

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 24.00 (Unchanged)

Upside : 27.7%

15 SEPTEMBER 2021

Bangkok Com. Asset Pcl (BAM TB)

ฟันตัวแข็งแกร่ง



SARACHADA SORNSONG

662 - 779 9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

BAM บรรลุเป้าหมายการเรียกเก็บหนี้ แม้จะมีการลืกดาวหนี้ และหยุดการดำเนินงานของกรมบังคับคดี และการขายทอดตลาดในพื้นที่สีแดง ด้วยการคลายลืกดาวหนี้ตั้งแต่ก.ย. เราจึงปรับประมาณการขึ้น และคาดว่ากำไรจะฟันตัวดีที่ 32% ต่อปี ในปี 2021-23F เรามองว่า **BAM** น่าสนใจ ซื้อขายที่กรอบล่างของ valuation แนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมาย 24 บาท

การเรียกเก็บหนี้ดีกว่าคาด...

แม้ว่าเศรษฐกิจจะอ่อนตัวลงท่ามกลางมาตรการลืกดาวหนี้ในพื้นที่สีแดง แต่ **BAM** สามารถบรรลุเป้าหมายการเรียกเก็บเงินสดที่ 7.2 พันลบ. ใน 1H21 การเรียกเก็บหนี้ดีกว่าคาดมาจากฝั่งของ **NPA** ขณะที่การเรียกเก็บจาก **NPL** ต่ำกว่าเป้าหมาย 8% เราเชื่อว่ามีการเรียกเก็บจาก **NPA** ที่ประสบความสำเร็จได้แรงหนุนหลักจากกลยุทธ์ด้านราคาในเชิงรุกของ **BAM** ราคาขายเฉลี่ยลดลงเหลือ 87% ของราคาประเมิน เทียบกับ 91% ใน 1Q21 ซึ่งเป็นผลบวกสุทธิ เนื่องจากการเรียกเก็บหนี้ที่เพิ่มขึ้นทำให้กระแสเงินสดดีขึ้น และผลกระทบจากการลดภาระหนี้ที่มากขึ้น อันที่จริง อัตรากำไรสุทธิของ **BAM** นั้นดีกว่าระดับ 11% ใน 1Q21

...สมมติให้บรรลุเพียง 85% ของเป้าหมายใน 2H21F

แม้จะมีมาตรการลืกดาวหนี้ที่เข้มงวดขึ้นในช่วงเดือนก.ค.ถึงเดือนส.ค. แต่อัตราการเรียกเก็บของ **BAM** เป็นไปตามเป้าหมายใน 3Q21 ที่ 4.24 พันลบ. การเรียกเก็บของ **NPA** ยังคงทำได้ดีกว่า **NPL** เนื่องจากการคลายลืกดาวหนี้ตั้งแต่เดือนนี้ และการกลับมาดำเนินงานของกรมบังคับคดี (LED) และขายทอดตลาดทั่วประเทศอีกครั้ง **BAM** จึงน่าจะสามารถเร่งปิดคดีที่เหลือที่กรมบังคับคดีได้ เป้าหมายของบริษัท คือการบรรลุเป้าหมายการเรียกเก็บเงินสดจำนวน 17.5 พันลบ. ซึ่งหมายถึงการเพิ่มขึ้น 43% h-h ใน 2H21 เราเห็นด้วยว่ามีแนวโน้มดีขึ้น แต่เลือกที่จะประเมินอย่างระมัดระวัง และสมมติให้บรรลุเพียง 85% ของเป้าหมายใน 2H21 ถึงกระนั้น เรายังคงต้องปรับเพิ่มประมาณการกำไรขึ้น 16% ในปี 2021F และ 11% ในปี 2022F การปรับลดกำไรในปี 2023F เนื่องจากเราคาดว่ากำไรสุทธิของ **BAM** จะลดลง เนื่องจากธนาคารเลือกที่จะปรับโครงสร้างหนี้เสียเองและอัตราภาษีที่สูงขึ้น

หันไปให้ความสำคัญกับ asset light strategy

การซื้อ **NPL** ของ **BAM** นั้นน้อยมากที่ระดับน้อยกว่า 1 พันลบ. ใน 1H21 เทียบกับเป้าหมายที่ 9 พันลบ. ในปีนี้ การชะลอตัวนั้นเกิดจากราคาที่ไม่น่าสนใจ ในขณะที่ธนาคารต่างๆ เลือกที่จะดำเนินแผนการปรับโครงสร้างหนี้ และแก้ปัญหา **NPLs** เอง เนื่องจากมี backlogs จำนวนมาก และตำแหน่งผู้นำ **BAM** จึงตั้งใจที่จะไม่เพิ่มราคาประมูลในเชิงรุก แต่คาดว่าจะลงทุนมากขึ้นใน 2H21 เราเชื่อว่าสิ่งแรกที่ **BAM** ให้ความสำคัญ คือ การลดระยะเวลาการคืนทุนของสินทรัพย์เพื่อเพิ่มผลตอบแทน บริษัทฯ อยู่ระหว่างการจัดตั้งบริษัทร่วมทุนกับธนาคารพาณิชย์ โดยที่ **BAM** จะได้ค่าธรรมเนียมการบริหารจัดการ และแบ่งปันผลกำไรของกิจการร่วมทุน

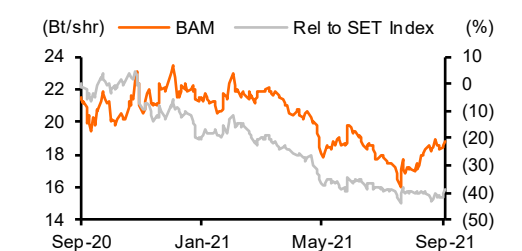
คงคำแนะนำ "ซื้อ"

เนื่องจากไม่มีการรับรู้รายได้ **NPA**s รายใหญ่ 450 ลบ. เราจึงคาดว่าจะมีกำไรราว 552 ลบ. ใน 3Q21F ลดลง 30% q-q แต่เติบโต 85% y-y กำไรน่าจะเร่งตัวขึ้นใน 4Q21F อันเนื่องมาจากการเปิดประเทศใหม่ และมี backlog ที่ดี การซื้อขายที่กรอบล่างของ valuation ขณะที่มีการฟันตัวของกำไรที่แข็งแกร่ง เรามองว่า **BAM** น่าสนใจมาก ด้วยมี upside อยู่ 28% จากราคาเป้าหมาย 24 บาทของเรา และให้อัตราผลตอบแทนปันผลที่ 3% เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ"

COMPANY VALUATION

| Y/E Dec (Bt m) | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
|----------------------|--------|-------|-------|-------|
| Pre Provision Profit | 7,395 | 7,836 | 8,417 | 9,380 |
| Net profit | 1,841 | 2,397 | 2,867 | 4,200 |
| Consensus NP | — | 2,316 | 3,094 | 3,676 |
| Diff frm cons (%) | — | 3.5 | (7.4) | 14.2 |
| Norm profit | 1,841 | 2,397 | 2,867 | 4,200 |
| Prev. Norm profit | — | 2,069 | 2,581 | 4,636 |
| Chg frm prev (%) | — | 15.8 | 11.1 | (9.4) |
| Norm EPS (Bt) | 0.6 | 0.7 | 0.9 | 1.3 |
| Norm EPS grw (%) | (84.4) | 30.2 | 19.6 | 46.5 |
| Norm PE (x) | 33.0 | 25.4 | 21.2 | 14.5 |
| P/BV (x) | 1.5 | 1.4 | 1.4 | 1.3 |
| Div yield (%) | 2.7 | 2.6 | 2.8 | 4.1 |
| ROE (%) | 4.4 | 5.7 | 6.6 | 9.4 |
| ROA (%) | 1.5 | 1.8 | 2.1 | 2.9 |

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

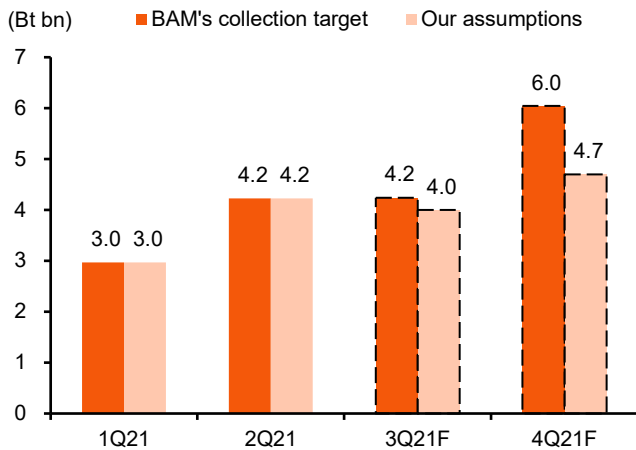
| | |
|------------------------------|-------------|
| Price: as of 15-Sep-21 (Bt) | 18.80 |
| Market Cap (US\$ m) | 1,848 |
| Listed Shares (m shares) | 3,232.0 |
| Free Float (%) | 54.2 |
| Avg. Daily Turnover (US\$ m) | 9.72 |
| 12M Price H/L (Bt) | 23.50/16.00 |
| Sector | Finance |
| Major Shareholder | FIDF 45.79% |

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

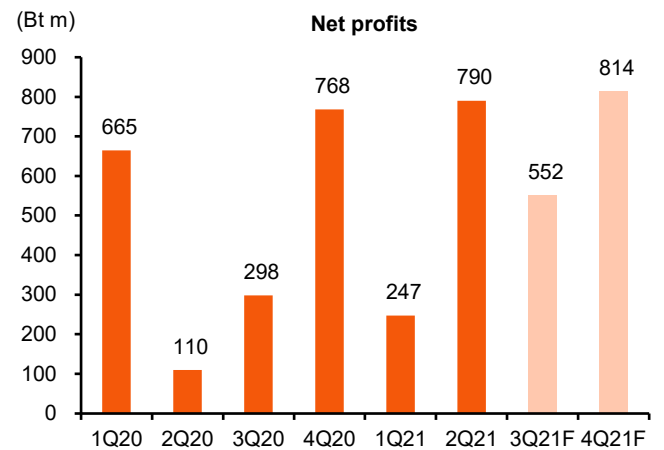
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าเชื่อถือได้ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



Ex 1: BAM's Cash Collection Target Vs. Our Assumptions

Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 2: Clear Earnings Recovery

Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 3: Earnings Revisions

| | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
|----------------------------------|-------|-------|---------|---------|---------|
| Net profits (Bt bn) | | | | | |
| - New | 10.68 | 1.84 | 2.40 | 2.87 | 4.20 |
| - Old | | | 2.07 | 2.58 | 4.64 |
| - Change (%) | | | 15.85 | 11.08 | (9.42) |
| Cash collections (Bt bn) | | | | | |
| - New | 19.73 | 13.13 | 15.84 | 17.98 | 20.49 |
| - Old | | | 13.28 | 15.48 | 19.66 |
| - Change (%) | | | 19.34 | 16.10 | 4.25 |
| NPL purchases (Bt bn) | | | | | |
| - New | 12.81 | 10.60 | 4.00 | 6.00 | 7.00 |
| - Old | | | 7.00 | 7.21 | 7.43 |
| - Change (%) | | | (42.86) | (16.78) | (5.74) |
| Operating expenses (Bt m) | | | | | |
| - New | 3.76 | 2.66 | 2.57 | 2.64 | 2.66 |
| - Old | | | 2.89 | 2.99 | 3.05 |
| - Change (%) | | | (11.01) | (11.69) | (12.84) |
| DPS (Bt/share) | | | | | |
| - New | 1.05 | 0.51 | 0.50 | 0.53 | 0.78 |
| - Old | | | 0.38 | 0.48 | 0.86 |
| - Change (%) | | | 29.37 | 11.08 | (9.42) |

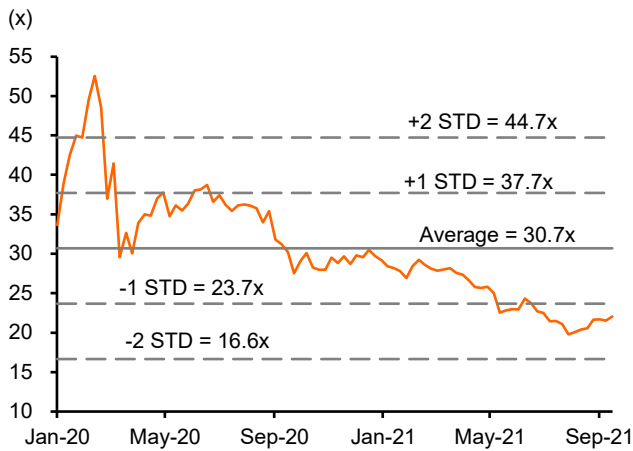
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: 12-month DDM-based TP Calculation Using A Base Year Of 2022F

| (Bt m) | 2022F | 2023F | 2024F | 2025F | 2026F | 2027F | 2028F | 2029F | 2030F | 2031F | Terminal Value |
|----------------------------------|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|----------------|
| Dividend of common shares | 1,720 | 2,520 | 2,873 | 3,850 | 4,502 | 5,315 | 6,310 | 7,543 | 9,012 | 12,186 | 12,186 |
| Dividend of preferred shares | — | — | — | — | — | — | — | — | — | — | — |
| Dividend payment | 1,720 | 2,520 | 2,873 | 3,850 | 4,502 | 5,315 | 6,310 | 7,543 | 9,012 | 12,186 | 146,231 |
| 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 | 77,097 | | | | | | | | | | |
| No. of shares (m) | 3,232 | | | | | | | | | | |
| Equity value / share (Bt) | 24.00 | | | | | | | | | | |

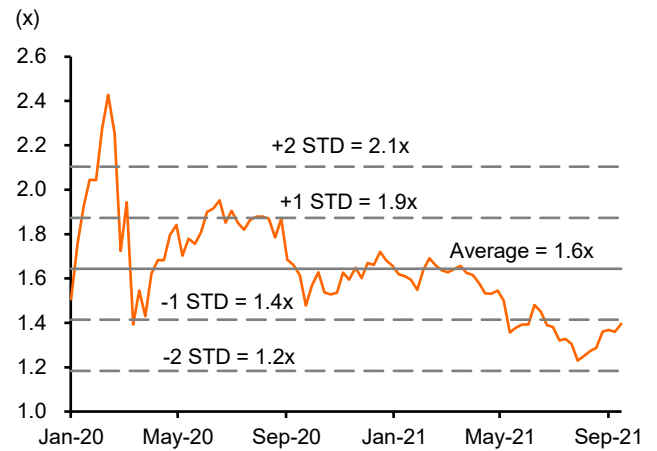
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: PE STD



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 6: P/BV STD



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 7: Valuation Comparison With Global Peers

| Name | BBG Code | Country | EPS growth | | — PE — | | — P/BV — | | — ROE — | | — Div. Yield — | |
|-------------------------------|----------|----------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|-------------|-------------|----------------|------------|
| | | | 21F (%) | 22F (%) | 21F (x) | 22F (x) | 21F (x) | 22F (x) | 21F (%) | 22F (%) | 21F (%) | 22F (%) |
| China Cinda Asset Management | 1359 HK | China | 6.3 | 9.4 | 4.2 | 3.9 | 0.3 | 0.3 | 7.9 | 7.8 | 7.4 | 8.1 |
| Cohen & Steers Inc. | CNS US | US | 128.1 | 12.3 | 23.3 | 20.8 | na | na | 87.2 | 76.8 | 2.7 | 3.4 |
| Legg Mason Inc. | LM US | US | 12.4 | 13.7 | na | na | na | na | 7.5 | 7.8 | na | na |
| Federated Hermes Inc. | FHI US | US | (13.1) | 11.7 | 11.1 | 9.9 | 2.6 | 2.6 | 23.6 | 24.1 | 3.5 | 3.6 |
| Artisan Partners Asset MA -A | APAM US | US | 50.4 | 8.1 | 9.9 | 9.2 | na | na | na | na | 9.4 | 10.0 |
| Affiliated Managers Group | AMG US | US | 295.4 | 15.5 | 9.2 | 8.0 | 2.5 | 2.4 | 22.6 | 23.4 | 0.0 | 0.2 |
| Waddell & Reed Financial -A | WDR US | US | 79.6 | 5.7 | na | na | na | na | na | na | na | na |
| Eaton Vance Corp | EV US | US | 180.4 | 16.8 | na | na | na | na | 41.8 | 53.1 | na | na |
| Azimut Holding SPA | AZM IM | Italy | (2.1) | (8.2) | 8.9 | 9.7 | 3.2 | 2.7 | 37.3 | 28.7 | 4.5 | 4.7 |
| Fiera Capital Corp | FSZ CN | Canada | na | 5.3 | 7.6 | 7.2 | 2.6 | 2.5 | 40.8 | na | 8.0 | 8.1 |
| Bangkok Commercial Asset Mgt. | BAM TB * | Thailand | 30.2 | 19.6 | 25.4 | 21.2 | 1.4 | 1.4 | 5.7 | 6.6 | 2.6 | 2.8 |
| Chayo Group | CHAYO TB | Thailand | 30.8 | 33.3 | 49.6 | 37.2 | 5.0 | 4.0 | 13.7 | 12.8 | 0.5 | 0.7 |
| JMT Network Services | JMT TB | Thailand | 12.4 | 27.8 | 37.5 | 29.4 | 6.6 | 5.0 | 16.8 | 19.3 | 1.3 | 1.6 |
| Average | | | 67.6 | 13.1 | 18.7 | 15.6 | 3.0 | 2.6 | 27.7 | 26.1 | 4.0 | 4.3 |

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates , using Thanachart normalized EPS

Based on 15 Sep 2021 closing prices

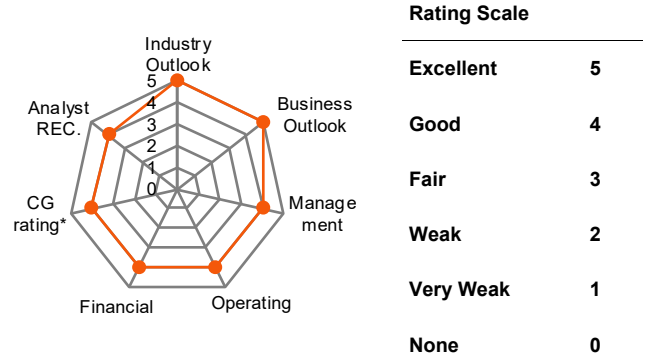
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

BAM ก่อตั้งขึ้นในปี 1998 ภายใต้แผนพัฒนาสถาบันการเงินของกระทรวงการคลัง หน้าที่ของ BAM คือการเข้าซื้อและบริหารจัดการสินทรัพย์ด้วยคุณภาพจากธนาคารกรุงเทพ พาณิชยการ จำกัด มหาชน ("BBC") ต่อมาบริษัทฯ ได้รับการอนุมัติจากธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) ให้ดำเนินการภายใต้บรรษัทบริหารสินทรัพย์สถาบันการเงินในปี 2001 เพื่อบริหารสินทรัพย์ด้วยคุณภาพของสถาบันการเงินอื่น ปัจจุบัน BAM เป็นบริษัทบริหารสินทรัพย์ (AMC) ที่ใหญ่ที่สุดในประเทศไทย โดยมีสินทรัพย์ภายใต้การบริหาร รวม 1.07 แสนล.บ. ณ ปี 2020

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีประสบการณ์ในธุรกิจมากกว่า 20 ปี
- ได้เปรียบจากขนาด
- มีอำนาจต่อรอง

O — Opportunity

การเข้าซื้อสินทรัพย์

W — Weakness

- เป็นธุรกิจที่ใช้เงินลงทุนสูง และมีระยะเวลาคืนทุนนาน
- กำไรบันทึกเป็นก้อน เนื่องจากรายได้ส่วนใหญ่มาจากกำไรจากการขายสินทรัพย์

T — Threat

- การขายสินทรัพย์ที่น้อยลง เนื่องจากธนาคารกำลังปรับโครงสร้างการบริหารจัดการภายใน
- การเปลี่ยนแปลงมาตรฐานบัญชี

CONSENSUS COMPARISON

| | Consensus | Thanachart | Diff |
|-----------------------|-----------|------------|---------|
| Target price (Bt) | 21.17 | 24.00 | 13% |
| Net profit 21F (Bt m) | 2,316 | 2,397 | 3% |
| Net profit 22F (Bt m) | 3,094 | 2,867 | -7% |
| Consensus REC | BUY: 10 | HOLD: 1 | SELL: 2 |

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- เรามองว่ากำไรจะฟื้นตัวเช่นเดียวกับตลาด
- แต่ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่า เนื่องจากมองบวกมากขึ้นต่อระยะเวลาดำเนินการของ BAM ซึ่งทำให้มีการเรียกเก็บและกำไรที่สูงขึ้นในระยะกลางถึงยาว

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หาก BAM ขาย NPL และ NPA น้อยกว่าที่คาด จะเป็นความเสี่ยงอย่างมีนัยสำคัญต่อประมาณการและราคาเป้าหมายของเรา
- ต้นทุนการดำเนินงานที่สูงกว่าคาด เป็นอีกความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

| | FY ending Dec (Bt m) | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
|------------------------------|-------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <i>Improving collections</i> | Interest Income | 9,140 | 9,946 | 9,304 | 9,632 | 10,097 |
| | Interest Expenses | 2,132 | 2,391 | 2,557 | 2,636 | 2,571 |
| | Net Interest Income | 7,007 | 7,555 | 6,747 | 6,996 | 7,526 |
| | % of total income | 69.4% | 75.2% | 64.9% | 63.2% | 62.5% |
| | Gain on sale of properties for sale | 2,907 | 2,015 | 2,904 | 3,125 | 3,373 |
| | Gain on installment sales | 94 | 404 | 667 | 846 | 1,040 |
| | Gain on investments | 4 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | Others | 92 | 79 | 87 | 95 | 101 |
| | Non-interest Income | 3,096 | 2,498 | 3,657 | 4,066 | 4,514 |
| | % of total income | 30.6% | 24.8% | 35.1% | 36.8% | 37.5% |
| | Total Income | 10,104 | 10,053 | 10,404 | 11,061 | 12,040 |
| | Operating Expenses | 3,757 | 2,658 | 2,569 | 2,644 | 2,660 |
| | Pre-provisioning Profit | 6,347 | 7,395 | 7,836 | 8,417 | 9,380 |
| | Provisions | 135 | 5,199 | 4,840 | 4,834 | 4,130 |
| | Pre-tax Profit | 6,212 | 2,196 | 2,996 | 3,583 | 5,250 |
| | Income Tax | (4,467) | 355 | 599 | 717 | 1,050 |
| | After Tax Profit | 10,679 | 1,841 | 2,397 | 2,867 | 4,200 |
| | Equity Income | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | Minority Interest | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | Extraordinary Items | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | NET PROFIT | 10,679 | 1,841 | 2,397 | 2,867 | 4,200 |
| | Normalized Profit | 10,679 | 1,841 | 2,397 | 2,867 | 4,200 |
| | EPS (Bt) | 3.7 | 0.6 | 0.7 | 0.9 | 1.3 |
| | Normalized EPS (Bt) | 3.7 | 0.6 | 0.7 | 0.9 | 1.3 |

BALANCE SHEET

| | FY ending Dec (Bt m) | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
|----------------------------|--------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | ASSETS: | | | | | |
| | Liquid Items | 1,454 | 8,164 | 1,474 | 1,528 | 1,583 |
| <i>Lower loan purchase</i> | Cash and ST investments | 1,454 | 8,164 | 1,474 | 1,528 | 1,583 |
| | Securities under resale agreement | 649 | 728 | 2,544 | 3,421 | 4,265 |
| | Net loan purchased | 77,375 | 77,726 | 76,508 | 77,340 | 78,615 |
| | Properties for sales-net | 23,899 | 28,078 | 36,533 | 38,790 | 42,611 |
| | property for sales - gross | 32,236 | 36,282 | 39,727 | 43,027 | 46,249 |
| | (less) allowance for impairment | 8,337 | 8,204 | 3,193 | 4,237 | 3,637 |
| | Fixed assets - net | 1,243 | 1,174 | 1,107 | 1,055 | 1,018 |
| | Other assets | 15,299 | 16,199 | 17,223 | 18,248 | 19,276 |
| | Total assets | 119,919 | 132,070 | 135,390 | 140,382 | 147,369 |
| | LIABILITIES: | | | | | |
| | Liquid Items | 1,557 | 1,505 | 1,540 | 1,575 | 1,610 |
| | Accrued interest payable | 504 | 518 | 533 | 548 | 563 |
| | Provisions | 1,052 | 987 | 1,007 | 1,027 | 1,047 |
| | Current portion of lease liabilities | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | Debt issued and borrowings | 75,688 | 87,435 | 85,424 | 89,722 | 94,234 |
| | Other liabilities | 1,479 | 1,333 | 5,866 | 5,378 | 6,139 |
| | Total liabilities | 78,724 | 90,273 | 92,772 | 96,587 | 101,865 |
| | Minority interest | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | Shareholders' equity | 41,196 | 41,797 | 42,618 | 43,794 | 45,504 |
| | Preferred capital | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | Paid-in capital | 15,075 | 16,160 | 16,160 | 16,160 | 16,160 |
| | Share premium | 3,399 | 6,044 | 6,044 | 6,044 | 6,044 |
| | Surplus/ Others | (65) | 240 | 270 | 300 | 330 |
| | Retained earnings | 22,786 | 19,352 | 20,143 | 21,290 | 22,970 |
| | Liabilities & Equity | 119,919 | 132,070 | 135,390 | 140,382 | 147,369 |

Sources: Company data, Thanachart estimates

VALUATION

Trading at the low end of its valuation band

| FY ending Dec | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
|-------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Normalized PE (x) | 5.1 | 33.0 | 25.4 | 21.2 | 14.5 |
| Normalized PE - at target price (x) | 6.6 | 42.1 | 32.4 | 27.1 | 18.5 |
| PE (x) | 5.1 | 33.0 | 25.4 | 21.2 | 14.5 |
| PE - at target price (x) | 6.6 | 42.1 | 32.4 | 27.1 | 18.5 |
| P/PPP (x) | 8.7 | 8.2 | 7.8 | 7.2 | 6.5 |
| P/PPP - at target price (x) | 11.0 | 10.5 | 9.9 | 9.2 | 8.3 |
| P/BV (x) | 1.5 | 1.5 | 1.4 | 1.4 | 1.3 |
| P/BV - at target price (x) | 1.9 | 1.9 | 1.8 | 1.8 | 1.7 |
| Dividend yield (%) | 5.6 | 2.7 | 2.6 | 2.8 | 4.1 |
| Market cap / net assets (x) | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| Market cap / appraisal value (x) | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| (Bt) | | | | | |
| Normalized EPS | 3.7 | 0.6 | 0.7 | 0.9 | 1.3 |
| EPS | 3.7 | 0.6 | 0.7 | 0.9 | 1.3 |
| DPS | 1.1 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.8 |
| PPP/Share | 2.2 | 2.3 | 2.4 | 2.6 | 2.9 |
| BV/Share | 12.7 | 12.9 | 13.2 | 13.6 | 14.1 |

FINANCIAL RATIOS

Rising dividends

| FY ending Dec | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
|--|-------|--------|---------|---------|---------|
| Growth Rate (%) | | | | | |
| Net interest income (NII) | 51.4 | 7.8 | (10.7) | 3.7 | 7.6 |
| Non-interest income (Non-II) | (7.2) | (19.3) | 46.4 | 11.2 | 11.0 |
| Operating expenses | 28.0 | (29.2) | (3.4) | 2.9 | 0.6 |
| Pre-provisioning profit (PPP) | 19.6 | (64.7) | 36.4 | 19.6 | 46.5 |
| Net profit | 105.9 | (82.8) | 30.2 | 19.6 | 46.5 |
| Normalized profit growth | 105.9 | (82.8) | 30.2 | 19.6 | 46.5 |
| EPS | 105.0 | (84.4) | 30.2 | 19.6 | 46.5 |
| Normalized EPS | 105.0 | (84.4) | 30.2 | 19.6 | 46.5 |
| Dividend payout ratio | 31.8 | 52.1 | 67.0 | 60.0 | 60.0 |
| NPL portfolio | 2.3 | 8.8 | (2.5) | 0.3 | 1.1 |
| NPA portfolio | 20.8 | 12.6 | 9.5 | 8.3 | 7.5 |
| Debt and borrowings | 453.5 | 431.3 | 8,742.1 | 8,536.6 | 8,963.4 |
| Total assets | 11.4 | 10.1 | 2.5 | 3.7 | 5.0 |
| Total equity | (1.6) | 1.5 | 2.0 | 2.8 | 3.9 |
| Operating Ratios (%) | | | | | |
| Interest yield on NPL | 10.3 | 33.4 | 34.0 | 34.5 | 35.0 |
| Interest yield on installment sales rec. | 7.2 | 4.9 | 4.5 | 4.5 | 4.5 |
| Interest yield on investment in securities | 2.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Avg cost of fund | 6.3 | 2.7 | 2.7 | 2.7 | 2.7 |
| NII / operating income | 226.3 | 302.5 | 184.5 | 172.1 | 166.7 |
| Non-II / operating income | 30.6 | 24.8 | 35.1 | 36.8 | 37.5 |
| Normalized net margin | 87.3 | 14.8 | 18.5 | 20.9 | 28.7 |
| Cost-to-income | 37.2 | 26.4 | 24.7 | 23.9 | 22.1 |
| Pretax Profits/ total assets | 5.5 | 1.7 | 2.2 | 2.6 | 3.6 |
| Pretax Profits / total equity | 15.0 | 5.3 | 7.1 | 8.3 | 11.8 |
| Avg assets/avg equity (leverage) | 2.7 | 3.0 | 3.2 | 3.2 | 3.2 |
| ROA | 9.4 | 1.5 | 1.8 | 2.1 | 2.9 |
| ROE | 25.7 | 4.4 | 5.7 | 6.6 | 9.4 |

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

| | FY ending Dec | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
|------------------------------|--|-------|-------|-------|-------|-------|
| <i>Healthy balance sheet</i> | Liquidity and Quality Ratio (%) | | | | | |
| | Receivables to borrowing ratio | 126.2 | 109.4 | 106.9 | 105.1 | 101.5 |
| | Debt to equity ratio (x) | 1.8 | 2.1 | 2.0 | 2.0 | 2.1 |
| | Allow ance for doubtful A/C to rec. | 7.5 | 14.6 | 13.7 | 13.1 | 12.6 |
| | Cash collection from NPL management business to NPLs | 18.2 | 10.8 | 11.4 | 13.9 | 16.8 |
| | Cash collection from NPA management business to NPAs | 23.1 | 16.4 | 24.9 | 25.2 | 25.7 |
| | Interest yield on gross NPL | 1.8 | 6.5 | 7.4 | 8.3 | 9.1 |
| | Gain on loan purchase/loan purchase | 8.9 | 4.2 | 3.6 | 3.6 | 3.6 |
| | Return on NPL management business | 10.7 | 10.7 | 11.0 | 11.9 | 12.7 |
| | Interest yield on installment receivables | 7.2 | 4.9 | 4.5 | 4.5 | 4.5 |
| | Gain on installment sales/installment sales | 6.3 | 20.9 | 25.0 | 25.0 | 25.0 |
| | Gain on sales of foreclosed properties properties foreclosed | 13.1 | 7.8 | 10.0 | 10.0 | 10.0 |
| | Return on NPA management business | 9.7 | 6.1 | 7.6 | 7.8 | 8.0 |

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน 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 108 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ADVA16C2110A, AEON16C2201A, AMAT16C2112A, AOT16C2109A, AOT16C2112A, BAM16C2110A, BAM16C2112A, BANP16C2109A, BANP16C2110A, BANP16C2112A, BCH16C2109A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCPG16C2111A, BDMS16C2109A, BGRI16C2110A, BGRI16C2112A, BH16C2109A, CBG16C2109A, CBG16C2109B, CBG16C2201A, CHG16C2111A, CHG16C2112A, COM716C2110A, COM716C2112A, CPAL16C2109A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPF16C2112A, CPN16C2109A, DELT16C2109A, DELT16C2112A, DOHO16C2111A, DOHO16C2112A, DTAC16C2112A, EA16C2110A, EGCO16C2110A, EPG16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2110A, GPSC16C2201A, GULF16C2112A, GUNK16C2110A, GUNK16C2112A, GUNK16C2201A, HANA16C2112A, IRPC16C2110A, IRPC16C2112A, IVL16C2109A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, JMAR16C2111A, JMT16C2110A, KBAN16C2109A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KBAN16C2201A, KCE16C2109A, KCE16C2110A, KCE16C2201A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, KTC16C2112A, MEGA16C2112A, MINT16C2109A, MINT16C2112A, MTC16C2109A, MTC16C2112A, OR16C2109A, OR16C2112A, PRM16C2109A, PTG16C2109A, PTG16C2201A, PTT16C2109A, PTT16C2112A, PTTE16C2112A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RBF16C2112A, RS16C2109A, RS16C2112A, S5016C2109A, S5016C2109B, S5016C2109C, S5016C2109D, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016P2112C, S5016P2109A, S5016P2109B, S5016P2112A, S5016P2112B, SAWA16C2112A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCC16C2112A, SCGP16C2109A, SCGP16C2201A, SPRC16C2201A, STA16C2112A, STEC16C2110A, STGT16C2111A, TASC16C2109A, TOP16C2112A, TU16C2110A, TU16C2111A (underlying securities are ACE, ADVANC, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BCH, BCPG, BDMS, BGRIM, BH, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, EPG, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MEGA, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, STA, STEC, STGT, TASC, TOP, TU). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรชมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมกร่วมกัน ได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมกร่วมกัน ได้แก่ นางอติวิณี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลีควิเบเนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีควิเบเนท์ 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

พลังงาน , บีโตร์เคมี, กระจดาษ

จักร เรื่องสินภิญญา

Tel: 662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภพ ประสิทธิ์สุทัศน์

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, บันเทิง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ

Tel: 662-483-8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน

สรชดา 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 ผู้พัฒนาหลักทรัพย์, 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

สิทธิเชษฐ์ 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 จิตกุล

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 สดภาพ

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
