

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 56.00

(Unchanged)

21 JUNE 2022

Upside : 30.2%

Muangthai Capital Pcl (MTC TB)

ปรับตัวลงมากแล้ว

การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเร็วขึ้นเป็นลบ แต่เรามองว่าราคาหุ้น MTC ที่ลดลง 13% ในช่วง MTD นั้นมากแล้ว ดังนั้นเราจึงปรับกำไรลงเพียง 5% ในปี 2022-24F เรามองว่า MTC น่าสนใจมากที่สุดที่ 13 เท่า PE ด้วยคาดว่า EPS จะเติบโต 26% ในปี 2023F แนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมายเดิมที่ 56 บาท



SARACHADA SORNSONG

662 - 779 9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

มีความเสี่ยงต่อการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยแค่ไหน?

ด้วยมีปริมาณการเติบโตของสินเชื่อที่แข็งแกร่งที่สุด MTC จึงไม่สามารถหลีกเลี่ยงผลกระทบจากการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยที่เร็วขึ้นได้ การเติบโตของสินเชื่อราว 80% มีแหล่งเงินทุนหลักมาจากหนี้สินและหุ้นกู้ของ MTC เพื่อรองรับการเติบโตของสินเชื่อที่ 30% ต่อปี ในปี 2022-23F MTC ได้ออกหุ้นกู้มูลค่า 1.45 หมื่นลบ. ใน 1H22 และมีแผนจะออก 1.2-1.5 หมื่นลบ. ใน 2H22 และราว 5 หมื่นลบ. ในปี 2023 หุ้นกู้ของบริษัทฯ ที่ออกล่าสุดในเดือนมิ.ย.2022 อายุ 2-5 ปี มีอัตราดอกเบี้ยหน้าตัวเฉลี่ยที่ 3.23% สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยหน้าตัวเฉลี่ยใน 1Q22 ราว 25bps ด้วยประโยชน์จากการรีไฟแนนซ์ที่เหลือ เราคาดว่าต้นทุนของหนี้ที่มีภาระดอกเบี้ยของ MTC จะเพิ่มขึ้นเพียง 13bps ในปีนี้ เป็น 3.53% ความท้าทายอยู่ในปี 2023-24 ซึ่งผลประโยชน์จากการรีไฟแนนซ์จะหายไปพร้อมกับโบรกเราที่มองว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะถูกปรับขึ้น 75bps ด้วยเหตุนี้ เราจึงเพิ่มต้นทุนกู้ยืมของ MTC เป็น 4.0% ใน 2023F และ 4.3% ในปี 2024F

สินเชื่อเพิ่มขึ้น

ด้วยกลยุทธ์การกำหนดราคาที่เหมาะสมได้ และการขยายสาขาที่รวดเร็วกว่าคู่แข่ง MTC จึงประสบความสำเร็จ ด้วยมีลูกค้าใหม่ 5 แสนราย ทำให้จำนวนลูกค้าเพิ่มขึ้นเป็น 3 ล้านราย ในปี 2021 MTC เห็นความต้องการสินเชื่อที่แข็งแกร่งมาก และอัตราการหมุนเวียนที่สูงขึ้นที่ 75% เทียบกับในอดีตที่ 70% MTC ตั้งเป้าสินเชื่อโต 30-35% ในปีนี้ และอีก 30% ในปี 2023F เราคาดว่าสินเชื่อจะเติบโต 31% ในปี 2022F และปรับเพิ่มคาดการณ์ของเราเป็น 25% ในปี 2023F และ 20% ในปี 2024F สำหรับคุณภาพสินทรัพย์นั้น NPL ของสินเชื่อจำนำทะเบียนเพิ่มขึ้นหลังโครงการช่วยเหลือลูกค้าหนี้สินสุดใน 3Q21 NPLs ของสินเชื่อจำนำทะเบียนเริ่มทรงตัว ขณะที่ NPL ของสินเชื่อเช่าซื้อรถจักรยานยนต์ยังคงเพิ่มขึ้น เราคาดว่าคุณภาพของสินเชื่อเช่าซื้อรถจักรยานยนต์จะดีขึ้นใน 2H22F หลัง MTC ชะลอการให้สินเชื่อเช่าซื้อรถจักรยานยนต์ใหม่แก่ลูกค้าใหม่ และเร่งกระบวนการชำระบัญชีใน 2Q22

กำไรมีแนวโน้มสูงเป็นประวัติการณ์เช่นเดิม

แม้เราจะปรับกำไรลง 2-7% ในปี 2022-24F สะท้อนต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้น แต่ไม่ก็เป็นอุปสรรคต่อเรื่องราวการเติบโตของกำไรของ MTC เรายังคงคาดว่ากำไรจะสูงเป็นประวัติการณ์ เนื่องจากปริมาณสินเชื่อที่สูงขึ้นและประโยชน์จาก operating leverage ที่ดีขึ้นช่วยชดเชยต้นทุนทางการเงินและตั้งสำรองที่เพิ่มขึ้น ขณะที่มี upside ต่อประมาณการของเรา หาก MTC ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเพื่อผลกำไรค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยให้กับลูกค้า หรือมีการปรับขึ้นอันดับความน่าเชื่อถือจาก BBB+ เป็น A- ใน 2H23F ต้นทุนทางการเงินที่ลดลงทุก 10bps จะทำให้กำไรเพิ่มขึ้น 1.3%

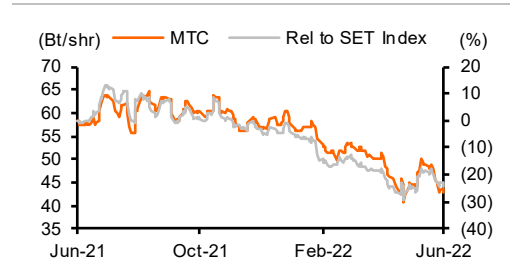
แนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมาย 56 บาท

ขณะที่ปรับมาใช้ปีฐาน 2023F ราคาเป้าหมายของ MTC จึงคงเดิมที่ 56 บาท เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" MTC เนื่องจากเราเชื่อว่าการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยที่เร็วกว่าคาดสะท้อนไปในราคาหุ้นแล้ว ขณะที่เรายังคงมองว่ากำไรจะยังคงมีแนวโน้มสูงเป็นประวัติการณ์ ที่ 13 เท่า PE ภายใต้คาดการณ์การเติบโตของ EPS ที่ 26% ต่อปี ในปี 2023-24F ของเรา MTC นั้นน่าสนใจมากและให้ upside จากราคาเป้าหมาย 30%

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Pre Provision Profit	6,930	8,250	10,866	13,880
Net profit	4,945	5,760	7,278	9,156
Consensus NP	—	5,680	7,128	8,701
Diff frm cons (%)	—	1.4	2.1	5.2
Norm profit	4,945	5,760	7,278	9,156
Prev. Norm profit	—	5,882	7,683	9,826
Chg frm prev (%)	—	(2.1)	(5.3)	(6.8)
Norm EPS (Bt)	2.3	2.7	3.4	4.3
Norm EPS grw (%)	(5.2)	16.5	26.3	25.8
Norm PE (x)	18.4	15.8	12.5	10.0
P/BV (x)	3.7	3.1	2.5	2.1
Div yield (%)	0.9	1.0	1.3	1.6
ROE (%)	21.7	21.1	22.2	23.1
ROA (%)	5.6	5.1	5.0	5.0

PRICE PERFORMANCE



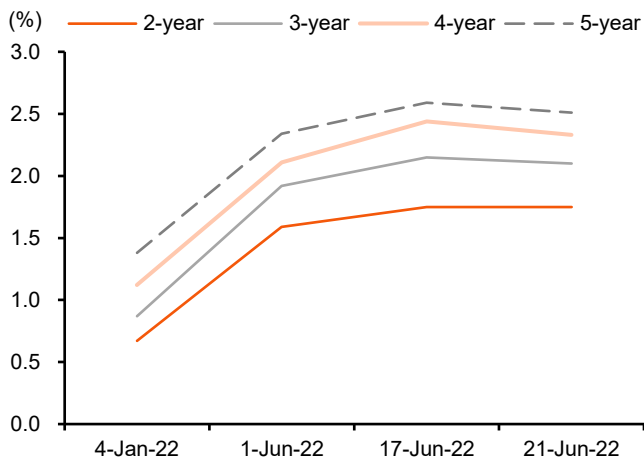
COMPANY INFORMATION

Price as of 21-Jun-22 (Bt)	43.00
Market Cap (US\$ m)	2,581.6
Listed Shares (m shares)	2,120.0
Free Float (%)	32.1
Avg Daily Turnover (US\$ m)	13.0
12M Price H/L (Bt)	64.75/40.50
Sector	Finance
Major Shareholder	Petaumpai Family 67.45%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

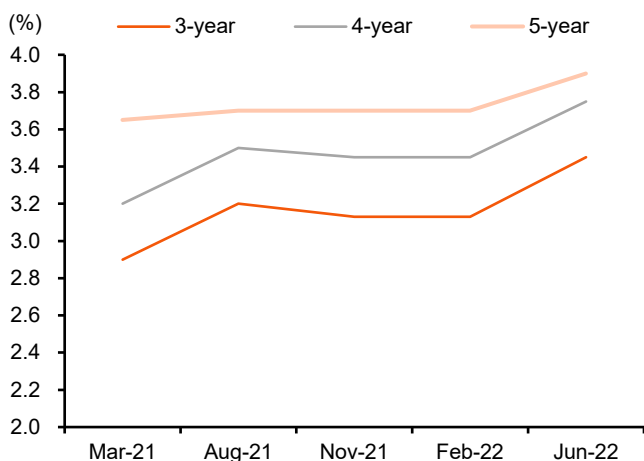
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Change In Government Bond Yields

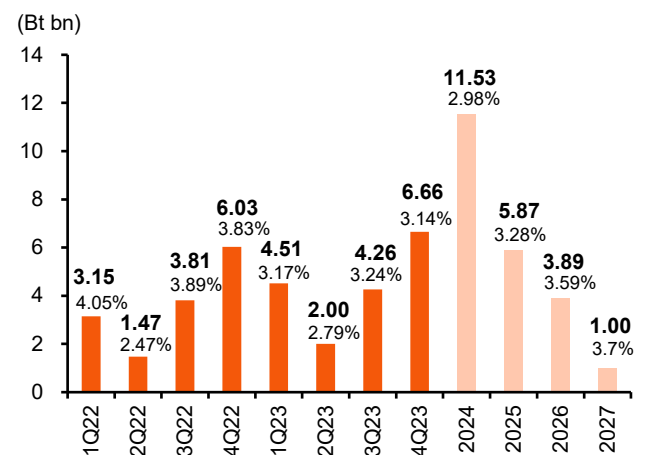
Source: ThaiBMA

Ex 2: MTC's Share Price

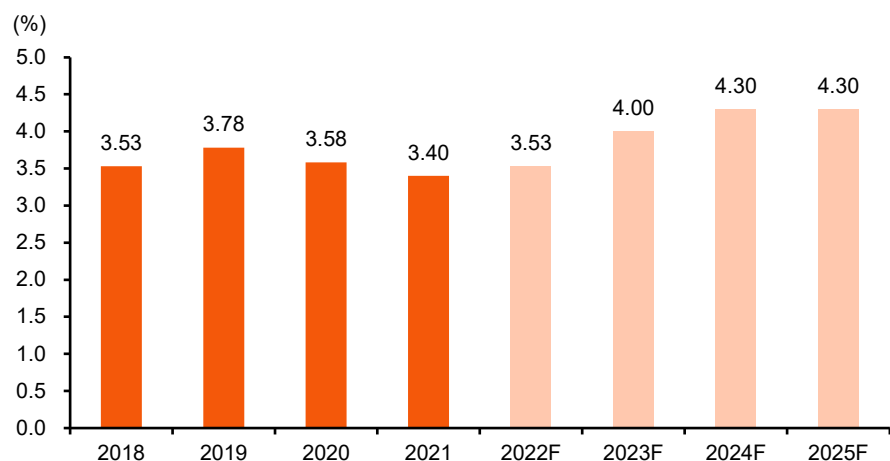
Source: Bloomberg

Ex 3: MTC's Recent Debenture Issuances

Sources: ThaiBMA, Company data

Ex 4: Debenture Maturity Profile

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Cost Of Interest-bearing Debt

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Earnings Revisions

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Net profits (Bt bn)					
- New	5.21	4.94	5.76	7.28	9.16
- Old			5.88	7.68	9.83
- Change (%)			(2.07)	(5.28)	(6.82)
Loans growth (%)					
- New	17.62	29.37	31.26	25.27	19.71
- Old			31.26	20.93	16.46
- Change (pp)			—	4.34	3.25
Average funding costs (%)					
- New	3.82	3.60	3.70	4.15	4.43
- Old			3.50	3.70	3.70
- Change (pp)			0.20	0.45	0.73
Credit costs (%)					
- New	0.39	0.90	1.00	1.30	1.40
- Old			1.00	1.30	1.30
- Change (pp)			—	—	0.10

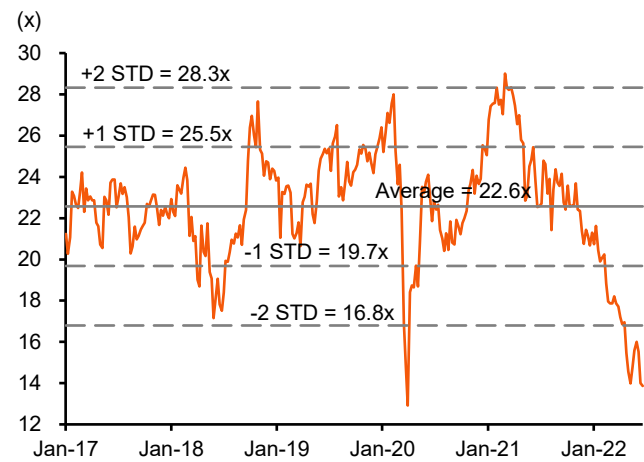
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: 12-month DDM-based Valuation Using A Base Year Of 2023F

(Bt m)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Terminal value
Dividend of common shares	1,164	1,465	1,823	2,673	6,011	8,444	9,239	12,070	13,156	21,454	23,663	23,663
Dividend payment	1,164	1,465	1,823	2,673	6,011	8,444	9,239	12,070	13,156	21,454	23,663	254,065
PV of dividend	1,164	1,199	1,332	1,760	3,566	4,512	4,448	5,235	4,936	7,217	7,139	76,654
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	119,163											
No. of shares (m)	2,120											
Equity value / share (Bt)	56.00											

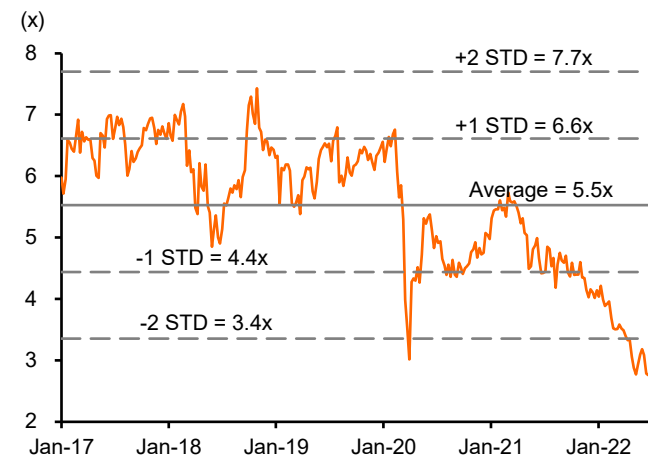
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: STD PE



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 9: STD P/BV



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 10: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		PE		P/BV		ROE		Div. yield	
			22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
Afterpay Ltd	APT AU	Australia	na	na	na	na	na	na	(0.4)	6.6	na	na
Finvolution Group	FINV US	China	339.5	11.7	0.6	0.5	0.1	0.1	19.7	17.9	21.1	32.4
Mahindra & Mahindra Fin Secs	MMFS IN	India	(28.5)	127.2	26.1	11.5	1.4	1.2	5.7	10.6	0.8	2.1
Bajaj Finance Ltd	BAF IN	India	(0.5)	51.4	47.8	31.6	7.8	6.3	17.4	21.7	0.2	0.4
Manappuram Finance Ltd	MGFL IN	India	1.2	7.9	5.5	5.1	0.9	0.8	17.2	16.5	3.3	3.6
GMO Payment Gateway Inc.	3769 JP	Japan	99.6	(24.7)	36.6	48.7	9.5	8.6	26.8	18.9	0.8	1.0
Infomart Corp.	2492 JP	Japan	na	201.7	466.7	154.7	7.2	6.9	2.0	5.5	0.1	0.3
Ally Financial Inc	ALLY US	US	(7.4)	(0.0)	4.2	4.2	0.7	0.6	17.2	16.3	3.7	3.9
World Acceptance Corp	WRLD US	US	30.8	(48.3)	10.0	19.3	1.7	1.7	17.3	8.4	na	na
Navient Corp	NAVI US	US	(23.4)	(6.4)	4.1	4.3	0.6	0.6	17.4	13.8	4.9	4.9
SLM Corp	SLM US	US	(20.6)	7.4	5.4	5.0	2.1	1.9	38.1	35.6	2.8	3.0
Amanah Leasing	AMANAH TB	Thailand	7.7	17.6	14.4	12.3	2.5	2.3	18.5	19.4	3.4	4.1
Asia Sermkij Leasing *	ASK TB	Thailand	18.3	36.7	11.3	8.3	1.8	1.6	16.3	20.3	4.4	6.0
Bangkok Commercial Asset Mgt.	BAM TB	Thailand	25.3	17.6	17.6	14.9	1.3	1.3	7.5	8.6	4.0	4.7
Chayo Group	CHAYO TB	Thailand	108.8	(13.8)	24.7	28.6	3.1	2.5	15.1	10.6	1.0	0.9
JMT Network Services *	JMT TB	Thailand	24.6	49.6	53.3	35.6	4.6	4.4	9.6	12.6	1.5	2.2
Krungthai Card *	KTC TB	Thailand	7.2	16.0	23.5	20.3	4.9	4.2	22.0	22.3	1.9	2.2
Muangthai Capital *	MTC TB	Thailand	16.5	26.3	15.8	12.5	3.1	2.5	21.1	22.2	1.0	1.3
Saksiam Leasing *	SAK TB	Thailand	36.1	35.5	19.7	14.5	3.0	2.7	16.1	19.5	2.0	2.8
Srisawad Corporation *	SAWAD TB	Thailand	16.1	28.0	12.3	9.6	2.4	2.1	20.3	23.1	4.1	5.2
Ratchthani Leasing *	THANI TB	Thailand	17.4	13.3	11.6	10.3	1.9	1.8	16.8	17.7	5.2	5.8
Ngern Tid Lor *	TIDLOR TB	Thailand	15.9	27.4	19.7	15.5	2.9	2.5	15.8	17.6	1.0	1.3
Average			34.2	27.7	39.6	22.2	3.0	2.7	16.2	16.6	3.4	4.4

Source: Bloomberg
Note: * Thanachart estimates using normalized EPS growth
Based on 21 May 2022 closing price

หมายเหตุ: บริษัท ทุนธนชาต จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ทุนธนชาต จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (MTC) ก่อนหน้านี้ใช้ชื่อ ดี เอส ลิซซิ่ง ก่อตั้งโดยนาย ชูชาติเพชรอำไพ และนาง ดาวนภา เพ็ชรอำไพ ในปี 1992 บริษัทเริ่มจากการธุรกิจเช่าซื้อรถจักรยานยนต์ในภาคเหนือของประเทศไทย และได้ขยายเข้าสู่ธุรกิจ micro-financing เพื่อเพิ่มทางเลือกให้กับลูกค้า ต่อมาในปี 1998 MTC กลายเป็นบริษัท micro-finance เต็มตัว โดยทำหน้าที่เป็นผู้ปล่อยสินเชื่อเพื่อการพาณิชย์โดยเป็นสินเชื่อประเภท มีรถหรือจักรยานยนต์เป็นหลักทรัพย์สินค้ำประกันบวกกับสินเชื่อส่วนบุคคล ที่ไม่มีหลักทรัพย์สินค้ำประกัน MTC มุ่งเน้นที่สินเชื่อที่มีจักรยานยนต์เป็นหลักทรัพย์สินค้ำประกันเป็นหลัก

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

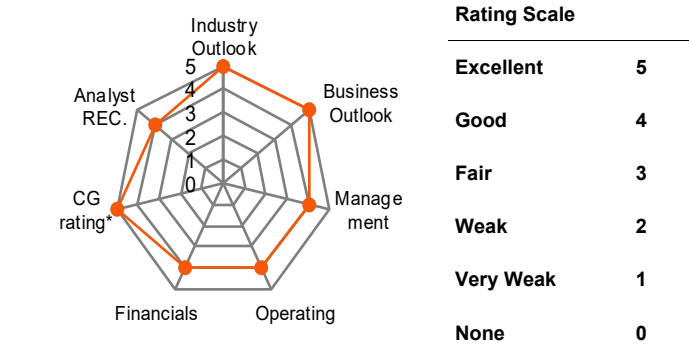
S — Strength

- มีขนาดใหญ่
- ชื่อเสียงของบริษัทเป็นที่รู้จักอย่างกว้างขวาง
- ความเชี่ยวชาญและประสบการณ์ในการดำเนินธุรกิจ

O — Opportunity

- ผลิตภัณฑ์สินเชื่อใหม่
- การขยายธุรกิจไปยังประเทศเพื่อนบ้าน

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG Rating

W — Weakness

- พึ่งพาแหล่งเงินทุนภายนอก

T — Threat

- การเปลี่ยนแปลงกฎเกณฑ์ และข้อระเบียบต่างๆ
- การแข่งขันที่มากขึ้นจากธนาคารพาณิชย์

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	60.42	56.00	-7%
Net profit 22F (Bt m)	5,680	5,760	1%
Net profit 23F (Bt m)	7,128	7,278	2%
Consensus REC	BUY: 17	HOLD: 4	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- เราได้รวมต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้น แต่กำไรของเรานั้นสูงกว่าของตลาดเล็กน้อย ซึ่งน่าจะเป็นเพราะเราให้สมมติฐานการเติบโตของสินเชื่อในเชิงรุกมากขึ้น
- ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่า เนื่องจากเราไม่คาดว่า MTC จะกลับไปซื้อขายที่ PE เฉลี่ย 5 ปีที่ 23 เท่า

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หาก MTC ไม่สามารถรักษาการเติบโตของสินเชื่อที่แข็งแกร่ง และคุณภาพสินทรัพย์ที่แข็งแกร่งได้ตามคาด จะเป็น downside risk ที่สำคัญต่อประมาณการกำไร และคำแนะนำ “ซื้อ” ของเรา
- การเพิ่มขึ้นของอัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ของ MTC และต้นทุนทางการเงิน จะเป็นความเสี่ยงด้านลบต่อการคาดการณ์กำไร และราคาเป้าหมายของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

*Higher cost of funds
factored in*

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Interest Income	13,962	15,195	18,608	24,232	30,783
Interest Expenses	1,817	2,127	2,893	4,312	5,938
Net Interest Income	12,145	13,068	15,715	19,919	24,846
% of total income	94.0%	94.1%	95.9%	96.5%	97.0%
Fee income	726	769	615	646	678
% of total income	5.6%	5.5%	3.8%	3.1%	2.6%
Other income	45	55	65	75	85
% of total income	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%
Non-interest Income	771	824	680	721	763
% of total income	6.0%	5.9%	4.1%	3.5%	3.0%
Total Income	12,916	13,891	16,395	20,640	25,609
Operating Expenses	6,144	6,961	8,145	9,774	11,729
Pre-provisioning Profit	6,771	6,930	8,250	10,866	13,880
Bad debt expenses	255	728	1,050	1,769	2,436
Pre-tax Profit	6,516	6,201	7,200	9,097	11,444
Income Tax	1,303	1,257	1,440	1,819	2,289
After Tax Profit	5,214	4,945	5,760	7,278	9,156
Equity Income	0	0	0	0	0
Minority Interest	0	0	0	0	0
Extraordinary Items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	5,214	4,945	5,760	7,278	9,156
Normalized Profit	5,214	4,945	5,760	7,278	9,156
EPS (Bt)	2.5	2.3	2.7	3.4	4.3
Normalized EPS (Bt)	2.5	2.3	2.7	3.4	4.3

BALANCE SHEET

Robust loan growth

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Cash and ST investments	1,378	1,306	1,300	1,300	1,300
Other current assets	225	397	450	503	556
Total current assets	1,603	1,703	1,750	1,803	1,856
Gross loans & accr. interest	70,152	92,353	117,679	154,465	193,503
Provisions	1,328	1,832	2,229	3,140	4,404
Net loans	69,640	89,981	116,550	152,769	190,907
Fixed assets	1,928	2,054	2,058	2,064	1,881
Other assets	4,050	4,652	5,567	6,371	7,162
Total assets	77,222	98,390	125,925	163,006	201,806
Short term borrow ing	19,243	28,793	31,035	35,006	52,531
A/P & notes payables	1,075	1,237	1,437	1,637	1,837
Other current liabilities	1,633	1,672	2,022	2,251	2,475
Long term borrow ing	31,732	38,521	58,000	84,000	96,600
Total borrowings	50,975	67,314	89,035	119,006	149,131
Other L-T liabilities	2,858	3,299	3,703	4,251	4,789
Minority interest	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	20,682	24,869	29,728	35,862	43,574
Total Liab. & Equity	77,222	98,390	125,925	163,006	201,806

Sources: Company data, Thanachart estimates

VALUATION

Rate hike impact looks
overdone to us

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	17.5	18.4	15.8	12.5	10.0
Normalized PE - at target price (x)	22.8	24.0	20.6	16.3	13.0
PE (x)	17.5	18.4	15.8	12.5	10.0
PE - at target price (x)	22.8	24.0	20.6	16.3	13.0
P/PPP (x)	13.5	13.2	11.0	8.4	6.6
P/PPP - at target price (x)	17.5	17.1	14.4	10.9	8.6
P/BV (x)	4.4	3.7	3.1	2.5	2.1
P/BV - at target price (x)	5.7	4.8	4.0	3.3	2.7
Dividend yield (%)	0.9	0.9	1.0	1.3	1.6
Normalized EPS (Bt)	2.5	2.3	2.7	3.4	4.3
EPS (Bt)	2.5	2.3	2.7	3.4	4.3
DPS (Bt)	0.4	0.4	0.4	0.5	0.7
PPP/Share (Bt)	3.2	3.3	3.9	5.1	6.5
BV/share (Bt)	9.8	11.7	14.0	16.9	20.6
P/BV to ROE (x)	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1

FINANCIAL RATIOS

We raise our funding cost
assumptions

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate (%)					
Net interest income (NII)	17.3	7.6	20.3	26.8	24.7
Non-interest income (Non-II)	(4.6)	6.8	(17.5)	6.0	5.9
Operating expenses	15.6	13.3	17.0	20.0	20.0
Pre-provisioning profit (PPP)	15.8	2.3	19.0	31.7	27.7
Net profit	23.0	(5.2)	16.5	26.3	25.8
Normalized profit growth	23.0	(5.2)	16.5	26.3	25.8
EPS	23.0	(5.2)	16.5	26.3	25.8
Normalized EPS	23.0	(5.2)	16.5	26.3	25.8
Dividend payout ratio	15.0	15.9	16.0	16.0	16.0
Loan - gross	18.0	31.6	27.4	31.3	25.3
Loan - net	18.8	29.2	29.5	31.1	25.0
Borrowings	75.1	18.7	40.0	30.0	15.0
NPLs	20.3	70.7	48.9	47.7	39.2
Total assets	24.8	27.4	28.0	29.4	23.8
Total equity	29.5	20.2	19.5	20.6	21.5
Operating Ratios (%)					
Net interest margin (NIM)	17.5	16.1	14.0	13.8	13.6
Net interest spread	17.9	15.4	14.3	13.8	13.5
Yield on earnings assets	21.2	18.6	17.7	17.6	17.5
Avg cost of fund	3.8	3.6	3.7	4.1	4.4
NII / operating income	94.0	94.1	95.9	96.5	97.0
Non-II / operating income	6.0	5.9	4.1	3.5	3.0
Fee Income / Opt Income	5.6	5.5	3.8	3.1	2.6
Norm Net Margin	40.4	35.6	35.1	35.3	35.8
Cost-to-income	47.6	50.1	49.7	47.4	45.8
Credit cost - provision exp / loans	0.4	0.9	1.0	1.3	1.4
PPP / total assets	9.7	7.9	7.4	7.5	7.6
PPP / total equity	36.9	30.4	30.2	33.1	34.9
Avg assets/avg equity (leverage)	3.8	3.9	4.1	4.4	4.6
ROA	7.5	5.6	5.1	5.0	5.0
ROE	28.4	21.7	21.1	22.2	23.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Liquidity and Quality Ratio (%)					
Gross Loan / Borrow ings	819.3	908.6	826.7	834.7	909.3
Net Loan / Borrow ings	813.3	885.2	818.8	825.5	897.1
Net Loan / Assets	90.2	91.5	92.6	93.7	94.6
Net Loan / Equity	336.7	361.8	392.1	426.0	438.1
S-T / L-T Borrow ings	28.0	41.7	29.8	29.8	29.8
Borrow ings / Liabilities	15.1	13.8	14.8	14.6	13.4
Interest-bearing Debt / Equity	246.5	270.7	299.5	331.8	342.3
Liabilities / Equity	273.4	295.6	323.6	354.5	363.1
Equity/ Gross loans	29.5	26.9	25.3	23.2	22.5
NPLs	747.4	1,275.9	1,900.5	2,806.4	3,906.2
NPLs / Total Loans (NPL Ratio)	1.1	1.4	1.6	1.8	2.0
Loan-Loss-Coverage (Provision / NPLs)	177.6	143.6	117.3	111.9	112.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Rising NPLs but still
within 2% target*

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไปว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน 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 73 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2210A, AMAT16C2209A, AMAT16C2206A, AOT16C2209A, AOT16C2206A, AWC16C2207A, BAM16C2206A, BAM16C2207A, BANPU16C2210A, BANP16C2207A, BCH16C2207A, BEC16C2207A, BGRI16C2209A, BLA16C2209A, BLA16C2205A, BLA16C2208A, CBG16C2207A, CENTEL16C2209A, CHG16C2207A, COM716C2211A, COM716C2208A, COM716C2209A, DOHO16C2207A, EA16C2206A, EA16C2207A, EA16C2209A, ESSO16C2209B, ESSO16C2209A, GPSC16C2206A, GPSC16C2207A, GPSC16C2209A, GULF16C2210A, GULF16C2207A, GUNK16C2206A, GUNK16C2207A, GUNK16C2209A, HANA16C2207A, HANA16C2209A, IVL16C2209A, IVL16C2206A, JMART16C2210A, JMAR16C2206A, JMT16C2207A, KBAN16C2206A, KBAN16C2208A, KBAN16C2209A, KCE16C2208A, KCE16C2209A, KTC16C2209A, MEGA16C2207A, MINT16C2207A, MTC16C2209A, PTG16C2209A, PTTE16C2209A, PTTG16C2207A, RBF16C2209A, RCL16C2208A, SET5016P2209B, S5016C2206A, S5016C2209A, S5016P2206A, S5016P2206B, S5016P2209A, SAWA16C2209A, SCB16C2208A, SPRC16C2209A, STEC16C2209A, SYNE16C2206A, TOP16C2206A, TTA16C2211A, TTA16C2207A, TTA16C2208A, TU16C2210A, WHA16C2209A (underlying securities are ADVANC, AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CENTEL, CHG, COM7, DOHOME, EA, ESSO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MEGA, MINT, MTC, PTG, PTTEP, PTTGC, RBF, RCL, SET50, SAWAD, SCB, SPRC, STEC, SYNEX, TOP, TTA, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd. โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd. มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง 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 และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่นางอัคริณี ไตรลัคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหุ้นกู้ 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 นิการกุล, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	Strategy, ประกัน, กระดาษ จักร เรืองสินัญญา 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, เติบเรอ พัทธดนย์ บุณนาค Tel: 662-483-8298 pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ Tel: 662-779-9109 phannarai.von@thanachartsec.co.th	ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเช่า รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th
ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน 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
พลังงาน, ปิโตรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ Tel: 662-779-9110 yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล Tel: 662-779-9115 lapinee.dib@thanachartsec.co.th	
กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พัฒนทรัพย์กุล, CFA Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวลลิ์ หวังมิ่งมาศ Tel: 662-779-9105 pattarawan.wan@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง Tel: 662-779-9123 witchanan.tam@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล Tel: 662-483-8304 thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์ Tel: 662-483-8303 sittichet.run@thanachartsec.co.th	ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน นลิกรณ์ คลังเปรมจิตต์ Tel: 662-779-9107 nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล Tel: 662-779-9108 monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ Tel: 662-779-9114 varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต Tel: 662-779-9117 sunset.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปรางค์ 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