibit 1) ช่วยให้สามารถจับทั้งกลุ่มที่มีความเสี่ยงต่ำที่มุ่งเน้นปริมาณสินเชื่อ และกลุ่มที่มุ่งเน้นผลตอบแทนซึ่งมีความเสี่ยงสูง SAWAD ยังคงซื้อขายที่ PE ที่ต่ำที่สุดในกลุ่มฯ ที่ 18 เท่า

### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Pre Provision Profit	6,304	6,971	8,155	10,415
Net profit	4,508	5,540	6,421	8,213
Consensus NP	—	5,450	6,140	7,203
Diff frm cons (%)	—	1.7	4.6	14.0
Norm profit	4,508	5,362	6,421	8,213
Prev. Norm profit	—	5,421	6,546	8,775
Chg frm prev (%)	—	(1.1)	(1.9)	(6.4)
Norm EPS (Bt)	3.4	4.0	4.8	6.2
Norm EPS grw (%)	18.7	18.9	19.7	27.9
Norm PE (x)	21.4	18.0	15.0	11.7
P/BV (x)	4.4	4.0	3.5	3.1
Div yield (%)	2.5	2.9	3.3	4.3
ROE (%)	22.3	23.2	25.0	28.0
ROA (%)	9.3	10.0	11.0	12.5

### PRICE PERFORMANCE



### COMPANY INFORMATION

Price as of 20-May-21 (Bt)	72.75
Market Cap (US\$ m)	3,183.0
Listed Shares (m shares)	1,373.2
Free Float (%)	45.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	52.4
12M Price H/L (Bt)	88.25/43.50
Sector	Finance
Major Shareholder	Kaewbootta Family 34%

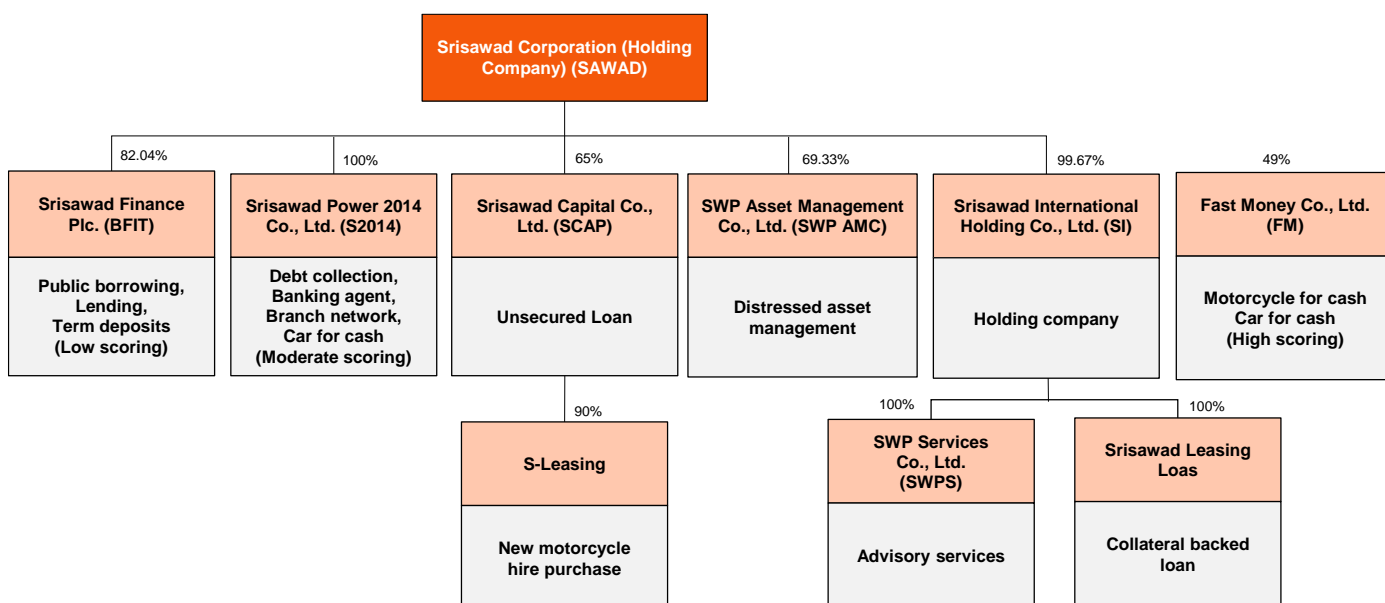
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่คิดว่าดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไม่เข้าข่าย ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



## Ex 1: SAWAD's Broadened Corporate Structure



Source: Company data

## Ex 2: Earnings Revisions

	2021F	2022F	2023F
<b>Net profits (Bt bn)</b>			
- New	5.54	6.42	8.21
- Old	5.68	6.55	8.78
- Change (%)	(2.49)	(1.91)	(6.40)
<b>Normalized profits (Bt bn)</b>			
- New	5.36	6.42	8.21
- Old	5.42	6.55	8.78
- Change (%)	(1.10)	(1.91)	(6.40)
<b>Non-interest income (Bt bn)</b>			
- New	2.95	3.65	4.69
- Old	3.10	3.85	4.50
- Change (%)	(4.81)	(5.09)	4.34
<b>Operating expenses (Bt bn)</b>			
- New	3.58	3.79	4.10
- Old	3.50	3.78	4.12
- Change (%)	2.29	0.39	(0.53)
<b>Bad debt expenses (Bt m)</b>			
- New	269.05	486.21	562.37
- Old	442.37	477.57	562.53
- Change (%)	(39.18)	1.81	(0.03)

Source: Thanachart estimates

**Ex 3: 12-month DDM-based Valuation Using A Base Year Of 2021F**

(Bt m)	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	Terminal value
Dividend of common shares	2,385	2,770	3,210	4,107	4,918	6,010	8,704	10,348	12,172	19,000	24,915	24,915
Dividend of preferred shares	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Dividend payment	2,385	2,770	3,210	4,107	4,918	6,010	8,704	10,348	12,172	19,000	24,915	255,664
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.1											
WACC (%)	10.9											
Cost of equity	10.9											
Terminal growth (%)	2.0											
Equity value	116,223											
No. of shares (m)	1,325											
<b>Equity value / share (Bt)</b>	<b>88.00</b>											

Source: Thanachart estimates

## Valuation Comparison

### Ex 4: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		PE		P/BV		ROE		Div. yield	
			21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F
Afterpay Ltd	APT AU	Australia	na	na	na	313.5	13.7	12.7	(1.8)	4.2	0.0	0.0
Finvolution Group	FINV US	China	470.1	14.0	1.0	0.9	0.2	0.2	24.6	21.6	5.5	6.1
Mahindra & Mahindra Fin Secs	MMFS IN	India	4.6	98.4	21.8	11.0	1.3	1.1	5.2	11.6	1.1	2.0
Bajaj Finance Ltd	BAF IN	India	3.2	83.2	73.3	40.0	9.2	7.6	13.1	20.1	0.2	0.3
Manappuram Finance Ltd	MGFL IN	India	17.5	18.3	7.8	6.6	1.9	1.5	26.6	25.1	1.9	2.2
GMO Payment Gateway Inc.	3769 JP	Japan	9.1	26.9	114.0	89.8	26.3	22.5	25.2	27.7	0.4	0.6
Infomart Corp.	2492 JP	Japan	(22.2)	107.6	271.9	131.0	18.7	16.6	8.5	15.8	0.2	0.4
Ally Financial Inc	ALLY US	US	124.3	(3.3)	8.2	8.5	1.3	1.1	16.5	14.3	1.5	1.6
World Acceptance Corp	WRLD US	US	(13.9)	(32.0)	13.1	19.3	2.7	2.6	18.7	12.4	na	na
Navient Corp	NAVI US	US	90.7	(17.5)	4.2	5.1	1.0	0.8	41.1	26.5	3.7	3.7
SLM Corp	SLM US	US	31.8	(14.0)	6.6	7.7	2.9	2.8	39.4	29.5	0.7	0.6
Amanah Leasing	AMANA TH	Thailand	16.1	23.1	16.0	13.0	3.1	2.7	20.5	22.0	2.9	3.5
Krungthai Card *	KTC TH	Thailand	12.2	16.1	30.3	26.1	6.8	5.9	24.3	24.3	1.5	1.7
Muangthai Capital *	MTC TH	Thailand	10.7	25.6	21.1	16.8	4.7	3.8	24.9	25.1	0.7	0.9
Saksiam Leasing *	SAK TH	Thailand	(10.7)	42.9	37.6	26.3	5.0	4.5	14.0	18.1	1.1	1.5
Srisawad Corporation *	SAWAD TH	Thailand	18.9	19.7	18.0	15.0	4.0	3.5	23.2	25.0	2.9	3.3
Ratchthani Leasing *	THANI TH	Thailand	(1.6)	9.0	11.7	10.7	2.0	1.8	17.4	17.7	5.1	5.6
<b>Average</b>			<b>47.5</b>	<b>26.1</b>	<b>41.0</b>	<b>43.6</b>	<b>6.2</b>	<b>5.4</b>	<b>20.1</b>	<b>20.1</b>	<b>1.8</b>	<b>2.1</b>

Source: Bloomberg

Note: \* Thanachart estimates using normalized EPS growth

Based on 20 May 2021 closing price

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลีซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ศรีสวัสดิ์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) เป็นบริษัทโฮลดิ้ง (Holding company) บริษัทย่อยที่สำคัญของบริษัทฯ ได้แก่ บริษัทเงินทุน ศรีสวัสดิ์ จำกัด (มหาชน) (BFIT) ซึ่งเป็นเจ้าของใบอนุญาตการลงทุนในหลักทรัพย์ จากธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) และบริษัท ศรีสวัสดิ์ พาวเวอร์ 2014 จำกัด กลุ่มบริษัท ให้บริการสินเชื่อส่วนบุคคล และผลิตภัณฑ์ทางการเงินอื่นที่เกี่ยวข้อง SAWAD นำเสนอผลิตภัณฑ์และบริการแก่ลูกค้ารายย่อยผ่านสาขาทั่วประเทศ นอกจากนี้ SAWAD ยังร่วมทุนใน Fast Money กับธนาคารออมสิน (GSB) เพื่อให้บริการสินเชื่อรถจักรยานยนต์ และสินเชื่อจำนำทะเบียนรถยนต์ ในอัตราดอกเบี้ยถูก ผ่านทางสาขาของ SAWAD และธนาคารออมสิน

Source: Thanachart

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

### S — Strength

- ชื่อเสียงของบริษัทเป็นที่รู้จักอย่างกว้างขวาง
- มีความเชี่ยวชาญและประสบการณ์ในการดำเนินธุรกิจ
- มีสาขาคอลอบคลุมหลายพื้นที่
- ได้ประโยชน์จากการประหยัดต่อขนาด
- 

### O — Opportunity

- โอกาสการได้ค่าธรรมเนียมเพิ่มขึ้นจากการขายบริการอื่นเพิ่มเติม
- การขยายไปประเทศเพื่อนบ้าน

## COMPANY RATING



### Rating Scale

Excellent	5
Good	4
Fair	3
Weak	2
Very Weak	1
None	0

Source: Thanachart; \* CG Rating

### W — Weakness

- พึ่งกับแหล่งเงินทุนภายนอก

### T — Threat

- การเปลี่ยนแปลงกฎเกณฑ์ ข้อระเบียบต่างๆ
- การที่ธนาคารพาณิชย์เข้าถึงตลาดมากขึ้น

## CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	83.19	88.00	6%
Net profit 21F (Bt m)	5,450	5,540	2%
Net profit 22F (Bt m)	6,140	6,421	5%
Consensus REC	BUY: 12	HOLD: 6	SELL: 3

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- เราปรับประมาณการปี 2021-22F เล็กน้อยเพื่อสะท้อนรายได้ที่ลดลง ค่าใช้จ่ายพิเศษ และตั้งสำรองที่ลดลง แต่เนื่องจากเรายังคงคิดว่ากำไรมีแนวโน้มเติบโตตั้งแต่ 2H21F เราจึงเชื่อว่าเป็นสาเหตุที่ประมาณการกำไร และราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การคาดการณ์การเติบโตของผลประกอบการของเราอิงกับค่าธรรมเนียมที่สูงขึ้น การประหยัดต้นทุน NPL ที่อยู่ภายใต้การควบคุม และการร่วมทุนกับออมสิน ที่ประสบความสำเร็จ
- หากมีเหตุการณ์ใดที่ส่งผลกระทบต่อปัจจัยผลักดันที่กล่าวข้างต้น จะมีความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

## INCOME STATEMENT

*Falling opex and provisions look to be key growth drivers*

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Interest Income	7,239	8,166	8,473	9,216	10,837
Interest Expenses	828	903	873	917	1,016
<b>Net Interest Income</b>	<b>6,411</b>	<b>7,263</b>	<b>7,600</b>	<b>8,299</b>	<b>9,821</b>
% of total income	71.5%	72.0%	72.0%	69.4%	67.7%
Fee income	1,936	1,315	0	0	0
Bad debt recovery	25	81	0	0	0
Other interest income	67	667	0	0	0
Others	523	762	0	0	0
<b>Non-interest Income</b>	<b>2,554</b>	<b>2,827</b>	<b>2,951</b>	<b>3,651</b>	<b>4,693</b>
% of total income	28.5%	28.0%	28.0%	30.6%	32.3%
<b>Total Income</b>	<b>8,965</b>	<b>10,090</b>	<b>10,551</b>	<b>11,950</b>	<b>14,514</b>
Operating Expenses	3,532	3,787	3,580	3,795	4,098
<b>Pre-provisioning Profit</b>	<b>5,433</b>	<b>6,304</b>	<b>6,971</b>	<b>8,155</b>	<b>10,415</b>
Bad debt expenses	552	321	269	486	562
<b>Pre-tax Profit</b>	<b>4,881</b>	<b>5,983</b>	<b>6,702</b>	<b>7,669</b>	<b>9,853</b>
Income Tax	952	1,192	1,340	1,534	1,971
After Tax Profit	3,929	4,791	5,362	6,135	7,882
Equity Income	0	0	291	585	651
Minority Interest	(172)	(283)	(290)	(300)	(320)
Extraordinary Items	0	0	178	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>3,756</b>	<b>4,508</b>	<b>5,540</b>	<b>6,421</b>	<b>8,213</b>
<b>Normalized Profit</b>	<b>3,756</b>	<b>4,508</b>	<b>5,362</b>	<b>6,421</b>	<b>8,213</b>
EPS (Bt)	2.9	3.4	4.2	4.8	6.2
Normalized EPS (Bt)	2.9	3.4	4.0	4.8	6.2

## BALANCE SHEET

*De-consolidating motorcycle-for-cash loans in 1Q21*

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>Cash and Interbank</b>	1,649	1,838	3,000	3,000	3,000
Other liquid items	1,574	5,194	5,201	5,211	5,221
<b>Total liquid items</b>	<b>3,223</b>	<b>7,032</b>	<b>8,201</b>	<b>8,211</b>	<b>8,221</b>
Gross loans & accr. interest	37,297	39,656	39,454	46,488	54,486
Provisions	809	1,312	1,463	1,809	2,208
<b>Net loans</b>	<b>36,488</b>	<b>38,344</b>	<b>37,992</b>	<b>44,678</b>	<b>52,277</b>
Fixed assets	1,411	1,306	1,199	1,099	999
Right of use	0	1,497	1,881	2,098	2,277
Other assets	4,340	3,828	5,459	5,605	5,746
<b>Total assets</b>	<b>45,462</b>	<b>52,007</b>	<b>54,732</b>	<b>61,691</b>	<b>69,521</b>
Short term borrow ing	1,904	200	200	200	200
Due to related party	6,354	5,240	4,192	4,192	4,192
Other current liabilities	15	545	564	630	683
Long term borrow ing	4,329	5,059	5,452	8,450	8,829
<b>Total borrowings</b>	<b>11,317</b>	<b>14,996</b>	<b>15,532</b>	<b>15,690</b>	<b>17,942</b>
Other L-T liabilities	136	283	296	335	407
Minority interest	11,317	14,996	15,532	15,690	17,942
Shareholders' equity	18,388	22,085	24,205	27,205	31,557
<b>Total Liab. &amp; Equity</b>	<b>45,462</b>	<b>52,007</b>	<b>54,732</b>	<b>61,691</b>	<b>69,521</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

## VALUATION

*Cheapest microfinance  
play, on our estimates*

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	25.4	21.4	18.0	15.0	11.7
Normalized PE - at target price (x)	30.7	25.9	21.7	18.2	14.2
PE (x)	25.4	21.4	17.4	15.0	11.7
PE - at target price (x)	30.7	25.9	21.1	18.2	14.2
P/PPP (x)	17.6	15.3	13.8	11.8	9.3
P/PPP - at target price (x)	21.2	18.5	16.7	14.3	11.2
P/BV (x)	5.2	4.4	4.0	3.5	3.1
P/BV - at target price (x)	6.3	5.3	4.8	4.3	3.7
Dividend yield (%)	1.9	2.5	2.9	3.3	4.3
Normalized EPS	2.9	3.4	4.0	4.8	6.2
EPS	2.9	3.4	4.2	4.8	6.2
DPS	1.4	1.8	2.1	2.4	3.1
PPP/Share	4.1	4.8	5.3	6.2	7.9
BV/share	13.9	16.7	18.3	20.5	23.8
P/BV to ROE	21.1	19.6	17.2	14.2	10.9

## FINANCIAL RATIOS

*Lower margin factored in*

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>Growth Rate (%)</b>					
Net interest income (NII)	26.3	13.3	4.6	9.2	18.3
Non-interest income (Non-II)	22.5	10.7	4.4	23.7	28.5
Operating expenses	15.9	7.2	(5.5)	6.0	8.0
Pre-provisioning profit (PPP)	32.1	16.0	10.6	17.0	27.7
Net profit	35.7	20.0	22.9	15.9	27.9
Normalized profit growth	35.7	20.0	18.9	19.7	27.9
EPS	30.9	18.7	22.9	15.9	27.9
Normalized EPS	30.9	18.7	18.9	19.7	27.9
Dividend payout ratio	49.4	52.9	50.0	50.0	50.0
Loan - gross	23.0	3.1	1.0	15.8	15.5
Loan - net	23.4	5.1	(0.9)	17.6	17.0
Borrowings	(1.0)	2.7	(2.1)	12.5	9.3
NPLs	26.7	3.6	9.6	15.8	18.7
Total assets	15.9	14.4	5.2	12.7	12.7
Total equity	55.0	20.1	9.6	12.4	16.0
<b>Operating Ratios (%)</b>					
Net interest margin (NIM)	15.1	14.9	14.2	14.3	15.0
Net interest spread	17.9	17.5	17.8	17.8	17.9
Yield on earnings assets	20.8	19.9	19.3	19.5	19.7
Avg cost of fund	3.5	3.7	3.6	3.6	3.6
NII / operating income	71.5	72.0	72.0	69.4	67.7
Non-II / operating income	28.5	28.0	28.0	30.6	32.3
Fee income / operating income	21.6	13.0	0.0	0.0	0.0
Normalized net margin	41.9	44.7	50.8	53.7	56.6
Bad Debt Recovery	28.5	28.0	28.0	28.0	30.6
Cost-to-income	39.4	37.5	33.9	31.8	28.2
Credit cost - provision exp / loans	1.6	0.8	0.6	1.0	1.0
PPP / total assets	12.8	12.9	13.1	14.0	15.9
PPP / total equity	35.9	31.1	30.1	31.7	35.4
Avg assets/avg equity (leverage)	2.8	2.4	2.3	2.3	2.2
ROA	8.9	9.3	10.0	11.0	12.5
ROE	24.8	22.3	23.2	25.0	28.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>Liquidity and Quality Ratio (%)</b>					
Gross Loan / Borrow ings	997.8	1,425.5	1,374.7	1,592.4	1,612.4
Net Loan / Borrow ings	841.0	1,224.8	1,159.2	1,363.3	1,398.2
Net Loan / Assets	80.3	73.7	69.4	72.4	75.2
Net Loan / Equity	198.4	173.6	157.0	164.2	165.7
S-T / L-T Borrow ings	43.9	6.4	6.1	6.1	5.3
Borrow ings / Liabilities	17.2	11.2	11.6	10.3	10.7
Interest-bearing Debt / Equity	129.7	110.9	99.1	99.2	93.4
Liabilities / Equity	137.4	126.5	116.7	117.3	111.1
Equity to Gross Loan	42.5	49.5	53.7	52.1	52.3
NPLs	1,428.5	1,479.9	1,622.0	1,878.8	2,230.6
NPLs / Total Loans (NPL Ratio)	3.3	3.3	3.6	3.6	3.7
Loan-Loss-Coverage (Provision / NPLs)	56.6	88.7	90.2	96.3	99.0

*Lower coverage ratio than peers' due to different portfolio mix*

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขาย หรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

### Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

### Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 69 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVA16C2105A, ADVA16C2107A, AEON16C2108A, AEON16C2105A, AOT16C2106A, BAM16C2107A, BANP16C2107A, BBL16C2106A, BCH16C2109A, BDMS16C2107A, BGR16C2105A, BPP16C2106A, CBG16C2109A, CBG16C2109A, COM716C2107A, CPAL16C2106A, CPF16C2108A, CPF16C2107A, DELT16C2109A, DELT16C2108A, EA16C2108A, EA16C2107A, GLOB16C2105A, GPSC16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2106A, GULF16C2107A, GUNK16C2108A, HANA16C2107A, IRPC16C2108A, IRPC16C2105A, IVL16C2107A, KBAN16C2109A, KBAN16C2108A, KBAN16C2107A, KCE16C2109A, KCE16C2106A, KKP16C2105A, KTC16C2105A, KTC16C2106A, MINT16C2107A, MTC16C2109A, MTC16C2108A, OR16C2108A, OR16C2106A, OR16C2107A, PRM16C2109A, PRM16C2105A, PTG16C2105A, PTG16C2107A, PTT16C2109A, PTT16C2109A, PTT16C2105A, PTTE16C2105A, PTTG16C2108A, RS16C2108A, S5016C2109A, S5016P2109A, S5016P2109A, S5016C2109A, S5016C2106B, S5016P2106C, S5016C2106A, S5016P2106A, S5016P2106B, SAWA16C2105A, SAWA16C2107A, SCB16C2106A, SCGP16C2107A, STA16C2107A, TASC16C2107A, TISC16C2105A, TQM16C2108A (underlying securities are ADVANC, AEONTS, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BDMS, BGRIM, BPP, CBG, COM7, CPALL, CPF, DELTA, EA, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, KBANK, KCE, KKP, KTC, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RS, SAWAD, SCB, SCGP, STA, SET50, TASC, TISCO, TQM). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทนธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททนธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทย จำกัด (มหาชน) (TMB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TMB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททนธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิลล์ แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทนธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หม่มศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ออกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอศิณี ไตลัดจะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ออกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลอควิเปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลอควิเปเมนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สานอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566" ที่ออกโดย บริษัท สานอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

## Thanachart Research Team

---

### หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิजारุน, CFA  
Tel: 662-779-9199  
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

พลิงงาน , บีโตร์เคมี, กระจดาษ  
จักร เรื่องสินภิญญา  
Tel: 662-779-9104  
chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร  
ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์  
Tel: 662-483-8296  
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ  
พัทธดนย์ บุญนา  
Tel: 662-483-8298  
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย  
พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์  
Tel: 662-779-9109  
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเทิง  
รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ  
Tel: 662-483-8297  
rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน  
สรัชดา สรทรง  
Tel: 662-779-9106  
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา  
ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์  
Tel: 662-779-9112  
saksid.pha@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม  
ศิริพร อรุโณทัย  
Tel: 662-779-9113  
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน  
อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA  
Tel: 662-779-9120  
adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค  
ภัทรวัลลี หวังมิ่งมาศ  
Tel: 662-779-9105  
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค  
วิชานันท์ ธรรมบำรุง  
Tel: 662-779-9123  
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน  
เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล  
Tel: 662-483-8304  
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ  
สิทธิเชษฐ รุ่งรัศมีพัฒน์  
Tel: 662-483-8303  
sittichet.run@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพล  
ลาภินี ทิพยมณฑล  
Tel: 662-779-9115  
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

## Data Support Team

---

มลฤดี เพชรแสงใสกุล  
Tel: 662-779-9108  
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุลชล  
Tel: 662-779-9118  
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์  
Tel: 662-779-9114  
varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต  
Tel: 662-779-9117  
sunset.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี  
Tel: 662-779-9116  
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สดภาพร  
Tel: 662-779-9198  
sujintana.sth@thanachartsec.co.th

## Thanachart Securities Pcl.

Research Team  
19 Floor, MBK Tower  
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330  
Tel: 662 -779-9119  
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th