

**BUY** (Unchanged)

**TP: Bt 73.00**

(From: Bt 80.00)

**4 OCTOBER 2021**

**Change in Numbers**

**Upside : 21.7%**

## Muangthai Capital Pcl (MTC TB)

### เบาะรองรับแรงกระแทก

MTC เป็น non-bank ที่มุ่งเน้นและได้สร้างฐานรากที่แข็งแกร่งอย่างมากในกลุ่มสินเชื่อจำนำทะเบียนระดับรากหญ้า ซึ่งจะรองรับการเติบโตของผู้เล่นสถาบัน และเรามองว่าจะมีเรื่องราวการเติบโตที่แข็งแกร่งไปอีกห้าปี เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" แต่ปรับลดราคาเป้าหมายเป็น 73 บาท เพื่อสะท้อนการเติบโตที่ช้าลงในระยะยาว



**SARACHADA SORNSONG**

662 - 779 9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

### มีรากฐานในกลุ่มรากหญ้าที่แข็งแกร่ง

ราคาหุ้นของ MTC ลดลง 7% ในช่วงสัปดาห์ที่ผ่านมาจากความกังวลเกี่ยวกับการปรับโครงสร้างของธนาคารไทยพาณิชย์ (SCB) เพื่อจัดตั้งบริษัทย่อยที่ไม่ใช่ธนาคาร (non-bank) เพื่อให้บริการสินเชื่อจำนำทะเบียน เรามองว่าความกังวลนั้นมีเหตุผล แต่คาดว่าภัยคุกคามต่อการเติบโตและความสามารถในการทำกำไรของ MTC จะยังคงเป็นเรื่องในระยะยาวหลังปี 2026F 1) MTC เป็นผู้เล่นรายใหญ่ที่สุด โดยเน้นกลุ่มระดับล่าง ด้วยมีลูกค้ามากกว่า 3 ล้านคน (90% อยู่ในภาคการเกษตร) ตลาดของ MTC จึงอยู่ในระดับรากหญ้า ซึ่งเป็นพื้นที่ที่ธนาคารไม่เคยเข้าถึงมาก่อน 2) ด้วยประสบการณ์กว่า 30 ปี MTC ได้สร้างความสัมพันธ์ที่แข็งแกร่งและมูลค่าธุรกิจในพื้นที่ 3) แม้ว่าจะมีเครือข่ายสาขาที่ใหญ่ที่สุด แต่ MTC ยังเห็นโอกาสที่จะเพิ่มอีก 3,000 สาขา ให้ครอบคลุมทั้งหมด 8,000 ตำบล ในห้าปี 4) สินเชื่อจำนำทะเบียนยังคงมีการเข้าถึงต่ำ และเราคาดว่าปริมาณสินเชื่อจะเติบโตในระดับตัวเลขสองหลักอย่างน้อยในอีกห้าปี

### มีความเสี่ยงจากน้ำท่วมจำกัด

ด้วยเกี่ยวข้องกับภาคการเกษตรสูง ความเสี่ยงจากภายนอกที่ไม่สามารถควบคุมได้ของ MTC คืออุทกภัยและภัยแล้ง เนื่องจากพายุเตี้ยนหมู่, 18 จังหวัดในภาคเหนือ ภาคตะวันออกเฉียงเหนือ และภาคกลาง จึงเกิดภาวะน้ำท่วม โดย 10 จังหวัดกำลังเผชิญกับระดับน้ำท่วมที่สูงขึ้น MTC ไม่คาดว่าน้ำท่วมในปัจจุบันจะกลายเป็นวิกฤตอย่างที่เกิดในปี 2011 เพราะระดับน้ำในอ่างเก็บลดลงมาก ขณะที่เกษตรกรที่ได้รับผลกระทบมีสิทธิได้รับเงินอุดหนุนจากรัฐบาลสูงสุด 30 ไร่ต่อครัวเรือน ดังนั้นจึงเป็นบวกต่อ MTC ที่จะสามารถรักษา NPLs ให้อยู่ในระดับต่ำกว่า 1.2% ของสินเชื่อรวม

### แนวโน้มเติบโต

สินเชื่อใหม่สุทธิแข็งแกร่งมากที่สุด 2 พันลบ.ต่อเดือน ในเดือนก.ค. และส.ค. 2021 อัตราการดำเนินการลดลงในเดือนก.ย. เนื่องจากฝนตกหนักในครึ่งแรกของเดือนและน้ำท่วมในครึ่งหลังของเดือน เราคาดว่าสินเชื่อจะเติบโต 28% y-y ใน 3Q21 และคาดว่ากำไรสุทธิจะอยู่ที่ 1.4 พันลบ. เพิ่มขึ้น 4.5% y-y และ 10% q-q การเติบโตของกำไรที่ช้ากว่าการเติบโตของสินเชื่อขึ้นเกิดจากสเปรดที่แคบลง เนื่องจากผลกระทบที่เหลือจากการปรับลดอัตราดอกเบี้ย เรายังคงมองว่าปี 2021 เป็นปีแห่งการเปลี่ยนแปลงของ MTC เช่นเดิม โดยคาดว่ากำไรจะเติบโตเพียง 7% เนื่องจากคาดว่า yield และ NIM จะแตะจุดต่ำสุดใน 4Q21F และสินเชื่อของ MTC จะเติบโตที่ 30% ในปี 2022F, 19/16% ในปี 2023-24F และได้ประโยชน์จากขนาด เราจึงคาดการณ์การเติบโตของกำไรของ MTC จะเร่งตัวขึ้นจาก 1Q22 ด้วยคาดว่า EPS จะเติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 31% ในปี 2021-24F

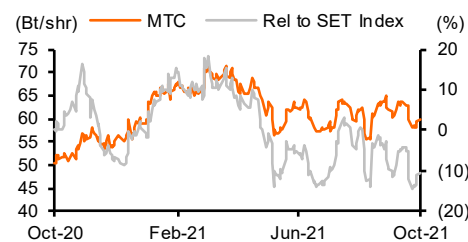
### แนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมายเหลือ 73 บาท

เนื่องจากเราคาดว่ามีการปรับโครงสร้างของ SCB จะเป็นภัยคุกคามต่อ MTC หลังจากผ่านไป 5 ปี เราจึงปรับลดการเติบโตของสินเชื่อและคาดการณ์กำไรตั้งแต่ปี 2027 เป็นต้นไป ส่งผลให้ราคาเป้าหมายของเราลดลงเหลือ 73 บาท จากเดิม 80 บาท ราคาเป้าหมายใหม่ของเราคิดเป็น 20 เท่า PE บนกำไรปี 2022 คงคำแนะนำ "ซื้อ"

### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Pre Provision Profit	6,771	7,583	10,720	14,019
Net profit	5,214	5,544	7,719	10,153
Consensus NP	—	5,541	6,767	8,406
Diff frm cons (%)	—	0.0	14.1	20.8
Norm profit	5,214	5,544	7,719	10,153
Prev. Norm profit	—	5,544	7,719	10,153
Chg frm prev (%)	—	0.0	0.0	0.0
Norm EPS (Bt)	2.5	2.6	3.6	4.8
Norm EPS grw (%)	23.0	6.3	39.2	31.5
Norm PE (x)	24.4	22.9	16.5	12.5
P/BV (x)	6.2	5.0	3.9	3.1
Div yield (%)	0.6	0.7	0.9	1.2
ROE (%)	28.4	24.0	26.7	27.8
ROA (%)	7.5	6.3	6.8	7.2

### PRICE PERFORMANCE



### COMPANY INFORMATION

Price as of 4-Oct-21 (Bt)	60.00
Market Cap (US\$ m)	3,764.4
Listed Shares (m shares)	2,120.0
Free Float (%)	32.1
Avg Daily Turnover (US\$ m)	16.5
12M Price H/L (Bt)	71.50/50.25
Sector	Finance
Major Shareholder	Petaumpai Family 67.45%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

**กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ**

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ทำทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



**Ex 1: Earnings Revisions**

	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
<b>Net profits (Bt bn)</b>					
- New	16.99	19.26	21.29	23.27	25.85
- Old	16.99	19.55	22.53	25.96	29.87
- Change (%)	—	(1.50)	(5.51)	(10.36)	(13.46)
<b>Total loans (Bt bn)</b>					
- New	13.23	11.83	10.50	10.74	11.00
- Old	13.23	13.37	13.50	13.63	13.76
- Change (%)	—	(11.50)	(22.24)	(21.18)	(20.06)
<b>Lending yield (%)</b>					
- New	19.07	19.11	19.11	19.11	19.22
- Old	19.07	19.14	19.21	19.29	19.37
- Change (pp)	—	(0.03)	(0.10)	(0.18)	(0.15)

Source: Thanachart estimates

**Ex 2: 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	1,158	1,523	1,855	7,325	10,195	13,479	14,906	16,288	24,555	27,496	27,496
Dividend of preferred shares	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Dividend payment	1,158	1,523	1,855	7,325	10,195	13,479	14,906	16,288	24,555	27,496	295,216
Risk-free rate (%)	2.5										
Market risk premium (%)	8.0										
Beta	1.0										
WACC (%)	10.7										
Cost of equity	10.7										
Terminal growth (%)	2.0										
Equity value	154,283										
No. of shares (m)	2,120										
<b>Equity value / share (Bt)</b>	<b>73.00</b>										

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Valuation Comparison

## Ex 3: 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	na	17.8	27.1	(1.9)	(1.8)	0.0	0.0
Finvolution Group	FINV US	China	506.3	4.8	0.7	0.7	0.2	0.1	24.8	21.8	9.3	10.9
Mahindra & Mahindra Fin Secs	MMFS IN	India	4.6	28.0	25.8	20.2	1.5	1.4	5.2	6.3	1.0	1.2
Bajaj Finance Ltd	BAF IN	India	3.1	57.0	101.5	64.6	12.8	10.8	13.1	17.6	0.1	0.2
Manappuram Finance Ltd	MGFL IN	India	0.2	6.6	8.9	8.4	2.1	1.8	26.4	22.6	1.6	1.8
GMO Payment Gateway Inc.	3769 JP	Japan	9.7	23.2	120.2	97.6	21.5	19.1	24.1	23.1	0.4	0.5
Infomart Corp.	2492 JP	Japan	(23.5)	81.3	304.0	167.7	20.4	18.8	7.6	12.3	0.1	0.3
Ally Financial Inc	ALLY US	US	184.6	(15.3)	6.3	7.5	1.1	1.0	19.7	14.7	1.7	2.0
World Acceptance Corp	WRLD US	US	(16.2)	(1.8)	17.3	17.6	3.6	3.6	18.7	15.9	na	na
Navient Corp	NAVI US	US	100.0	(26.3)	4.5	6.1	1.1	1.0	26.6	19.1	3.3	3.3
SLM Corp	SLM US	US	42.9	(18.5)	5.5	6.7	2.7	2.7	47.4	35.4	0.7	0.7
Amanah Leasing	AMANA TH	Thailand	13.2	19.9	15.9	13.3	3.0	2.6	19.7	21.1	2.9	3.4
Krungthai Card *	KTC TH	Thailand	25.0	13.7	21.4	18.8	5.2	4.5	26.7	25.7	2.1	2.4
Muangthai Capital *	MTC TH	Thailand	6.3	39.2	22.9	16.5	5.0	3.9	24.0	26.7	0.7	0.9
Saksiam Leasing *	SAK TH	Thailand	(17.3)	34.2	28.5	21.3	3.6	3.2	13.0	16.0	1.4	1.9
Srisawad Corporation *	SAWAD TH	Thailand	10.2	16.1	16.9	14.6	3.5	3.2	21.7	23.0	3.1	3.4
Ratchthani Leasing *	THANI TH	Thailand	(14.9)	17.1	13.5	11.5	2.0	1.9	15.1	16.6	4.5	5.2
Ngern Tid Lor *	TIDLOR TH	Thailand	21.0	25.0	25.1	20.1	3.7	3.2	18.5	17.1	0.8	1.0
<b>Average</b>			<b>52.1</b>	<b>17.4</b>	<b>44.6</b>	<b>30.8</b>	<b>6.3</b>	<b>6.3</b>	<b>19.5</b>	<b>18.6</b>	<b>2.1</b>	<b>2.4</b>

Source: Bloomberg

Note: \* Thanachart estimates using normalized EPS growth

Based on 4 Oct 2021 closing price

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

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

บริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (MTC) ก่อนหน้านี้ใช้ชื่อ ดีเอส ลิสซิ่ง ก่อตั้งโดยนาย ชูชาติเพ็ชรอำไพ และนาง ดาวนภา เพ็ชรอำไพ ในปี 1992 บริษัทเริ่มจากการธุรกิจเช่าซื้อรถจักรยานยนต์ในภาคเหนือของประเทศไทย และได้ขยายเข้าสู่ธุรกิจ micro-financing เพื่อเพิ่มทางเลือกให้กับลูกค้า ต่อมาในปี 1998 MTC กลายเป็นบริษัท micro-finance เต็มตัว โดยทำหน้าที่เป็นผู้ปล่อยสินเชื่อเพื่อการพาณิชย์โดยเป็นสินเชื่อประเภท มีรถหรือจักรยานยนต์เป็นหลักทรัพย์สินค้ำประกันบวกกับสินเชื่อส่วนบุคคล ที่ไม่มีหลักทรัพย์สินค้ำประกัน MTC มุ่งเน้นที่สินเชื่อที่มีจักรยานยนต์เป็นหลัก

Source: Thanachart

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

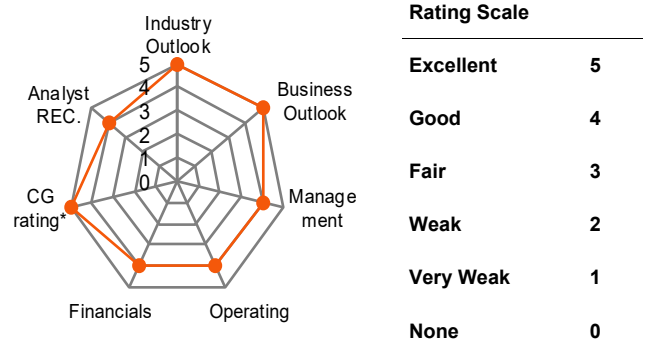
### S — Strength

- มีขนาดใหญ่
- ชื่อเสียงของบริษัทเป็นที่รู้จักอย่างกว้างขวาง
- ความเชี่ยวชาญและประสบการณ์ในการดำเนินธุรกิจ

### O — Opportunity

- การขยายธุรกิจไปที่สินเชื่อที่มีหลักค้ำประกันประเภทอื่น
- การขยายธุรกิจไปยังประเทศเพื่อนบ้าน

## COMPANY RATING



Source: Thanachart; \* CG Rating

### Rating Scale

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

### W — Weakness

- ฟังพาแหล่งเงินทุนภายนอก

### T — Threat

- การเปลี่ยนแปลงกฎเกณฑ์ และข้อระเบียบต่างๆ
- การแข่งขันที่มากขึ้นจากธนาคารพาณิชย์

## CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	70.28	73.00	4%
Net profit 21F (Bt m)	5,541	5,544	0%
Net profit 22F (Bt m)	6,767	7,719	14%
Consensus REC	BUY: 16	HOLD: 5	SELL: 0

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรปี 2021F ของเรากำลังใกล้เคียงตลาด
- แต่อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าคาดการณ์การเติบโตของสินเชื่อของเราสำหรับ MTC ที่สูงกว่าในระยะกลาง ทำให้ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่า

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- มี downside risk หาก MTC ไม่สามารถเพิ่มสินเชื่อได้ในระดับที่มากพอที่จะชดเชยผลตอบแทนที่ลดลงได้
- หาก MTC ไม่สามารถรักษาการเติบโตของสินเชื่อ หรือไม่สามารถรักษาคุณภาพสินทรัพย์ไว้ได้ จะเป็นความเสี่ยงทางลบต่อคำแนะนำของเรา
- การเพิ่มขึ้นของสัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้ และต้นทุนทางการเงินจะเป็นความเสี่ยงทางลบอีกข้อหนึ่งต่อประมาณการกำไร และราคาเป้าหมายของเรา

Source: Thanachart

## INCOME STATEMENT

*Stronger loan growth to offset declining yield*

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Interest Income	11,880	13,962	15,301	19,885	24,590
Interest Expenses	1,527	1,817	1,982	2,446	2,916
<b>Net Interest Income</b>	<b>10,353</b>	<b>12,145</b>	<b>13,319</b>	<b>17,438</b>	<b>21,674</b>
% of total income	92.8%	94.0%	93.7%	95.0%	95.7%
Fee income	723	726	857	857	900
% of total income	6.5%	5.6%	6.0%	4.7%	4.0%
Other income	85	45	43	55	68
% of total income	0.8%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
<b>Non-interest Income</b>	<b>808</b>	<b>771</b>	<b>900</b>	<b>912</b>	<b>968</b>
% of total income	7.2%	6.0%	6.3%	5.0%	4.3%
<b>Total Income</b>	<b>11,161</b>	<b>12,916</b>	<b>14,218</b>	<b>18,351</b>	<b>22,642</b>
Operating Expenses	5,314	6,144	6,636	7,631	8,623
<b>Pre-provisioning Profit</b>	<b>5,847</b>	<b>6,771</b>	<b>7,583</b>	<b>10,720</b>	<b>14,019</b>
Bad debt expenses	554	255	653	1,071	1,327
<b>Pre-tax Profit</b>	<b>5,293</b>	<b>6,516</b>	<b>6,930</b>	<b>9,649</b>	<b>12,692</b>
Income Tax	1,056	1,303	1,386	1,930	2,538
<b>After Tax Profit</b>	<b>4,237</b>	<b>5,214</b>	<b>5,544</b>	<b>7,719</b>	<b>10,153</b>
Equity Income	0	0	0	0	0
Minority Interest	0	0	0	0	0
Extraordinary Items	0	0	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>4,237</b>	<b>5,214</b>	<b>5,544</b>	<b>7,719</b>	<b>10,153</b>
<b>Normalized Profit</b>	<b>4,237</b>	<b>5,214</b>	<b>5,544</b>	<b>7,719</b>	<b>10,153</b>
EPS (Bt)	2.0	2.5	2.6	3.6	4.8
Normalized EPS (Bt)	2.0	2.5	2.6	3.6	4.8

## BALANCE SHEET

*Solid balance sheet, based on our forecasts*

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Cash and ST investments	783	1,378	1,000	1,000	1,000
Other current assets	210	225	250	280	310
<b>Total current assets</b>	<b>993</b>	<b>1,603</b>	<b>1,250</b>	<b>1,280</b>	<b>1,310</b>
Gross loans & accr. interest	59,471	70,152	93,002	121,114	144,270
Provisions	1,715	1,328	1,613	2,084	2,698
<b>Net loans</b>	<b>58,623</b>	<b>69,640</b>	<b>90,333</b>	<b>117,654</b>	<b>139,932</b>
Fixed assets	1,778	1,928	1,921	5,329	5,939
Other assets	478	4,050	4,309	4,427	4,406
<b>Total assets</b>	<b>61,872</b>	<b>77,222</b>	<b>97,812</b>	<b>128,690</b>	<b>151,587</b>
Short term borrow ing	14,669	19,243	15,314	21,108	22,617
A/P & notes payables	891	1,075	1,175	1,275	1,375
Other current liabilities	752	1,633	5,829	14,507	16,578
Long term borrow ing	29,467	31,732	46,981	56,378	66,526
<b>Total borrowings</b>	<b>44,136</b>	<b>50,975</b>	<b>62,295</b>	<b>77,486</b>	<b>89,143</b>
Other L-T liabilities	121	2,858	2,993	3,214	3,526
Minority interest	0	0	0	0	0
<b>Shareholders' equity</b>	<b>15,972</b>	<b>20,682</b>	<b>25,521</b>	<b>32,208</b>	<b>40,965</b>
<b>Total Liab. &amp; Equity</b>	<b>61,872</b>	<b>77,222</b>	<b>97,812</b>	<b>128,690</b>	<b>151,587</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

## VALUATION

*Attractive valuation, in our view*

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	30.0	24.4	22.9	16.5	12.5
Normalized PE - at target price (x)	36.5	29.7	27.9	20.0	15.2
PE (x)	30.0	24.4	22.9	16.5	12.5
PE - at target price (x)	36.5	29.7	27.9	20.0	15.2
P/PPP (x)	21.8	18.8	16.8	11.9	9.1
P/PPP - at target price (x)	26.5	22.9	20.4	14.4	11.0
P/BV (x)	8.0	6.2	5.0	3.9	3.1
P/BV - at target price (x)	9.7	7.5	6.1	4.8	3.8
Dividend yield (%)	0.5	0.6	0.7	0.9	1.2
Normalized EPS (Bt)	2.0	2.5	2.6	3.6	4.8
EPS (Bt)	2.0	2.5	2.6	3.6	4.8
DPS (Bt)	0.3	0.4	0.4	0.5	0.7
PPP/Share (Bt)	2.8	3.2	3.6	5.1	6.6
BV/share (Bt)	7.5	9.8	12.0	15.2	19.3
P/BV to ROE (x)	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1

## FINANCIAL RATIOS

*Normalizing NIM*

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>Growth Rate (%)</b>					
Net interest income (NII)	22.6	17.3	9.7	30.9	24.3
Non-interest income (Non-II)	(7.3)	(4.6)	16.7	1.4	6.1
Operating expenses	29.6	15.6	8.0	15.0	13.0
Pre-provisioning profit (PPP)	12.1	15.8	12.0	41.4	30.8
Net profit	14.1	23.0	6.3	39.2	31.5
Normalized profit growth	14.1	23.0	6.3	39.2	31.5
EPS	14.1	23.0	6.3	39.2	31.5
Normalized EPS	14.1	23.0	6.3	39.2	31.5
Dividend payout ratio	15.1	15.0	15.0	15.0	15.0
Loan - gross	25.9	18.0	32.6	30.2	19.1
Loan - net	25.9	18.8	29.7	30.2	18.9
Borrowings	7.4	8.8	50.3	20.8	18.0
NPLs	15.1	20.3	41.5	35.9	24.1
Total assets	25.9	24.8	26.7	31.6	17.8
Total equity	29.9	29.5	23.4	26.2	27.2
<b>Operating Ratios (%)</b>					
Net interest margin (NIM)	18.7	18.7	15.2	15.4	15.5
Net interest spread	18.8	17.9	15.6	15.6	15.6
Yield on earnings assets	21.9	21.2	18.8	18.8	18.7
Avg cost of fund	3.8	3.7	3.4	3.4	3.4
NII / operating income	92.8	94.0	93.7	95.0	95.7
Non-II / operating income	7.2	6.0	6.3	5.0	4.3
Fee Income / Opt Income	6.5	5.6	6.0	4.7	4.0
Norm Net Margin	38.0	40.4	39.0	42.1	44.8
Cost-to-income	47.6	47.6	46.7	41.6	38.1
Credit cost - provision exp / loans	1.0	0.4	0.8	1.0	1.0
PPP / total assets	10.5	9.7	8.7	9.5	10.0
PPP / total equity	41.4	36.9	32.8	37.1	38.3
Avg assets/avg equity (leverage)	3.9	3.8	3.8	3.9	3.8
ROA	7.6	7.5	6.3	6.8	7.2
ROE	30.0	28.4	24.0	26.7	27.8

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	189.6	205.6	181.3	195.4	197.2
Net Loan / Borrow ings	186.9	204.1	176.1	189.8	191.3
Net Loan / Assets	94.7	90.2	92.4	91.4	92.3
Net Loan / Equity	367.0	336.7	354.0	365.3	341.6
S-T / L-T Borrow ings	6.0	7.0	8.4	9.0	9.0
Borrow ings / Liabilities	68.3	60.4	71.0	64.2	66.1
Interest-bearing Debt / Equity	281.9	251.7	248.7	244.5	221.0
Liabilities / Equity	287.4	273.4	283.3	299.6	270.0
Equity/ Gross loans	26.9	29.5	27.4	26.6	28.4
NPLs	621.5	747.4	1,057.4	1,436.9	1,782.9
NPLs / Total Loans (NPL Ratio)	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2
Loan-Loss-Coverage (Provision / NPLs)	275.9	177.6	152.5	145.1	151.3

*Asset quality looks manageable*

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 104 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ACE16C2201A, ADVA16C2110A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AMAT16C2112A, AOT16C2112A, BAM16C2110A, BAM16C2112A, BANP16C2110A, BANP16C2112A, BANP16C2201A, BBL16C2201A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCH16C2201A, BCPG16C2111A, BGRI16C2110A, BGRI16C2112A, CBG16C2201A, CHG16C2111A, CHG16C2112A, COM716C2110A, COM716C2112A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPF16C2112A, DELT16C2112A, DELT16C2202A, DOHO16C2111A, DOHO16C2112A, DTAC16C2112A, EA16C2110A, EA16C2201A, EGCO16C2110A, GLOB16C2201A, GPSC16C2110A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GULF16C2112A, GUNK16C2110A, GUNK16C2112A, GUNK16C2201A, HANA16C2112A, INTU16C2201A, IRPC16C2110A, IRPC16C2112A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, JMAR16C2111A, JMAR16C2201A, JMT16C2110A, JMT16C2201A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KBAN16C2201A, KCE16C2110A, KCE16C2201A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, KTC16C2112A, KTC16C2202A, MAJO16C2201A, MEGA16C2112A, MINT16C2112A, MTC16C2112A, OR16C2112A, PTG16C2201A, PTL16C2201A, PTT16C2112A, PTT16C2201A, PTTE16C2112A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RBF16C2112A, RS16C2112A, RS16C2201A, S5016C2112A, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016C2112C, S5016P2112C, S5016P2112A, S5016P2112B, SAWA16C2112A, SAWA16C2202A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCB16C2201A, SCC16C2112A, SCGP16C2201A, SPRC16C2201A, STA16C2112A, STA16C2201A, STEC16C2110A, STEC16C2201A, STGT16C2111A, TASC16C2201A, TOP16C2112A, TRUE16C2202A, TU16C2110A, TU16C2111A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BCPG, BGRI, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MAJOR, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPRC, SET50, STA, STEC, STGT, TASC, TOP, TRUE, TU). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

บริษัท ธนชาติ 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)

บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรสมิต 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 หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

**หมายเหตุ:** \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่นางอติวี 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 และมีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท 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 บุนนาค

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 จิตกุลล

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

---