

BUY (Unchanged)

TP: Bt 27.00 (From: Bt 24.00)

4 MARCH 2022

Change in Numbers

Upside : 25.0%

Bangkok Com. Asset Pcl (BAM TB)

มีปัจจัยผลักดันหลายประการ



SARACHADA SORSONG

662 – 779 9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

BAM ได้ประโยชน์จากการกลับมาเปิดประเทศ ด้วยมีการพัฒนาเชิงโครงสร้างที่เป็นบวกผลักดันเรื่องราวการเติบโตและกำไร นอกจากนี้การฟื้นตัวที่รวดเร็วของสินทรัพย์ในมือแล้ว การร่วมทุน JVAMC ภายใต้ scenario ที่ระมัดระวังที่สุดยังคงช่วยเพิ่มกำไรของ **BAM** ในระยะใกล้ เราปรับกำไรขึ้นสะท้อนกำไร 4Q21 ที่แข็งแกร่ง และคงคำแนะนำ "ซื้อ" TP 27 บาท

ปัจจัยหนุนการเติบโต

BAM ได้รับผลกระทบจากการระบาดของโควิด-19 เนื่องจากต้องเสนอแผนความช่วยเหลือด้านหนี้สินให้กับลูกค้าที่ได้รับผลกระทบ และต้องเผชิญกับปัญหาการชำระบัญชีอันเนื่องมาจากการปิดแผนกของกรมบังคับคดี ในช่วงล็อกดาวน์ สายพันธุ์โอมิครอนที่รุนแรงน้อยกว่าได้จำกัดความเสี่ยงของการล็อกดาวน์ ด้วยการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ **BAM** กำลังเปลี่ยนแปลงไปในทางที่ดีขึ้นเช่นกัน เราได้ระบุปัจจัยหนุนเชิงบวก 3 ประการ ดังนี้ 1) ลดระยะเวลาการคืนทุนด้วยเงินปันผลที่ยืดหยุ่น ราคาที่น่าสนใจ และการขยายช่องทางดิจิทัล 2) โมเดลการขยายตัวแบบ Asset Light ผ่านการจัดตั้งบริษัทร่วมทุนกับธนาคารพาณิชย์ และ 3) เพิ่มเงินคงเหลือรับของยอดหนี้ที่ตัดชำระหลักประกันหมดแล้ว

มุมมองของเราต่อ JVAMC

JVAMC เป็นก้าวที่ได้ประโยชน์ทั้ง **BAM** และธนาคาร เราคาดว่าบริษัทร่วมทุนจะเข้าซื้อ NPL ที่มีหลักประกันอย่างน้อย 2 หมื่นลบ. สมมติให้บริษัทร่วมทุนถูกจัดตั้งใน 2H22 ด้วยการลงทุนฝ่ายละ 100 ลบ. ที่อัตราส่วน gearing ที่ 3 เท่า บริษัทร่วมทุนสามารถซื้อ NPL ได้ที่ 1.2 พันลบ. ที่ราคาเข้าซื้อ 50% หากสมมติให้ระยะคืนทุน 7 ปี ของ **BAM** และเราคิดค่าธรรมเนียมการเอาท์ซอร์สที่ 1.5% และคิดดอกเบี้ยที่ MLR บริษัทร่วมทุนจะมีผลขาดทุน 22 ลบ. ในปี 2022F และมีกำไรเล็กน้อยที่ 1.5 ลบ. ในปี 2023F และ 22 ลบ. ในปี 2024F **BAM** น่าจะได้รับค่าธรรมเนียมเอาท์ซอร์ส ซึ่งจะช่วยลดส่วนแบ่งผลขาดทุนจากบริษัทร่วมทุน และเราคาดว่าจะได้กำไรเพิ่มขึ้นจากปี 2023F ด้วยต้องรอข้อมูลเพิ่มเติม เราจึงไม่รวมกำไรจากบริษัทร่วมทุนในประมาณการของเรา

เติบโตแข็งแกร่งและมี upside

เนื่องจากกำไร 4Q21 ที่แข็งแกร่งขึ้นของ **BAM** และเป้าเงินสดรับ (cash collection) 5 ปีของบริษัทฯ เราจึงปรับประมาณการกำไรปีขึ้น 14% แต่ปรับลดลงโดยเฉลี่ย 6% ในปี 2023-24F แม้กำไรจะฟื้นตัวแข็งแกร่งที่ 41% ในปีที่แล้ว แต่เราคาดว่าจะเติบโต 25% ในปี 2022F, 18% ในปี 2023F และ 21% ในปี 2024F ปัจจัยหลักผลักดันการเติบโต คือ การเติบโตของ cash collection ที่ 7%/20%/5% ต้นทุนทางการเงินที่บริหารจัดการได้ และประสิทธิภาพที่ดีขึ้น **BAM** มีพนักงานราว 1,300 คน เราคาดว่าไม่จำเป็นจะมีการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญในเรื่องการจ้างงาน และคาดว่าอัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้จะลดลงจาก 25.4% เป็น 24.6% ในปี 2022F, 24.1% ในปี 2023F และ 23.1% ในปี 2024F

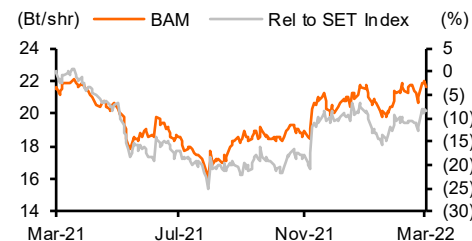
คงคำแนะนำ "ซื้อ" ปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 27 บาท

เราชอบ **BAM** เนื่องจากมีปัจจัยผลักดันทั้งในระยะสั้นและระยะยาว กำไร 1Q21 เป็นไตรมาสที่ต่ำที่สุด และด้วยคาดว่าเงินสดรับจะเติบโตมากกว่า 20% ใน 1Q22 **BAM** จึงน่าจะมีผลการดำเนินงานที่ดี และใน 2H22 น่าจะมีการประกาศเรื่อง JVAMC ในขณะที่เราคาดว่า ROE ของ **BAM** จะเพิ่มขึ้นเป็นสองเท่าเป็น 12% ใน 4 ปี สำหรับ valuation **BAM** ซื้อขายที่ Forward PE ที่ 21 เท่า บน EPS ที่เติบโต 25% ในปี 2022F และ 18% ในปี 2023F ในฐานะเป็น asset-based company, **BAM** ไม่แพงที่ 2022F P/BV ที่ 1.6 เท่า โดยมีอัตราผลตอบแทนปันผลมากกว่า 3%

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Pre Provision Profit	8,021	8,757	9,322	10,013
Net profit	2,600	3,259	3,832	4,626
Consensus NP	—	3,228	4,203	5,110
Diff frm cons (%)	—	1.0	(8.8)	(9.5)
Norm profit	2,600	3,259	3,832	4,626
Prev. Norm profit	—	2,867	4,200	4,788
Chg frm prev (%)	—	13.7	(8.7)	(3.4)
Norm EPS (Bt)	0.8	1.0	1.2	1.4
Norm EPS grw (%)	41.3	25.3	17.6	20.7
Norm PE (x)	26.9	21.4	18.2	15.1
P/BV (x)	1.6	1.6	1.5	1.5
Div yield (%)	2.5	3.3	3.8	4.6
ROE (%)	6.2	7.5	8.6	10.0
ROA (%)	2.0	2.5	2.7	3.1

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price: as of 4-Mar-22 (Bt)	21.60
Market Cap (US\$ m)	2,136
Listed Shares (m shares)	3,232.0
Free Float (%)	54.2
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	16.87
12M Price H/L (Bt)	22.10/16.00
Sector	Finance
Major Shareholder	FIDF 45.79%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปซ้ำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

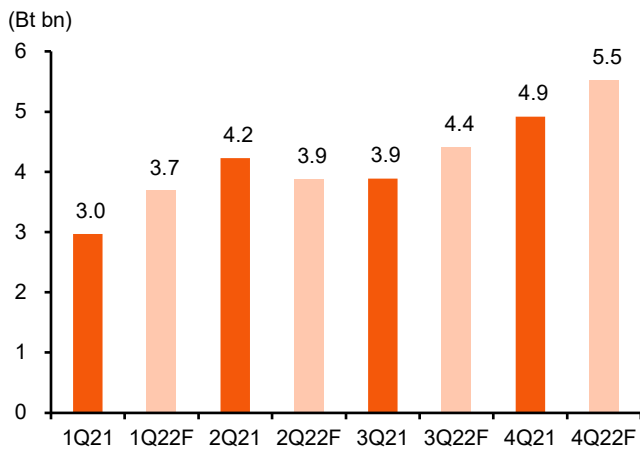


Ex 1: Initiatives To Speed Up Collection During The Severe COVID Outbreak In 2021

NPLs	NPA
NPL cash collection: Bt8.7bn (83% of target)	NPA cash collection: Bt7.3bn (104% of target)
TDR borrowers increased to over 2,000 equaling 61% of the target	3,226 items sold
Approval of a one-off settlement of Bt4.6bn	Installment sales of 768 items (77% of target)
	NPA renovation of Bt147m (65% of target)
	Approval of special prices for 4,104 NPAs (137% of target)

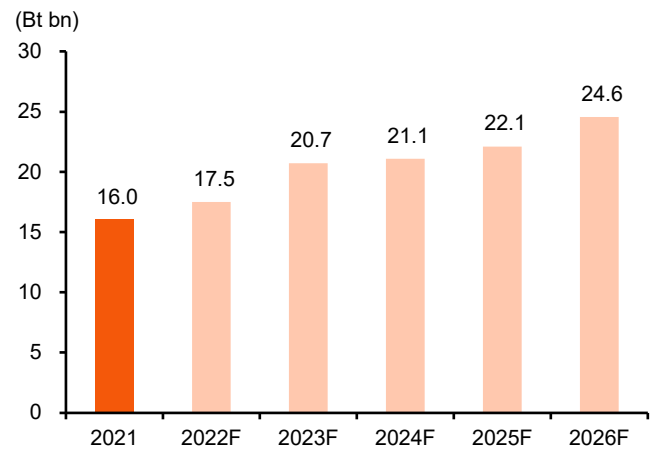
Source: Company data

Ex 2: Quarterly Collection Target In 2022 Vs Actual 2021



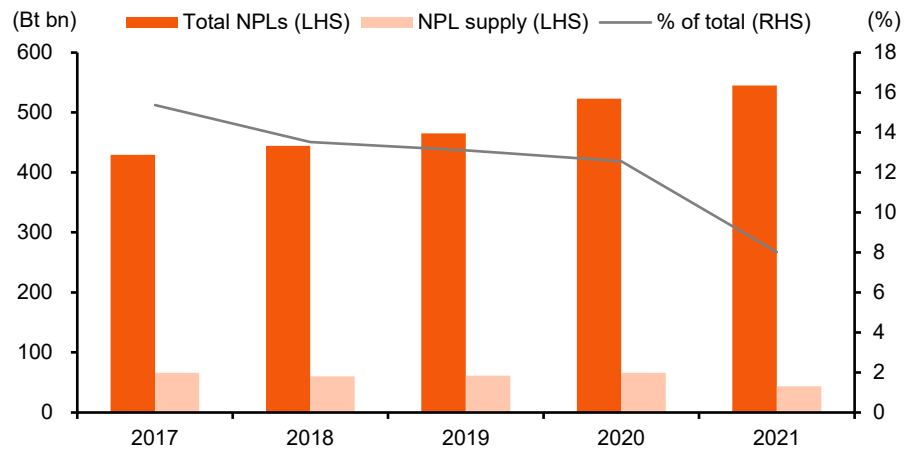
Source: Company data

Ex 3: Five-year Cash Collection Target



Source: Company data

Ex 4: Lowest Ever NPL Supply Last Year



Source: Company data

Ex 5: Preliminary Estimates Of The JV's P&L

Equity investment (Bt m)	200.00	Bt m
1. BAM	100.00	Bt m
2. Bank A	100.00	Bt m
Value of NPLs	1,200.00	Bt m
Acquisition price (%)	50.0%	%
NPLs at costs (Bt bn)	600.00	Bt m
Payback period	7.00	year
Outsourcing fees	1.5%	pa
Borrowings	600.00	Bt m
D/E covenant	3.00	x
Interest rate	5.47%	pa
Loan repayment	6.00	year
Grace period	1.00	year

Profits and loss statement	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Total cash collection	—	120.00	162.00	275.40	257.04	192.78	115.67	53.98	18.51
Cost amortization	—	63.60	85.86	145.96	136.23	102.17	61.30	4.87	—
Net revenue from collection	—	56.40	76.14	129.44	120.81	90.61	54.36	49.11	18.51
Outsourcing fee	3.00	17.10	14.99	11.70	7.71	4.34	2.02	0.75	0.21
Interest expenses	16.41	31.45	27.35	21.88	16.41	10.94	5.47	1.37	—
Staff costs	3.00	6.00	6.18	6.37	6.56	6.75	6.96	7.16	7.38
EBT	(22.41)	1.85	27.63	89.49	90.13	68.58	39.91	39.83	10.92
Tax expenses	—	—	1.41	17.90	18.03	13.72	7.98	7.97	2.18
EAT	(22.41)	1.85	26.21	71.59	72.10	54.86	31.93	31.86	8.74
BAM's JV contribution	(7.98)	18.01	27.83	46.78	43.04	31.22	17.67	16.36	4.49
- Outsourcing fees	3.00	17.10	14.99	11.70	7.71	4.34	2.02	0.75	0.21
- JV's equity income	(10.98)	0.91	12.84	35.08	35.33	26.88	15.65	15.61	4.28
Bank's JV contribution	5.43	32.36	40.19	56.96	51.74	37.82	21.12	16.98	4.28
- Interest received	16.41	31.45	27.35	21.88	16.41	10.94	5.47	1.37	—
- JV's equity income	(10.98)	0.91	12.84	35.08	35.33	26.88	15.65	15.61	4.28

Source: Thanachart estimates

Ex 6: Earnings Revisions

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Net profits (Bt bn)							
- New	1.84	2.60	3.26	3.83	4.63	5.98	7.51
- Old			2.87	4.20	4.79	5.50	6.43
- Change (%)			13.68	(8.75)	(3.37)	8.81	16.86
Total income (Bt bn)							
- New	12.43	13.31	14.35	15.40	16.44	17.98	19.68
- Old			13.70	13.70	13.70	13.70	13.70
- Change (%)			4.78	12.40	20.05	31.26	43.68
Cash collection (Bt bn)							
- New	13.12	15.99	17.15	20.58	21.64	22.49	24.53
- Old			17.98	20.49	22.84	24.29	26.02
- Change (%)			(4.61)	0.43	(5.23)	(7.43)	(5.73)
Purchased NPLs (Bt bn)							
- New	10.60	3.66	9.00	9.00	9.50	10.00	10.50
- Old			6.50	7.50	8.67	10.03	11.62
- Change (%)			38.46	20.00	9.62	(0.28)	(9.61)
Operating expenses (Bt bn)							
- New	2.64	2.73	2.85	2.96	3.01	3.10	3.18
- Old			2.64	2.66	2.73	2.78	2.84
- Change (%)			7.88	11.14	10.48	11.76	11.65
Interest expenses (Bt bn)							
- New	2.39	2.56	2.74	3.12	3.42	3.66	3.87
- Old			2.64	2.57	2.70	2.81	2.93
- Change (%)			4.02	21.23	26.83	30.30	32.29

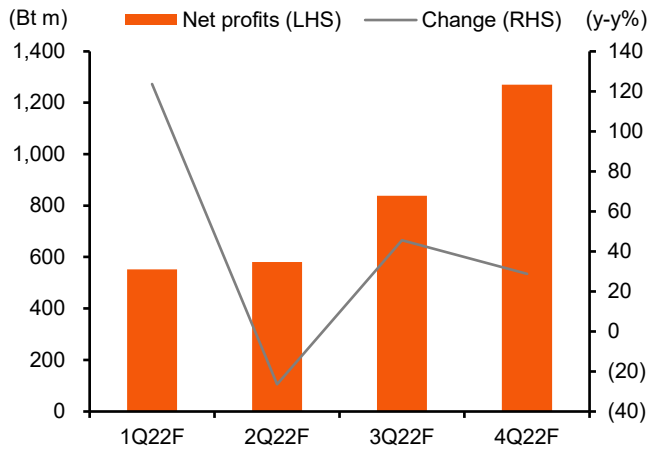
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: 12-month DDM-based TP Calculation Using A Base Year Of 2022F

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal Value
Dividend of common shares	2,029	2,482	2,961	3,714	4,725	5,735	6,714	7,754	8,702	11,661	15,006	15,006
Dividend of preferred shares	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Dividend payment	2,029	2,482	2,961	3,714	4,725	5,735	6,714	7,754	8,702	11,661	15,006	180,078
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	87,347											
No. of shares (m)	3,232											
Equity value / share (Bt)	27.00											

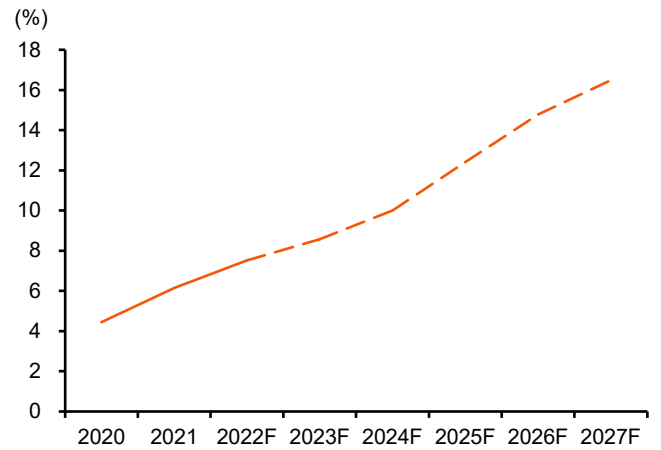
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: Estimated Quarterly Profits



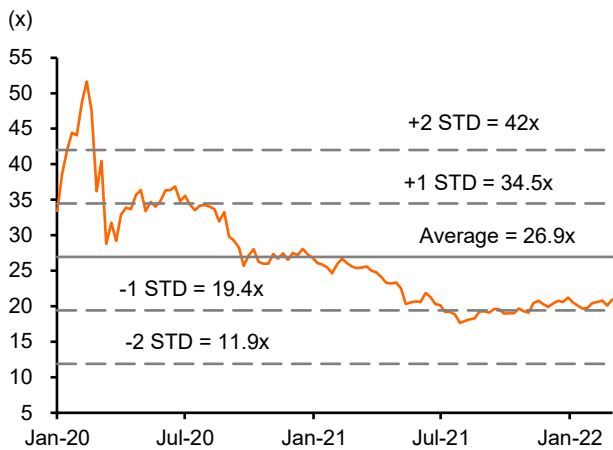
Source: Thanachart estimates

Ex 9: Rising ROE



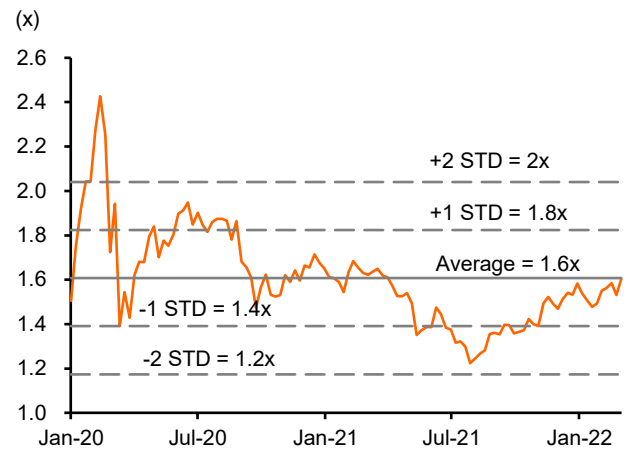
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: STD PE



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 11: STD P/BV



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 12: Valuation Comparison With Global Peers

Name	BBG Code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		— ROE —		— Div. Yield —	
			22F (%)	23F (%)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (%)	23F (%)	22F (%)	23F (%)
China Cinda Asset Management	1359 HK	China	15.0	2.4	3.9	3.8	0.3	0.3	7.9	7.9	8.3	8.2
Cohen & Steers Inc.	CNS US	US	(5.8)	9.2	19.4	17.7	na	na	82.9	102.0	3.8	3.2
Legg Mason Inc.	LM US	US	27.9	na	na	na	na	na	7.8	8.3	na	na
Federated Hermes Inc.	FHI US	US	17.8	10.8	10.1	9.1	2.5	2.4	22.5	22.4	3.4	3.6
Artisan Partners Asset MA -A	APAM US	US	(10.8)	6.5	8.3	7.8	na	na	na	na	11.1	11.3
Affiliated Managers Group	AMG US	US	44.2	11.9	6.8	6.0	1.8	1.6	19.8	16.8	0.0	0.0
Waddell & Reed Financial -A	WDR US	US	89.8	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Eaton Vance Corp	EV US	US	227.4	(3.0)	na	na	na	na	53.1	na	na	na
Azimut Holding SPA	AZM IM	Italy	(4.9)	6.0	7.5	7.1	2.0	1.8	27.1	25.4	6.9	7.4
Fiera Capital Corp	FSZ CN	Canada	95.4	8.6	7.6	7.0	2.6	2.5	36.5	37.5	8.2	8.2
Bangkok Commercial Asset Mgt.	BAM TB *	Thailand	25.3	17.6	21.4	18.2	1.6	1.5	7.5	8.6	3.3	3.8
Chayo Group	CHAYO TB	Thailand	38.5	19.3	37.3	31.3	3.3	2.7	11.8	10.3	0.5	0.5
JMT Network Services	JMT TB	Thailand	21.6	33.8	41.7	31.2	4.8	4.6	13.2	15.4	1.4	2.0
Average			44.7	11.2	16.4	13.9	2.4	2.2	26.4	25.5	4.7	4.8

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates , using Thanachart normalized EPS

Based on 4 Mar 2022 closing prices

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

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

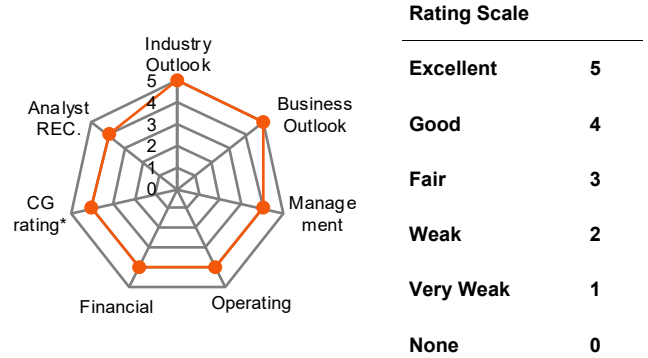
S — Strength

- มีประสบการณ์ในธุรกิจมากกว่า 20 ปี
- ได้เปรียบจากขนาด
- มีอำนาจต่อรอง

O — Opportunity

การเข้าซื้อสินทรัพย์

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG Rating

W — Weakness

- เป็นธุรกิจที่ใช้เงินลงทุนสูง และมีระยะเวลาคืนทุนนาน
- กำไรบันทึกเป็นก้อน เนื่องจากรายได้ส่วนใหญ่มาจากกำไรจากการขายสินทรัพย์

T — Threat

- การขายสินทรัพย์ที่น้อยลง เนื่องจากธนาคารกำลังปรับโครงสร้างการบริหารจัดการภายใน
- การเปลี่ยนแปลงมาตรฐานบัญชี

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	24.56	27.00	10%
Net profit 22F (Bt m)	3,228	3,259	1%
Net profit 23F (Bt m)	4,203	3,832	-9%
Consensus REC	BUY: 10	HOLD: 1	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2023F ของเรต่ำกว่าของ Bloomberg consensus ในระยะสั้น เนื่องจากเราระมัดระวังมากขึ้นต่อการเรียกเก็บเงินสดและอัตรากำไร
- แต่เราคาดว่าอัตรากำไรของ BAM จะเพิ่มขึ้น และบริษัทจะจ่ายปันผลเพิ่มขึ้น ซึ่งเราเชื่อว่าเป็นสาเหตุที่ทำให้ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด

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)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<i>Improving collections</i>	Interest Income	9,946	9,569	10,544	11,579	12,384
	Interest Expenses	2,391	2,559	2,742	3,116	3,419
	Net Interest Income	7,555	7,010	7,802	8,463	8,965
	% of total income	75.3%	65.2%	67.2%	68.9%	68.8%
	Gain on sale of properties for sale	1,998	2,963	3,107	3,153	3,415
	Gain on installment sales	404	690	617	575	550
	Gain on investments	0	0	0	0	0
	Others	79	84	84	89	94
	Non-interest Income	2,481	3,737	3,808	3,816	4,059
	% of total income	24.7%	34.8%	32.8%	31.1%	31.2%
	Total Income	10,036	10,747	11,610	12,279	13,024
	Operating Expenses	2,641	2,727	2,853	2,957	3,011
	Pre-provisioning Profit	7,395	8,021	8,757	9,322	10,013
	Provisions	5,199	4,765	4,684	4,532	4,230
	Pre-tax Profit	2,196	3,256	4,073	4,791	5,783
	Income Tax	355	656	815	958	1,157
	After Tax Profit	1,841	2,600	3,259	3,832	4,626
	Equity Income	0	0	0	0	0
	Minority Interest	0	0	0	0	0
	Extraordinary Items	0	0	0	0	0
	NET PROFIT	1,841	2,600	3,259	3,832	4,626
	Normalized Profit	1,841	2,600	3,259	3,832	4,626
	EPS (Bt)	0.6	0.8	1.0	1.2	1.4
	Normalized EPS (Bt)	0.6	0.8	1.0	1.2	1.4

BALANCE SHEET

	FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
	ASSETS:					
<i>Higher self-financed portion</i>	Liquid Items	8,164	3,903	2,493	2,578	2,666
	Cash and ST investments	8,164	3,903	2,493	2,578	2,666
	Securities under resale agreement	728	833	725	639	589
	Net loan purchased	77,726	73,406	83,272	93,181	101,524
	Properties for sales-net	28,078	29,666	29,515	30,539	31,557
	property for sales - gross	36,282	37,592	38,898	40,194	41,482
	(less) allowance for impairment	8,204	7,926	9,383	9,655	9,925
	Fixed assets - net	1,174	1,155	1,088	1,021	954
	Other assets	16,199	16,941	17,455	17,979	18,512
	Total assets	132,070	125,904	134,548	145,936	155,801
	LIABILITIES:					
	Liquid Items	1,505	1,540	1,570	1,600	1,630
	Accrued interest payable	518	553	583	613	643
	Provisions	987	987	987	987	987
	Current portion of lease liabilities	0	0	0	0	0
	Debt issued and borrowings	87,435	80,155	87,855	97,647	105,792
	Other liabilities	1,333	1,453	1,155	1,356	1,365
	Total liabilities	90,273	83,148	90,533	100,541	108,710
	Minority interest	0	0	0	0	0
	Shareholders' equity	41,797	42,756	44,015	45,395	47,091
	Preferred capital	0	0	0	0	0
	Paid-in capital	16,160	16,160	16,160	16,160	16,160
	Share premium	6,044	6,044	6,044	6,044	6,044
	Surplus/ Others	240	255	285	315	345
	Retained earnings	19,352	20,296	21,525	22,876	24,542
	Liabilities & Equity	132,070	125,904	134,548	145,936	155,801

Sources: Company data, Thanachart estimates

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	37.9	26.9	21.4	18.2	15.1
Normalized PE - at target price (x)	47.4	33.6	26.8	22.8	18.9
PE (x)	37.9	26.9	21.4	18.2	15.1
PE - at target price (x)	47.4	33.6	26.8	22.8	18.9
P/PPP (x)	9.4	8.7	8.0	7.5	7.0
P/PPP - at target price (x)	11.8	10.9	10.0	9.4	8.7
P/BV (x)	1.7	1.6	1.6	1.5	1.5
P/BV - at target price (x)	2.1	2.0	2.0	1.9	1.9
Dividend yield (%)	2.4	2.5	3.3	3.8	4.6
Market cap / net assets (x)	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
Market cap / appraisal value (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
(Bt)					
Normalized EPS	0.6	0.8	1.0	1.2	1.4
EPS	0.6	0.8	1.0	1.2	1.4
DPS	0.5	0.6	0.7	0.8	1.0
PPP/Share	2.3	2.5	2.7	2.9	3.1
BV/Share	12.9	13.2	13.6	14.0	14.6

Inexpensive, in our view

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate (%)					
Net interest income (NII)	7.8	(7.2)	11.3	8.5	5.9
Non-interest income (Non-II)	(19.9)	50.6	1.9	0.2	6.4
Operating expenses	(29.7)	3.2	4.6	3.6	1.8
Pre-provisioning profit (PPP)	(64.7)	48.3	25.1	17.6	20.7
Net profit	(82.8)	41.3	25.3	17.6	20.7
Normalized profit growth	(82.8)	41.3	25.3	17.6	20.7
EPS	(84.4)	41.3	25.3	17.6	20.7
Normalized EPS	(84.4)	41.3	25.3	17.6	20.7
Dividend payout ratio	90.0	68.4	70.0	70.0	70.0
NPL portfolio	8.8	0.3	9.8	9.8	7.5
NPA portfolio	12.6	3.6	3.5	3.3	3.2
Debt and borrowings	453.5	431.3	8,742.1	8,015.4	8,780.8
Total assets	10.1	(4.7)	6.9	8.5	6.8
Total equity	1.5	2.3	2.9	3.1	3.7
Operating Ratios (%)					
Interest yield on NPL	10.3	33.4	36.2	36.0	36.0
Interest yield on installment sales rec.	7.2	4.9	5.3	5.0	5.2
Interest yield on investment in securities	2.6	0.0	0.0	0.0	0.0
Avg cost of fund	6.3	2.7	2.6	2.6	2.6
NII / operating income	304.6	187.6	204.9	221.7	220.8
Non-II / operating income	24.7	34.8	32.8	31.1	31.2
Normalized net margin	14.8	19.5	22.7	24.9	28.1
Cost-to-income	26.3	25.4	24.6	24.1	23.1
Pretax Profits/ total assets	1.7	2.5	3.1	3.4	3.8
Pretax Profits / total equity	5.3	7.7	9.4	10.7	12.5
Avg assets/avg equity (leverage)	3.0	3.1	3.0	3.1	3.3
ROA	1.5	2.0	2.5	2.7	3.1
ROE	4.4	6.2	7.5	8.6	10.0

Improving efficiency and ROE

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

	FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<i>Policy is to contain D/E at below 3x to maintain its good credit rating</i>	Liquidity and Quality Ratio (%)					
	Receivables to borrowing ratio	109.4	111.3	116.2	115.2	113.8
	Debt to equity ratio (x)	2.1	1.9	2.0	2.2	2.2
	Allow ance for doubtful A/C to rec.	14.6	19.6	16.9	15.3	14.1
	Cash collection from NPL management business to NPLs	18.2	10.8	11.9	13.6	17.9
	Cash collection from NPA management business to NPAs	23.1	16.4	23.9	23.3	23.8
	Interest yield on gross NPL	1.8	6.5	6.6	7.7	8.7
	Gain on loan purchase/loan purchase	8.9	4.2	3.6	3.7	3.9
	Return on NPL management business	10.7	10.7	10.3	11.4	12.6
	Interest yield on installment receivables	7.2	4.9	5.3	5.0	5.2
	Gain on installment sales/installment sales	6.3	20.9	31.8	31.8	31.8
	Gain on sales of foreclosed properties properties foreclosed	13.1	7.7	10.3	10.5	10.5
	Return on NPA management business	9.7	6.1	8.3	8.5	8.3

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:

บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ถือและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 90 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVA16C2203A, AMAT16C2206A, AOT16C2204A, AWC16C2207A, BAM16C2206A, BAM16C2204A, BANP16C2205A, BANP16C2204A, BBL16C2203A, BBL16C2204A, BCH16C2207A, BCH16C2203A, BEC16C2205A, BEC16C2204A, BGRI16C2203A, BGRI16C2205A, BLA16C2205A, CBG16C2204A, CBG16C2205A, CHG16C2207A, COM716C2203A, COM716C2205A, CPAL16C2203A, CPAL16C2204A, CPF16C2205A, CRC16C2204A, DELT16C2203A, DTAC16C2203A, EA16C2206A, EA16C2203A, EA16C2205A, GLOB16C2203A, GPSC16C2206A, GPSC16C2203A, GPSC16C2205A, GULF16C2203A, GULF16C2205A, GUNK16C2206A, GUNK16C2203A, GUNK16C2205A, HANA16C2204A, HANA16C2205A, HANA16C2207A, INTU16C2205A, IRPC16C2205A, IVL16C2203A, IVL16C2206A, JMAR16C2206A, JMAR16C2205A, JMT16C2203A, JMT16C2205A, KBAN16C2206A, KBAN16C2204A, KCE16C2204A, KCE16C2205A, KCE16C2205B, MEGA16C2207A, MINT16C2207A, MINT16C2203A, MINT16C2204A, MTC16C2204A, OR16C2203A, OR16C2205A, PTG16C2203A, PTL16C2202B, PTT16C2203A, PTT16C2205A, PTTE16C2203A, RCL16C2205A, RS16C2205A, S5016P2206B, S5016C2203A, S5016C2203B, S5016C2206A, S5016P2203A, S5016P2203B, S5016P2206A, SAWA16C2204A, SAWA16C2205A, SCC16C2204A, STA16C2203A, STEC16C2204A, SYNE16C2206A, TOP16C2206A, TRUE16C2205B, TRUE16C2205A, TRUE16C2203A, TRUE16C2203B, TU16C2204A, WHA16C2204A (underlying securities are ADVANC, AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BBL, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CRC, DELTA, DTAC, EA, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, RCL, RS, SAWAD, SCC, SYNTEC, SET50, STA, STEC, TOP, TU, WHA, TRUE). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลีซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรสมิล 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 มีกรรมกร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมกร่วมกันได้แก่ นางอติวีณ์ 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 ผู้ถือหุ้นกู้ ของบริษัท 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

Thematic Research, กระดาษ

จักร เรื่องสิทธิสัญญา
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์
Tel: 662-483-8296
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติมน้ำมัน

พัทธดนย์ บุณนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม

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 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

พลังงาน, ปิโตรเคมี

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
Tel: 662-779-9110
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพลตฟอร์ม

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

กลยุทธ์การลงทุน

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

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

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

กลยุทธ์การลงทุน

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

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน

นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฑุณี 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
sunset.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี

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

สุจินตนา สถาพร

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