



# Thitikorn PCL

TK TB / TK.BK

## COMPANY NOTE

<b>Market Cap</b> <b>US\$154.69xm</b> THB4,950 m.	<b>Avg Daily Turnover</b> <b>US\$0.03xm</b> THB1.06m	<b>Free Float</b> <b>29.18%</b> 3,628 m shares
---	--	--

Current	<b>THB 9.85</b>
Target	<b>THB11.20</b>
Prev. Target	N.A.
Up/Downside	<b>13.72%</b>

Total returns	<b>STOCK RATING</b>
+10% or more	<b>ADD</b>
between 0% - +10%	HOLD
below 0% or more	REDUCE

**CIMB Analyst(s)**

**Kitichan Sirisukarcha, CFP**  
Analyst  
T (66) 2 657 9232  
E Kitichan.si@cimb.com

**Suchada MANASILAPAPHAN**  
Assistant Analyst

Company Visit  Expert Opinion   
 Channel Check  Customer Views

## ฟื้นตัวพร้อมตลาดรถจักรยานยนต์

เราคาดว่าบริษัทผู้ถือครอง (TK) ซึ่งเป็นผู้เชี่ยวชาญในธุรกิจให้สินเชื่อเช่าซื้อรถจักรยานยนต์จะมีกำไรสุทธิเติบโตเฉลี่ยสูงถึง 29.59% CAGR ในปี FY15-17 จากการฟื้นตัวของสินเชื่อเช่าซื้อรถจักรยานยนต์และอัตราการสำรองหนี้สูญที่ลดลง นอกจากนี้ เรายังสังเกตเห็น upside จากธุรกิจนาโนไฟแนนซ์ ขณะที่เชื่อว่าราคาหุ้นน่าจะปรับขึ้นจวบจนแล้ว เรายังคงมองว่าหุ้นถูกเทขายออกมาเกินไป

เราเริ่มต้นวิเคราะห์หุ้น TK ด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" ที่ราคาเป้าหมาย 11.2 บาทตามวิธี GGM อิง P/BV 1.29x ในปี FY16 ภายใต้สมมติฐาน ROE ระยะยาว 9.5%, COE 8.50% และอัตราการเติบโตระยะยาว 5%

ในประเทศที่ฟื้นตัวจากจุดต่ำสุดในปี FY14 และเริ่มเข้าสู่ขาขึ้น โดยเฉพาะในตลาดต่างจังหวัด 2) เศรษฐกิจที่จะฟื้นตัวหลังการเลือกตั้ง ซึ่งจะทำให้บริษัทสามารถลดความเข้มงวดของกระบวนการอนุมัติสินเชื่อ นอกจากนี้ การเริ่มต้นธุรกิจให้สินเชื่อเช่าซื้อในกัมพูชาและลาว จะเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่ช่วยหนุนการเติบโตทางธุรกิจ ขณะที่อัตราการสำรองหนี้สูญน่าจะทยอยลดลงตามคุณภาพสินทรัพย์ที่ดีขึ้นจากการใช้กลยุทธ์ที่ conservative เรายังประมาณการว่าผลกำไรของ TK จะเติบโตเฉลี่ย 29.59% CAGR ในปี FY15-17

### ผู้เชี่ยวชาญในธุรกิจให้สินเชื่อเช่าซื้อรถจักรยานยนต์

TK ติดอันดับหนึ่งในสามผู้ให้บริการสินเชื่อเช่าซื้อรถจักรยานยนต์ชั้นนำของไทย ขณะที่เรามองว่าคุณภาพสินทรัพย์ของบริษัทมีความเสี่ยงต่ำเพราะเมื่อเทียบกับคู่แข่ง เราพบว่า TK มีอัตราส่วน NPL ต่ำที่สุดและอัตราส่วนการตั้งสำรองต่อหนี้ NPL สูงที่สุด เรายังเชื่อว่า TK จะยังคงเป็นผู้นำในกลุ่มสินเชื่อเช่าซื้อรถจักรยานยนต์ด้วยเงินทุนที่มีเพียงพอสำหรับการขยายกิจการในอนาคต

### แนะนำ "ซื้อ" และสังเกตเห็น upside

ปัจจุบัน TK ซื้อขายอยู่ที่ P/BV เพียง 1.1x ในปี FY16 หลังราคาปรับตัวลงกว่า 50% จากจุดสูงสุดในปี 2013 และนับเป็นค่า P/BV เกือบต่ำสุดในรอบสี่ปี เรายังมองว่าตลาดน่าจะรับรู้แนวโน้มผลกระทบจากการหดตัวของตลาดรถจักรยานยนต์ในประเทศแล้ว ขณะที่เราสังเกตเห็น upside ต่อประมาณการอัตราการเติบโตที่ค่อนข้าง conservative ของเราหากเศรษฐกิจในปีนี้ฟื้นตัวได้ดีกว่าที่คาดไว้ และธุรกิจนาโนไฟแนนซ์มีผลประกอบการดี

**Contents**

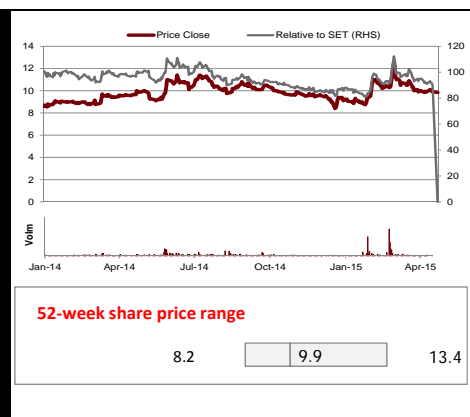
- 1. ประวัติ ..... 4
- 2. แนวโน้ม ..... 8
- 3. ปัจจัยเสี่ยง ..... 16
- 4. ตัวเลขทางการเงิน ..... 18
- 5. ราคาเป้าหมายและคำแนะนำ ..... 19

### ฟื้นตัวตามสินเชื่อเช่าซื้อ

### รถจักรยานยนต์ และมีอัตราการ

### สำรองหนี้สูญลดลง

เราคาดว่ายอดขายสินเชื่อเช่าซื้อรถจักรยานยนต์ของ TK จะกลับมาขยายตัวตั้งแต่นั้นปี 2016 โดยมีปัจจัยผลักดันคือ 1) ยอดขายรถจักรยานยนต์



Financial Summary	Dec-13A	Dec-14A	Dec-15F	Dec-16F	Dec-17F
Net Interest Income (THBm)	2,805	2,613	2,504	2,611	2,746
Total Non-Interest Income (THBm)	856	855	875	906	948
Operating Revenue (THBm)	3,662	3,468	3,380	3,518	3,695
Total Provision Charges (THBm)	(1,204)	(1,280)	(1,162)	(1,106)	(1,072)
Net Profit (THBm)	429	195	208	345	426
Core EPS (THB)	0.86	0.39	0.42	0.69	0.85
Core EPS Growth	-39.8%	-54.5%	6.4%	66.3%	23.3%
FD Core P/E (x)	11.49	25.18	23.72	14.26	11.57
DPS (THB)	0.43	0.18	0.21	0.35	0.43
Dividend Yield	4.4%	1.8%	2.1%	3.5%	4.3%
BVPS (THB)	8.03	7.99	8.23	8.71	9.21
P/BV (x)	1.23	1.23	1.20	1.13	1.07
ROE	11.0%	4.9%	5.1%	8.2%	9.5%
% Change in Core EPS Estimates					
CIMB/Consensus EPS (x)			0.67	0.85	

SOURCE: CIMB, COMPANY REPORTS

## BY THE NUMBERS

### Share price info

Share px perf. (%)	1M	3M	12M
Relative	(7.75)	6.40	(8.42)
Absolute	(4.37)	9.44	3.14
Major shareholders	% held		
Zin Thonglor Co., Ltd	42.36		
Phornprapha Anothai	9.82		
Phornprapha Satitipong	5.1		

### Profit and Loss

(THBm)	Dec-13A	Dec-14A	Dec-15F	Dec-16F	Dec-17F
Net Interest Income	2,805.16	2,612.90	2,504.35	2,611.28	2,746.22
Total Non-Interest Income	856.49	854.60	875.42	906.41	948.37
<b>Operating Revenue</b>	<b>3,661.64</b>	<b>3,467.50</b>	<b>3,379.77</b>	<b>3,517.69</b>	<b>3,694.59</b>
Total Non-Interest expense	(2,050.60)	(1,960.78)	(1,967.25)	(1,979.75)	(2,090.10)
<b>Pre-provision Operating Profit</b>	<b>1,611.04</b>	<b>1,506.72</b>	<b>1,412.52</b>	<b>1,537.93</b>	<b>1,604.49</b>
Total Provision Charges	(1,203.94)	(1,279.85)	(1,162.36)	(1,106.32)	(1,072.28)
<b>Operating Profit After Provisions</b>	<b>407.10</b>	<b>226.87</b>	<b>250.16</b>	<b>431.62</b>	<b>532.21</b>
Pretax Income/ (Loss) from Assoc.	-	-	-	-	-
<b>Operating EBIT (incl. Associates)</b>	<b>407.10</b>	<b>226.87</b>	<b>250.16</b>	<b>431.62</b>	<b>532.21</b>
Non-Operating Income/ (Expense)	-	-	-	-	-
<b>Profit Before Tax (pre-EI)</b>	<b>407.10</b>	<b>226.87</b>	<b>250.16</b>	<b>431.62</b>	<b>532.21</b>
Exceptional Items	-	-	-	-	-
<b>Pre-tax Profit</b>	<b>407.10</b>	<b>226.87</b>	<b>250.16</b>	<b>431.62</b>	<b>532.21</b>
Taxation	21.58	(31.65)	(42.53)	(86.32)	(106.44)
Consolidation Adjustments & Others	-	-	-	-	-
Exceptional Income - post-tax	-	-	-	-	-
<b>Profit After Tax</b>	<b>428.68</b>	<b>195.23</b>	<b>207.63</b>	<b>345.29</b>	<b>425.77</b>
Minority Interests	-	-	-	-	-
Pref. & Special Div	-	-	-	-	-
FX and Other Adj.	-	-	-	-	-
<b>Net Profit</b>	<b>428.68</b>	<b>195.23</b>	<b>207.63</b>	<b>345.29</b>	<b>425.77</b>
Recurring Net Profit	428.68	195.23	207.63	345.29	425.77

### Balance Sheet Employment

	Dec-13A	Dec-14A	Dec-15F	Dec-16F	Dec-17F
Gross Loans/Cust Deposits	-	-	-	-	-
Avg Loans/Avg Deposits	-	-	-	-	-
Avg Liquid Assets/Avg Assets	1.26%	1.27%	1.37%	1.44%	1.46%
Avg Liquid Assets/Avg IEAs	1.34%	1.35%	1.45%	1.52%	1.54%
Net Cust Loans/Assets	88.23%	88.67%	88.45%	88.95%	89.43%
Net Cust Loans/Broad deposits	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Equity & Provins/Gross Cust Loans	47.58%	54.56%	55.98%	56.21%	56.41%
Asset Risk Weighting	-	-	-	-	-
Provision Charge/Avg Cust Loans	12.85%	14.28%	14.00%	13.00%	12.00%
Provision Charge/Avg Assets	12.11%	13.45%	13.25%	12.31%	11.41%
Total Write offs/Average Assets	11.07%	13.77%	13.25%	12.19%	11.29%

## BY THE NUMBERS

### Balance Sheet

(THBm)	Dec-13A	Dec-14A	Dec-15F	Dec-16F	Dec-17F
Total Gross Loans	9,624	8,303	8,303	8,718	9,154
Liquid Assets & Invest. (Current)	-	-	-	-	-
Other Int. Earning Assets	-	-	-	-	-
<b>Total Gross Int. Earning Assets</b>	<b>9,624</b>	<b>8,303</b>	<b>8,303</b>	<b>8,718</b>	<b>9,154</b>
Total Provisions/Loan Loss Reserve	(565)	(535)	(535)	(546)	(557)
<b>Total Net Interest Earning Assets</b>	<b>9,059</b>	<b>7,768</b>	<b>7,768</b>	<b>8,172</b>	<b>8,597</b>
Intangible Assets	8	9	8	8	8
Other Non-Interest Earning Assets	9,624	8,303	8,303	8,718	9,154
<b>Total Non-Interest Earning Assets</b>	<b>1,083</b>	<b>877</b>	<b>890</b>	<b>880</b>	<b>877</b>
<b>Cash and Marketable Securities</b>	<b>125</b>	<b>116</b>	<b>124</b>	<b>134</b>	<b>140</b>
Long-term Investments	-	-	-	-	-
<b>Total Assets</b>	<b>10,267</b>	<b>8,761</b>	<b>8,782</b>	<b>9,187</b>	<b>9,613</b>
Customer Interest-Bearing Liabilities	-	-	-	-	-
Bank Deposits	-	-	-	-	-
Interest Bearing Liabilities : Others	5,839	4,402	4,261	4,371	4,481
<b>Total-Interest Bearing Liabilities</b>	<b>5,839</b>	<b>4,402</b>	<b>4,261</b>	<b>4,371</b>	<b>4,481</b>
Bank's Liabilities Under Acceptances	-	-	-	-	-
Total Non-Interest Bearing Liabilities	415	364	409	462	526
<b>Total Liabilities</b>	<b>6,254</b>	<b>4,766</b>	<b>4,669</b>	<b>4,832</b>	<b>5,006</b>
<b>Shareholders' Equity</b>	<b>4,014</b>	<b>3,995</b>	<b>4,113</b>	<b>4,354</b>	<b>4,607</b>
Minority Interests	-	-	-	-	-
<b>Total Equity</b>	<b>4,014</b>	<b>3,995</b>	<b>4,113</b>	<b>4,354</b>	<b>4,607</b>

### Key Ratios

	Dec-13A	Dec-14A	Dec-15F	Dec-16F	Dec-17F
Total Income Growth	5.6%	-5.3%	-2.5%	4.1%	5.0%
Operating Profit Growth	-4.9%	-6.5%	-6.3%	8.9%	4.3%
Pretax Profit Growth	-43.8%	-44.3%	10.3%	72.5%	23.3%
Net Interest To Total Income	76.6%	75.4%	74.1%	74.2%	74.3%
Cost of Funds	3.9%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
Return on Interest Earning Assets	32.3%	31.5%	32.3%	32.8%	32.8%
Net Interest Spread	28.4%	27.4%	28.2%	28.6%	28.6%
Net Interest Margin (Avg Deposit)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Net Interest Margin (Avg RWA)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Provisions to Pre Prov. Operating Profit	74.7%	84.9%	82.3%	71.9%	66.8%
Interest Return on Average Assets	28.2%	27.5%	28.6%	29.1%	29.2%
Effective Tax Rate	0.0%	13.9%	17.0%	20.0%	20.0%
Net Dividend Payout Ratio	30.2%	50.2%	46.1%	50.0%	50.0%

### Key Drivers

	Dec-13A	Dec-14A	Dec-15F	Dec-16F	Dec-17F
Loan Growth (%)	5.6%	-13.7%	0.0%	5.0%	5.0%
Net Interest Margin (%)	29.9%	29.2%	30.2%	30.7%	30.7%
Non Interest Income Growth (%)	-10.7%	-0.2%	2.4%	3.5%	4.6%
Cost-income Ratio (%)	56.0%	56.5%	58.2%	56.3%	56.6%
Net NPL Ratio (%)	4.4%	5.0%	4.7%	4.5%	4.3%
Loan Loss Reserve (%)	133.9%	129.6%	137.1%	139.1%	141.4%
GP Ratio (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Tier 1 Ratio (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Total CAR (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Deposit Growth (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Loan-deposit Ratio (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Gross NPL Ratio (%)	4.4%	5.0%	4.7%	4.5%	4.3%
Fee Income Growth (%)	-10.7%	-0.2%	2.4%	3.5%	4.6%

SOURCE: CIMB, COMPANY REPORTS

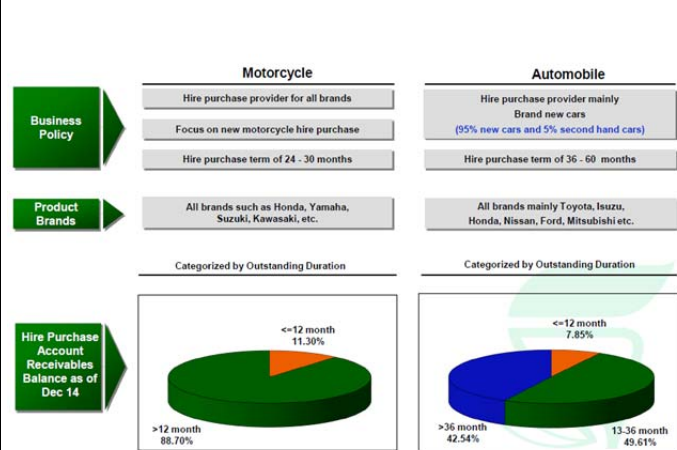
# พื้นที่พร้อมตลาดรถจักรยานยนต์

## 1. ประวัติ

### 1.1 ผู้เชี่ยวชาญในธุรกิจให้สินเชื่อเช่าซื้อรถจักรยานยนต์ของไทย ▶

บริษัท จีทีกร จำกัด (มหาชน) หรือ TK ก่อตั้งในปี 1972 โดยครอบครัวพรประภา ซึ่งในช่วงต้นบริษัทเน้นการให้สินเชื่อเช่าซื้อรถจักรยานยนต์แก่ลูกค้าในเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล ต่อมาจึงได้ขยายกิจการไปทั่วทุกภาคของประเทศไทย รวมทั้งเพิ่มบริการสินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์แก่ลูกค้ารายย่อยผ่านสาขาของบริษัทและพันธมิตรทางธุรกิจ ขณะที่กลุ่มเป้าหมายของ TK คือลูกค้ารายย่อย เช่นผู้ใช้แรงงานและชาวบ้านที่ต้องการสินเชื่อเพื่อการซื้อพาหนะ โดยให้วงเงินสินเชื่อเฉลี่ย 45,000-50,000 บาทต่อคน และมีระยะเวลาผ่อนชำระเฉลี่ย 24 เดือน

Figure 1: TK's product characteristics



SOURCE: CIMB RESEARCH, COMPANY DATA

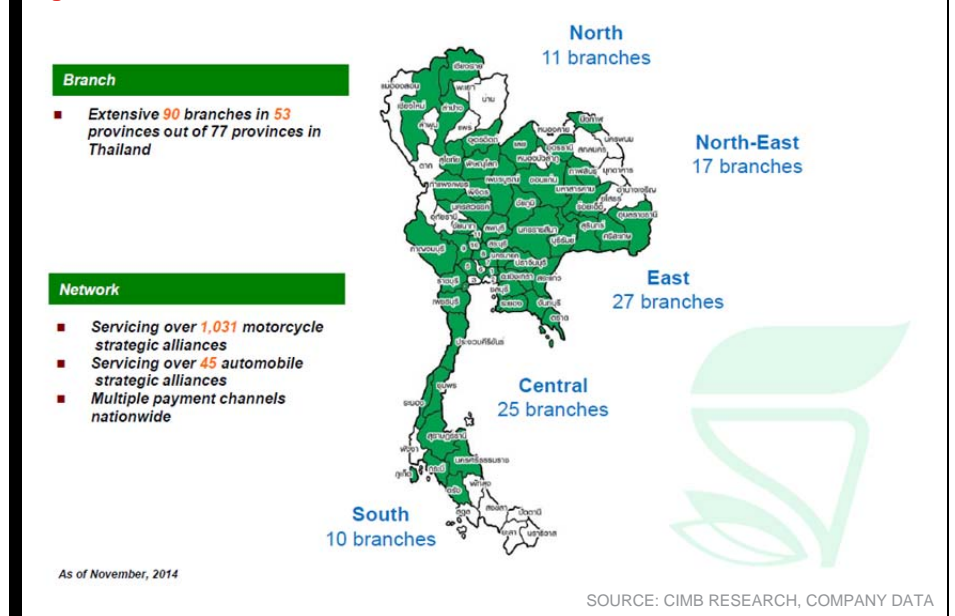
Figure 2: TK's product



SOURCE: CIMB RESEARCH, COMPANY DATA

ปัจจุบัน TK มีสาขาทั้งหมด 90 แห่ง ครอบคลุม 53 จังหวัดทั่วประเทศ และมีสาขาอยู่ในต่างประเทศที่เมืองพนมเปญ ประเทศกัมพูชาและเวียงจันทน์ ประเทศลาว ปีนี้ TK จะเปิดสาขาอีกสี่แห่งในประเทศไทยและมีแผนจะขยายสาขาไปยังประเทศอื่นในภูมิภาคอาเซียนในอนาคตอันใกล้ นอกจากนี้ TK ยังให้ความสำคัญกับการให้บริการสินเชื่อออนไลน์ (สินเชื่อไม่เกิน 100,000 บาทต่อคนและไม่มีหลักประกันเพื่อการเริ่มต้นธุรกิจ) ซึ่งได้รับอนุมัติจากกระทรวงการคลังในเดือนธันวาคม 2014 ปัจจุบันฐานลูกค้าของบริษัทมีมากกว่า 3 ล้านคน โดยเราเชื่อว่าลูกค้าเหล่านี้จะกลายเป็นสินทรัพย์สำหรับการพัฒนาธุรกิจในอนาคต อย่างไรก็ตาม ผลผลิตหลักของ TK ยังคงเป็นสินเชื่อเช่าซื้อรถจักรยานยนต์

Figure 3: TK's branches and Networks



คู่แข่งโดยตรงของ TK ประกอบด้วยบมจ. กรู๊ปลีส์ (GL) บมจ. เอส 11 กรุ๊ป (S11) ที่เพิ่งจดทะเบียนในตลาด รวมถึงบริษัท ไฮเวย์ จำกัดและบมจ. ออยุธยา แคปปิตอล ออโต้ ลีส นอกจากนี้ ยังมีผู้ประกอบการในท้องถิ่นที่ใช้ประโยชน์จากธุรกิจหลักเช่นตัวแทนจำหน่ายรถยนต์เพื่อให้บริการสินเชื่อในตลาดที่ยังไม่มีบริการดังกล่าว อย่างไรก็ตาม ผู้ประกอบการเหล่านี้ขาดเครือข่ายที่แข็งแกร่ง รวมทั้งมีแหล่งเงินทุนจำกัด

## 1.2 โครงสร้างองค์กร

TK มีบริษัทลูกในเครือทั้งหมดห้าแห่ง โดยสามบริษัทตั้งอยู่ในประเทศไทยและอีกสองบริษัทอยู่ในต่างประเทศ

- บริษัท ซี.วี.เอ จำกัด: TK เข้าซื้อหุ้น 99.9% ในบริษัท ซี.วี.เอ จำกัด ซึ่งประกอบธุรกิจให้บริการสินเชื่อเช่าซื้อรถจักรยานยนต์ในปี 1995 เพื่อขยายกิจการไปยังภาคตะวันออกของไทย อย่างไรก็ตาม หลังการปรับโครงสร้างธุรกิจของกลุ่มในปี 2004 บริษัท ซี.วี.เอ ได้ยกเลิกบริการให้สินเชื่อเช่าซื้อ และเน้นให้บริการติดตามหนี้สินเพียงธุรกิจเดียว
- บริษัท ชยภาค จำกัด: TK รุกธุรกิจเช่าซื้อรถยนต์ด้วยการเข้าซื้อกิจการบริษัท ชยภาค ในปี 2003 โดยบริษัทชยภาคประกอบธุรกิจให้สินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์ใหม่ในเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑลเป็นหลัก และมียอดสินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์รวม 1 พันล้านบาท ณ สิ้นเดือนธันวาคม 2014
- บริษัท ทีเค เด็บต์ เซอร์วิสเชส จำกัด: TK ซื้อบริษัท เซทเทเลม จำกัด จากธนาคาร BNP Paribas ในปี 2011 และต่อมาได้เปลี่ยนชื่อเป็น บริษัท ทีเค เด็บต์ เซอร์วิสเชส จำกัด โดยเน้นทำธุรกิจให้บริการจัดเก็บหนี้
- Suosdey Finance Plc.: ผู้บริหารของ TK เล็งเห็นโอกาสทางธุรกิจในประเทศกัมพูชา จึงได้จัดตั้งบริษัท Suosdey Finance เพื่อประกอบธุรกิจให้บริการสินเชื่อรถจักรยานยนต์ในประเทศนี้ และปัจจุบันมีพอร์ตสินเชื่อ 1.4 ล้านบาท
- Sabaidee Leasing Co., Ltd: TK เล็งเห็นโอกาสขยายธุรกิจให้สินเชื่อรถจักรยานยนต์ในประเทศลาวเช่นกัน จึงได้จัดตั้งบริษัท Sabaidee Leasing ในปี 2014 ซึ่งบริษัทนี้ยังมียอดสินเชื่อเพียง 500,000 บาทในเดือนธันวาคม 2014

Figure 4: TK Group structure

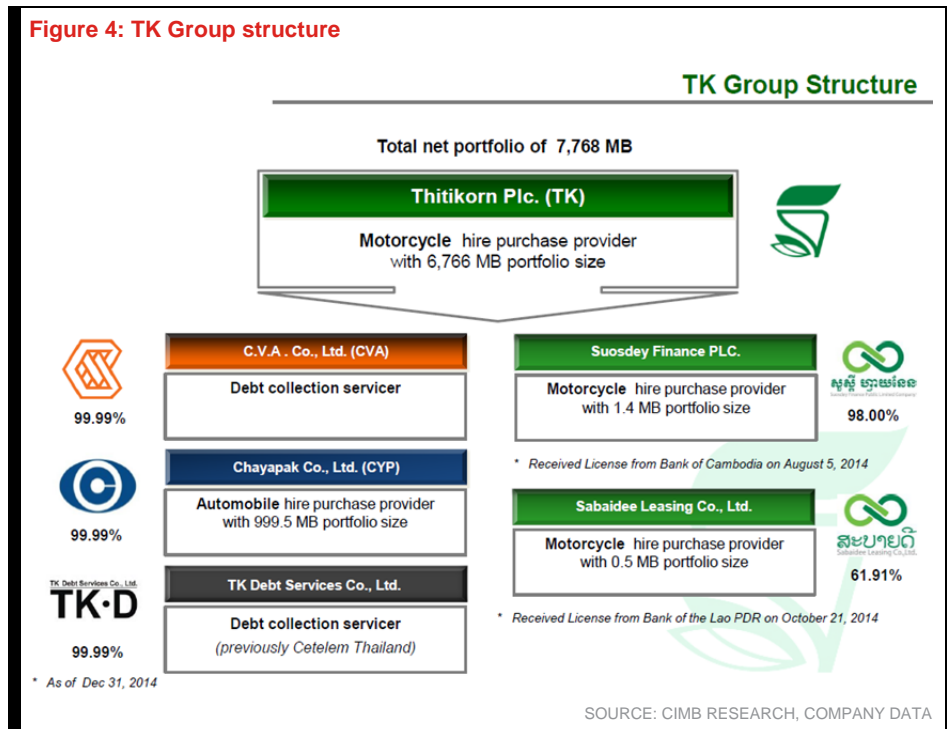


Figure 5: TK's Branch in Phnom Penh



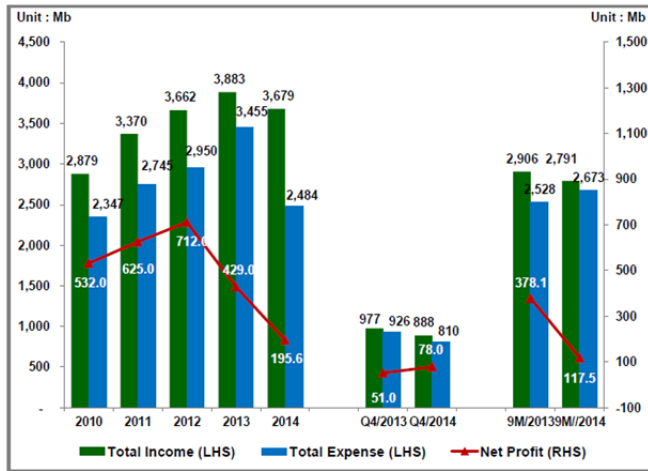
Figure 6: TK's branch in Vientiane



### 1.3 โครงสร้างรายได้ ▶

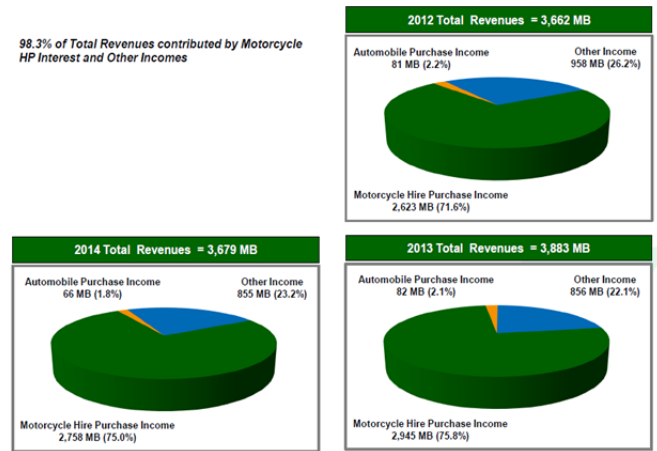
รายได้ส่วนใหญ่ของ TK เป็นรายได้ดอกเบี้ยจากรุรกิจให้สินเชื่อเช่าซื้อรถจักรยานยนต์ ซึ่งคิดเป็น 75% ของรายได้รวมในปี FY14 ขณะที่รุรกิจให้สินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์มีส่วนแบ่งรายได้เพียง 2% และที่เหลืออีก 23% เป็นรายได้อื่น ก่อนหน้านั้น รายได้อื่นมีสัดส่วนประมาณ 26% ของรายได้รวม แต่เนื่องจากเศรษฐกิจไทยชะลอตัวติดต่อกันถึงเจ็ดไตรมาส ทำให้ความสามารถในการชำระคืนเงินกู้ของลูกค้าลดลง ส่งผลให้หนี้สูญได้รับค้ินลดลงเช่นกัน

Figure 7: TK's Revenue, Expense, and Net profit (THB m)



SOURCE: CIMB RESEARCH, COMPANY DATA

Figure 8: TK's Revenue breakdown (THB m)



SOURCE: CIMB RESEARCH, COMPANY DATA

### 1.4 โครงสร้างผู้ถือหุ้น

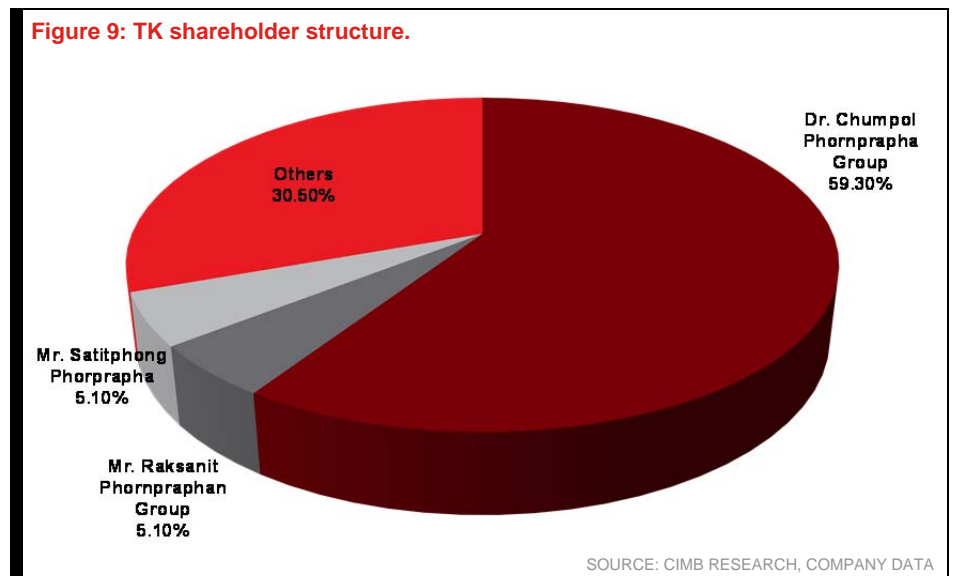
TK ก่อตั้งโดย ดร. ชุมพล พรประภาและครอบครัว ซึ่งปัจจุบันยังคงถือหุ้นประมาณ 59% ของจำนวนหุ้นทั้งหมดในบริษัท และในปี 2000 ทายาทรุ่นที่สองคือคุณปฐมา พรประภาและคุณประพล พรประภาได้เข้ามารับช่วงต่อการบริหารกิจการของ TK

คุณปฐมา พรประภา จบการศึกษาจากคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชีจากจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย และศึกษาต่อปริญญาโทในคณะบริหารธุรกิจของ Babson College, Massachusetts ในสหรัฐอเมริกา โดยหลังจบการศึกษาคุณปฐมาได้เข้าทำงานในบริษัทเงินทุน เอกชนกิจ จำกัด (มหาชน) เป็นเวลาสามปี ก่อนจะเข้ามาทำงานใน TK ในปี 1998 ขณะที่คุณประพล จบการศึกษาระดับปริญญาตรีและการเงินจาก Babson College และเริ่มทำงานในบริษัท JP Morgan ที่ฮ่องกง สิงคโปร์และนิวยอร์ก จากนั้นจึงเข้ามาทำงานในฐานะผู้บริหารของ TK ในปี 2000

เรามองว่าผู้บริหารของ TK มีประวัติการศึกษาและประสบการณ์การทำงานที่ดี รวมทั้งมีความเข้าใจในพฤติกรรมของผู้บริโภคและลักษณะการแข่งขันในอุตสาหกรรมเห็นได้จากการที่บริษัทสามารถรักษาตำแหน่งผู้นำในธุรกิจเช่าซื้อรถจักรยานยนต์ในกรุงเทพฯ มาตั้งแต่ปี 1982 ด้วยส่วนแบ่งตลาด 30% รวมทั้งเป็นแบรนด์ที่เป็นที่รู้จักของตัวแทนจำหน่ายรถจักรยานยนต์และลูกค้าทั่วประเทศ

นอกจากนี้ กลุ่มของดร. ชุมพลยังเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ในบริษัทเครือ เอส.พี. อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด และบริษัท เอส.พี. ซุปเปอร์ จำกัด (มหาชน) (SPSU) ซึ่งเป็นผู้จำหน่ายรถจักรยานยนต์ยี่ห้อซูซูกิ เราจึงมองว่าทั้งสองบริษัทสามารถมีส่วนช่วยสนับสนุนธุรกิจของ TK

Figure 9: TK shareholder structure.



## 2. แนวโน้ม

เราคาดว่า TK จะมีกำไรสุทธิเติบโตเฉลี่ย 29.59% CAGR ในปี FY15-17 ภายใต้สมมติฐานที่ผลประกอบการปี FY15 ยังคงถูกกดดันจากการชะลอตัวทางเศรษฐกิจ ปัญหาหนี้สินครัวเรือนสูงและรายได้จากการเกษตรที่ตกต่ำ อย่างไรก็ตาม เราคาดว่า การฟื้นตัวของอุปสงค์รถจักรยานยนต์ในประเทศและการเติบโตของธุรกิจในประเทศเพื่อนบ้านในปี FY16-17 จะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยผลักดันการเติบโตของผลกำไร TK หนุนด้วยเงินทุนที่แข็งแกร่งซึ่งเพียงพอรองรับการขยายกิจการในอนาคต นอกจากนี้ เรามองว่าธุรกิจนาโนไฟแนนซ์และเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวดีกว่าคาดอาจกลายเป็นแนวโน้ม upside ต่อผลกำไรของ TK

### 2.1 ใช้กลยุทธ์การเติบโตที่ conservative ในระยะสั้นเพื่อการเติบโตที่ยั่งยืนในระยะยาว

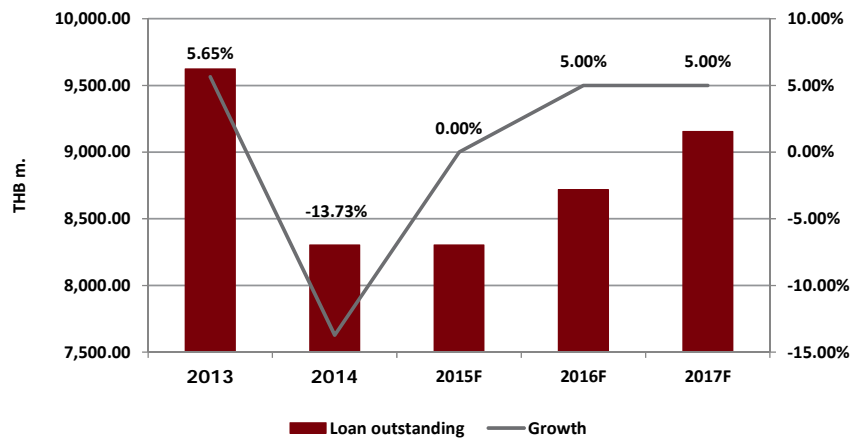
แม้ยอดขายสินเชื่อจะลดลงอย่างมีนัยสำคัญในปี FY14 แต่พอร์ตสินเชื่อของ TK ขยายตัวอย่างต่อเนื่องในปี 2008-2013 โดยเพิ่มขึ้นเฉลี่ย 11.5% CAGR เราจึงคาดว่าสินเชื่อของ TK จะเติบโต 0%, 5% และ 5% ในปี FY15-17 ตามลำดับ เท่ากับว่ายอดสินเชื่อจะเพิ่มขึ้นเป็น 9,154 ล้านบาทในปี 2017 ส่วนในระยะสั้น TK จะยังใช้กลยุทธ์ที่ conservative ด้วยนโยบายการอนุมัติสินเชื่อที่เข้มงวดเพื่อรับมือกับแรงกดดันจากเศรษฐกิจที่ชะลอตัว ปัญหาหนี้สินครัวเรือนสูงและรายได้จากการเกษตรที่ตกต่ำ

อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่า TK จะมีสินเชื่อขยายตัวสูงขึ้นตั้งแต่ปี 2016 เป็นต้นไปเนื่องจากยอดขายรถจักรยานยนต์ฟื้นตัวจากจุดต่ำสุดในปี FY14 และเริ่มเข้าสู่ขาขึ้น โดยเฉพาะในตลาดต่างจังหวัด นอกจากนี้ เราคาดว่าจะเห็นเศรษฐกิจฟื้นตัวในปี FY16 ซึ่งจะช่วยเพิ่มความเชื่อมั่นของบริษัทต่อคุณภาพลูกค้า ส่งผลให้มีการลดความเข้มงวดของกระบวนการอนุมัติสินเชื่อ นอกจากนี้ TK ตั้งเป้าจะเพิ่มส่วนแบ่งตลาดในต่างจังหวัด รวมทั้งธุรกิจเช่าซื้อในกัมพูชาและลาว ซึ่งจะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยผลักดันการเติบโตเช่นกัน โดยเราจะให้รายละเอียดเพิ่มเติมในส่วนถัดไป ดังนั้นเพื่อดำเนินการตามกลยุทธ์ที่วางไว้ TK จึงมีแผนจะเปิดสาขาในต่างจังหวัดเพิ่มขึ้นอีกสี่แห่งใน 2H15 พร้อมกับขยายสาขาในกัมพูชา และน่าจะมีการจ้างงานเพิ่มขึ้นอีก 200 ตำแหน่งในปีนี้ เราจึงคาดว่าผลดีจากปัจจัยบวกที่กล่าวถึงข้างต้นจะช่วยให้สินเชื่อของบริษัทเติบโตตั้งแต่ปี FY16 เป็นต้นไป

นอกจากนี้ ผู้บริหารของ TK เผยว่าทางบริษัทสนใจทำธุรกิจนาโนไฟแนนซ์เพราะสอดคล้องกับรูปแบบการทำธุรกิจของบริษัท โดยธุรกิจนี้ น่าจะเปิดดำเนินการได้ในครึ่งปีหลัง ซึ่งเรายังไม่รวมไว้ในประมาณการจึงอาจกลายเป็น upside ต่อประมาณการกำไรของ TK



Figure 10: TK's loan growth expected to rebound in FY16



SOURCE: CIMB RESEARCH, COMPANY DATA

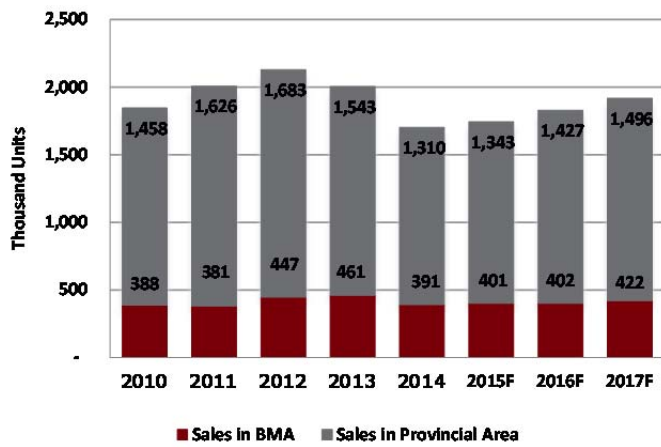
### อุปสงค์รถจักรยานยนต์ฟื้นตัว

ปกติแล้ว รายได้จากธุรกิจให้สินเชื่อเช่าซื้อรถจักรยานยนต์มีส่วนราว 75% ของรายได้รวมของ TK ทำให้ศักยภาพการทำการค้าของบริษัทขึ้นอยู่กับยอดขายรถจักรยานยนต์ในประเทศ ทั้งนี้รถจักรยานยนต์นับเป็นยานพาหนะที่มีความจำเป็นสำหรับคนไทย โดยเฉพาะกลุ่มผู้มีรายได้น้อยจนถึงปานกลาง แต่ยอดขายรถจักรยานยนต์ตลอดสองปีที่ผ่านมาลดลงถึง 20% จากจุดสูงสุดที่ 2,130 ล้านคันในปี 2012 เหลือเพียง 1,700 คันในปี 2015 เนื่องจากเศรษฐกิจไทยเริ่มชะลอตัวตั้งแต่ 2Q13 เพราะปัญหาความวุ่นวายทางการเมืองและการที่รัฐมีการเบิกจ่ายงบประมาณต่ำกว่า อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่ายอดขายได้ลงไปแตะจุดต่ำสุดในปีที่แล้วหลังยอดขายรายไตรมาสทำสถิติต่ำสุดในรอบ 9 ปีใน 1Q14 และเริ่มเห็นการฟื้นตัวชัดเจนในปี FY15 จากยอดขายรถจักรยานยนต์ในประเทศใน 1Q15

ยอดขายรถจักรยานยนต์ในไตรมาสแรกของปี 2015 สูงกว่าช่วงเวลาเดียวกันของปีที่แล้ว 10% ขณะที่ยอดขายรถยนต์ยังคงลดลง 11% yoy เท่ากับเป็นสัญญาณว่ายอดขายรถจักรยานยนต์ในประเทศเริ่มฟื้นตัวหลังลดลงติดต่อกันนานถึง 19 เดือน แต่หากแบ่งตามตลาดจะเห็นได้ว่ายอดขายรถจักรยานยนต์ในเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑลเพิ่มขึ้น 7% และต่างจังหวัด 11%

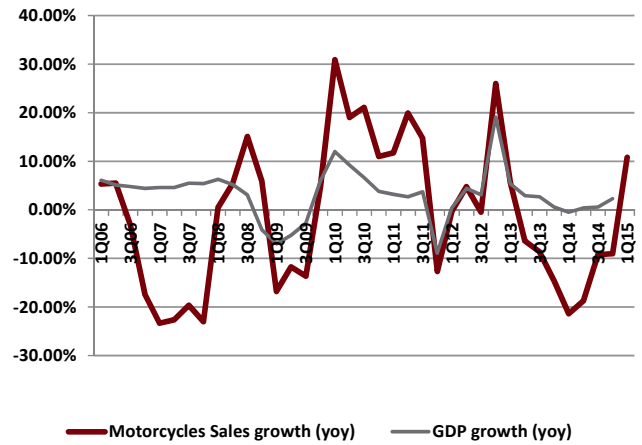
เรามองว่าสาเหตุที่ทำให้ยอดขายรถจักรยานยนต์เพิ่มขึ้นน่าจะมาจากการที่สถานการณ์ทางการเมืองกลับสู่ความสงบในช่วงปลายปีที่แล้ว และประชาชนในพื้นที่ต่างจังหวัดหันมาใช้รถจักรยานยนต์เป็นพาหนะในการเดินทางแทนรถยนต์มากขึ้นเนื่องจากมีราคาถูกกว่า แม้จะไม่หรูหราเท่า ส่วนอีกสาเหตุหนึ่งน่าจะเป็นเพราะรถจักรยานยนต์มักจะถูกเปลี่ยนใหม่เฉลี่ยทุก 4 ปี ดังนั้นรถจักรยานยนต์ที่ถูกซื้อในปี 2011 จะถูกแทนที่ด้วยรถใหม่ในปีนี้

Figure 11: Thailand domestic motorcycle sales



SOURCE: CIMB RESEARCH, COMPANY

Figure 12: Thailand domestic motorcycle sales quarterly growth (yoy)



SOURCE: CIMB RESEARCH, COMPANY

Figure 13: Domestic motorcycles sales by months

	BMA			Upcountry			Total
	Jan	Feb	Mar	Jan	Feb	Mar	
2014	10,776	47,578	41,266	114,006	105,561	114,520	433,707
2015	31,890	34,376	40,376	110,796	117,347	143,150	477,935
	BMA growth (yoy)						7%
	Upcountry growth(yoy)						11%
	Total growth (yoy)						10%

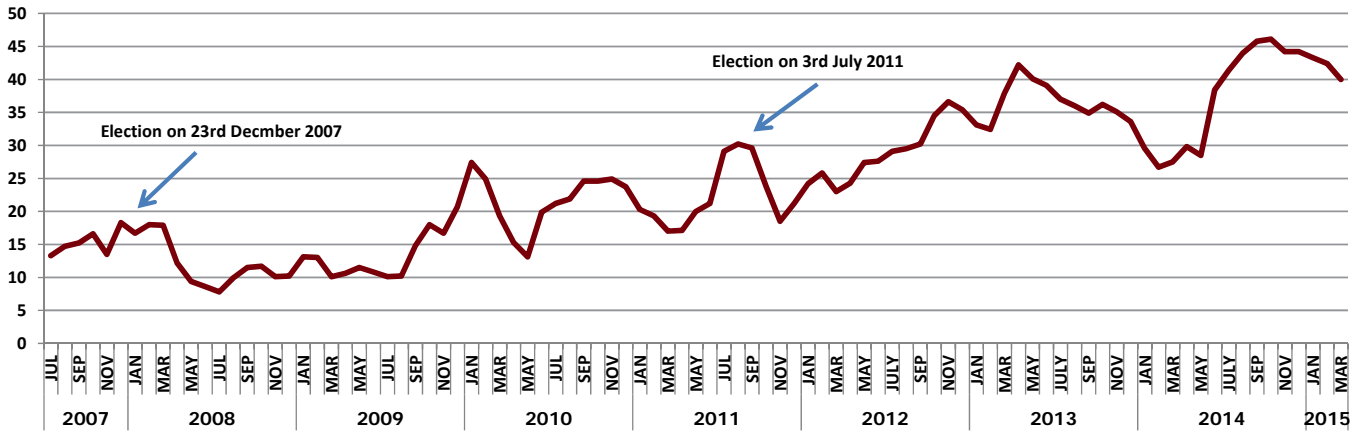
SOURCE: CIMB RESEARCH

ปีนี้ ผู้ผลิตรถจักรยานยนต์รายใหญ่คาดการณ์ว่าอุปสงค์รถจักรยานยนต์ในประเทศไทยจะเพิ่มขึ้น 3% แต่เราประมาณการไว้เพียง 2.5% ในปี FY15 และ 4.9% ในปี FY16-17 ซึ่งประเมินด้วยวิธี linear regression model ระหว่างอัตราการเติบโตของ GDP และยอดขายรถจักรยานยนต์ในประเทศ ภายใต้สมมติฐานอัตราการเติบโตของ GDP ที่ 3%, 4% และ 4% ในปี FY15-17 (ประมาณการของ IMF) ตามลำดับ

แต่หากแบ่งยอดขายตามภูมิภาค เราพบว่ายอดขายรถจักรยานยนต์ส่วนใหญ่จะมาจากตลาดต่างจังหวัด โดยมีสัดส่วนสูงถึง 77% ของยอดขายรวมทั้งประเทศ อย่างไรก็ตาม ยอดขายรถจักรยานยนต์ในเขตกรุงเทพฯและปริมณฑลมีอัตราการเติบโตสูงกว่าต่างจังหวัดหรือที่เฉลี่ย 4.77% เทียบกับ 2.36% ในช่วงห้าปีที่ผ่านมานี้ เนื่องจากยอดขายรถจักรยานยนต์ลดลงอย่างมีนัยสำคัญในช่วงสองปีที่ผ่านมาแล้วจากการชะลอตัวทางเศรษฐกิจ ซึ่งส่งผลกระทบต่อรายได้ต่อหัวของประชากรในต่างจังหวัดมากกว่ากรุงเทพฯ อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าในอนาคต ยอดขายรถจักรยานยนต์ในต่างจังหวัดจะเติบโตสูงกว่ากรุงเทพฯ เนื่องจากรถจักรยานยนต์เป็นพาหนะหลักสำหรับการเดินทางในพื้นที่ชนบท เราจึงคาดว่ายอดขายรถจักรยานยนต์ในต่างจังหวัดจะเติบโต 4.54% ในปี FY15-17 เทียบกับเขตกรุงเทพฯ ที่ 2.56% อิงสัดส่วนยอดขายในกรุงเทพฯ และต่างจังหวัดที่ 23:77 ในปี FY15 และ 22:78 ในปี FY16-17

เราเชื่อว่ายอดขายรถจักรยานยนต์ในประเทศไทยจะอยู่ในขาขึ้นในปี FY16 จากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจประเทศเนื่องจากเราคาดว่าผลดีจากการอัดฉีดเม็ดเงินลงทุนเข้าสู่โครงการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของรัฐจะเริ่มเห็นได้ชัดเจนในช่วงต้นปีหน้า นอกจากนี้ ความคาดหวังต่อการเลือกตั้งที่จะจัดขึ้นใน 1H16 จะช่วยกระตุ้นการบริโภคภาคเอกชน เพราะน่าจะทำให้ประชาชนมีความเชื่อมั่นมากขึ้น เห็นได้จากดัชนีความเชื่อมั่นของผู้บริโภค (CCI) ก่อนวันเลือกตั้งที่มักจะเพิ่มขึ้นก่อนวันเลือกตั้งและขึ้นไปสูงสุดเมื่อมีการรับรองผลการเลือกตั้ง นอกจากนี้ รัฐบาลที่มาจากการเลือกตั้งอาจใช้นโยบายประชานิยม ซึ่งมักจะช่วยเพิ่มรายได้ของประชาชน โดยเฉพาะในพื้นที่ต่างจังหวัด ส่งผลให้ความต้องการรถจักรยานยนต์เพิ่มขึ้นเช่นกัน

Figure 14: Thailand consumer confidence index with election

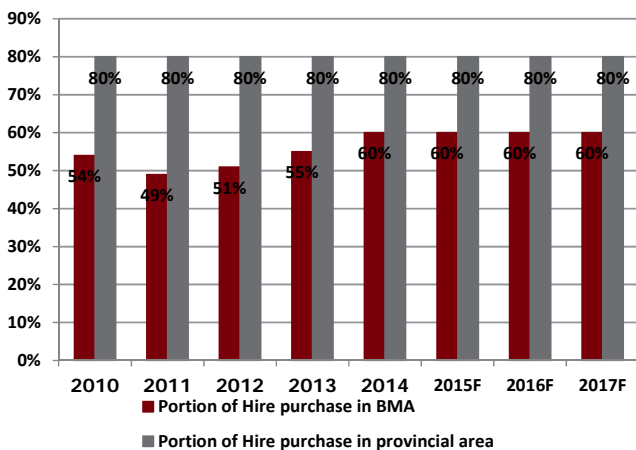


SOURCE: CIMB RESEARCH, BLOOMBERG CONSENSUS FORECASTS, COMPANY DATA

**ตลาดสินเชื่อเช่าซื้อรถจักรยานยนต์ของไทยคาดว่าจะเติบโตเฉลี่ย 4.2% CAGR**

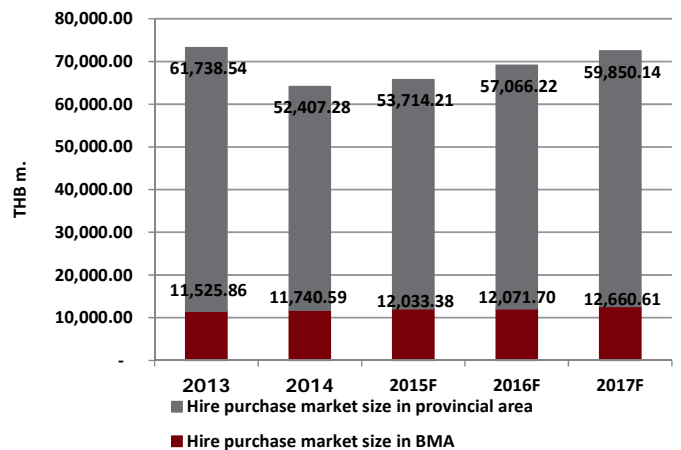
เราประเมินว่าตลาดสินเชื่อเช่าซื้อรถจักรยานยนต์ของไทยมีมูลค่าประมาณ 68,291 ล้านบาทในปี 2014 ภายใต้สมมติฐานที่มีการทำธุรกรรมเช่าซื้อ 60% ของมูลค่ายอดขายรถจักรยานยนต์ในกรุงเทพฯ และ 80% ในต่างจังหวัด ที่ราคาขายเฉลี่ยคันละ 50,000 บาท ทั้งนี้หากอิงประมาณการยอดขายรถจักรยานยนต์ของเราจะเท่ากับว่าสินเชื่อเช่าซื้อใหม่จะเติบโตเฉลี่ย 4.2% CAGR เป็น 72,511 ล้านบาท ซึ่งประมาณ 59,580 ล้านบาทจะเป็นยอดขายในต่างจังหวัด ปัจจุบันพอร์ตสินเชื่อของ TK แบ่งเป็นสินเชื่อเช่าซื้อรถจักรยานยนต์ในกรุงเทพฯ 35% และต่างจังหวัด 65% ซึ่งบริษัทตั้งเป้าเพิ่มสัดส่วนธุรกิจนี้ในต่างจังหวัดเป็น 80% ในอนาคตอันใกล้ โดยเรามองว่าการเน้นตลาดต่างจังหวัดจะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยผลักดันการเติบโตของ TK

Figure 15: Hire purchase portion in BMA and provincial areas



SOURCE: CIMB RESEARCH, COMPANY

Figure 16: Hire purchase loan growth driven by upcountry market



SOURCE: CIMB RESEARCH, COMPANY

ธุรกิจให้สินเชื่อเช่าซื้อรถจักรยานยนต์ในประเทศเพื่อนบ้านมีแนวโน้มสดใส แต่ปัจจุบันยังมี ส่วนแบ่งกำไรไม่สูงนัก

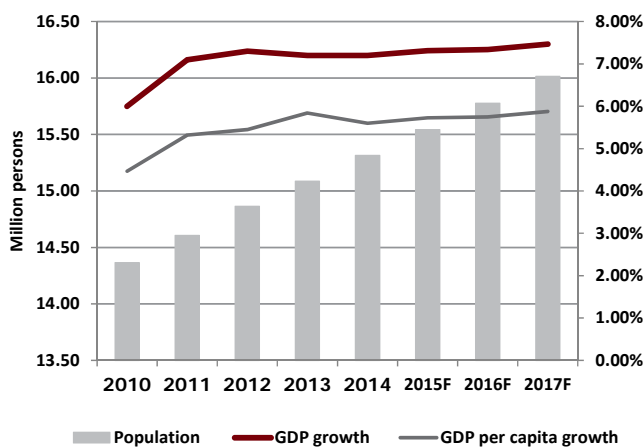
ประเทศกัมพูชาและลาวใช้รถจักรยานยนต์เป็นพาหนะหลักในการเดินทางและรถจักรยานยนต์ยังเป็น เครื่องหมายที่แสดงถึงฐานะ ทำให้คนส่วนใหญ่ต้องการมีไว้ในครอบครอง โดยในปี 2013 มีรถจักรยานยนต์จดทะเบียนอยู่ในประเทศกัมพูชาจำนวน 2.06 ล้านคันและลาว 1.1 ล้านคัน คิดเป็น หนึ่งในเจ็ดและหนึ่งในหกของจำนวนประชากรตามลำดับ ขณะที่ไทยมีจำนวนรถจักรยานยนต์จดทะเบียน สูงถึง 20 ล้านคันในปี 2013 หรือประมาณหนึ่งในสามของจำนวนประชากร

แม้เราจะมีข้อมูลเกี่ยวกับยอดขายรถจักรยานยนต์ในประเทศกัมพูชาและลาวไม่มากนัก แต่เราเชื่อว่าตลาดรถจักรยานยนต์ในทั้งสองประเทศน่าจะเติบโตได้ดีเพราะดัชนีส่วนใหญ่ที่บ่งชี้ถึงอุปสงค์รถจักรยานยนต์เคลื่อนไหวในเชิงบวก โดยในปี FY10-14 ประเทศลาวมีอัตราการเติบโตของ GDP อยู่ที่ประมาณ 7.5-8.0% ทำให้ GDP ต่อหัวเพิ่มขึ้น 5-6% จากจำนวนประชากรที่เพิ่มขึ้นเป็น 7 ล้านคนในปี 2014 ขณะที่ประเทศกัมพูชามีอัตราการเติบโตของ GDP สูงขึ้นจาก 6% ในปี FY10 เป็น 8% ในปี FY14 ทำให้ GDP ต่อหัวเพิ่มขึ้นจาก 4% ในปี 2010 เป็น 6% เป็นในปี 2014 Okdจำนวนประชากรที่เพิ่มขึ้นจาก 14.3 ล้านคนเป็น 15.4 ล้านคนในช่วงเวลาเดียวกัน

นอกจากนี้ กองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF) คาดการณ์ว่า GDP ต่อหัวของประเทศกัมพูชาและลาวจะเพิ่มขึ้นเฉลี่ย 5.7% และ 5.5% ตามลำดับในปี FY15-17 สะท้อนให้เห็นว่ารายได้ประชาชาติของทั้งสองประเทศจะเพิ่มสูงขึ้นอีก ซึ่งน่าจะทำให้ประชาชนมีความสามารถซื้อรถจักรยานยนต์เพิ่มขึ้นเช่นกัน อีกทั้ง IMF ประมาณการอัตราการเติบโตของจำนวนประชากรในประเทศกัมพูชาและลาวอยู่ที่ 1.5% และ 2.0% ตามลำดับในช่วงเวลาเดียวกัน ขณะที่จำนวนประชากรของไทยคาดว่าจะเติบโตเพียง 0.42% เราจึงเชื่อว่ายอดขายรถจักรยานยนต์ในสองประเทศนี้น่าจะอยู่ในขาขึ้นในช่วงปี FY15-17 ส่วนในปี FY14 รถจักรยานยนต์ที่มีการขอสินเชื่อเช่าซื้อในประเทศกัมพูชามีสัดส่วนเพียง 20% และลาวเพียง 5% เราจึงเห็นโอกาสที่ TK จะขยายธุรกิจเช่าซื้อในสองประเทศนี้

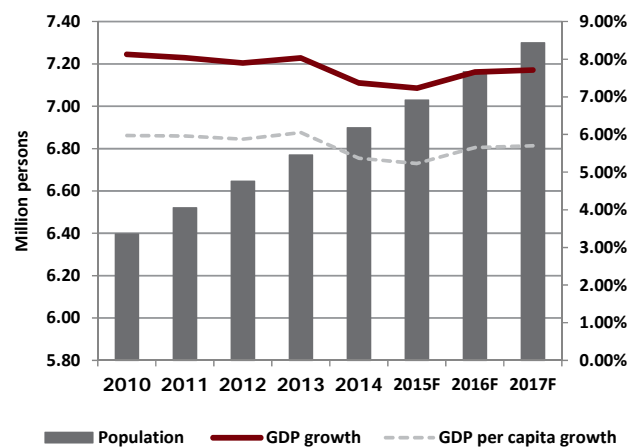
ในสิ้นปี 2014 TK รายงานยอดสินเชื่อรวมในกัมพูชาและลาวอยู่ที่ 1.4 ล้านบาทและ 500,000 บาทตามลำดับ ซึ่งยังเป็นพอร์ตที่มีขนาดเล็กและยังไม่มีส่วนแบ่งกำไรอย่างมีนัยสำคัญให้กับกลุ่ม อย่างไรก็ตาม ปีนี้ TK มีแผนจะเปิดสาขาเพิ่มขึ้นในกัมพูชาเพื่อให้สามารถเข้าถึงลูกค้าได้มากขึ้น เราจึงคาดว่าสินเชื่อจากทั้งสองประเทศจะมีสัดส่วนเพิ่มขึ้นเป็น 10% ของยอดสินเชื่อรวมในช่วงสามปีข้างหน้า นอกจากนี้ ผู้บริหารของ TK ให้แนวทางว่าธุรกิจรถจักรยานยนต์และลาวจะเริ่มสร้างผลกำไรตั้งแต่ปี FY16 เป็นต้นไป

Figure 17: Cambodia's population, GDP growth, GDP per capita growth



SOURCE: CIMB RESEARCH, COMPANY DATA

Figure 18: Laos' population, GDP growth, GDP per capita growth



SOURCE: CIMB RESEARCH, COMPANY DATA

**โอกาสทางธุรกิจจากสินเชื่อนาโนไฟแนนซ์**

รัฐบาลทหารสนับสนุนให้มีการปฏิบัติต่อลูกค้าทุกกลุ่มอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม รวมทั้งส่งเสริมให้ผู้มีรายได้น้อยสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนโดยมีจุดประสงค์เพื่อแก้ปัญหาหนี้สินนอกระบบ ดังนั้นกระทรวงการคลังจึงได้อนุมัติโครงการนาโนไฟแนนซ์ ในฐานะมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ ซึ่งตามเกณฑ์ของธนาคารแห่งประเทศไทย ผู้ให้สินเชื่อนาโนไฟแนนซ์จะต้องมีเงินทุนจดทะเบียนอย่างน้อย 50 ล้านบาทและมีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนไม่เกิน 7x ขณะที่อัตราดอกเบี้ยของนาโนไฟแนนซ์จะต้องไม่เกิน 36% และกำหนดวงเงินสินเชื่อสูงสุดไว้ 100,000 บาทต่อคน ทั้งนี้รพท. จะเป็นหน่วยงานที่กำกับดูแลผู้ให้สินเชื่อนาโนไฟแนนซ์ และคาดว่าจะเริ่มปล่อยกู้ได้ใน 1H15

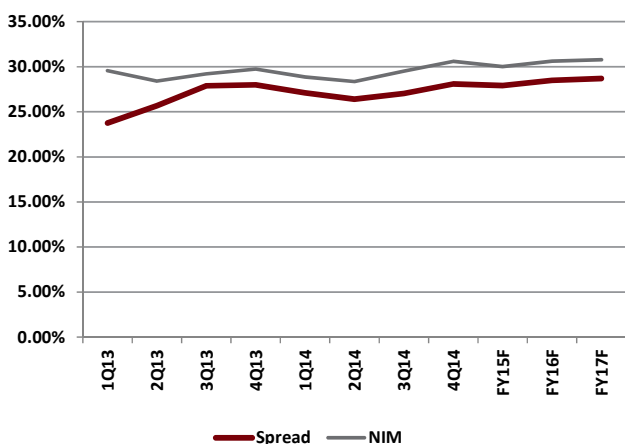
เราคาดว่าธุรกิจนาโนไฟแนนซ์จะช่วยเสริมศักยภาพเติบโตของบริษัท เนื่องจาก TK มีความเชี่ยวชาญในการให้บริการสินเชื่อไมโครไฟแนนซ์ โดยมีฐานลูกค้าขนาดใหญ่ (ลูกค้า 3 ล้านคน) และเครือข่ายที่แข็งแกร่งด้วยสาขากว่า 90 แห่งทั่วประเทศ ปัจจุบัน TK อยู่ในขั้นตอนการเตรียมเอกสาร และคาดว่าจะเริ่มปล่อยสินเชื่อนาโนไฟแนนซ์ได้ภายใน 2Q15

อย่างไรก็ตาม เรายังไม่ได้รวมธุรกิจนี้ไว้ในประมาณการปี FY15-17 เนื่องจากบริษัทยังไม่ได้รับใบอนุญาต อีกทั้งผู้บริหารเผยว่าสินเชื่อนาโนไฟแนนซ์จะไม่ใช่ปัจจัยหลักที่ผลักดันผลประกอบการในปี FY15 เพราะยังอยู่ในช่วงเริ่มต้นธุรกิจและบริษัทต้องการเน้นธุรกิจให้สินเชื่อเช่าซื้อรถจักรยานยนต์ที่เป็นจุดแข็ง ดังนั้นกรณีที่ธุรกิจสินเชื่อนาโนไฟแนนซ์ประสบความสำเร็จ จะเท่ากับเป็น upside ต่อประมาณการกำไรของเราในปี FY16-17

**2.2 มารจินมีแนวโน้มทรงตัวในระดับสูง**

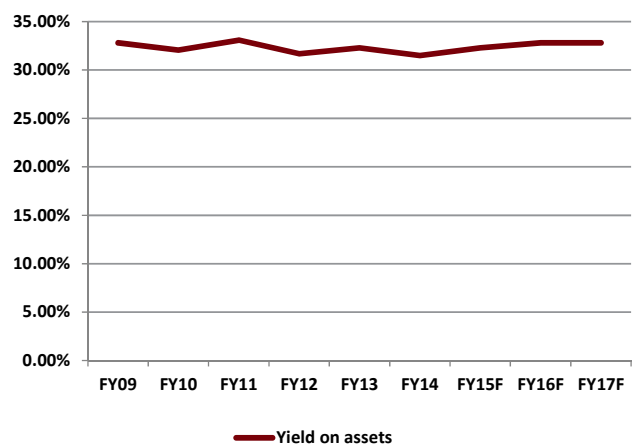
TK คิดอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ย 2% ต่อเดือนสำหรับสินเชื่อเช่าซื้อรถจักรยานยนต์ เท่ากับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ 31-33% ซึ่งค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับสินเชื่อเช่าซื้อยานพาหนะประเภทอื่น ส่วนด้านเงินทุน TK มีต้นทุนเงินทุนเฉลี่ยประมาณ 4% ในช่วงห้าปีที่ผ่านมา ซึ่งนับว่าต่ำเนื่องจากบริษัทมีเครดิตค่อนข้างดี เห็นได้จากการที่บริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือ TRIS credit rating จัดอันดับ TK ที่ระดับ A- (แนวโน้มคงที่) ทำให้ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย (NIM) ทรงตัวที่ประมาณ 30% ในช่วงสองสามปีที่ผ่านมาเพราะการปรับลดดอกเบี้ยไม่ใช้กลยุทธ์หลักในการแข่งขันสำหรับธุรกิจนี้ แต่ผู้ประกอบการจะเน้นแข่งขันด้านประสิทธิภาพของกระบวนการอนุมัติและให้สินเชื่อ รวมถึงการวางเงินดาวน์ เราจึงคาดว่า NIM ของ TK น่าจะทรงตัวในระดับนี้ภายในระยะสามปีข้างหน้า

Figure 19: TK – Trend in quarterly NIM and spreads



SOURCE: CIMB RESEARCH, COMPANY DATA

Figure 20: TK – Yield on assets



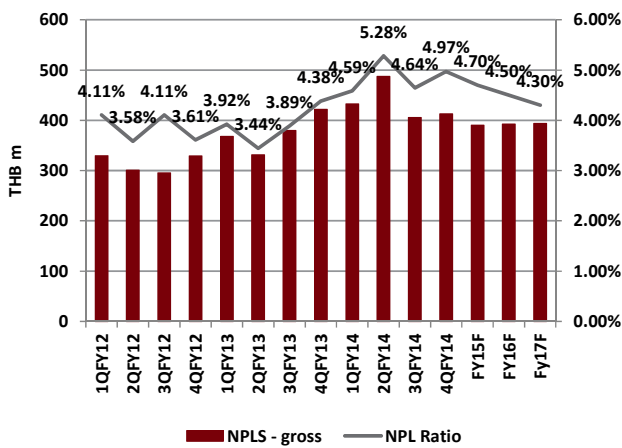
SOURCE: CIMB RESEARCH, COMPANY DATA

### 2.3 คุณภาพสินทรัพย์ยังถูกกดดัน แต่มีแนวโน้มดีจากอัตราการจัดสำรอง สูง

TK มีอัตราส่วน NPL เพิ่มขึ้นเล็กน้อยในช่วงปี FY12-14 เพราะมีแรงกดดันจาก 1) เศรษฐกิจที่ชะลอตัว 2) หนี้สินครัวเรือนที่อยู่ในระดับสูง และ 3) รายได้จากการเกษตรที่ตกต่ำ โดยเรามองว่าหากกิจกรรมทางเศรษฐกิจยังคงชะลอตัวอย่างต่อเนื่อง อาจส่งผลให้ความสามารถในการชำระคืนหนี้ของชาวนาและผู้ใช้แรงงาน ซึ่งเป็นลูกค้าหลักของบริษัทลดลง ซึ่งจะกระทบ NPL ของ TK

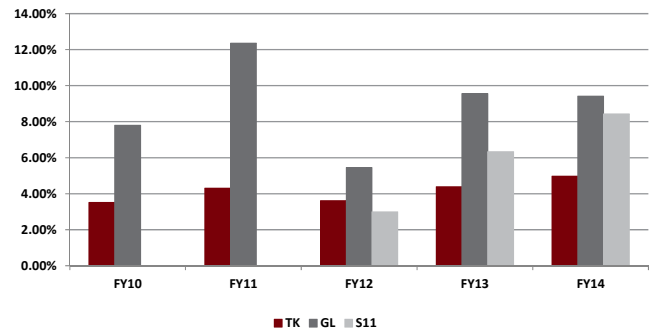
อย่างไรก็ตาม จนถึงขณะนี้คุณภาพสินทรัพย์ของ TK ยังอยู่ในระดับดี ด้วยอัตราส่วน NPL ต่ำกว่า 5% (นโยบายของบริษัทกำหนดไว้ไม่เกิน 5%) รวมทั้งเมื่อเทียบกับคู่แข่งโดยตรง เห็นได้จากอัตราส่วน NPL ที่ลดลงในช่วงห้าปีที่ผ่านมา นอกจากนี้ NPL ยังลดลงในสองไตรมาสล่าสุดเพราะนโยบายกวาดชั้นการอนุมัติสินเชื่อ ขณะที่ผู้บริหารเผยว่า TK จะยังคงใช้นโยบายการปล่อยสินเชื่อที่เข้มงวด เราจึงมองว่าอัตราส่วน NPL มีแนวโน้มลดลงในอนาคต ทำให้ค่าใช้จ่ายสำรองหนี้สูญจะลดลงจากจุดสูงสุดที่ 14.28% ในปี FY14 เหลือเพียง 12% ในปี FY17

Figure 21: Trend of TK's NPL ratio



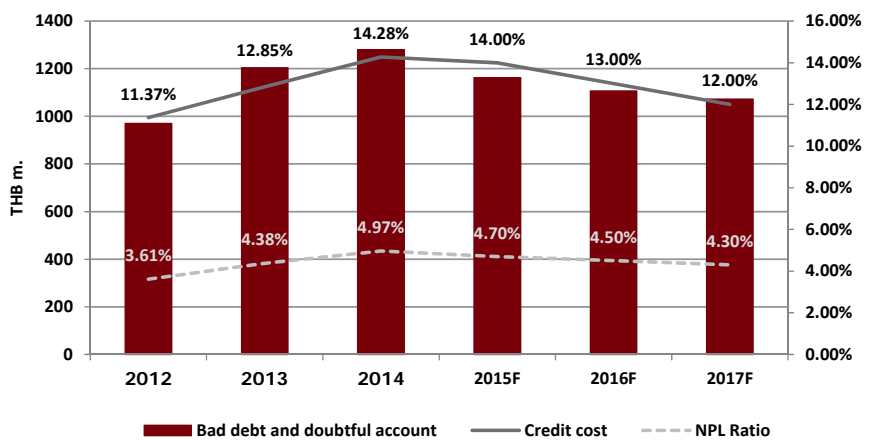
SOURCE: CIMB RESEARCH, COMPANY DATA

Figure 22: NPL ratio comparison



SOURCE: CIMB RESEARCH, COMPANY DATA

Figure 23: Fallen in credit cost due to better asset quality



SOURCE: CIMB RESEARCH, COMPANY DATA

ท่ามกลางสถานการณ์ที่ทำหายและแรงกดดันจาก NPL TK ยังสามารถรักษาอัตราการจัดสำรองไว้สูงถึง 129% ในปี FY14 ซึ่งนับเป็นปัจจัยบวก (Figure 20) และจากสถิติในช่วงสามปีที่ผ่านมาตั้งแต่ปี 2012-2014 เราพบอัตราส่วนการจัดสำรอง ของ TK จะอยู่ในกรอบประมาณ 130-14% ขณะที่เมื่อเทียบกับคู่แข่ง TK เป็นบริษัทที่มีอัตราส่วนการจัดสำรองต่อหนี้ NPL สูงที่สุดในช่วงห้าปี

ผ่านมา อีกทั้งผู้บริหารยืนยันว่าจะยังคงอัตราการตั้งสำรองไว้ในระดับเดียวกันนี้ เราจึงมองว่าบริษัทมีความเสี่ยงเรื่องคุณภาพสินทรัพย์จำกัดเพราะมีเงินสำรองฯ สูง ซึ่งจะช่วยลดความเสี่ยงหากคุณภาพสินทรัพย์ด้อยลงเพราะสภาพเศรษฐกิจเริ่มเลวร้าย นอกจากนี้ TK ยังทำประกันภัยสินทรัพย์ทางการเงิน ประมาณ 80% ของมูลค่าสินทรัพย์ในกรณีที่ยานพาหนะสูญหายและ/หรือเกิดอุบัติเหตุร้ายแรง

การที่ TK มีเงินสำรองฯ สูงถือเป็นปัจจัยบวกและน่าจะช่วยลดความเสี่ยงเรื่องคุณภาพสินทรัพย์หากสถานการณ์เศรษฐกิจไทยเลวร้ายลง

Figure 24: NPL trend and loan loss reserve

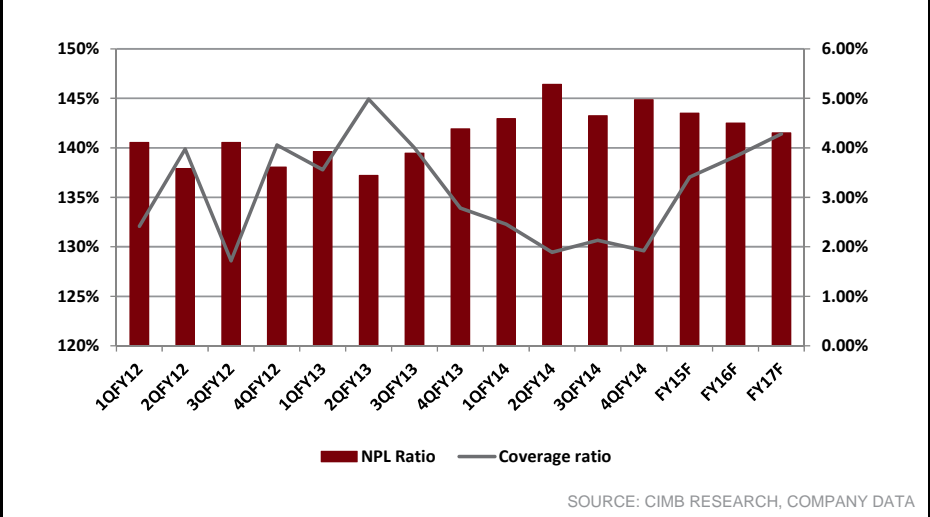
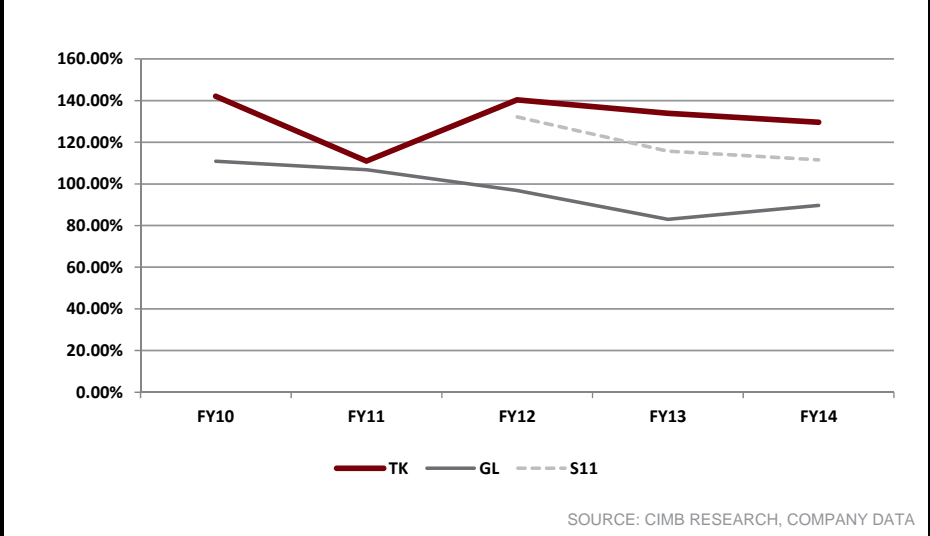


Figure 25: TK has the highest coverage ratio compared with its direct competitors



## 2.4 เปรียบเทียบกับคู่แข่งโดยตรง

เรามองว่า TK มีคู่แข่งโดยตรงคือ บมจ. กรู๊ป ลีส (GL) และ บมจ. เอส 11 กรุ๊ป (S11) ที่เพิ่งจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยเราได้เปรียบเทียบตัวเลขทางการเงินที่สำคัญของ TK, GL และ S11 ไว้ใน Figure ด้านล่าง แต่เชื่อว่า GL เป็นคู่แข่งที่สามารถเปรียบเทียบกับ TK ได้ดีกว่า S11 ทั้งนี้เมื่อมองดูโดยรวมแล้ว เราจะเห็นว่า TK มีพอร์ตสินเชื่อเช่าซื้อรถจักรยานยนต์สูงที่สุด แต่ GL จะมีอัตราการขยายตัวของสินเชื่อสูงกว่าทั้งในและต่างประเทศ เนื่องจาก TK ยังกังวลเกี่ยวกับคุณภาพลูกค้า อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่ากลยุทธ์ที่ conservative ของ TK สมเหตุสมผลในสถานการณ์ปัจจุบันที่เศรษฐกิจยังอยู่ในภาวะชะลอตัวเนื่องจากการมีสินทรัพย์คุณภาพดีจะช่วยให้ผลกำไรมั่นคงในระยะยาว ซึ่งประเด็นนี้ เราเชื่อว่า TK เหนือกว่าคู่แข่งเห็นได้จากงบดุลที่แข็งแกร่งด้วยอัตราส่วน NPL ที่ต่ำกว่าและเงินสำรองที่สูงกว่า แม้บริษัทอาจมี ROE ต่ำกว่า GL เนื่องจาก TK ระวังเรื่องการเติบโตของสินเชื่อ ขณะเดียวกัน เราเชื่อว่า TK พร้อมสำหรับการขยายกิจการเชิงรุกเมื่อเศรษฐกิจเริ่มส่งสัญญาณบวกเนื่องจากบริษัทมีฐานเงินทุนแข็งแกร่งเมื่อประเมินจากอัตราส่วนเงินกองทุน (capitalization ratio) นอกจากนี้ ฐานเงินทุนดังกล่าวยังสามารถช่วยลดความเสี่ยงด้านเครดิตของกลุ่มลูกค้าเป้าหมาย

Figure 26: TK Versus GL and S11

Symbol	TK	GL	S11
Business Model	Motorcycle Hire Purchase (87%) Automobile Hire Purchase (13%)	Motorcycle Hire Purchase (90%) Motorcycle Pledging Loan (10%)	Motorcycles Hire Purchase
Branches	90	26	3
Area	All Region	All region (exclude North and South)	Central and East
Foreign	Cambodia and Lao	Cambodia	-
Nano-finance Business	Interested	Not Interested	Not Interested
<b>Financial figures (Unit: THB) As of 201</b>	<b>CIMB</b>	<b>Bloomberg</b>	<b>Bloomberg (No coverage)</b>
Market Capitalization (THB m)	4,975	12,544	6,191
Outstanding Loan (THB m)	8,302	6,647	3,128
Motorcycle Hire Prucase Loan (THB m)	7,222	5,982	3,128
NPL ratio	4.97%	9.41%	8.43%
Coverage ratio	130%	90%	112%
NIM	29.2%	21.3%	24.0%
Capitalization Ratio	45.6%	34.6%	33.3%
TRIS rating	A-	A-	-

SOURCE: CIMB RESEARCH, BLOOMBERG CONSENSUS FORECASTS, COMPANY DATA

### 3. ปัจจัยเสี่ยง

#### 3.1 ความเสี่ยงจากการกระจุกตัวของธุรกิจ

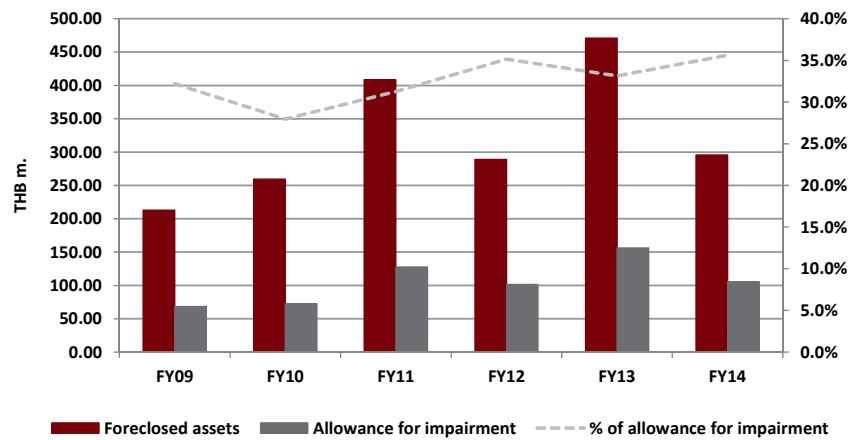
พอร์ตสินเชื่อของ TK ในปี 2014 มีสัดส่วนสินเชื่อเช่าซื้อรถจักรยานยนต์ในประเทศไทยสูงถึง 87% ของสินเชื่อรวม ส่วนอีก 13% มาจากสินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์ในประเทศ ผู้บริหารของ TK ตั้งเป้าจะลดสัดส่วนสินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์และหันมาเน้นสินเชื่อเช่าซื้อรถจักรยานยนต์มากขึ้น ซึ่งอาจส่งผลให้เกิดความเสี่ยงจากการกระจุกตัวของธุรกิจ เนื่องจากพอร์ตสินเชื่อจะสามารถกระจายความเสี่ยงได้น้อยลงและต้องพึ่งพิงเศรษฐกิจในประเทศเป็นหลัก อย่างไรก็ตาม TK ได้เริ่มขยายธุรกิจไปยังประเทศเพื่อนบ้านเช่นกัมพูชาและลาว รวมทั้งมีแผนจะเจาะตลาดอื่นในอาเซียนภายในระยะเวลาสองสามปีข้างหน้า ขณะที่ผู้บริหารตั้งเป้าเพิ่มสัดส่วนสินเชื่อในต่างประเทศเป็น 50% ภายในห้าปี ซึ่งเรามองว่าน่าจะช่วยลดความเสี่ยงจากเศรษฐกิจในประเทศได้มากขึ้น

#### 3.2 ความเสี่ยงจากผลขาดทุนจากการขายรถยนต์

TK บันทึกรายการสินทรัพย์รอการขายจำนวน 295 ล้านบาทในสิ้นปี 2014 ซึ่งน่าจะมีสาเหตุหลักมาจากการชะลอตัวทางเศรษฐกิจบวกกับผู้บริโภคมีกำลังซื้อต่ำ ขณะเดียวกัน การชะลอตัวของอุตสาหกรรมรถจักรยานยนต์ทำให้ราคาของรถจักรยานยนต์มือสองปรับตัวลงอย่างมีนัยสำคัญ ส่งผลให้บริษัทมีขาดทุนจากการขายทรัพย์สินที่ยึดมาได้ อย่างไรก็ตาม เรามองว่า TK ได้ดำเนินการลดความเสี่ยงดังกล่าวด้วยการตั้งสำรองสำหรับผลขาดทุนจากการด้อยค่าของสินทรัพย์ไว้แล้วประมาณ 35% ของมูลค่าสินทรัพย์รอการขาย นอกจากนี้ TK สามารถขายรถยนต์ได้ในราคาสูงกว่าผู้ประกอบการอื่นจากส่งรถจักรยานยนต์เข้าสู่ศูนย์ปรับสภาพรถของบริษัทเองก่อนนำมาจำหน่ายผ่านเครือข่ายสาขา ศูนย์ประมูลรถ และพันธมิตรทางธุรกิจ ทำให้บริษัทสามารถบริหารความเสี่ยงจากขาดทุนที่เกิดจากการขายรถยนต์อย่างมีประสิทธิภาพ ทั้งนี้ผู้บริหารเผยว่า TK สามารถจำหน่ายรถยนต์ได้ภายในสองเดือนหลังจากยึดคืนมาจากลูกค้า



Figure 27: TK – Foreclosed assets and allowance for impairment

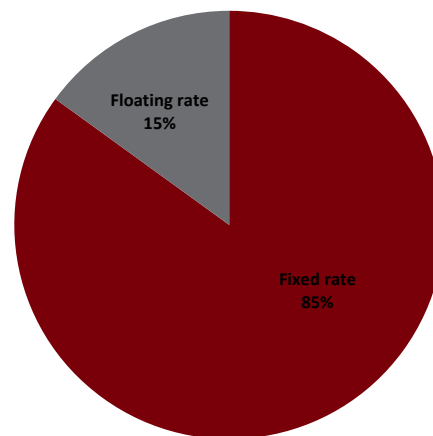


SOURCE: CIMB RESEARCH, COMPANY DATA

### 3.3 ความเสี่ยงจากอัตราดอกเบี้ยผันผวน

อัตราดอกเบี้ยที่ผันผวนในตลาดอาจทำให้เกิดความไม่สอดคล้องกันของเงินทุน ซึ่งจะกระทบส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยของบริษัท เท่ากับว่าหากอัตราดอกเบี้ยยังคงผันผวนและอัตราดอกเบี้ยกู้ยืม (borrowing rate) เพิ่มขึ้น ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยของ TK อาจลดลงเช่นเดียวกับกำไรสุทธิ อย่างไรก็ตาม อัตราดอกเบี้ยที่ผันผวนยังไม่ใช่ประเด็นหลักที่ต้องกังวลเนื่องจากเงินกู้ยืมประมาณ 85% ของ TK มีอัตราดอกเบี้ยคงที่ เราจึงมองว่าปัจจัยเสี่ยงนี้ยังสามารถควบคุมได้

Figure 28: TK's borrowing interest rate structure



SOURCE: CIMB RESEARCH, COMPANY DATA

### 3.4 ความเสี่ยงต่อศักยภาพเติบโตและคุณภาพสินทรัพย์เพราะเศรษฐกิจที่

#### ชะลอตัว

ตัวเลข GDP ไทยเติบโตเพียง 0.7% ในปี FY14 และแม้รัฐบาลจะพยายามดำเนินการตามขั้นตอนที่จำเป็นเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ แต่หากเศรษฐกิจไทยยังคงขยายตัวลดลงก็อาจส่งผลกระทบต่อการเติบโตและคุณภาพสินทรัพย์ของกลุ่ม

## 4. ตัวเลขทางการเงิน

### 4.1 คาดกำไรสุทธิเติบโตเฉลี่ย 29.59% CAGR ในปี FY15-17

เราคาดว่า TK จะมีกำไรสุทธิพลิกกลับมาเติบโตในปี FY15 หรือ 6.4% ก่อนจะเติบโตสูงถึง 66.3% ในปี FY16 หลังมีผลกำไรลดลง 54.5% ในปี FY14 เพราะเชื่อว่าผลกำไรได้ลงไปและจุดสูงสุดในปีที่แล้ว ขณะที่เราคาดว่า ROE เพิ่มขึ้นเล็กน้อยเป็น 5.1% ในปี FY15 และจะเพิ่มสูงขึ้นเป็น 8.2% และ 9.5% ในปี FY16 และ FY17 ตามลำดับ

ประมาณการของเราอิงสมมติฐานที่ผลประกอบการของ TK พื้นตัวในปี 2015 รวมทั้งมีคุณภาพสินทรัพย์ดีขึ้น ซึ่งเป็นรากฐานที่สำคัญสำหรับการเติบโตทางธุรกิจในปี 2016

Figure 29: Financial Highlights and key assumptions

#### Financial highlights and key assumptions

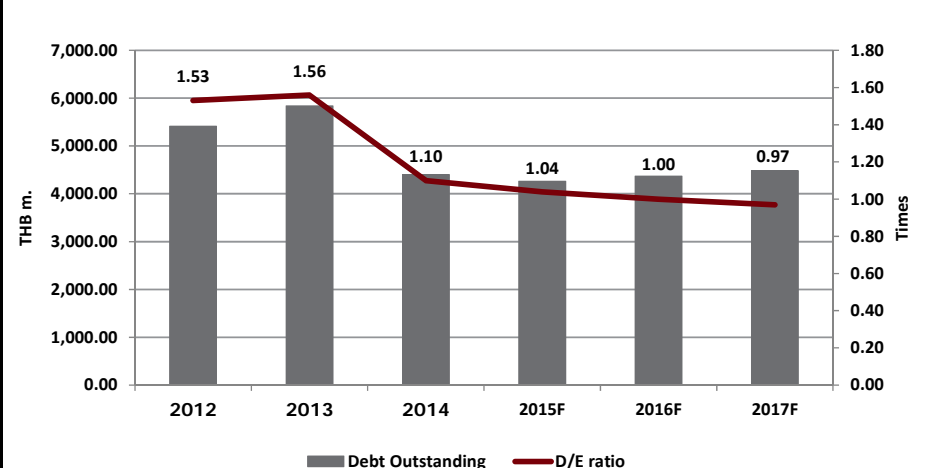
	Dec-13A	Dec-14A	Dec-15F	Dec-16F	Dec-17F
Loan growth	5.6%	-13.7%	0.0%	5.0%	5.0%
Non-interest income growth	-10.7%	-0.2%	2.4%	3.5%	4.6%
Opex growth	15.6%	-4.4%	0.3%	0.6%	5.6%
Net interest margin	29.9%	29.2%	30.2%	30.7%	30.7%
Cost to income	56.0%	56.5%	58.2%	56.3%	56.6%
NPLs/Total loans	4.4%	5.0%	4.7%	4.5%	4.3%
LLR/NPLs	133.9%	129.6%	137.1%	139.1%	141.4%
Provision/Total loans	12.9%	14.3%	14.0%	13.0%	12.0%
Tax rate	0.0%	13.9%	17.0%	20.0%	20.0%
<b>Recurring net profit (THBm)</b>	<b>429</b>	<b>195</b>	<b>208</b>	<b>345</b>	<b>426</b>
Recurring profit growth	-39.8%	-54.5%	6.4%	66.3%	23.3%
<b>ROE</b>	<b>11.0%</b>	<b>4.9%</b>	<b>5.1%</b>	<b>8.2%</b>	<b>9.5%</b>
BVPS (THB)	8.03	7.99	8.23	8.71	9.21

SOURCE: CIMB RESEARCH, COMPANY DATA

### 4.2 งบดุลดีด้วยฐานเงินทุนที่แข็งแกร่ง

ที่ผ่านมา TK มีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสุทธิไม่เกิน 1.6x ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมที่ 2x เราจึงมองว่าแม้บริษัทจะมีสินเชื่อเติบโตในระยะยาว แต่อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนจะยังลดลงเล็กน้อยจาก 1.1x ในปี 2014 มาอยู่ในระดับต่ำกว่า 1x ในปี FY17 ซึ่งส่วนใหญ่เป็นเพราะฐานเงินทุนที่แข็งแกร่งของ TK บริษัทจึงสามารถใช้จ่ายเงินลงทุนดังกล่าวเพื่อรองรับการขยายธุรกิจในอนาคต อีกทั้งเชื่อว่าบริษัทยังไม่มี ความจำเป็นต้องเพิ่มทุนในอนาคตอันใกล้

Figure 31: Debt-to-Equity ratio and debt outstanding



SOURCE: CIMB RESEARCH, COMPANY DATA

## 5. ราคาเป้าหมายและคำแนะนำ

### 5.1 ราคาเป้าหมาย 11.20 บาทอิง P/BV 1.29x ▶

เราคำนวณราคาเป้าหมายของ TK อยู่ที่ 11.20 บาท อิง P/BV 1.29x ในปี FY16 ตามวิธี GGM (Gordon Growth Model) ภายใต้สมมติฐานดังนี้

- ROE ทรงตัวที่ระดับ 9.5% โดยเราคาดว่า ROE จะเพิ่มขึ้นเป็น 9.5% ในปี FY17
- COE 8.50% (risk-free rate 3.50%), equity risk premium 6.50% และค่า beta ระยะยาว 0.77x จาก Bloomberg
- อัตราการเติบโตระยะยาว 5% อิงอัตราการเติบโตเฉลี่ยในอดีต 5 ปีของยอดขายรถจักรยานยนต์ในประเทศไทย

เรามองว่า P/BV multiple เป็นวิธีที่เหมาะสมในการประเมินมูลค่าหุ้น TK เนื่องจากรายได้และต้นทุนส่วนใหญ่ของ TK มาจากรายการในงบดุลเช่นลูกหนี้รับและหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย

**Figure 32: GGM Valuation**

Fair-value calculation based on GGM		Cost of Equity (COE) calculation	
Sustainable ROE	9.50%	Risk Free Rate	3.50%
COE	8.50%	Equity Risk Premium	6.50%
Long-term growth (g)	5.00%	Equity Beta (x)	0.77
<b>Derived P/BV multiple* (X) = 12M F PBV</b>	<b>1.29</b>	<b>COE</b>	<b>8.50%</b>
Dec 2016F Book Value (B/sh)	8.71	Growth Rate	5.00%
<b>Derived Fair Value</b>	<b>11.20</b>		

SOURCE: CIMB RESEARCH, COMPANY DATA

### 5.2 เริ่มต้นวิเคราะห์ด้วยคำแนะนำ “ซื้อ” ▶

สองปีที่ผ่านมา ราคาหุ้น TK ปรับตัวลง 50% จากจุดสูงสุดที่ 20 บาทในปี 2013 และปัจจุบันซื้อขายอยู่ที่ P/BV 1.1x ในปี FY16 ซึ่งต่ำกว่า 1SD ของค่าเฉลี่ยในอดีตที่ 1.4x และเกือบต่ำสุดในรอบสี่ปี เราจึงมองว่าราคาหุ้นน่าจะรับรู้ผลกระทบจากยอดขายรถจักรยานยนต์ในประเทศที่ลดลง รวมทั้งเศรษฐกิจที่อ่อนตัวอย่างต่อเนื่อง

หากเทียบ P/E ของ TK กับผู้ประกอบการจดทะเบียน เราพบว่า TK ค่อนข้างเกาะติดค่าเฉลี่ย แต่จะมีราคาถูกกว่าหากเทียบค่า P/BV เนื่องจากบริษัทมีค่า P/BV ต่ำที่สุดในกลุ่ม นอกจากนี้ แม้ TK จะมี ROE ต่ำที่สุดแต่มีมูลค่ากิจการ (enterprise value) สูงกว่าคู่แข่งโดยตรงอย่าง GL

สาเหตุที่เราประมาณการ ROE ของ TK ไว้ค่อนข้างต่ำเป็นเพราะเราตั้งสมมติฐานอัตราการเติบโตของสินเชื่อแบบ conservative โดยคาดว่าอัตราการเติบโตของสินเชื่ออยู่ที่ 0% ในปี FY15 เพราะเศรษฐกิจที่ซบเซา และเพียง 5% ในปี FY16-17 โดยยังไม่ได้รวมธุรกิจสินเชื่อไฟแนนซ์เท่าที่ประมาณการของเราอาจมี upside หากเศรษฐกิจปีนี้ฟื้นตัวดีกว่าที่คาดไว้และบริษัทได้ประโยชน์จากผลประกอบการที่ดีของธุรกิจไฟแนนซ์ ส่วนปัจจัยบวกอีกประการหนึ่งอาจมาจากการประกาศจัดการเลือกตั้งซึ่งน่าจะช่วยเพิ่มความเชื่อมั่นของผู้บริโภค ขณะที่นโยบายประชานิยมน่าจะส่งผลดีต่อประชาชนในต่างจังหวัดซึ่งจะกระตุ้นความต้องการรถจักรยานยนต์ด้วยเช่นกัน

ดังนั้น เราจึงเริ่มต้นวิเคราะห์หุ้น TK ด้วยคำแนะนำ “ซื้อ” โดยมองว่าอุปสงค์รถจักรยานยนต์ที่ฟื้นตัวจะเป็นปัจจัยบวกที่ช่วยผลักดันราคาหุ้น

**Figure 33: TK 1-year forward P/BV (x)**



**Figure 34: Peers comparison (Bloomberg Consensus)**

Company	Bloomberg Ticker	Core P/E (x)			P/BV (x)			Recurring ROE (%)			Enterprise value
		CY14	CY15	CY16	CY14	CY15	CY16	CY14	CY15	CY16	
Asia Sermkij Leasing PCL	ASK TB	10.2	8.4	7.7	1.7	1.6	1.5	16.95	19.65	18.10	12.44
Group Lease PCL	GL TB	107.3	31.6	25.4	5.1	3.9	3.7	4.81	13.10	23.00	3.33
Ratchthani Leasing	THANI TB	12.2	10.6	8.5	2.2	2.0	1.9	19.83	20.87	21.20	10.28
Thitikorn PCL	TK TB	25.4	16.0	12.1	1.2	1.2	1.1	4.89	7.30	9.15	6.29
<b>Thailand average</b>	<b>Average</b>	<b>38.8</b>	<b>16.6</b>	<b>13.4</b>	<b>2.55</b>	<b>2.18</b>	<b>2.1</b>	<b>11.62</b>	<b>15.23</b>	<b>17.86</b>	<b>7.00</b>

SOURCE: CIMB RESEARCH, COMPANY DATA, BLOOMBERG CONSENSUS FORECASTS

### DISCLAIMER

การเสนอคำแนะนำ ข้อมูลบทวิเคราะห์ และการคาดหมาย รวมทั้งการแสดงความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมา และพิจารณาเห็นว่าน่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ทางบริษัทหลักทรัพย์ ซีไอเอ็มบี(ประเทศไทย) จำกัด ไม่อาจรับรองความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าการเสนอแนะหรือการชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ การนำไปใช้ซึ่งข้อมูล บทวิเคราะห์และการคาดหมายทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้เป็นการนำไปใช้โดยให้ผู้ใช้ยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

บริษัทหลักทรัพย์ ซีไอเอ็มบี (ประเทศไทย) จำกัด อาจจะเป็นหรือเป็นผู้ทำหน้าที่ Market Maker และเป็นผู้ออกและเสนอขายใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (DW) ที่มีหลักทรัพย์อ้างอิงเป็นหุ้นดังต่อไปนี้ ผู้ลงทุนควรใช้ความระมัดระวัง อ่าน และศึกษารายละเอียดของหนังสือชี้ชวนก่อนตัดสินใจลงทุน

AAV, ADVANC, AIT, AMATA, ANAN, AOT, AP, ASP, BANPU, BAY, BBL, BCH, BCP, BEC, BECL, BGH, BH, BIGC, BJC, BJCHI, BLAND, BMCL, BTS, CENTEL, CK, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DEMCO, DTAC, EARTH, EGCO, ERW, GFPT, GLOBAL, GLOW, GUNKUL, HANA, HEMRAJ, HMPRO, ICHI, IFEC, INTUCH, IRPC, ITD, IVL, JAS, KBANK, KCE, KKP, KTB, KTC, KTIS, LH, LOXLEY, LPN, M, MAJOR, MC, MEGA, MINT, NOK, PS, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, RATCH, RML, ROBINS, SMART, SAWAD, SCB, SCC, SCCC, SF, SGP, SIM, SIRI, SPALI, SPCG, SRICHA, STA, STEC, STPI, SVI, TCAP, THAI, THCOM, THREL, TICON, TISCO, TMB, TOP, TPIPL, TTA, TTCL, TTW, TUF, UV, VGI, TRUE

### คำนิยามของ RECOMMENDATION (คำแนะนำการลงทุน)

#### คำแนะนำในหุ้น

**ADD:** ในกรณีผลตอบแทนของหุ้นที่คาดการณ์มากกว่า 10% ในช่วงเวลา 12 เดือนข้างหน้า

**HOLD:** ในกรณีผลตอบแทนของหุ้นที่คาดการณ์อยู่ระหว่าง 0% ถึง 10% ในช่วงเวลา 12 เดือนข้างหน้า

**REDUCE:** ในกรณีผลตอบแทนของหุ้นที่คาดการณ์น้อยกว่า 0% ในช่วงเวลา 12 เดือนข้างหน้า

#### คำแนะนำในภาคอุตสาหกรรม

**OVERWEIGHT:** ในกรณีที่บริษัทจำนวนมากในอุตสาหกรรมที่คาดการณ์ว่ามีผลตอบแทนมากกว่า 10% ในช่วงเวลา 12 เดือนข้างหน้า


**NEUTRAL:** ในกรณีที่บริษัทจำนวนมากในอุตสาหกรรมที่คาดการณ์ว่ามีผลตอบแทนอยู่ระหว่าง 0% ถึง 10% ในช่วงเวลา 12 เดือนข้างหน้า

**UNDERWEIGHT:** ในกรณีที่บริษัทจำนวนมากในอุตสาหกรรมที่คาดการณ์ว่ามีผลตอบแทนน้อยกว่า 0% ในช่วงเวลา 12 เดือนข้างหน้า

### รายงานการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CGR)

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายในในการประเมิน

อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ซีไอเอ็มบี (ประเทศไทย) จำกัด มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
90 – 100		ดีเลิศ
80 – 89		ดีมาก
70 - 79		ดี
60 – 69		ดีพอใช้
50 – 59		ผ่าน
ต่ำกว่า 50	No logo given	N/A

จะทำการเผยแพร่รายชื่อเฉพาะบริษัทที่ได้คะแนนอยู่ในระดับ “ดี” ขึ้นไป ซึ่งมี 3 กลุ่มคือ “ดี” “ดีมาก” และ “ดีเลิศ” โดยประกาศรายชื่อบริษัทในแต่ละกลุ่มเรียงตามลำดับตัวอักษรชื่อย่อบริษัทในภาษาอังกฤษ

รายงานการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CGR) โดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย 2557



BAFS	BCP	BTS	CPN	EGCO	GRAMMY	HANA	INTUCH	IRPC	IVL
KBANK	KKP	KTB	MINT	PSL	PTT	PTTEP	PTTGC	SAMART	SAMTEL
SAT	SC	SCB	SE-ED	SIM	SPALI	TISCO	TMB	TOP	



AAV	ACAP	ADVANC	ANAN	AOT	ASIMAR	ASK	ASP	BANPU	BAY
BBL	BECL	BIGC	BKI	BLA	BMCL	BROOK	CENTEL	CFRESH	CIMBT
CK	CNT	CPF	CSL	DELTA	DRT	DTAC	DTC	EASTW	EE
ERW	GBX	GC	GFPT	GUNKUL	HEMRAJ	HMPRO	ICC	KCE	KSL
LANNA	LH	LHBANK	LOXLEY	LPN	MACO	MC	MCOT	NBC	NCH
NINE	NKI	NMG	NSI	OCC	OFM	PAP	PE	PG	PHOL
PJW	PM	PPS	PR	PRANDA	PS	PT	QH	RATCH	ROBINS
RS	S & J	SAMCO	SCC	SINGER	SIS	SITHAI	SNC	SNP	SPI
SSF	SSI	SSSC	STA	SVI	TCAP	TF	THAI	THANI	THCOM
TIP	TIPCO	TK	TKT	TNITY	TNL	TOG	TRC	TRUE	TSTE
TSTH	TTA	TTW	TVO	UAC	VGI	VNT	WACOAL		



2S	AF	AH	AHC	AIT	AJ	AKP	AKR	AMANAH	AMARIN
AMATA	AP	APCO	APCS	AQUA	ARIP	AS	ASIA	AYUD	BEAUTY
BEC	BFIT	BH	BJC	BJCHI	BOL	BTNC	BWG	CCET	CGD
CGS	CHOW	CI	CKP	CM	CMR	CSC	CSP	CSS	DCC
DEMCO	DNA	EA	ESSO	FE	FORTH	FPI	GENCO	GL	GLOBAL
GLOW	GOLD	HOTPOT	HTC	HTECH	HYDRO	IFS	IHL	INET	IRC
IRCP	ITD	KBS	KGI	KKC	KTC	L&E	LRH	LST	MAJOR
MAKRO	MATCH	MBK	MBKET	MEGA	MFC	MFEC	MJD	MODERN	MONO
MOONG	MPG	MTI	NC	NTV	NUSA	NWR	NYT	OGC	OISHI
PACE	PATO	PB	PDI	PICO	PPM	PPP	PREB	PRG	PRIN
PTG	QLT	QTC	RCL	SABINA	SALEE	SCBLIF	SCCC	SCG	SEAFCO
SEAOIL	SFP	SIAM	SIRI	SKR	SMG	SMK	SMPC	SMT	SOLAR
SPC	SPCG	SPPT	SST	STANLY	STEC	STPI	SUC	SWC	SYMC
SYNEX	SYNTEC	TASCO	TBSP	TEAM	TFD	TFI	THAN	THIP	THREL
TIC	TICON	TIW	TKS	TLUXE	TMI	TMT	TNDT	TPC	TPCORP
TRT	TRU	TSC	TTCL	TUF	TVD	TWFP	UMI	UP	UPF
UPOIC	UT	UV	UWC	VIH	WAVE	WHA	WIN	WINNER	YUASA
ZMICO									