

**BUY** (Unchanged)

**TP: Bt 10.00**

(From: Bt 10.80)

**Change in Numbers**

**Upside : 25.8%**

**29 OCTOBER 2021**

# Saksiam Leasing Pcl. (SAK TB)

## ปัจจัยลบสะท้อนไปในราคาหุ้นแล้ว



**SARACHADA SORSONG**

662 – 779 9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

SAK ได้รับผลกระทบจากแผนปรับลดอัตราดอกเบี้ยของรพท. โดยราคาหุ้นปรับลง 38% จากจุดสูงสุดในเดือนพ.ค. ที่ 12.8 บาท เรามองว่าแรงกดดันด้านหลักเกณฑ์ได้สะท้อนไปในราคาหุ้นแล้ว ด้วยราคาหุ้นปัจจุบันคิดเป็น lending yield คงที่ที่ 18% ตลอดประมาณการของเรา เราคงค่าแนะนำ “ซื้อ” ด้วยกำไรที่ทำสถิติต่อเนื่องจาก 3Q21F เป็นปัจจัยหนุน

### ข้อขายที่ lending yield คงที่ที่ 18%

ในฐานะที่เป็นผู้เล่นรายเล็กที่มีรากฐานที่ดีในภาคเหนือและภาคกลางของ ไทย SAK จึงสามารถหลีกเลี่ยงการลดราคา และคิดอัตราดอกเบี้ยสูงกว่า คู่แข่งที่ leading yield เฉลี่ยที่ 24% ใน 1H21 ทำให้ SAK ได้รับผลกระทบ อย่างชัดเจนจากแผนลดเพดานอัตราดอกเบี้ยของรพท. ที่ 1-3% เพื่อลด ภาระหนี้ของคนไทย แม้ว่าจะยังไม่มีความแน่นอนว่า รพท. จะดำเนินการ ตามแผนหรือไม่ แต่ราคาหุ้นของ SAK ได้ทรุดตัวลง 38% จากจุดสูงสุดใน เดือนพ.ค. ที่ 12.8 บาท แล้ว และด้วยเป็นอุตสาหกรรมที่มีการเติบโตของ ปริมาณ และมีความสามารถในการทำกำไรสูง ความเสี่ยงของการปรับลด เพดานอัตราดอกเบี้ยจึงไม่น่าหายไป และเราจึงปรับลดราคาเป้าหมายของ SAK ลง 7% เป็น 10 บาท เพื่อสะท้อนความเสี่ยงนี้ แต่เรามองว่าแรง กัดดันด้านหลักเกณฑ์ได้สะท้อนไปในราคาหุ้นแล้ว เพราะราคาหุ้นปัจจุบัน คิดเป็น lending yield คงที่ที่เพียง 18% ตลอดประมาณการของเรา เราจึง มองว่า SAK ไม่แพง ที่ PE เพียง 19 เท่า ในปี 2022F แนะนำ “ซื้อ”

### สินเชื่อบริษัทใหม่แข็งแกร่ง

SAK เปิดสาขาใหม่ 200 สาขาใน 2Q21 ทำให้มีสาขาทั้งหมดเพิ่มเป็น 719 แห่ง การขยายสาขาหลักๆ เพื่อเป็นการขยายเข้าไปยังตลาดที่มีอยู่ให้มาก ขึ้น และ SAK สามารถเพิ่มจำนวนสัญญาเงินกู้ได้ 17% จากสิ้นปีที่ผ่านมา ด้วยการตอบสนองที่ดีของลูกค้า ประโยชน์ของราคาสินค้าเกษตรที่สูงขึ้น และความต้องการสินเชื่อเช่าซื้อรถจักรยานยนต์ที่เพิ่มขึ้น เราจึงคาดว่า YTD สินเชื่อจะเติบโต 28% ใน 3Q21F บริษัท มีแนวโน้มที่จะมีสินเชื่อ เติบโตมากกว่าเป้าที่ 31% และเราปรับคาดการณ์การเติบโตของสินเชื่อ เป็น 40% ในปีนี้, 30%, 25% และ 20% ในปี 2022-24F

### กำไรทำสถิติต่อเนื่องจาก 3Q21

เนื่องจากค่าใช้จ่ายดำเนินงานส่วนใหญ่เกิดขึ้นในช่วงครึ่งแรกของปี กำไร 1H21 ของ SAK จึงอ่อนแอ เติบโตเพียง 1% y-y ด้วยสินเชื่อบริษัทใหม่ แข็งแกร่งขึ้น ต้นทุนทางการเงินลดลง และผลของ operating leverage เรา จึงคาดว่ากำไรเติบโตของกำไรจะเร่งตัวขึ้นตั้งแต่ 3Q21F แม้จะมาจากฐานที่ สูงที่ 156 ลบ. ใน 3Q20 จากการกลับรายการตั้งสำรอง แต่ SAK น่าจะมี กำไรสูงเป็นประวัติการณ์ที่ 169 ลบ. ใน 3Q21F เพิ่มขึ้นเป็น 199 ลบ. ใน 4Q21F ด้วยการสิ้นสุดผลของการ rollover สัญญาเงินกู้ที่ yield สูงเป็น อัตราที่ต่ำลงตามเพดานอัตราล่าสุดในเดือนส.ค.2020 SAK จึงเชื่อว่า จะสามารถรักษา yield ที่ 24% ได้ แม้เราจะให้สมมติฐาน yield อย่าง ระมัดระวังที่ 22.7%, 21.8% และ 21.2% แต่เราต้องเพิ่มประมาณการกำไร ของเราขึ้นเฉลี่ย 3% และคาดว่า EPS เฉลี่ยจะอยู่ที่ 32% ในปี 2021-24F

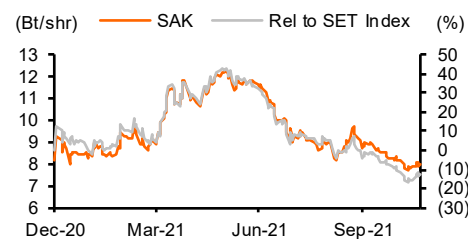
### คุณภาพสินทรัพย์อยู่ภายใต้การควบคุมที่ดี

ด้วยรูดตลาดชุมชนเมืองและในเมืองจำกัด SAK จึงไม่ได้ถูกกระทบจาก โควิด-19 และสินเชื่อที่อยู่ภายใต้โครงการช่วยเหลือลดลงจาก 148 ลบ. ใน 2Q21 เป็น 118 ลบ. ใน 3Q21 คุณภาพสินทรัพย์อยู่ภายใต้การควบคุมที่ดี ด้วยอัตราส่วน NPL คาดว่าจะอยู่ที่ 2.1% ในปีนี้ ซึ่งลดลงจาก 2.2% ในปี 2020 เราปรับเพิ่มสมมติฐาน credit cost สะท้อนสินเชื่อที่สูงขึ้น และแผน ของบริษัท ที่จะคง loan loss coverage ratio ไว้ที่ระดับสูงกว่า 100%

### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Pre Provision Profit	695	811	1,150	1,508
Net profit	562	612	869	1,142
Consensus NP	—	607	828	1,040
Diff frm cons (%)	—	0.7	5.0	9.9
Norm profit	562	612	869	1,142
Prev. Norm profit	—	610	818	1,107
Chg frm prev (%)	—	0.3	6.2	3.2
Norm EPS (Bt)	0.4	0.3	0.4	0.5
Norm EPS grw (%)	14.7	(17.1)	42.2	31.4
Norm PE (x)	22.6	27.2	19.2	14.6
P/BV (x)	3.7	3.4	3.1	2.7
Div yield (%)	1.4	1.5	2.1	2.7
ROE (%)	15.4	13.0	16.9	19.9
ROA (%)	7.1	6.7	8.0	8.3

### PRICE PERFORMANCE



### COMPANY INFORMATION

Price as of 29-Oct-21 (Bt)	7.95
Market Cap (US\$ m)	502.2
Listed Shares (m shares)	2,096.0
Free Float (%)	25.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	1.38
12M Price H/L (Bt)	12.30/7.70
Sector	Finance
Major Shareholder	Bunsalee 67.05%

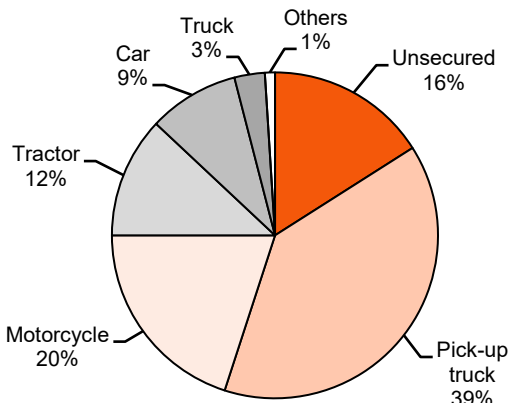
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสาร ฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไม่ไปซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่ สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

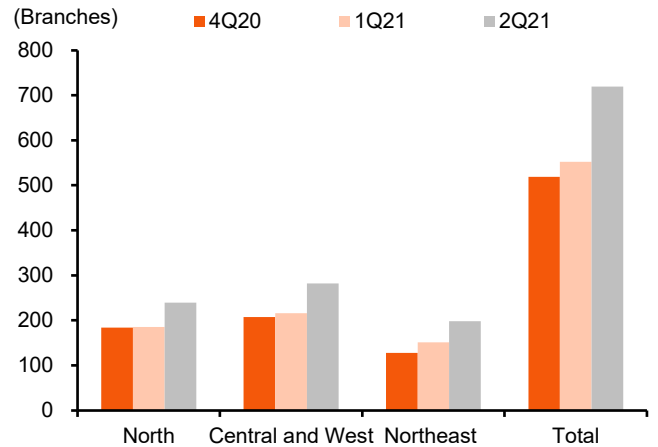


**Ex 1: Loans Breakdown (3Q21)**



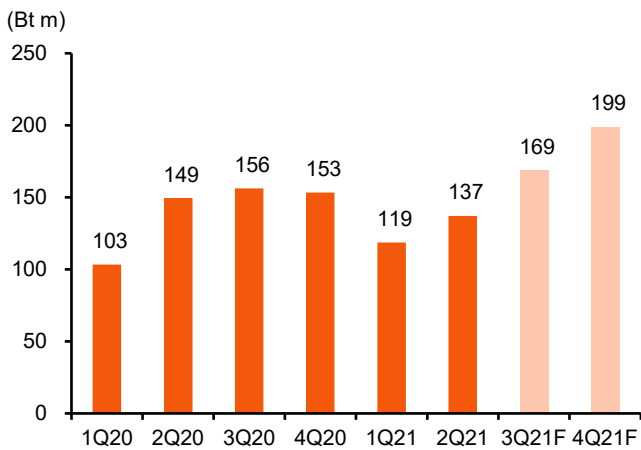
Source: Company data

**Ex 2: Branch Network**



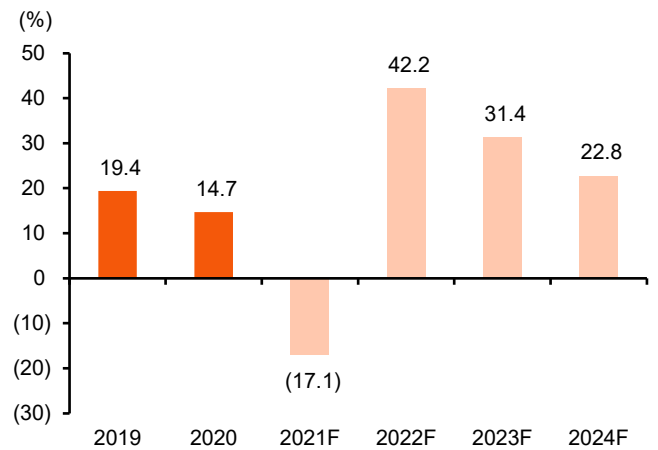
Source: Company data

**Ex 3: Stronger Quarterly Earnings**



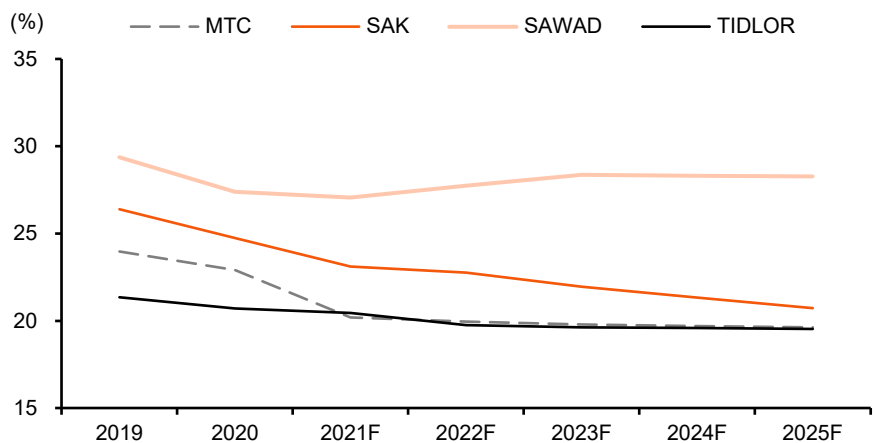
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 4: Higher Three-Year EPS CAGR**



Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 5: Income Yield Comparison**



Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 6: Earnings Revisions**

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Net profits (Bt m)</b>							
- New	345.94	561.91	611.54	869.43	1,142.50	1,402.47	1,640.99
- Old			609.89	818.42	1,106.99	1,431.89	1,796.25
- Change (%)			0.27	6.23	3.21	(2.05)	(8.64)
<b>Net loan growth (%)</b>							
- New	20.08	(3.49)	39.84	30.21	24.93	20.12	17.95
- Old			33.81	25.47	21.43	19.80	18.56
- Change (pp)			6.03	4.74	3.51	0.32	(0.61)
<b>Average lending yield (%)</b>							
- New	26.31	24.67	23.03	22.66	21.83	21.20	20.59
- Old			23.48	22.51	22.68	22.78	22.82
- Change (pp)			(0.45)	0.15	(0.85)	(1.58)	(2.24)
<b>Operating expenses (Bt m)</b>							
- New	736.80	787.73	867.00	1,034.10	1,155.11	1,290.48	1,441.93
- Old			851.74	997.17	1,122.32	1,238.52	1,360.90
- Change (%)			1.79	3.70	2.92	4.19	5.95
<b>Provisions (Bt m)</b>							
- New	115.22	(5.70)	46.96	63.19	80.36	98.20	116.72
- Old			30.57	39.63	48.84	58.86	70.12
- Change (%)			53.59	59.45	64.56	66.83	66.45

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 7: 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	348	457	561	656	929	1,315	1,808	2,733	3,216	3,777	3,777
Dividend of preferred shares	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Dividend payment	348	457	561	656	929	1,315	1,808	2,733	3,216	3,777	40,549
Risk-free rate (%)	2.5										
Market risk premium (%)	8.0										
Beta	1.0										
Cost of equity	10.5										
Terminal growth (%)	2.0										
Equity value	21,052										
No. of shares (m)	2,096										
<b>Equity value / share (Bt)</b>	<b>10.00</b>										

Sources: Company data, Thanachart estimates

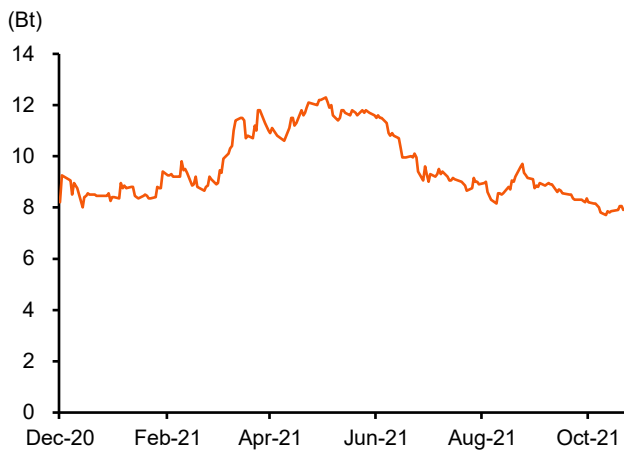
**Ex 8: Changes In Interest Rate Ceilings**

Interest rate ceilings	Original	Sep-17	Jul-20	New caps mentioned by BoT
Credit card loans	20%	18%	16%	13-15%
Personal loans	28%	28%	25%	22-24%
Title loans	28%	28%	24%	21-23%
Nanofinance	36%	36%	33%	na

Sources: Company data, Thanachart compilation

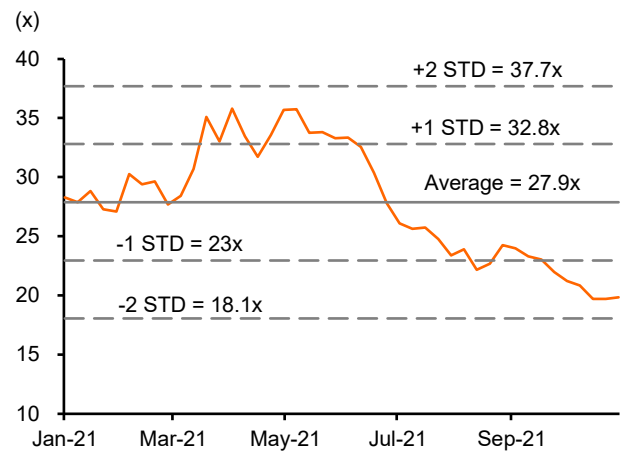
Note: According to the news, the BoT said it wants to lower ceiling rates by 1-3%.

**Ex 9: Share Price Performance**



Source: Bloomberg

**Ex 10: STD-PE**



Sources: Company data, Bloomberg, Thanachart estimates

## Valuation Comparison

## Ex 11: 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	18.3	26.2	(1.9)	(1.5)	0.0	0.0
Finvolution Group	FINV US	China	506.3	4.8	0.8	0.7	0.2	0.1	24.8	21.8	8.5	10.0
Mahindra & Mahindra Fin Secs	MMFS IN	India	4.6	(16.9)	24.5	29.4	1.4	1.4	5.2	6.0	1.0	1.2
Bajaj Finance Ltd	BAF IN	India	3.1	54.9	97.4	62.8	12.3	10.4	13.1	17.4	0.1	0.2
Manappuram Finance Ltd	MGFL IN	India	0.2	6.2	10.1	9.6	2.4	2.0	26.4	22.7	1.4	1.6
GMO Payment Gateway Inc.	3769 JP	Japan	9.5	23.7	127.2	102.9	22.8	20.2	24.3	23.1	0.4	0.5
Infomart Corp.	2492 JP	Japan	(41.6)	148.6	427.7	172.1	22.7	19.7	7.2	15.8	0.1	0.3
Ally Financial Inc	ALLY US	US	195.1	(14.9)	5.6	6.6	1.0	1.0	20.1	15.5	1.8	2.2
World Acceptance Corp	WRLD US	US	(16.2)	(1.8)	15.8	16.1	3.2	3.0	18.7	16.9	na	na
Navient Corp	NAVI US	US	108.1	(28.6)	4.4	6.1	1.1	1.0	27.2	18.6	3.3	3.3
SLM Corp	SLM US	US	56.4	(22.9)	5.1	6.6	2.7	2.7	52.2	37.5	1.2	2.1
Amanah Leasing	AMANA TH	Thailand	13.2	19.9	15.7	13.1	3.0	2.6	19.7	21.1	3.0	3.4
Krungthai Card *	KTC TH	Thailand	25.0	13.7	22.3	19.6	5.5	4.7	26.7	25.7	2.0	2.3
Muangthai Capital *	MTC TH	Thailand	6.3	39.2	23.1	16.6	5.0	4.0	24.0	26.7	0.6	0.9
Saksiam Leasing *	SAK TH	Thailand	(17.1)	42.2	27.2	19.2	3.4	3.1	13.0	16.9	1.5	2.1
Srisawad Corporation *	SAWAD TH	Thailand	10.2	16.1	17.1	14.7	3.6	3.2	21.7	23.0	3.0	3.4
Ratchthani Leasing *	THANI TH	Thailand	(14.9)	17.1	13.7	11.7	2.0	1.9	15.1	16.6	4.4	5.1
Ngern Tid Lor *	TIDLOR TH	Thailand	21.0	25.0	25.4	20.3	3.7	3.3	18.5	17.1	0.8	1.0
<b>Average</b>			<b>53.0</b>	<b>18.8</b>	<b>52.4</b>	<b>31.7</b>	<b>6.5</b>	<b>6.3</b>	<b>19.9</b>	<b>19.0</b>	<b>2.0</b>	<b>2.4</b>

Source: Bloomberg

Note: \* Thanachart estimates using normalized EPS growth

Based on 29-Oct-2021 closing price

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

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ศักดิ์สยามลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (SAK) ก่อตั้งเมื่อปี 1986 โดยนาย พูนศักดิ์ บุญสาส์ และนางจินตนา บุญสาส์ SAK ให้บริการติดตามหนี้ บริษัทฯ ได้ขยายไปสู่สินเชื่อจำนำทะเบียนรถยนต์ตั้งแต่ปี 1995 สำนักงานใหญ่ตั้งอยู่ที่จังหวัดอุตรดิตถ์ และได้ขยายสาขาครอบคลุมในภาคเหนือและภาคกลางของประเทศไทย โดยตระกูลบุญสาส์เป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ในสัดส่วน 90% และหุ้นที่เหลือ 9.68% ถือหุ้นโดยบริษัท บิวทลวงเวนเจอร์ส จำกัด ในปี 2019 SAK เป็นสถาบันการเงินที่ไม่ใช่ธนาคาร (non-bank) เนื่องจากถือ 2 ใบอนุญาต ทั้งสินเชื่อส่วนบุคคล และสินเชื่อรายย่อยเพื่อการประกอบอาชีพภายใต้การกำกับ (“สินเชื่อออนไลน์”) ซึ่งอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) จึงอยู่ภายใต้กฎระเบียบที่เกี่ยวข้องกับใบอนุญาตเหล่านี้ นอกจากนี้บริษัทฯ ยังเริ่มธุรกิจให้เช่าซื้อรถจักรยานยนต์ใหม่ในปี 2019 โดย ณ 2M21 SAK มีสาขาทั้งหมด 554 แห่ง ใน 38 จังหวัด

Source: Thanachart

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

## S — Strength

- มีประสบการณ์ในธุรกิจมากกว่า 25 ปี
- มีความเชี่ยวชาญในการจัดเก็บหนี้

## O — Opportunity

- ขยายสาขาเข้าไปยังภาคตะวันออก กรุงเทพฯ และภาคใต้ของไทย
- โอกาสเติบโตในธุรกิจเช่าซื้อ
- รายได้ค่าธรรมเนียมเติบโตจากการทำ cross-selling

## CONSENSUS COMPARISON

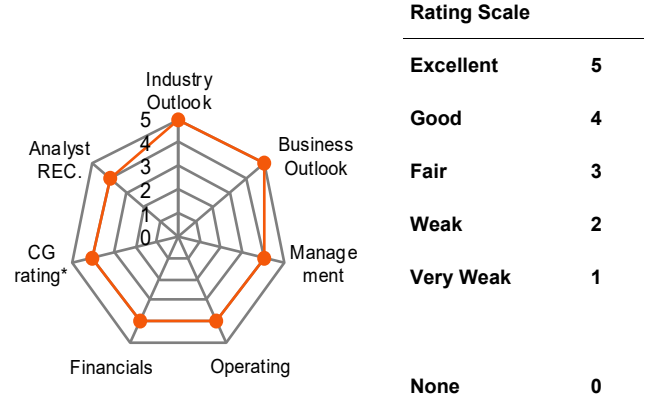
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	10.10	10.00	-1%
Net profit 21F (Bt m)	607	612	1%
Net profit 22F (Bt m)	828	869	5%
Consensus REC	BUY: 2	HOLD: 1	SELL: 0

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- เราเชื่อว่าเราให้สินเชื่อเติบโตมากขึ้นก่อนตลาด ดังนั้นประมาณการกำไรปี 2021-22F ของเราจึงสูงกว่าของตลาด
- ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่า เนื่องจากเราให้ความระมัดระวังมากขึ้นต่อ lending yield ของ SAK ในระยะกลาง-ยาว

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

## COMPANY RATING



## W — Weakness

- ขนาดที่เล็กกว่าคู่แข่ง
- ฟังฟังเงินกู้ยืมระยะสั้น

## T — Threat

- การเปลี่ยนแปลงในหลักเกณฑ์และกฎระเบียบ
- การรุกตลาดมากขึ้นของธนาคารพาณิชย์

## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การเรียกเก็บหนี้เป็นปัจจัยสำคัญในการสร้างกระแสเงินสด และความสามารถในการทำกำไรของ SAK ในกรณีที่ลูกค้าของ SAK ไม่สามารถชำระคืนเงินกู้ได้ตรงเวลา บริษัทฯ จะต้องปรับลดชั้นสินเชื่อ ซึ่งนำไปสู่การตั้งสำรองที่สูงขึ้น และส่งผลให้อัตรากำไรลดลง
- SAK ใช้เงินกู้ยืมจากธนาคารเพื่อเป็นทุนในการขยายธุรกิจ หากวงเงินสินเชื่อลดลง หรือถูกตัดออก จะเป็นความเสี่ยงต่อความสามารถในการเติบโต
- ในสถานการณ์ที่ SAK ไม่สามารถจัดการเพื่อรักษาผลตอบแทนที่สูงได้ตามที่เราคาด จะเป็นความเสี่ยงต่อคาดการณ์ผลประโยชน์และการราคาเป้าหมายของเรา

Source: Thanachart

## INCOME STATEMENT

	FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<i>Strong loan volume growth</i>	Interest Income	1,600	1,609	1,766	2,327	2,851
	Interest Expenses	159	131	94	154	204
	<b>Net Interest Income</b>	<b>1,441</b>	<b>1,477</b>	<b>1,672</b>	<b>2,173</b>	<b>2,648</b>
	% of total income	99.7%	99.7%	99.6%	99.5%	99.4%
	Fee income	4	5	6	11	16
	% of total income	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%
	Other income	-	-	-	-	-
	% of total income	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	<b>Non-interest Income</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>11</b>	<b>16</b>
	% of total income	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%
<b>Total Income</b>	<b>1,446</b>	<b>1,482</b>	<b>1,678</b>	<b>2,184</b>	<b>2,664</b>	
Operating Expenses	737	788	867	1,034	1,155	
<b>Pre-provisioning Profit</b>	<b>709</b>	<b>695</b>	<b>811</b>	<b>1,150</b>	<b>1,508</b>	
Bad debt expenses	115	(6)	47	63	80	
<b>Pre-tax Profit</b>	<b>594</b>	<b>700</b>	<b>764</b>	<b>1,087</b>	<b>1,428</b>	
Income Tax	118	138	153	217	286	
<b>After Tax Profit</b>	<b>476</b>	<b>562</b>	<b>612</b>	<b>869</b>	<b>1,142</b>	
Equity Income	0	0	0	0	0	
Minority Interest	0	0	0	0	0	
Extraordinary Items	(130)	0	0	0	0	
<b>NET PROFIT</b>	<b>346</b>	<b>562</b>	<b>612</b>	<b>869</b>	<b>1,142</b>	
<b>Normalized Profit</b>	<b>476</b>	<b>562</b>	<b>612</b>	<b>869</b>	<b>1,142</b>	
EPS (Bt)	0.2	0.4	0.3	0.4	0.5	
Normalized EPS (Bt)	0.3	0.4	0.3	0.4	0.5	

## BALANCE SHEET

	FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<i>Bt2bn in bank credit lines available to support growth</i>	Cash and ST investments	253	307	200	100	100
	Other current assets	18	10	10	10	10
	<b>Total current assets</b>	<b>271</b>	<b>317</b>	<b>210</b>	<b>110</b>	<b>110</b>
	Gross loans & accr. interest	6,825	6,568	9,155	11,909	14,878
	Provisions	188	162	197	245	306
	<b>Net loans</b>	<b>6,637</b>	<b>6,406</b>	<b>8,929</b>	<b>11,615</b>	<b>14,511</b>
	Fixed assets	166	109	(9)	8	24
	Other assets	84	1,945	388	467	532
	<b>Total assets</b>	<b>7,158</b>	<b>8,778</b>	<b>9,519</b>	<b>12,199</b>	<b>15,176</b>
	Short term borrow ing	3,798	3,237	3,466	5,050	6,565
A/P & notes payables	70	78	80	82	84	
Other current liabilities	140	129	155	214	220	
Long term borrow ing	323	767	652	1,109	1,829	
<b>Total borrowings</b>	<b>4,121</b>	<b>4,004</b>	<b>4,118</b>	<b>6,159</b>	<b>8,394</b>	
Other L-T liabilities	51	59	289	345	390	
Minority interest	0	0	0	0	0	
<b>Shareholders' equity</b>	<b>2,776</b>	<b>4,508</b>	<b>4,877</b>	<b>5,400</b>	<b>6,088</b>	
<b>Total Liab. &amp; Equity</b>	<b>7,158</b>	<b>8,778</b>	<b>9,519</b>	<b>12,199</b>	<b>15,176</b>	

Sources: Company data, Thanachart estimates

## VALUATION

*Cheap valuation in our view*

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	25.9	22.6	27.2	19.2	14.6
Normalized PE - at target price (x)	32.6	28.4	34.3	24.1	18.3
PE (x)	35.6	22.6	27.2	19.2	14.6
PE - at target price (x)	44.8	28.4	34.3	24.1	18.3
P/PPP (x)	17.4	18.3	20.5	14.5	11.0
P/PPP - at target price (x)	21.9	23.0	25.8	18.2	13.9
P/BV (x)	4.4	3.7	3.4	3.1	2.7
P/BV - at target price (x)	5.6	4.6	4.3	3.9	3.4
Dividend yield (%)	na	1.4	1.5	2.1	2.7
Normalized EPS (Bt)	0.3	0.4	0.3	0.4	0.5
EPS (Bt)	0.2	0.4	0.3	0.4	0.5
DPS (Bt)	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2
PPP/Share (Bt)	0.5	0.4	0.4	0.5	0.7
BV/share (Bt)	1.8	2.2	2.3	2.6	2.9
P/BV to ROE (x)	0.2	0.2	0.3	0.2	0.1

## FINANCIAL RATIOS

*End to repricing effect in 3Q21F*

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>Growth Rate (%)</b>					
Net interest income (NII)	26.4	2.5	13.2	29.9	21.8
Non-interest income (Non-II)	2.7	10.7	22.2	83.3	45.5
Operating expenses	22.5	6.9	10.1	19.3	11.7
Pre-provisioning profit (PPP)	30.6	(2.0)	16.8	41.7	31.2
Net profit	(13.2)	62.4	8.8	42.2	31.4
Normalized profit growth	19.4	18.1	8.8	42.2	31.4
EPS	(13.2)	57.7	(17.1)	42.2	31.4
Normalized EPS	19.4	14.7	(17.1)	42.2	31.4
Dividend payout ratio	0.0	40.3	40.0	40.0	40.0
Loan - gross	0.6	(3.0)	40.9	30.1	24.9
Loan - net	20.1	(3.5)	39.4	30.1	24.9
Borrowings	13.3	(5.0)	8.3	53.5	36.7
NPLs	91.0	47.8	35.0	20.0	15.0
Total assets	20.8	22.6	8.4	28.2	24.4
Total equity	29.7	62.4	8.2	10.7	12.7
<b>Operating Ratios (%)</b>					
Net interest margin (NIM)	22.0	18.5	18.3	20.0	19.3
Net interest spread	22.2	21.4	20.7	19.7	19.0
Yield on earnings assets	25.7	24.0	22.5	22.1	21.3
Avg cost of fund	4.1	3.3	2.3	3.0	2.8
NII / operating income	99.7	99.7	99.6	99.5	99.4
Non-II / operating income	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6
Fee Income / Opt Income	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6
Norm Net Margin	32.9	37.9	36.4	39.8	42.9
Cost-to-income	51.0	53.1	51.7	47.3	43.4
Credit cost - provision exp / loans	1.8	(0.1)	0.6	0.6	0.6
PPP / total assets	10.8	8.7	8.9	10.6	11.0
PPP / total equity	28.8	19.1	17.3	22.4	26.3
Avg assets/avg equity (leverage)	2.7	2.2	1.9	2.1	2.4
ROA	7.3	7.1	6.7	8.0	8.3
ROE	19.4	15.4	13.0	16.9	19.9

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	184.0	187.9	244.3	207.1	189.2
Net Loan / Borrow ings	182.3	185.2	238.3	202.0	184.5
Net Loan / Assets	92.7	73.0	93.8	95.2	95.6
Net Loan / Equity	239.1	142.1	183.1	215.1	238.4
S-T / L-T Borrow ings	91.5	82.9	82.6	80.7	76.7
Borrow ings / Liabilities	83.1	81.0	80.7	84.6	86.5
Interest-bearing Debt / Equity	150.4	86.7	86.1	115.6	139.3
Liabilities / Equity	157.9	94.7	95.2	125.9	149.3
<i>Manageable asset quality</i> Equity/ Gross loans	41.4	69.4	53.3	45.3	40.9
NPLs	97.0	143.3	193.5	232.1	267.0
NPLs / Total Loans (NPL Ratio)	1.4	2.2	2.1	1.9	1.8
Loan-Loss-Coverage (Provision / NPLs)	193.8	113.3	102.0	105.6	114.7

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 130 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ACE16C2201A, ACE16C2202A, ADVA16C2110A, ADVA16C2201A, ADVA16C2202A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AMAT16C2112A, AOT16C2112A, AOT16C2202A, BAM16C2110A, BAM16C2112A, BANP16C2110A, BANP16C2112A, BANP16C2201A, BBL16C2201A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCH16C2201A, BCPG16C2111A, BEC16C2202A, BGRI16C2110A, BGRI16C2112A, CBG16C2201A, CBG16C2202A, CHG16C2111A, CHG16C2112A, COM716C2110A, COM716C2112A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPF16C2112A, CPN16C2202A, DELT16C2112A, DELT16C2202A, DOHO16C2111A, DOHO16C2112A, DOHO16C2202A, DTAC16C2112A, EA16C2110A, EA16C2201A, EGCO16C2110A, ESSO16C2202A, GLOB16C2201A, GPSC16C2110A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GULF16C2112A, GULF16C2202A, GUNK16C2110A, GUNK16C2112A, GUNK16C2201A, HANA16C2112A, HANA16C2202A, HMPRO16C2201A, INTU16C2201A, INTU16C2202A, IRPC16C2110A, IRPC16C2112A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, JAS16C2202A, JMAR16C2111A, JMAR16C2201A, JMT16C2110A, JMT16C2201A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KBAN16C2201A, KBAN16C2202A, KCE16C2110A, KCE16C2201A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, KTC16C2112A, KTC16C2202A, MAJO16C2201A, MEGA16C2112A, MINT16C2112A, MTC16C2112A, OR16C2112A, OR16C2202A, PTG16C2201A, PTG16C2202A, PTL16C2201A, PTL16C2202A, PTT16C2112A, PTT16C2201A, PTT16C2201A, PTT16C2112A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RBF16C2112A, RBF16C2202A, RS16C2112A, RS16C2201A, S5016C2112A, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016C2112C, S5016P2112C, S5016P2112A, S5016P2112B, S5016P2112C, S5016P2203A, SAWA16C2112A, SAWA16C2202A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCB16C2201A, SCB16C2202A, SCC16C2112A, SCGP16C2202A, SCGP16C2201A, SPRC16C2201A, STA16C2112A, STA16C2201A, STEC16C2110A, STEC16C2201A, STGT16C2111A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TASC16C2201A, TOP16C2112A, TOP16C2202A, TRUE16C2202A, TU16C2110A, TU16C2111A, TU16C2202A, WHA16C2202A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BCPG, BEC, BGRI, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, 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, SYNTEC, TASC, TOP, TRUE, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้นบริษัท ราชธานีลิซซิ่ง 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 ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซมิล 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 มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

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

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 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

---