

BUY

Initiation

TP: Bt 53.00

Upside : 24.7%

4 JUNE 2021

Ngern Tid Lor Pcl (TIDLOR TB)

เติบโตแข็งแกร่งที่สุด

เราเริ่มบทวิเคราะห์ TIDLOR ด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" และเป็น Top pick ของเรา ด้วยมีการเติบโตที่แข็งแกร่งที่สุด EPS เติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 26% และมีความเสี่ยงที่ต่ำในมุมมองของเรา เราให้มูลค่า DDM ปีฐาน 2022F ของ TIDLOR ที่ 53 บาท



SARACHADA SORNSONG

662 - 779 9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

เป็น Top Pick ในกลุ่มไฟแนนซ์ของเรา

เราเริ่มบทวิเคราะห์ TIDLOR ซึ่งเป็นบริษัทไมโครไฟแนนซ์รายใหญ่เป็นอันดับสองตามราคาตลาดและมูลค่าสินเชื่ ด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมายปีฐาน 2022F ที่ 53 บาท เนื่องจาก 1) TIDLOR เป็นผู้เล่นชั้นนำในอุตสาหกรรมไมโครไฟแนนซ์ที่มีแนวโน้มเติบโตดี 2) กำไรมีแนวโน้มเติบโตแข็งแกร่งที่สุดในกลุ่มฯ โดยคาดว่า EPS จะเติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 26% ในปี 2020-23F 3) มีปัจจัยผลักดันกำไรที่หลากหลายน่าคู่แข่ง 4) การเติบโตอย่างแข็งแกร่งยังคงมาพร้อมกับเกณฑ์การให้สินเชื่อแบบระมัดระวังซึ่งทำให้มี NPL ที่ต่ำที่ 1.6% และมีอัตราส่วน coverage ratio สูงถึง 276% ภายในสิ้นปี 2021F และ 5) เรามองว่า TIDLOR มีความเสี่ยงต่ำและมี EPS เติบโตแข็งแกร่งที่ 28% ในปี 2021-22F เหมาะสมกับ 2021F PE ที่ 29 เท่า และ 23 เท่า ในปี 2022F

มีปัจจัยหนุนกำไรที่แข็งแกร่งและหลากหลาย

เรามองว่า TIDLOR มีปัจจัยผลักดันกำไรที่หลากหลายน่าคู่แข่ง ได้แก่ 1) สินเชื่อเติบโต 15% ต่อปี 2) มีสัดส่วนรายได้ค่าธรรมเนียมประกันที่ทำการได้สูงที่ 14% ของรายได้รวมในปี 2023F จาก 8% ในปี 2020 3) ต้นทุนทางการเงินที่ลดลงจากระดับที่ต่ำอยู่แล้ว เนื่องจากมีธนาคารกรุงศรีอยุธยา (BAY, ซื้อ) เป็นพันธมิตร 4) อัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ที่ลดลงหลังผ่านรอบการลงทุนหนัก และ 5) ค่าใช้จ่ายตั้งสำรองที่ลดลง เนื่องจากอัตราส่วน coverage ratio ที่สูงถึง 329% และอัตราส่วน NPL ที่ต่ำที่ 1.5% ใน 1Q21

ช่องทางการจำหน่ายหลากหลาย

ต่างจากผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่ในกลุ่มฯ ที่สาขายังคงเป็นช่องทางการเติบโตที่สำคัญเพียงอย่างเดียว TIDLOR ใช้ช่องทางการจำหน่ายหลากหลาย (Omni-Channel) ประกอบด้วย สาขาทั่วประเทศ 1,076 สาขา เครือข่ายแนะนำ (คอลเซ็นเตอร์ ตัวแทน คีลเลอร์ และสาขาของ BAY) และช่องทางออนไลน์ อีกทั้งบริษัทฯ ยังได้ลงทุนอย่างมากใน big data และ IT ซึ่งเป็นเหตุผลที่บริษัทฯ มีการใช้จ่ายลงทุน และฐานต้นทุนที่มากกว่าคู่แข่ง แต่อย่างไรก็ตามบริษัทฯ เชื่อว่านี่คือแนวโน้มในอนาคต แพลตฟอร์มนี้ยังให้แหล่งข้อมูลขนาดใหญ่ ซึ่งทำให้สามารถให้คะแนนเครดิต และราคาสำหรับลูกค้าแต่ละรายได้ดีขึ้น ดังนั้นจึงสามารถเสนออัตราส่วนการให้วงเงินสินเชื่อเทียบกับมูลค่าทรัพย์สิน (Loan-to-Value) ที่สูงกว่าได้ แพลตฟอร์มและฐานข้อมูลยังช่วยให้ TIDLOR นำเสนอผลิตภัณฑ์ที่แตกต่าง เช่น บัตรกดเงินสดหมุนเวียน และบริการนายหน้าประกันวินาศภัย อีกด้วย

มีฐานะการเงินที่เหนือกว่า

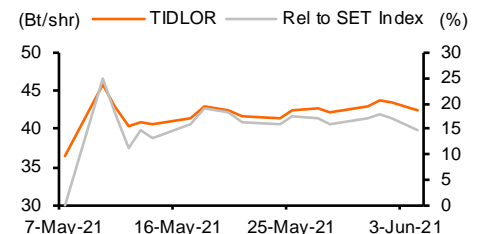
การมีธนาคารเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ TIDLOR ได้ใช้นโยบายการตั้งสำรองที่เข้มงวดมาก โดยตั้งค่าสำรอง management overlay 1 พันลบ. แม้จะคาดว่าจะปล่อยสำรองส่วนเกินเมื่อเวลาผ่านไป แต่ TIDLOR ยังคงมีอัตราส่วน loan loss coverage สูงสุดที่มากกว่า 200% บนคาดการณ์อัตราส่วน NPL ของเราที่ต่ำกว่า 1.6% ในปี 2021-23F ด้วยฐานทุนที่ใหญ่ขึ้นหลังเสนอขายหุ้น IPO และผลกระทบจาก de-leveraging อัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนของ TIDLOR จึงอยู่ในระดับต่ำเพียง 1.7 เท่า ต้นทุนทางการเงินเฉลี่ยนั้นยังต่ำที่สุดในกลุ่มฯ ที่ 3% และมีโอกาสลดลงอีก จากอันดับความน่าเชื่อถือที่ A- ล่าสุด TRIS ได้ปรับอันดับความน่าเชื่อถือของ TIDLOR ขึ้นเป็น A ซึ่งสูงที่สุดในบรรดาบริษัทไมโครไฟแนนซ์ทั้งหมด

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Pre Provision Profit	3,609	4,410	5,826	7,403
Net profit	2,416	3,296	4,359	5,299
Consensus NP	—	3,207	4,053	5,085
Diff frm cons (%)	—	2.8	7.5	4.2
Norm profit	2,416	3,296	4,359	5,299
Prev. Norm profit	—	3,296	4,359	5,299
Chg frm prev (%)	—	0.0	0.0	0.0
Norm EPS (Bt)	1.1	1.5	1.9	2.3
Norm EPS grw (%)	9.7	28.2	28.0	21.6
Norm PE (x)	37.1	28.9	22.6	18.6
P/BV (x)	7.6	4.5	3.9	3.4
Div yield (%)	na	0.7	0.9	1.6
ROE (%)	22.9	19.5	18.3	19.3
ROA (%)	4.7	5.8	6.6	7.0

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

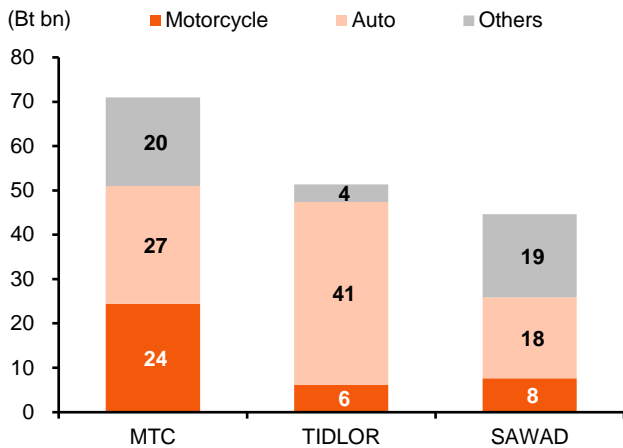
Price as of 4-Jun-21 (Bt)	42.50
Market Cap (US\$ m)	3,163.2
Listed Shares (m shares)	2,319.0
Free Float (%)	44.5
Avg Daily Turnover (US\$ m)	148.5
12M Price H/L (Bt)	45.75/40.25
Sector	Finance
Major Shareholder	Bank of Ayudhya 30%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ



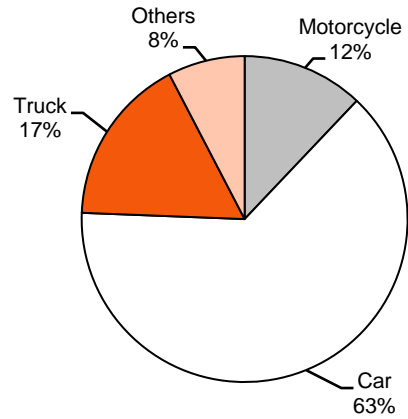
Ex 1: The 2nd Largest Loan Value As Of 2020



Source: Company data

Note: Auto = four-wheel and more vehicles; others include unsecured, land-title loans and motorcycle HP loans

Ex 2: TIDLOR's Loan Breakdown



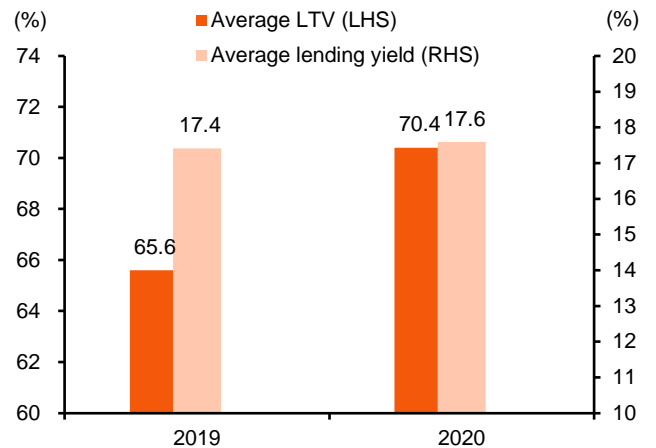
Source: Company data

Ex 3: TIDLOR's Distribution Platform

1. No. of branches	1,076.00
2. Agents (headcount)	5,132.00
3. Call centers (headcount)	519.00
- Outsourced	383.00
- In-house	136.00
4. Used-truck dealers	491.00
5. BAY's branches	638.00

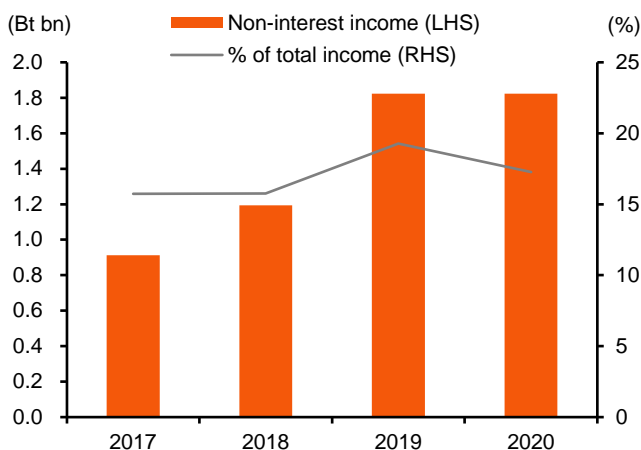
Sources: Company data

Ex 4: Average LTV And Lending Yield



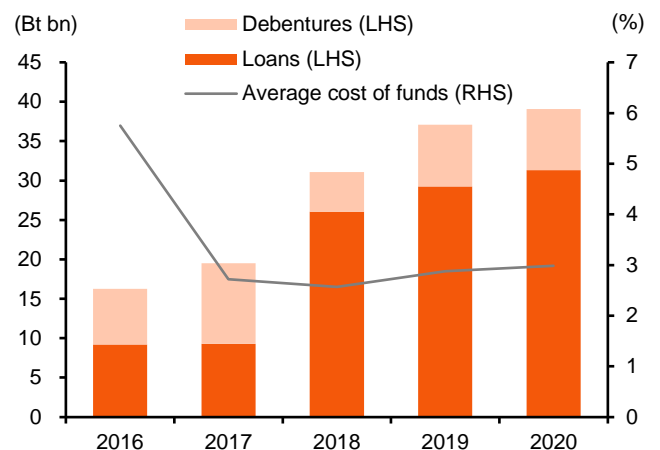
Source: Company data

Ex 5: Non-interest Income Contribution



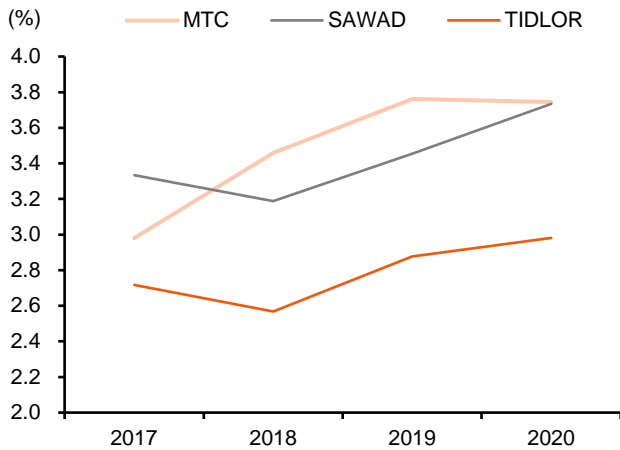
Source: Company data

Ex 6: Sources Of Funds And Average Funding Costs



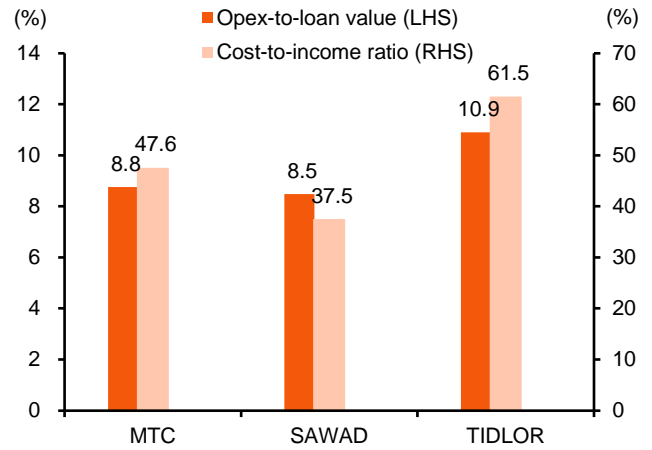
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Lowest Cost Of Funds



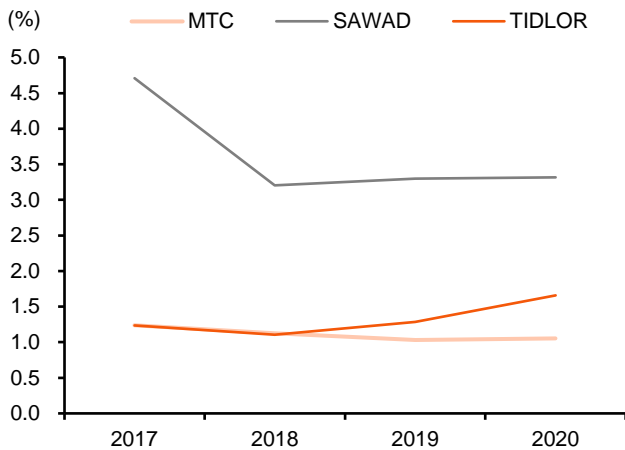
Source: Company data

Ex 8: Higher Costs On Higher IT Investment (2020)



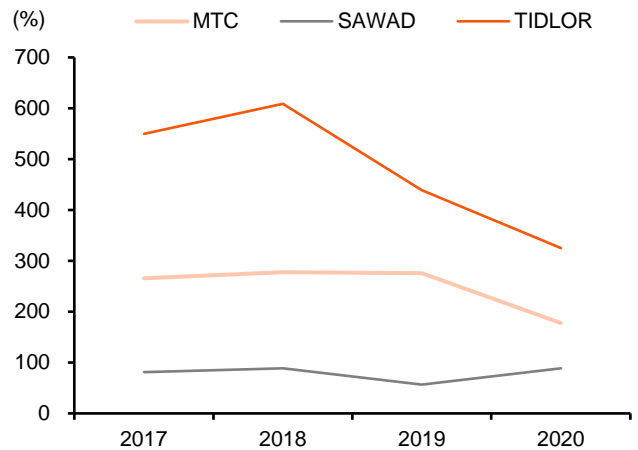
Source: Company data

Ex 9: NPL Ratio...



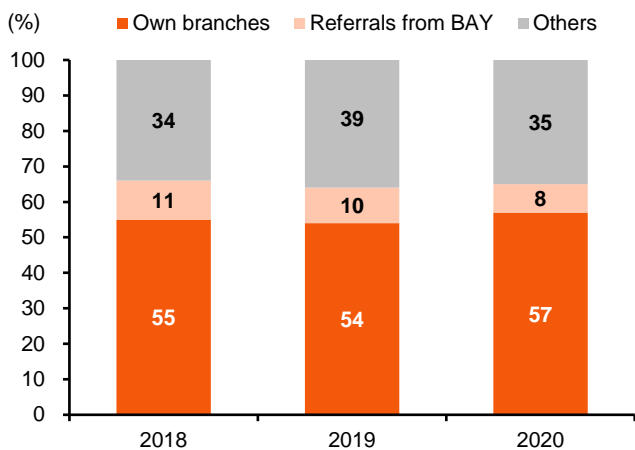
Source: Company data

Ex 10: ...And LLR Comparison



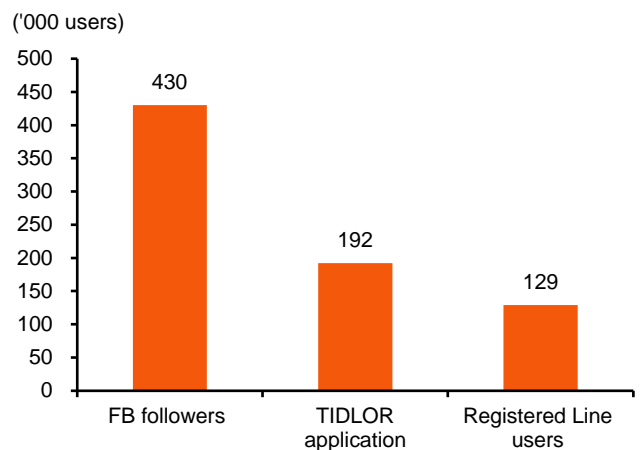
Source: Company data

Ex 11: Loan Distribution Breakdown



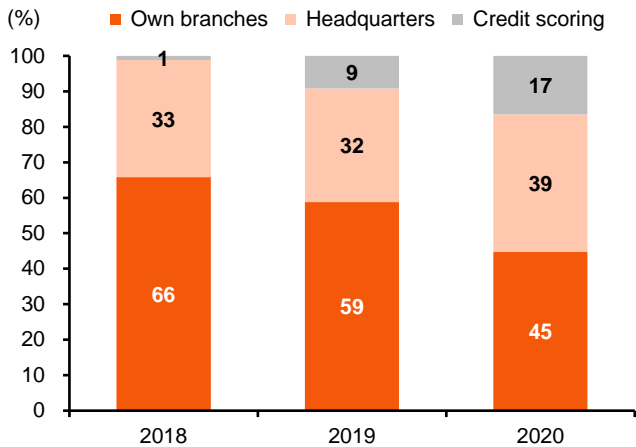
Source: Company data

Ex 12: TIDLOR's Engagement With Customers



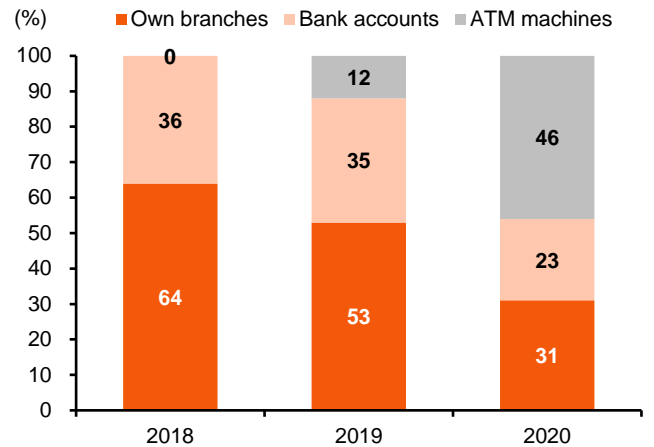
Source: Company data

Ex 13: Loan Breakdown By Approval Process



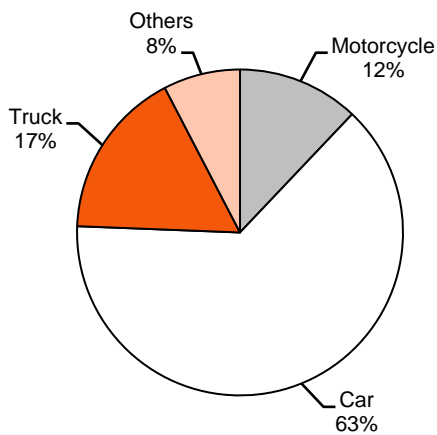
Source: Company data

Ex 14: Loan Breakdown By Disbursement



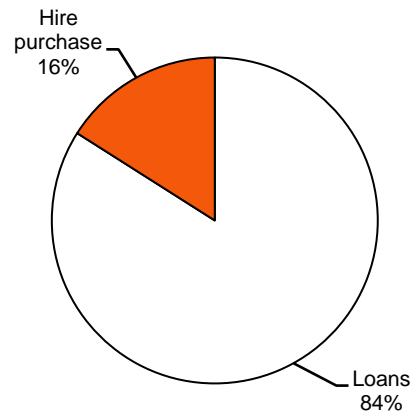
Source: Company data

Ex 15: Loan Mix By Product...



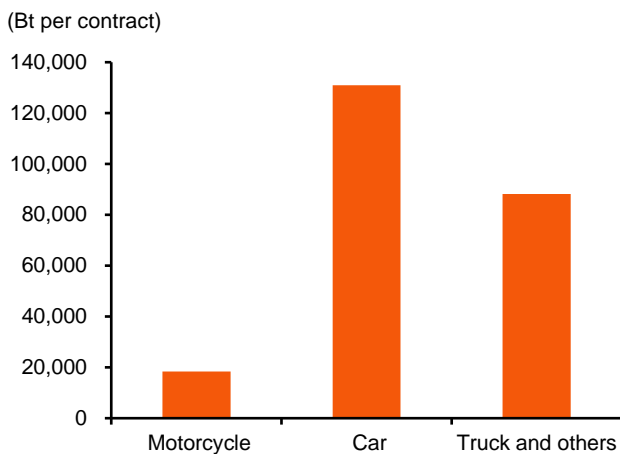
Source: Company data

Ex 16: ...By Type Of Contract



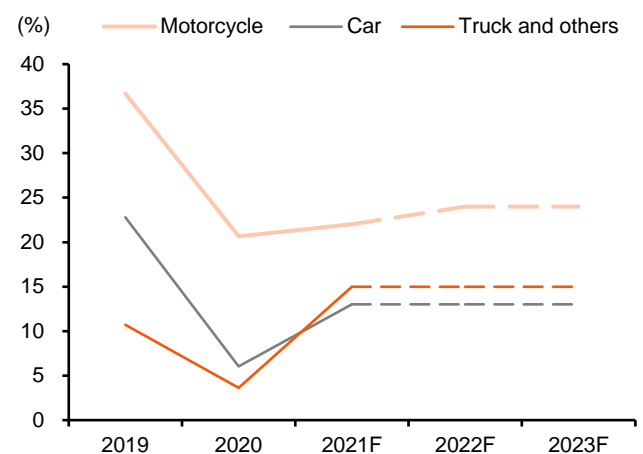
Source: Company data

Ex 17: TIDLOR's Average Loan Size



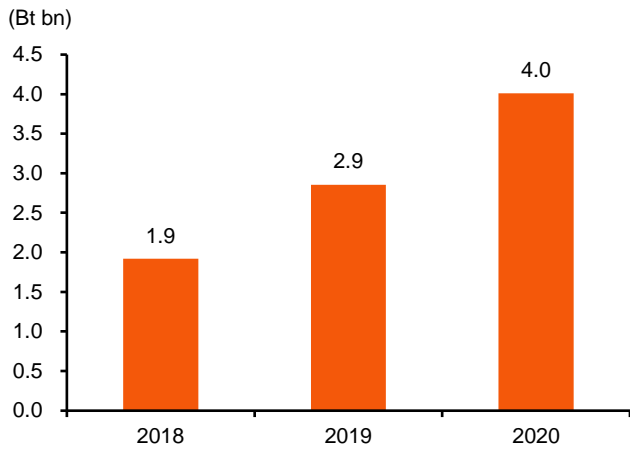
Source: Company data

Ex 18: Loan Growth By Product And Our Forecasts



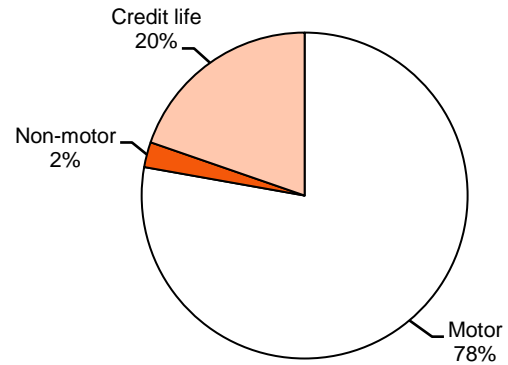
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 19: Premium Sales



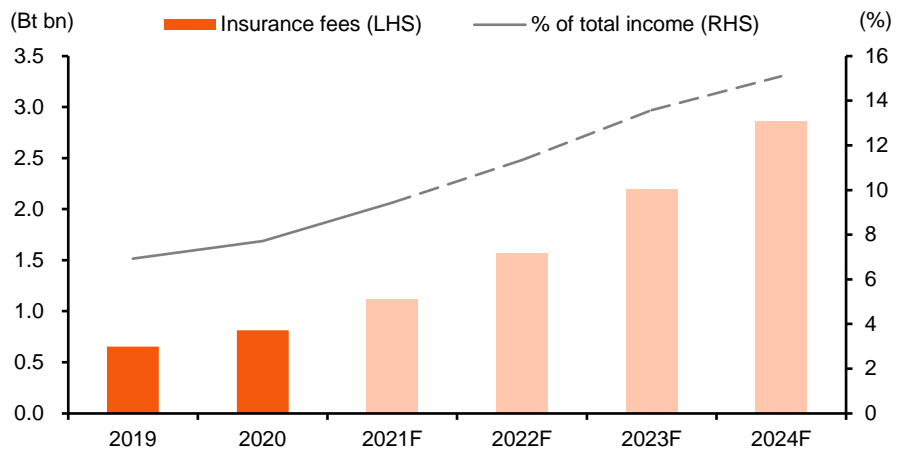
Source: Company data

Ex 20: Premium Sales Breakdown (9M20)



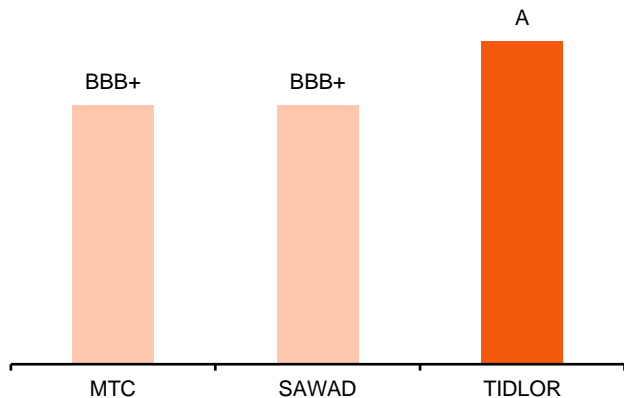
Source: Company data

Ex 21: Growing Insurance Fees



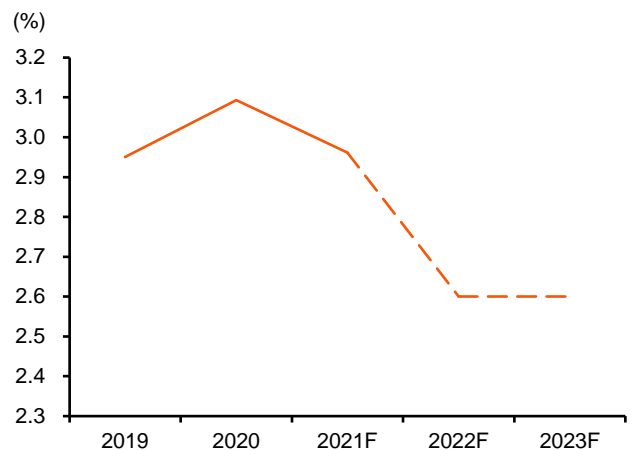
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 22: Credit Rating Comparison



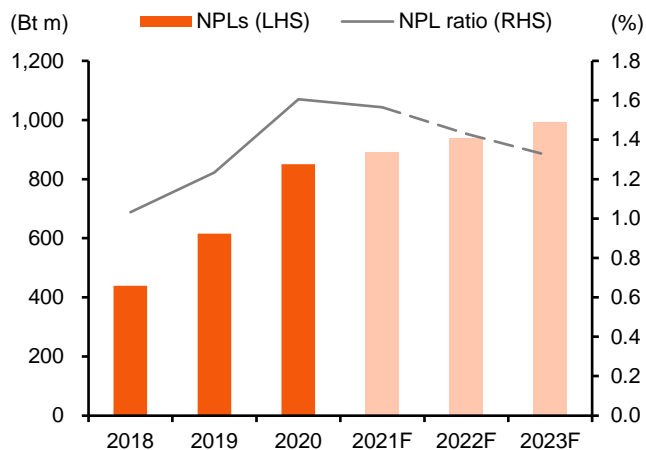
Source: Company data

Ex 23: Average Funding Costs



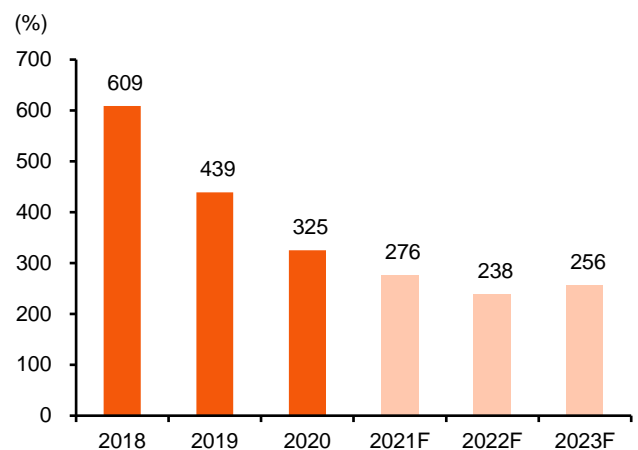
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 24: NPLs



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 25: Loan Loss Coverage



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 26: Our Key Assumptions

	2020	2021F	2022F	2023F
Loan growth (%)	6.99	14.81	14.90	15.02
Average lending yield (%)	17.59	17.62	17.58	17.54
Average cost of fund (%)	2.98	2.87	2.53	2.54
Non-interest income growth (%)	0.05	21.54	24.39	26.29
Cost to income (%)	61.53	59.21	54.72	50.90
Credit costs (%)	1.17	0.52	0.60	1.07
NPL (%)	1.60	1.56	1.43	1.32

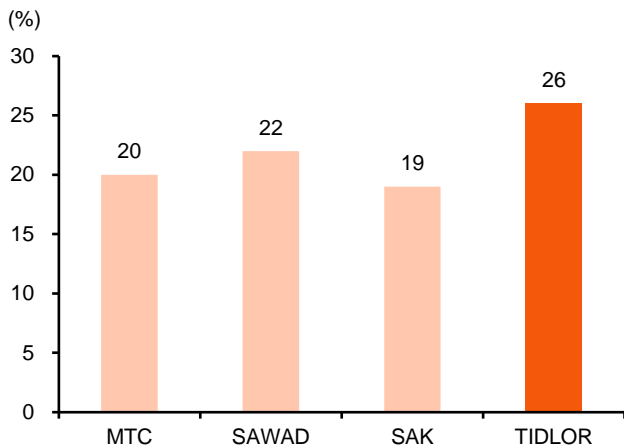
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 27: 12-month DDM-based Valuation Using A Base Year Of 2022F

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	Terminal value
Dividend of common shares	872	1,590	2,015	3,306	3,965	7,105	8,507	10,155	20,092	23,753	23,753
Dividend of preferred shares	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Dividend payment	872	1,590	2,015	3,306	3,965	7,105	8,507	10,155	20,092	23,753	255,032
Risk-free rate (%)	2.5										
Market risk premium (%)	8.0										
Beta	1.0										
WACC (%)	10.5										
Cost of equity	10.5										
Terminal growth (%)	2.0										
Equity value	122,155										
No. of shares (m)	2,319										
Equity value / share (Bt)	53.00										

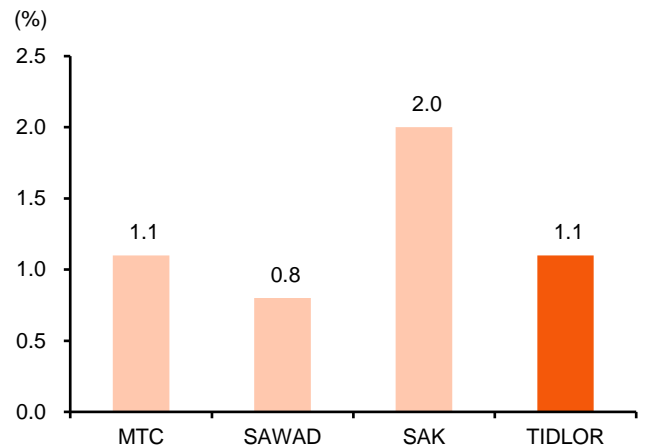
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 28: Three-year EPS CAGR Comparison



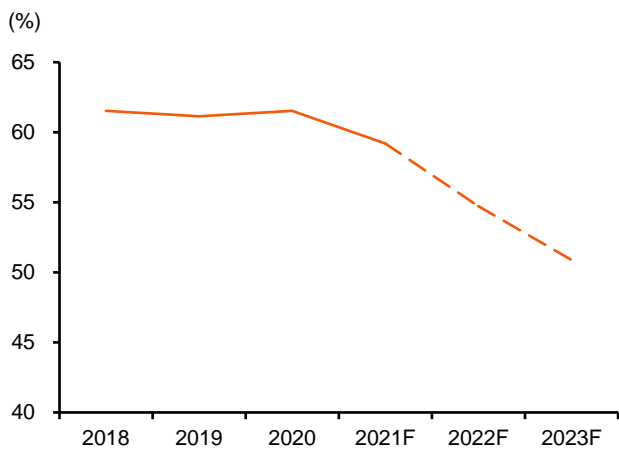
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 29: PE To Growth (PEG)



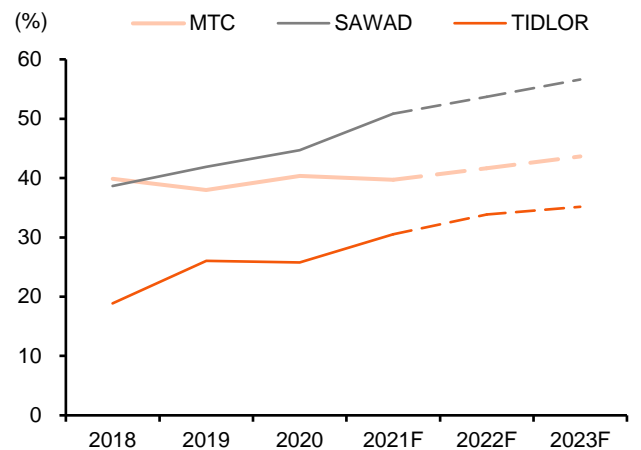
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 30: Falling Cost-To-Income Ratio



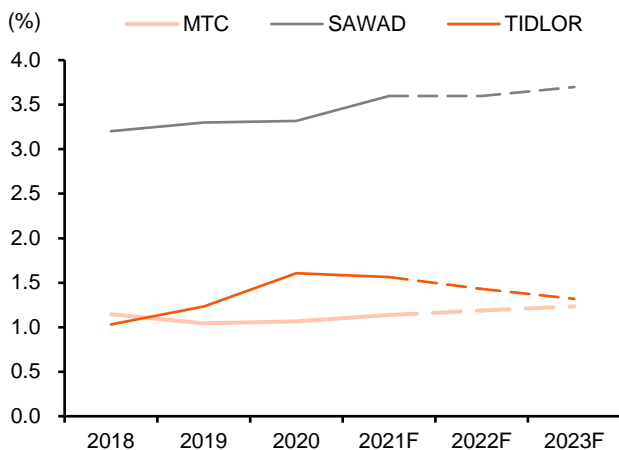
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 31: Narrowing NPM Gap



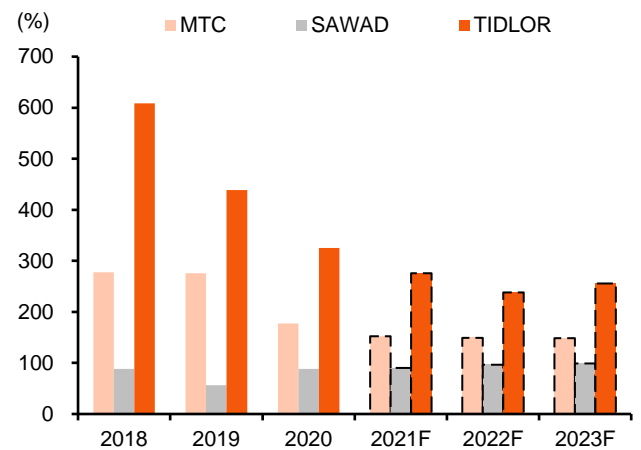
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 32: Low NPLs



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 33: With Higher Loan Loss Coverage Ratio



Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 34: 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	312.8	13.9	12.9	(1.8)	4.2	0.0	0.0
Finvolution Group	FINV US	China	470.1	14.0	1.1	0.9	0.2	0.2	24.6	21.6	5.1	5.8
Mahindra & Mahindra Fin Secs	MMFS IN	India	4.6	89.3	23.0	12.2	1.3	1.2	5.2	11.2	1.1	1.9
Bajaj Finance Ltd	BAF IN	India	3.2	82.9	79.0	43.2	10.0	8.3	13.1	20.0	0.1	0.3
Manappuram Finance Ltd	MGFL IN	India	0.7	17.2	7.9	6.7	1.9	1.5	26.5	24.8	1.8	1.8
GMO Payment Gateway Inc.	3769 JP	Japan	9.0	27.1	110.7	87.1	25.5	21.8	25.2	27.7	0.4	0.6
Infomart Corp.	2492 JP	Japan	(16.8)	87.5	247.2	131.8	18.0	16.3	8.6	14.4	0.2	0.4
Ally Financial Inc	ALLY US	US	125.8	(3.8)	8.4	8.8	1.3	1.2	16.6	14.3	1.4	1.6
World Acceptance Corp	WRLD US	US	(16.2)	(32.0)	13.5	19.9	2.8	2.7	18.7	12.4	na	na
Navient Corp	NAVI US	US	94.3	(18.8)	4.5	5.5	1.1	0.9	41.1	26.5	3.5	3.5
SLM Corp	SLM US	US	34.3	(15.3)	6.6	7.8	2.9	2.8	39.4	29.5	0.6	0.6
Amanah Leasing	AMANA TH	Thailand	16.1	23.1	17.2	14.0	3.3	2.9	20.5	22.0	2.7	3.2
Krungthai Card *	KTC TH	Thailand	12.2	16.1	31.5	27.2	7.1	6.1	24.3	24.3	1.4	1.7
Muangthai Capital *	MTC TH	Thailand	10.7	25.6	22.9	18.3	5.2	4.1	24.9	25.1	0.7	0.8
Saksiam Leasing *	SAK TH	Thailand	(10.7)	42.9	37.2	26.1	5.0	4.5	14.0	18.1	1.1	1.5
Srisawad Corporation *	SAWAD TH	Thailand	18.9	19.7	18.5	15.5	4.1	3.7	23.2	25.0	2.8	3.2
Ratchthani Leasing *	THANI TH	Thailand	(1.6)	9.0	12.2	11.2	2.1	1.9	17.4	17.7	4.9	5.4
Ngern Tid Lor *	TIDLOR TH	Thailand	28.2	28.0	28.9	22.6	4.5	3.9	19.5	18.3	0.7	0.9
Average			47.2	24.0	40.1	44.1	6.2	5.5	20.1	19.9	1.7	2.0

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates using normalized EPS growth

Based on 4 June 2021 closing price

หมายเหตุ: บริษัท ทูนอนชาต จากัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จากัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลีซซิ่ง จากัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

AIG ได้เข้าซื้อกิจการจาก Srisawad International (1991) ในปี 2007 และ AIG ถูกซื้อกิจการโดย BAY ในปี 2009 TIDLOR ได้กลายเป็นบริษัทไมโครไฟแนนซ์มีอาชีพ TIDLOR มุ่งเน้นไปที่กลุ่มที่ไม่มีบัญชีธนาคาร บริษัทใช้ช่องทางการจัดจำหน่ายหลายช่องทาง (omni) และใช้กรอบการบริหารความเสี่ยงที่คล้ายคลึงกับธนาคาร TIDLOR เป็นหนึ่งในผู้ให้บริการสินเชื่อรายย่อยเพียงไม่กี่รายที่เป็นสมาชิกและรวมข้อมูลเครดิตจากบริษัท ข้อมูลเครดิตแห่งชาติ (NCB) เพื่อวิเคราะห์โปรไฟล์ความเสี่ยงของลูกค้า สินเชื่อส่วนใหญ่ของ TIDLOR มีหลักทรัพย์ค้ำประกัน ได้แก่ สินเชื่อจำนำทะเบียนรถจักรยานยนต์ 18% สินเชื่อรถยนต์ 64% และสินเชื่อรถบรรทุก 24% และอื่นๆ บริษัท เป็นผู้ดำเนินการสินเชื่อจำนำทะเบียนรถยนต์รายใหญ่ที่สุดในประเทศไทย

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ประโยชน์จากขนาด
- แปรผันเป็นรัฐกิจ
- มีช่องทางจำหน่ายหลากหลาย (Omni channel)
- ต้นทุนทางการเงินที่ต่ำ

O — Opportunity

- ผลิตภัณฑ์สินเชื่อใหม่
- การเติบโตของธุรกิจหน้าประจักษ์
- โอกาสในการควบรวมกิจการ
- ขยายไปสู่ประเทศเพื่อนบ้าน

CONSENSUS COMPARISON

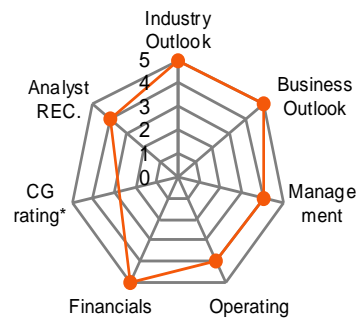
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	48.40	53.00	10%
Net profit 21F (Bt m)	3,207	3,296	3%
Net profit 22F (Bt m)	4,053	4,359	8%
Consensus REC	BUY: 5	HOLD: 0	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- เราเชื่อว่า เราคาดถึงต้นทุนทางการเงิน และค่าใช้จ่ายดำเนินงานที่น้อยลงก่อนตลาด และเราปรับมาใช้ปีฐาน 2022F ซึ่งน่าจะเป็เหตุผลที่ราคาเป้าหมายของเราจึงสูงกว่า

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * No CG Rating

Rating Scale

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

W — Weakness

- ฐานต้นทุนที่สูงกว่าคู่แข่งเนื่องจากแพลตฟอร์มที่แปลกใหม่
- Higher cost base than peers due to unconventional platform .

T — Threat

- การเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบ
- การรุกตลาดของธนาคารพาณิชย์

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- TIDLOR ไม่สามารถรักษาการเติบโตของสินเชื่อ และคุณภาพสินทรัพย์ที่แข็งแกร่ง จะเป็นความเสี่ยงที่สำคัญต่อคำแนะนำของเรา
- การเพิ่มขึ้นของอัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ของ TIDLOR และต้นทุนทางการเงินจะเป็นความเสี่ยงต่อการคาดการณ์กำไรและราคาเป้าหมายของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

Rising lending yield due to end of promotional rates in November 2020

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Interest Income	7,635	8,735	9,713	11,132	12,771
Interest Expenses	1,006	1,178	1,120	1,024	1,176
Net Interest Income	6,630	7,557	8,593	10,109	11,595
% of total income	78.4%	80.6%	79.5%	78.6%	76.9%
Fee income	1,803	1,792	2,184	2,723	3,447
% of total income	21.3%	19.1%	20.2%	21.2%	22.9%
Other income	19	32	33	34	35
% of total income	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%
Non-interest Income	1,823	1,824	2,216	2,757	3,482
% of total income	21.6%	19.4%	20.5%	21.4%	23.1%
Total Income	8,452	9,381	10,810	12,866	15,077
Operating Expenses	5,168	5,772	6,400	7,040	7,674
Pre-provisioning Profit	3,284	3,609	4,410	5,826	7,403
Bad debt expenses	531	582	289	377	779
Pre-tax Profit	2,753	3,027	4,120	5,448	6,624
Income Tax	551	611	824	1,090	1,325
After Tax Profit	2,202	2,416	3,296	4,359	5,299
Equity Income	0	0	0	0	0
Minority Interest	0	0	0	0	0
Extraordinary Items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	2,202	2,416	3,296	4,359	5,299
Normalized Profit	2,202	2,416	3,296	4,359	5,299
EPS (Bt)	1.0	1.1	1.5	1.9	2.3
Normalized EPS (Bt)	1.0	1.1	1.5	1.9	2.3

BALANCE SHEET

Growing loans in all segments

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Cash and ST investments	446	1,265	1,000	1,000	1,000
Other current assets	697	700	664	689	714
Total current assets	1,143	1,965	1,664	1,689	1,714
Gross loans & accr. interest	49,947	52,973	57,050	65,553	75,397
Provisions	2,702	2,763	2,463	2,231	2,542
Net loans	45,277	48,568	56,472	65,488	75,345
Property Foreclosed - net	79	76	73	207	221
Right of use	618	1,302	1,408	1,476	1,536
Other assets	1,293	1,424	1,450	1,460	1,470
Total assets	48,411	53,336	61,066	70,321	80,287
Short term borrow ing	17,405	10,558	8,567	11,177	12,941
Other current payables	1,484	1,381	1,000	1,100	1,200
Other current liabilities	371	658	1,095	1,149	1,201
Long term borrow ing	19,688	28,507	28,000	31,000	35,340
Total borrow ings	37,093	39,065	36,567	42,177	48,281
Other L-T liabilities	73	437	873	915	952
Minority interest	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	9,346	11,749	22,067	25,540	29,236
Total Liab. & Equity	48,411	53,336	61,066	70,321	80,287

Sources: Company data, Thanachart estimates

VALUATION

Premium valuation is justified in our view

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	40.7	37.1	28.9	22.6	18.6
Normalized PE - at target price (x)	50.7	46.2	36.1	28.2	23.2
PE (x)	40.7	37.1	28.9	22.6	18.6
PE - at target price (x)	50.7	46.2	36.1	28.2	23.2
P/PPP (x)	27.3	24.8	21.6	16.9	13.3
P/PPP - at target price (x)	34.0	31.0	27.0	21.1	16.6
P/BV (x)	1.0	7.6	4.5	3.9	3.4
P/BV - at target price (x)	1.2	9.5	5.6	4.8	4.2
Dividend yield (%)	3.3	na	0.7	0.9	1.6
Normalized EPS (Bt)	1.0	1.1	1.5	1.9	2.3
EPS (Bt)	1.0	1.1	1.5	1.9	2.3
DPS (Bt)	1.4	0.0	0.3	0.4	0.7
PPP/Share (Bt)	1.6	1.7	2.0	2.5	3.2
BV/share (Bt)	44.3	5.6	9.5	11.0	12.6
P/BV to ROE (x)	0.0	0.3	0.2	0.2	0.2

FINANCIAL RATIOS

Enjoying operating and financial leverage effects

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate (%)					
Net interest income (NII)	15.9	14.0	13.7	17.6	14.7
Non-interest income (Non-II)	52.8	0.1	21.5	24.4	26.3
Operating expenses	21.5	11.7	10.9	10.0	9.0
Pre-provisioning profit (PPP)	23.4	9.9	22.2	32.1	27.1
Net profit	68.6	9.7	36.4	32.2	21.6
Normalized profit growth	68.6	9.7	36.4	32.2	21.6
EPS	68.6	9.7	28.2	28.0	21.6
Normalized EPS	68.6	9.7	28.2	28.0	21.6
Dividend payout ratio	13.6	0.0	20.0	20.0	30.0
Loan - gross	17.3	6.1	7.7	14.9	15.0
Loan - net	22.2	7.3	16.3	16.0	15.1
Borrowings	19.4	5.3	(6.4)	15.3	14.5
NPLs	40.2	38.0	5.0	5.0	6.0
Total assets	20.8	10.2	14.5	15.2	14.2
Total equity	27.2	25.7	87.8	15.7	14.5
Operating Ratios (%)					
Net interest margin (NIM)	15.0	14.7	15.0	15.4	15.4
Net interest spread	14.5	14.5	14.7	15.0	14.9
Yield on earnings assets	17.2	17.4	17.4	17.4	17.4
Avg cost of fund	2.8	3.0	2.9	2.5	2.5
NII / operating income	78.4	80.6	79.5	78.6	76.9
Non-II / operating income	21.6	19.4	20.5	21.4	23.1
Fee Income / Opt Income	21.3	19.1	20.2	21.2	22.9
Norm Net Margin	26.0	25.8	30.5	33.9	35.1
Cost-to-income	61.1	61.5	59.2	54.7	50.9
Credit cost - provision exp / loans	1.2	1.2	0.5	0.6	1.1
PPP / total assets	7.4	7.1	7.7	8.9	9.8
PPP / total equity	39.4	34.2	26.1	24.5	27.0
Avg assets/avg equity (leverage)	5.3	4.8	3.4	2.8	2.7
ROA	5.0	4.7	5.8	6.6	7.0
ROE	26.4	22.9	19.5	18.3	19.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

	FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
	Liquidity and Quality Ratio (%)					
<i>Superior balance sheet</i>	Gross Loan / Borrow ings	134.7	135.6	156.0	155.4	156.2
	Net Loan / Borrow ings	122.1	124.3	154.4	155.3	156.1
	Net Loan / Assets	93.5	91.1	92.5	93.1	93.8
	Net Loan / Equity	484.5	413.4	255.9	256.4	257.7
	S-T / L-T Borrow ings	46.9	27.0	23.4	26.5	26.8
	Borrow ings / Liabilities	95.0	93.9	93.8	94.2	94.6
	Interest-bearing Debt / Equity	412.8	344.3	170.2	169.4	169.2
	Liabilities / Equity	418.0	354.0	176.7	175.3	174.6
	Equity/ Gross loans	18.7	22.2	38.7	39.0	38.8
	NPLs (Bt m)	615.7	849.9	892.4	937.1	993.3
	NPLs / Total Loans (NPL Ratio)	1.2	1.6	1.6	1.4	1.3
	Loan-Loss-Coverage (Provision / NPLs)	438.8	325.1	276.0	238.1	256.0

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 71 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVA16C2107A, AEON16C2108A, AOT16C2109A, AOT16C2106A, BAM16C2107A, BANP16C2109A, BANP16C2107A, BBL16C2106A, BCH16C2109A, BDMS16C2109A, BDMS16C2107A, BH16C2109A, BPP16C2106A, CBG16C2109B, CBG16C2109A, CBG16C2109A, CBG16C2108A, COM716C2107A, CPAL16C2109A, CPAL16C2106A, CPF16C2108A, CPF16C2107A, CPN16C2109A, DELT16C2109A, DELT16C2108A, EA16C2108A, EA16C2107A, EPG16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2106A, GULF16C2107A, GUNK16C2108A, HANA16C2107A, IRPC16C2108A, IVL16C2107A, KBAN16C2109A, KBAN16C2108A, KBAN16C2107A, KCE16C2109A, IVL16C2109A, KCE16C2106A, KTC16C2106A, MINT16C2109A, MINT16C2107A, MTC16C2109A, MTC16C2108A, OR16C2109A, OR16C2108A, OR16C2106A, OR16C2107A, PRM16C2109A, PTG16C2109A, PTG16C2107A, PTT16C2109A, PTT16C2109A, PTTG16C2108A, RS16C2109A, RS16C2108A, S5016C2109A, S5016P2109A, S5016P2109A, S5016C2109A, S5016C2106B, S5016P2106C, S5016C2106A, S5016P2106A, S5016P2106B, SAWA16C2107A, SCB16C2106A, SCGP16C2109A, SCGP16C2107A, STA16C2107A, TASC16C2109A, TASC16C2107A, TQM16C2108A (underlying securities are ADVANC, AEONTS, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BDMS, BGRIM, BH, BPP, CBG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, EA, EPG, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, KBANK, KCE, KKP, KTC, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTGC, RS, SAWAD, SCB, SET50, TASCQ, TQM). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อย่างต่อเนื่องดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

บริษัทธนชาติ 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)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หม่อศิริวิไลซ์ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอศวีณี ไตรรงค์ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

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

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิจารุณ, 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 บุณนาค
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
รตา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน
สรัชดา ศรทรง
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 จิตกุลศล
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
sunet.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