

## เติบโตอย่างต่อเนื่อง

เราเริ่มต้นบทวิเคราะห์ TIDLOR ด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" มูลค่าพื้นฐาน 32.00 บาท แม้คุณภาพสินเชื่อจะปรับดีขึ้นในไตรมาส 1/23 แต่บริษัทจำเป็นต้องตั้งสำรองหนี้ฯ เพิ่มเพื่อเสริมความแข็งแกร่งให้กับงบดุล ซึ่งอาจไปจำกัดศักยภาพการเติบโตของกำไรสุทธิในครึ่งแรกปี 2023 แต่เราก็เล็งเห็นทิศทาง การเติบโตของกำไรสุทธิที่แข็งแกร่งขึ้นในครึ่งหลังปี 2023 และคาดว่าจะยิ่งโตสูงขึ้นในปี 2024 เพราะคุณภาพสินเชื่อที่มีเสถียรภาพมากขึ้น บวกกับภาพรวมการเติบโตของเศรษฐกิจที่สดใสขึ้น เราคาดว่ากำไรสุทธิปี 2024-25 จะโต 23% YoY ต่อเนื่องจากการที่คาดว่าจะโต 9% ในปี 2023 หนุนจากสินเชื่อที่โตต่อเนื่อง อัตราส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้ (CIR) ที่ลดลง และค่าใช้จ่ายสำรองหนี้สูญที่น้อยลง

## ผู้นำกลุ่มไมโครไฟแนนซ์

TIDLOR คือหนึ่งในผู้นำด้านไมโครไฟแนนซ์ที่ทำการปล่อยสินเชื่อทะเบียนรถ สินเชื่อเช่าซื้อ และเป็นนายหน้าประกัน บริษัทมีศักยภาพในการขยายสินเชื่อมากขึ้นเพราะ 1) ยังกลุ่มรายได้ต่ำอีกมากที่ยังเข้าถึงบริการธนาคารพาณิชย์ทั่วไป 2) บริษัทมีแพลตฟอร์มแบบผสม หรือ omnichannel (สาขา การขายผ่านโทรศัพท์ นายหน้า ดีลเลอร์ รถบรรทุก สาขาของ BAY และช่องทางออนไลน์) ในการให้บริการด้านผลิตภัณฑ์ทางการเงินจำนวนมากกับลูกค้าเก่าและใหม่ และ 3) ภาพลักษณ์แบรนด์ที่แข็งแกร่ง

## งบดุลแข็งแกร่งกว่าคู่แข่ง

อัตราส่วนหนี้สินที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ต่อสินเชื่อรวม (NPL ratio) ที่ 1.5% และอัตราส่วนการตั้งสำรองหนี้ฯ ที่สูงขึ้นเป็น 270% ในไตรมาส 1/23 ทำให้ TIDLOR มีงบดุลที่ค่อนข้างยืดหยุ่นมากกว่าผู้เล่นอื่นในกลุ่มอย่าง MTC และ SAWAD การควบคุมหนี้เสียที่ดีกว่าจะช่วยคลายกังวลเรื่องคุณภาพสินเชื่อ ทั้งยังเอื้อให้บริษัทมีโอกาสดการตั้งสำรองหนี้ฯ ในปี 2024 ลงในมุมมองของเรา

## คาดการณ์กำไรสุทธิโตแข็งแกร่งในปี 2024

- ด้วยอานิสงส์จากคุณภาพสินเชื่อที่มั่นคงมากขึ้นและการจัดตั้งรัฐบาลใหม่ เราคาดว่า TIDLOR จะเร่งปล่อยสินเชื่อมากขึ้นและกระตุ้นรายได้ค่าธรรมเนียมได้มากขึ้นในครึ่งหลังปี 2023 เราคาดว่ากำไรสุทธิในครึ่งหลังปี 2023 จะปรับเพิ่มขึ้น YoY จากครึ่งหลังปี 2022 และ HoH จากครึ่งแรกปี 2023
- ทิศทาง การเติบโตจะยิ่งแข็งแกร่งขึ้นในปี 2024-25 โดยคาดว่ากำไรสุทธิจะโต 23% YoY ในปี 2024-25 ต่อเนื่องจากการที่คาดว่าจะโต 9% ในปี 2023 หนุนจากรายได้ดอกเบี้ยสุทธิ (NII) ที่โตขึ้นเพราะสินเชื่อที่ขยายตัว ค่าใช้จ่ายสำรองหนี้สูญลดลง และ CIR ที่ลดลงเนื่องด้วยอานิสงส์จากแพลตฟอร์ม omnichannel

## เริ่มต้นบทวิเคราะห์ด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" มูลค่าพื้นฐาน 32 บาท

เราเริ่มต้นบทวิเคราะห์ TIDLOR ด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" มูลค่าพื้นฐาน 32.00 บาท คำนวณด้วยวิธี GGM อิง 3x PBV'23E และ 21x PE'23E คำแนะนำซื้อของเราสะท้อน 1) การเติบโตของกำไรสุทธิปี 2023-25 ที่แข็งแกร่งระดับ 18% ต่อปี 2) งบดุลที่ยืดหยุ่นมากขึ้น ด้วยอัตราการตั้งสำรองหนี้ฯ ที่สูง พร้อมรับมือกับความไม่แน่นอนที่อาจเกิดขึ้น และ 3) อานิสงส์จากแพลตฟอร์ม omnichannel และเทคโนโลยีสมัยใหม่ที่ จะมาช่วยลด CIR ลง

## BUY

Fair price: Bt32.00

Upside (Downside): +20.8%

## Key Statistics

Bloomberg Ticker	TIDLOR TB
Market Cap. (Bt m)	74,452
Current price (Bt)	26.50
Shares issued (m)	2,810
Par value (Bt)	10.00
52 Week high/low (Bt)	34.25/20.40
Foreign limit/ actual (%)	100.00/35.25
NVDR Shareholders (%)	3.6
Free float (%)	44.5
Number of retail holders	56,228
Dividend policy (%)	Not less than 20% of the Company's net profit of the financial statement, after-tax and
Industry	Financials
Sector	Finance & Securities
First Trade Date	10 May 2021
2021 CG Rate	▲▲▲▲▲
Thai CAC	Certified

## Major Shareholders

7 March 2023

Bank of Auhya PCL	30.0
Siam Asia Credit Access PTE. LTD.	20.1
South East Asia UK (TYPE C) Nominees Limited	5.2
9 BASIL PTE. LTD.	4.2
Thai NVDR Company Limited	3.6

	2021A	2022A	2023E	2024E
PPOP (Bt m)	4,367.2	6,116.1	7,621.3	9,052.0
Net Profit (Bt m)	3,168.9	3,640.2	3,958.0	4,858.6
NP Growth (%)	31.2	14.9	8.7	22.8
EPS (Bt)	1.41	1.50	1.55	1.73
PER (x)	25.9	19.7	17.1	15.3
BPS (Bt)	0.27	0.75	0.31	0.35
PBV (x)	3.8	2.9	2.5	2.2
DPS (Bt)	0.05	0.05	0.04	0.04
Div. Yield (%)	0.8	2.6	1.2	1.3
ROA (%)	5.3	4.8	4.3	4.5
ROE (%)	18.6	15.2	14.3	15.3

Source: Pi Estimated

Analyst: Tanadech Rungsritthananon

Registration No.017926

Email: Tanadech.ru@pi.financial

## มูลค่าหุ้นและคำแนะนำ

- เราเริ่มต้นบทวิเคราะห์ TIDLOR ด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" มูลค่าพื้นฐาน 32.00 บาท คำแนะนำซื้อของเราสะท้อน:
  - ภาพรวมการเติบโตของกำไรสุทธิที่แข็งแกร่ง ด้วยคาดการณ์ว่าจะโตเฉลี่ยต่อปี 18% ในช่วง 2023-25 สูงกว่าคู่แข่งอย่าง MTC (+13%) และ SAWAD (+14%) ในช่วงเวลาเดียวกัน
  - ภาพรวมคุณภาพสินเชื่อที่ดีขึ้นหลังจากนี้เสียแรงตัวขึ้นถึง 75% ในปี 2022 เราเชื่อว่าการควบคุม NPL ที่ดีขึ้นจะช่วยคลายกังวลเรื่องคุณภาพสินเชื่อลงได้ เอื้อให้บริษัทลดการตั้งสำรองหนี้ฯ ลงได้
  - ด้วยเทคโนโลยีสมัยใหม่ แพลตฟอร์ม omnichannel และภาพลักษณ์แบรนด์ที่แข็งแกร่ง จึงคาดว่า TIDLOR จะรักษาขีดความสามารถในการแข่งขันที่ตรงถึงสถานะหนึ่งในผู้นำในตลาดไมโครไฟแนนซ์ต่อไปได้ ทั้งหมดนี้จะเอื้อให้บริษัทสามารถปล่อยสินเชื่อและขายผลิตภัณฑ์ประกันกับลูกค้าเดิมรวมถึงหน้าใหม่ได้ นอกจากนี้ บริษัทยังสามารถใช้ประโยชน์จากช่องทาง omnichannel และระบบ IT ของตนเพื่อสร้างรายได้ที่สูงขึ้นได้ ซึ่งจะช่วยให้ CIR ลดลงเป็น 55% ในปี 2023-25 จากที่สูงกว่า 60% ในช่วงปี 2021
  - มูลค่าหุ้นที่น่าดึงดูดมากขึ้นหลังจากราคาหุ้นลดไปราว 26% ตั้งแต่สิ้นปี 2021 ซึ่งส่วนหนึ่งเป็นผลจากความกังวลเรื่องคุณภาพสินเชื่อ
- วิธีการคำนวณมูลค่าหุ้นแบบ Gordon growth model หรือ GGM นั้นอิงสมมติฐานสำคัญดังนี้ 1) ต้นทุนเงินทุนที่ 9% และ 2) อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) ที่มั่นคงระดับ 14.8% ทั้งนี้ มูลค่าพื้นฐานของเราที่ 32.00 บาท อิง  $3.0 \times P/B'23E$  (เทียบค่าเฉลี่ย 2 ปีของบริษัทที่ 3.3 เท่า) และ  $21 \times PE'23E$  (เทียบค่าเฉลี่ย 2 ปีที่ 22.8 เท่า) ควรบันทึกว่า TIDLOR จัดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) เมื่อเดือน พ.ค. 2021

Figure 1: Comparison of PEG

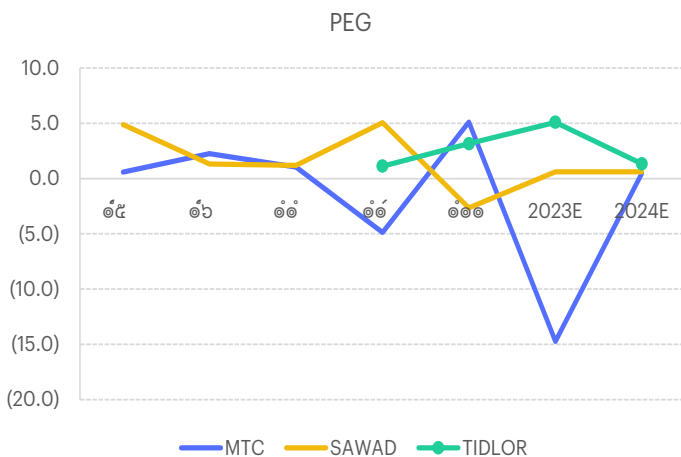


Figure 2: Historical P/E vs forwarding P/E

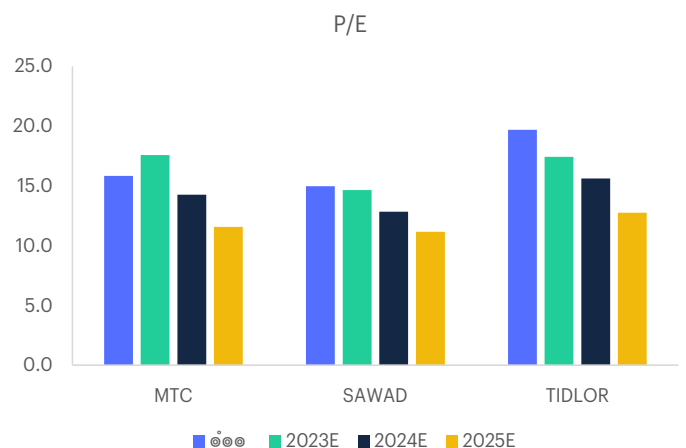


Figure 3: TIDLOR's ROE and P/E

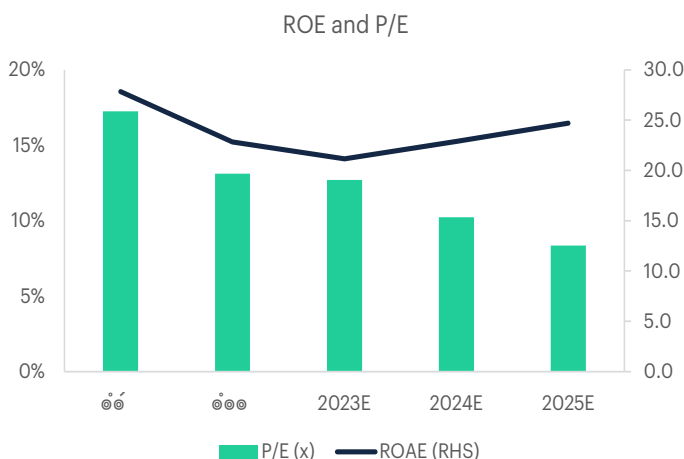
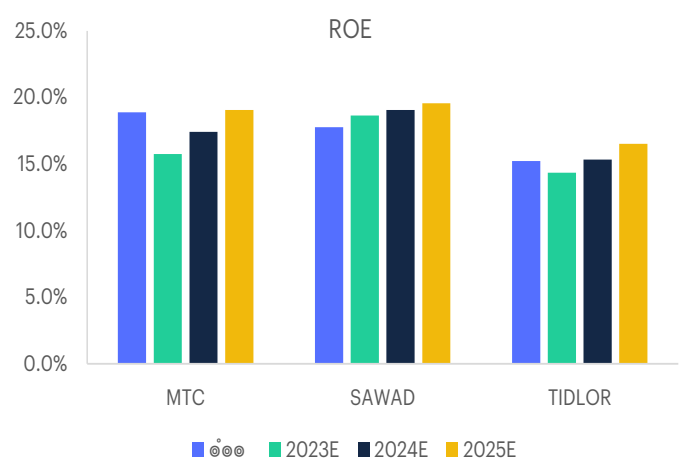


Figure 4: Comparison of ROE



Source: Pi research, company data

Source: Pi research, company data

## Earnings outlook

### คาดการณ์กำไรสุทธิโตแข็งแกร่งในปี 2024

- กำไรสุทธิไตรมาส 1/23 เพิ่มขึ้นเป็น 955 ล้านบาท (+2% YoY, +17% QoQ) หลังแตะจุดต่ำไปที่ 807 ล้านบาทในไตรมาส 4/22 แต่เพื่อรับมือกับ NPL ที่สูงขึ้น เราจึงคาดว่ากำไรจะโตไม่มากในครึ่งแรกปี 2023 เพราะ NII ที่สูงขึ้นจะถูกหักลบจากการตั้งสำรองหนี้ที่ สูงขึ้น และอัตราส่วนต่างดอกเบี้ย (NIM) ที่ลดลง ทั้งนี้ TIDLOR เริ่มตั้งสำรองหนี้ฯ เพิ่มงวดมากขึ้นในไตรมาส 3/22 หลังจาก NPL พุ่งขึ้นแรงในไตรมาส 1/22 ในด้านค่าใช้จ่ายสำรองหนี้สูญในไตรมาส 1-2/22 อยู่ในกรอบต่ำที่ 85-172bp แต่ปรับเพิ่มขึ้นแรงเป็น 280bp/329bp/306bp ในไตรมาส 3/22-1/23 ตามลำดับ
- ขณะที่คาดว่ากำไรสุทธิจะโตดีขึ้นในครึ่งหลังปี 2023 หนุนจาก 1) รายได้ที่สูงขึ้นจากสินเชื่อและธุรกิจนายหน้าประกันภัยที่เติบโตขึ้น 2) NIM ที่มั่นคงจากแรงกดดันด้านต้นทุนดอกเบี้ยที่ผ่อนคลายลง และ 3) การตั้งสำรองหนี้ฯ ที่เพิ่มขึ้นในระดับปานกลาง ถึงแม้เราจะมีมุมมองเชิงบวกต่อครึ่งหลังปี 2023 แต่เราคาดว่ากำไรสุทธิจะโตปานกลางที่ 9% YoY ในปี 2023 เพราะ NII ที่แข็งแกร่งจะถูกหักลบจากการตั้งสำรองหนี้ฯ ที่เพิ่มขึ้นสูง ทั้งนี้ เราคาดว่าค่าใช้จ่ายสำรองหนี้สูญจะอยู่ที่ 300bp ในปี 2023 เทียบกับ 222bp ในปี 2022 เพราะบริษัทจำเป็นต้องตั้งสำรองหนี้ฯ เพิ่มเพื่อเสริมความแข็งแกร่งให้กับงบดุลเพื่อไว้เป็นกันชนต่อความไม่แน่นอนที่อาจเกิดขึ้น
- เราคาดว่ากำไรสุทธิปี 2024 จะโต 23% YoY หนุนจาก:
  - NII ที่สูงขึ้นจากสินเชื่อที่โตต่อเนื่อง หนุนจากการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจ
  - รายได้ค่าธรรมเนียมที่โตแข็งแกร่ง หนุนจากค่าธรรมเนียมประกันภัยที่ไหลเข้ามาอย่างสม่ำเสมอ
  - ค่าใช้จ่ายสำรองหนี้สูญที่ลดลง YoY เป็น 280bp สะท้อนแนวโน้ม NPL ขาขึ้นที่แผ่วลง

Figure 5: TIDLOR's quarterly net profit

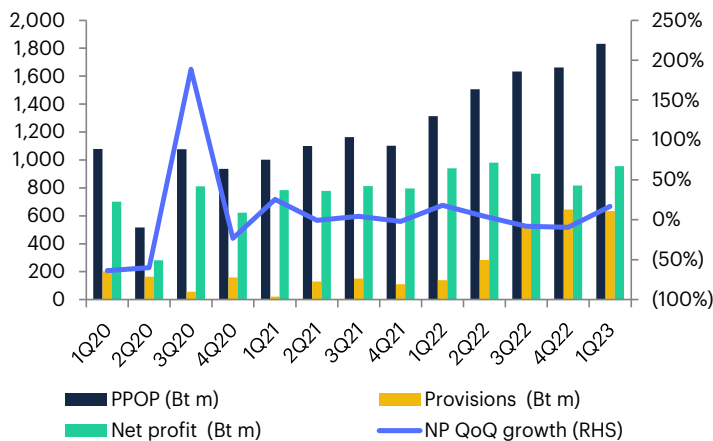


Figure 6: TIDLOR's net profit growth

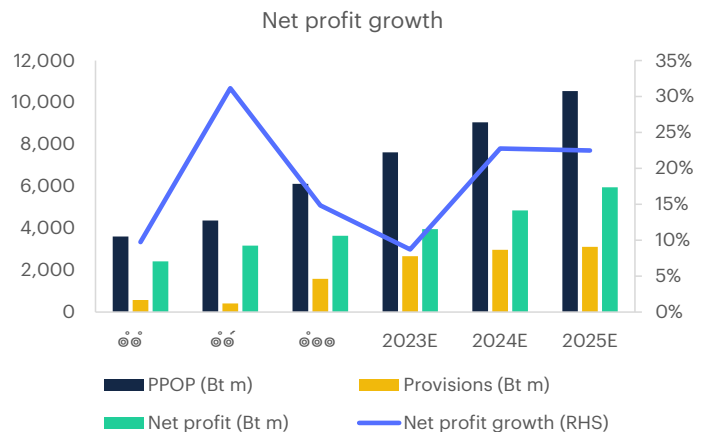


Figure 7: TIDLOR's NIM

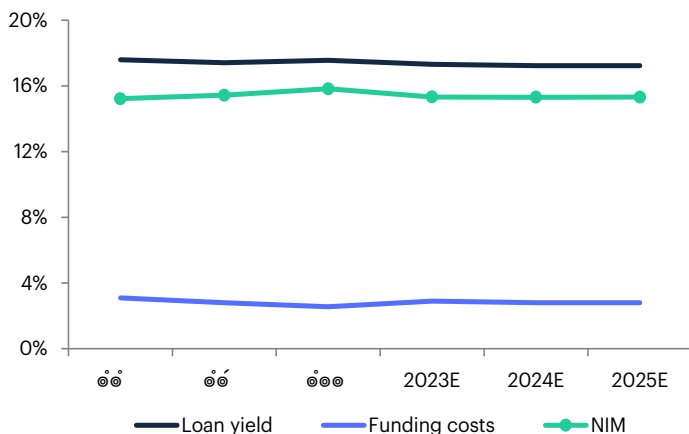
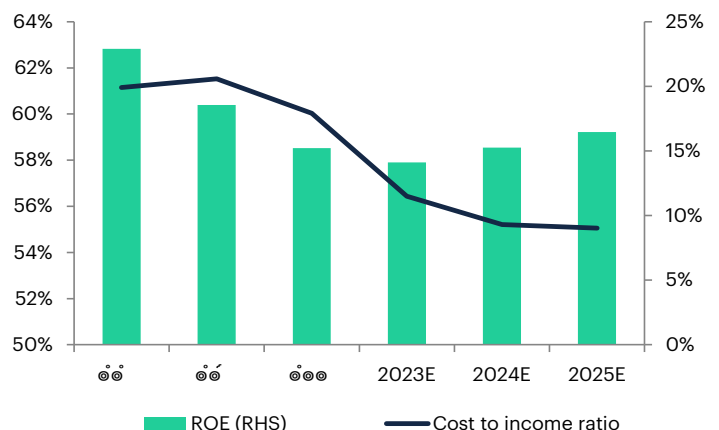


Figure 8: TIDLOR's lower CIR



Source: Pi research, company data

Source: Pi research, company data

## Loan growth outlook

### สินเชื่อโตอย่างมั่นคง หนุนจากบรรยากาศทางเศรษฐกิจที่ดีขึ้น

- การเติบโตด้านสินเชื่อของ TIDLOR โตเฉลี่ยต่อปีที่ 19.2% (2020-22) สูงกว่าการเติบโตของเศรษฐกิจไทยในช่วง COVID-19 ค่อนข้างมาก ทั้งนี้ ธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) คาดว่า GDP จะโต 3.6% YoY ในปี 2023 และ 3.8% ในปี 2024
- ปัจจัยด้านภาพลักษณ์แบรนด์ที่แข็งแกร่ง ผู้บริโภคจำนวนมากที่ยังเข้าไม่ถึงบริการธนาคารพาณิชย์ทั่วไป และแนวโน้มการเติบโตทางเศรษฐกิจที่ดีขึ้น ล้วนเอื้อให้ TIDLOR มีโอกาสจับกลุ่มลูกค้าใหม่และขยายฐานสินเชื่อผ่านกลยุทธ์ omnichannel ของตนได้ แต่เราคิดว่า TIDLOR ให้แนวทางการเติบโตของสินเชื่อที่ค่อนข้างรัดกุมในระดับ 10%-20% ในปี 2023 สืบเนื่องจากประเด็นความกังวลค้างเรื่องเรื่องคุณภาพสินเชื่อที่ถดถอยลง
- แม้เรามองว่า TIDLOR จะมีสินเชื่อที่โตดีกว่าเป้าหมายที่บริษัทให้ไว้ที่ 10%-20% ในปี 2023 แต่เราก็ยังคงคาดการณ์อย่างรัดกุมว่าสินเชื่อจะโต 19.3% ในปี 2023 (2022: +32.2%) เพราะเรากังวลเรื่องเศรษฐกิจโลกชะลอตัว ทั้งนี้ เราเชื่อว่าการเติบโตของสินเชื่อจะเร่งตัวขึ้นในครึ่งหลังปี 2023 เพราะความกังวลเกี่ยวกับ NPL จะคลี่คลายลง และความชัดเจนในการจัดตั้งรัฐบาลชุดใหม่
- ประเมินการการเติบโตด้านสินเชื่อของเราอิงสมมติฐานที่ว่าสินเชื่อค้าประกันรถจะโตต่อเนื่อง (จักรยานยนต์ รถยนต์ รถบรรทุก รถบรรทุกมือสอง และรถแทรกเตอร์) ขณะที่มองว่าการปล่อยสินเชื่อเช่าซื้อรถบรรทุกมือสองจะไม่ได้มีแรงส่งต่อสินเชื่อรวมที่สำคัญนัก เพราะอุปสงค์ใหม่อาจถูกกดจากการส่งออกที่อ่อนแอเพราะการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก

Figure 9: TIDLOR's loan growth

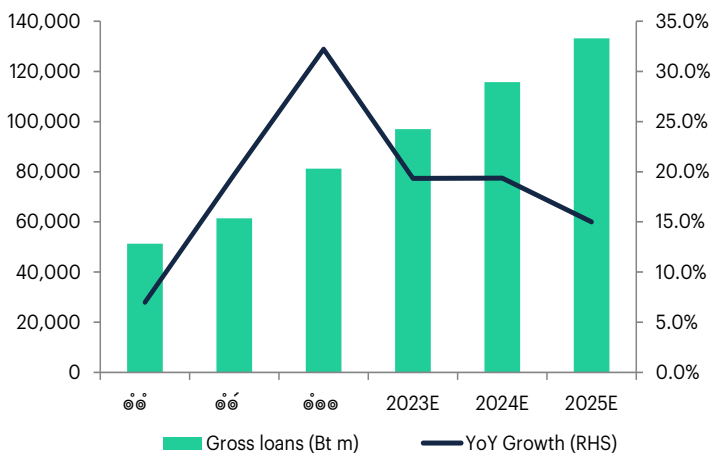


Figure 10: Loan breakdown

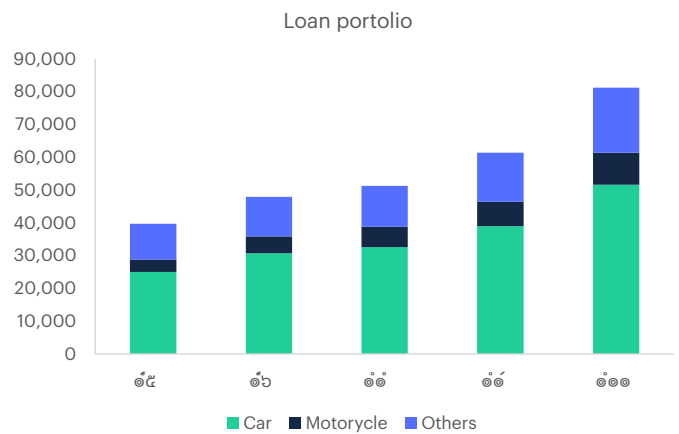


Figure 11: Comparison of loans per branch

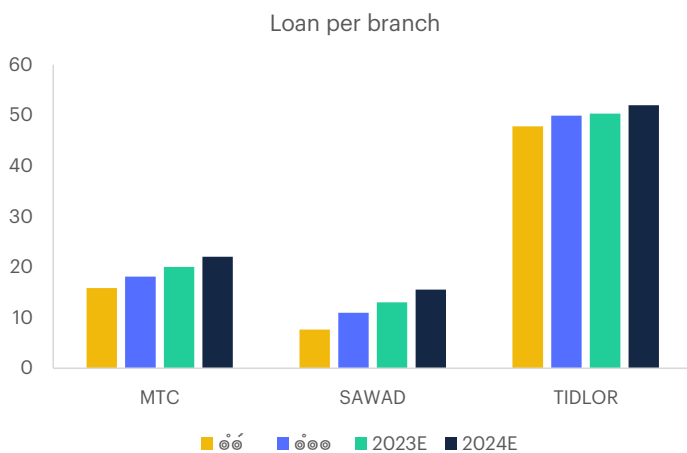
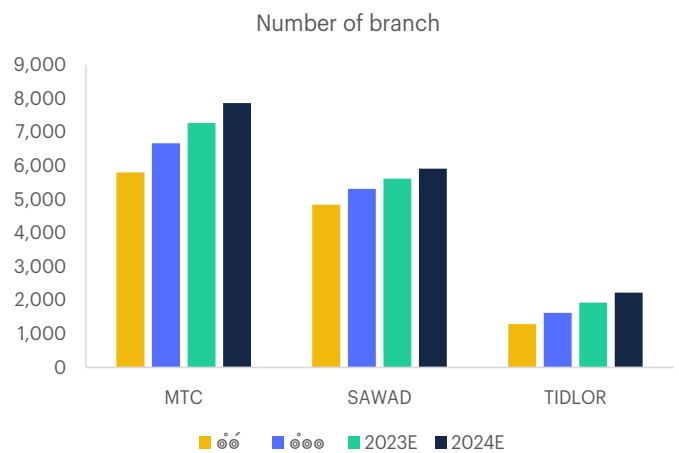


Figure 12: Comparison of branches



Source: Pi research, company data

Source: Pi research, company data

## Asset quality

แม้คุณภาพสินเชื่อจะดีขึ้นในไตรมาส 1/23 แต่ยังคงจำเป็นต้องตั้งสำรองหนี้ฯ เข้มงวดเพื่อบดจุดที่แข็งแกร่ง

- คุณภาพสินเชื่อของ TIDLOR เหมือนกับผู้เล่นอื่นที่ถดถอยลงในปี 2022 ด้วย NPL โดยรวมที่พุ่งขึ้น 75% YoY ในปี 2022 ขณะที่ NPL ratio ปรับเพิ่มเป็น 1.6% จาก 1.2% ในปี 2021 อัตราส่วนการตั้งสำรองหนี้ฯ ที่สูงระดับ 249%
- แต่เรามองบวกต่อภาพรวมการเติบโตของเศรษฐกิจปี 2023 หลังจากไทยเปิดประเทศรับนักท่องเที่ยวมากขึ้นในช่วงกลางปี 2022 ซึ่งคาดว่าจะช่วยกระตุ้นอุปสงค์ต่อสินเชื่อและลดแรงกดดันด้านคุณภาพสินเชื่อลงได้ ทั้งนี้ ภาพรวมคุณภาพสินเชื่อของ TIDLOR ส่งสัญญาณปรับตัวดีขึ้นหลัง NPL ratio ลดลงเป็น 1.5% ในไตรมาส 1/23 โดยในที่ประชุมนักวิเคราะห์เดือน พ.ค. ผู้บริหารให้แนวทาง NPL ratio ที่ต่ำ 1.8% ในปี 2023 จากที่น้อยกว่า 2% และให้เป้าหมายค่าใช้จ่ายสำรองหนี้สูญที่ลดลงเป็น 300-335bps ในปี 2023 (เดิมที่ 300-350bp)
- เพื่อสะท้อนเป้าหมาย NPL และงบจุดที่แข็งแกร่งขึ้นของ TIDLOR เราจึงคาดว่าค่าใช้จ่ายสำรองหนี้สูญจะเพิ่มเป็น 300bp ในปี 2023 และค่อย ๆ ลดลงเป็น 280bp/250bp ในปี 2024-25 ซึ่งยังสูงกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปี (2018-22) ที่ 169bp เราคาดว่า NPL ratio ในปี 2023-25 จะอยู่ที่ 1.7%-1.9% อัตราส่วนการตั้งสำรองหนี้ฯ ยังอยู่ในกรอบสูงที่ 267%-307% ในปี 2023-25
- อัตราส่วนหนี้สินต่อเงินทุน (D/E ratio) ปรับเพิ่มเป็น 2.4 เท่าในไตรมาส 1/23 เพราะบริษัทออกหุ้นกู้ใหม่เพื่อสร้างต้นทุนดอกเบี้ยในช่วงดอกเบี้ยขาขึ้นเอาไว้ อย่างไรก็ตาม TIDLOR ยังมีศักยภาพในการกู้ยืมจากสถาบันการเงินหรือออกหุ้นกู้ใหม่เพื่อนำมาหมุนการเติบโตของสินเชื่อได้อีกมาก

Figure 13: TIDLOR's NPL ratio

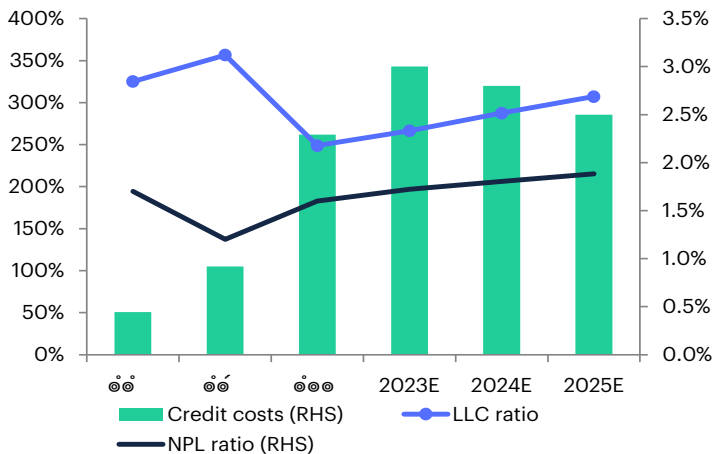


Figure 14: Comparison of NPL ratio

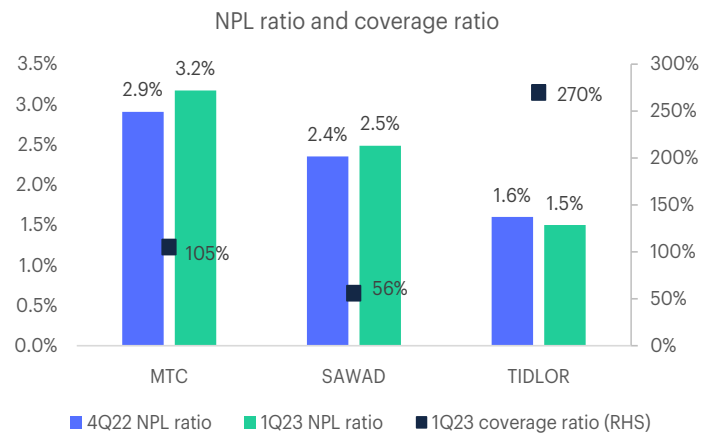


Figure 15: Comparison of loan quality

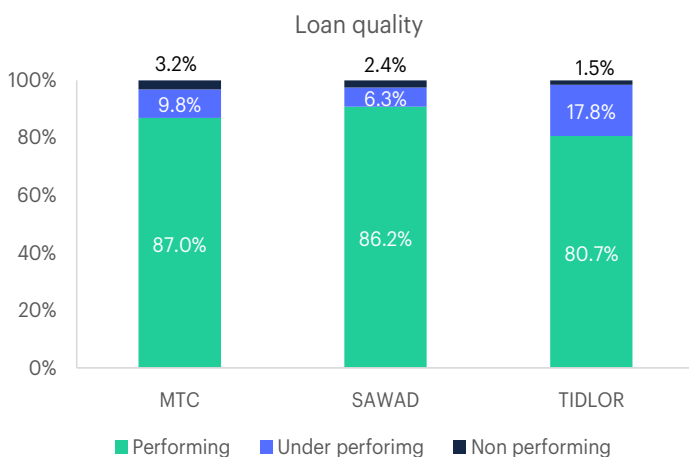
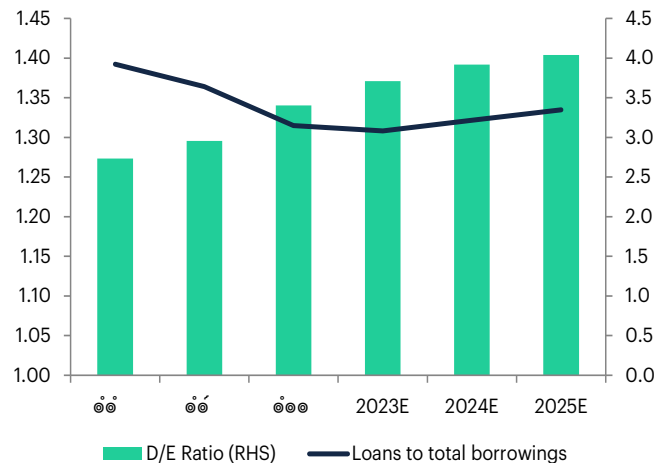


Figure 16: TIDLOR's D/E ratio



Sources: Pi research, company data

Sources: Pi research, company data






## Company profile

### หนึ่งในผู้ให้บริการไมโครไฟแนนซ์รายใหญ่ที่สุดในไทย

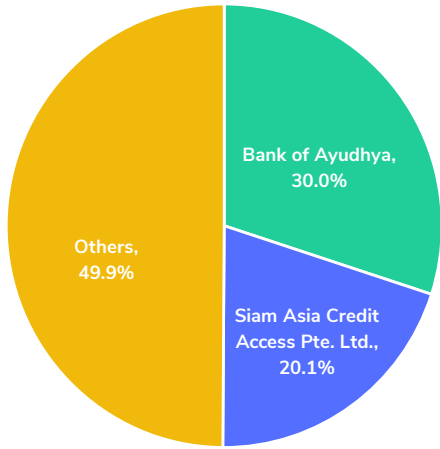
- TIDLOR คือหนึ่งในผู้ให้บริการไมโครไฟแนนซ์รายใหญ่ที่สุดในไทย มุ่งเน้นสินเชื่อทะเบียนรถ สินเชื่อเช่าซื้อ (บริการทางการเงินสำหรับรถบรรทุกมือสอง) และธุรกิจนายหน้าประกันภัยและประกันชีวิต บริษัทก่อตั้งขึ้นในปี 1980 ภายใต้ชื่อ 'บริษัท ศรีสวัสดิ์ เพชรบูรณ์ จำกัด' และถูกซื้อกิจการโดย American International Group (AIG) ในปี 2007 มาในปี 2009 ธนาคารกรุงศรีอยุธยา (BAY) เข้าซื้อกิจการของบริษัททั้ง 100% จากนั้นบริษัท Siam Asia Credit Access Pte. Ltd (SACA) ได้เข้าซื้อหุ้นของบริษัทจาก BAY ไป 50% ในปี 2019 TIDLOR เปลี่ยนสถานะมาเป็นบริษัทมหาชนในปี 2020 และจดทะเบียนใน SET วันที่ 10 พ.ค. 2021 ด้วยราคา IPO ที่ 36.50 บาท
- TIDLOR ดำเนินกิจการอยู่ 3 ธุรกิจหลัก ได้แก่ ธุรกิจสินเชื่อทะเบียนรถ (72% ของรายได้รวม) ธุรกิจสินเชื่อเช่าซื้อรถบรรทุกมือสอง (10% ของรายได้รวม) และธุรกิจนายหน้าประกันภัย (10% ของรายได้รวม) พอร์ตสินเชื่อทะเบียนรถของบริษัทที่ 7.0 หมื่นล้านบาทในปี 2022 ถือว่ามีขนาดใหญ่เป็นอันดับ 2 เมื่อเทียบกับผู้เล่นอื่นในกลุ่มนี้ที่จดทะเบียนบน SET เบอร์ 1 คือ MTC เบอร์ 3 คือ SAWAD
- TIDLOR ให้บริการสินเชื่อที่มีและไม่มีหลักประกันกับลูกค้ารายย่อยที่ครอบคลุมประเภทสินเชื่อดังนี้:
  - สินเชื่อทะเบียนรถ (มีหลักประกัน)** - สินเชื่อกลุ่มนี้มีหลักประกันเป็นทะเบียนรถ เช่น จักรยานยนต์ รถยนต์ รถบรรทุก และรถแทรกเตอร์ กระบวนการคือหลังจากผู้กู้ได้รับอนุมัติเงินกู้สินเชื่อทะเบียนรถแล้ว ผู้กู้ต้องเซ็นแบบฟอร์มการโอนทะเบียนรถและมอบใบคู่มือจดทะเบียนรถไว้เป็นหลักประกันโดยไม่ต้องโอนสิทธิความเป็นเจ้าของยานพาหนะให้กับ TIDLOR โดยผู้กู้สามารถครอบครองยานพาหนะไว้ใช้งานต่อได้ ส่วนอายุสัญญาสินเชื่อทะเบียนรถยนต์และจักรยานยนต์มีอยู่ 12-60 เดือน โดยในปี 2022 สินเชื่อทะเบียนรถคิดเป็นสัดส่วนที่ 87% ของสินเชื่อรวมของบริษัท
  - สินเชื่อเช่าซื้อรถบรรทุกมือสอง (มีหลักประกัน)** - บริษัทให้บริการทางการเงินสำหรับสินเชื่อเช่าซื้อรถบรรทุกมือสองและทะเบียนรถบรรทุกมือสองสำหรับผู้ประกอบการรถบรรทุกที่ต้องการเข้าถึงเงินทุนหมุนเวียนหรือเพื่อขยายกิจการ ซึ่งปัจจุบันเป็นผลิตภัณฑ์สินเชื่อเช่าซื้อหลักของ TIDLOR ทั้งนี้ สินเชื่อเช่าซื้อรถบรรทุกมือสองคิดเป็น 13% ต่อสินเชื่อรวมของบริษัทในปี 2022
  - บัตรเงินกู้ชนิดหมุนเวียน (ไม่มีหลักประกัน)** - บริษัทให้บริการเงินกู้ชนิดหมุนเวียนกับลูกค้าเก่าในกลุ่มสินเชื่อทะเบียนรถ ด้วยการมอบช่องทางในการเข้าถึงสินเชื่อเพิ่มเติมของบริษัทนอกเหนือจากการรับเงินสดที่สาขาหรือการโอนเงินเข้าบัญชีธนาคารของลูกค้าดังกล่าว โดยลูกค้าจะได้รับวงเงินตามมูลค่าหลักประกันที่ให้ไว้ และสามารถเข้าถึงวงเงินได้อย่างง่ายดายผ่าน ATMs ของธนาคารพันธมิตรที่กระจายอยู่ทั่วประเทศกว่า 50,000 ตู้ได้ตลอด 24 ชั่วโมงทุกวัน TIDLOR ให้บริการบัตรสินเชื่อหมุนเวียนกับลูกค้าสินเชื่อจักรยานยนต์และรถกระบะทุกราย โดย ณ เดือน มี.ค. 2023 บริษัทได้ออกบัตรสินเชื่อหมุนเวียนให้กับลูกค้าไปแล้วมากกว่า 530,000 ราย
  - ธุรกิจนายหน้าประกัน** ประกอบด้วยกิจการนายหน้าประกันภัยและประกันชีวิตให้กับลูกค้ารายย่อยหรือส่งต่อลูกค้าให้กับบริษัทคู่ค้าประกันภัย รวมถึงการจัดหาประกันภัยรถยนต์ทั้งภาคบังคับและภาคสมัครใจ ประกันอุบัติเหตุส่วนบุคคล ประกันชีวิตคุ้มครองวงเงินสินเชื่อ และประกันสุขภาพ เช่น ประกันภัยโรคมะเร็ง บริษัทเปิดให้บริการแพลตฟอร์มการจำหน่ายประกันใหม่ชื่อ Areegator ในปี 2020 ที่เปิดทางให้นายหน้าประกันอิสระมาจับมือกับ TIDLOR เพื่อจำหน่ายประกันภายใต้ชื่อ TIDLOR ทั้งนี้ ค่าธรรมเนียมประกันภัยคิดเป็น 10% ของรายได้รวมในปี 2022 เทียบกับ 7% ในปี 2019
- TIDLOR ให้บริการสินเชื่อและผลิตภัณฑ์ประกันผ่านช่องทาง omnichannel ของบริษัท รวมถึงช่องทางอื่น ๆ ในการให้บริการกับลูกค้า เช่น 1) สาขามากกว่า 1,700 แห่งทั่วประเทศ 2) ช่องทางการจำหน่ายผ่านโทรศัพท์มากกว่า 680 คน 3) นายหน้ามากกว่า 6,800 คน 4) ดีลเลอร์รถบรรทุกมากกว่า 500 ราย 5) บริการผ่านสาขาของ BAY มากกว่า 550 สาขา และ 6) ตู้ ATM มากกว่า 50,000 ตู้ในปี 2022
- ด้วยการที่เป็นบริษัทร่วมของ BAY ทำให้ TIDLOR มีความน่าเชื่อถือมากขึ้นเพราะถือว่ามีหนึ่งในธนาคารขนาดใหญ่ของไทยเป็นผู้ถือหุ้นอยู่ ทำให้ได้รับเครดิตเรตติ้งจาก TRIS Rating ระดับ A ซึ่งสูงกว่าผู้เล่นอื่นในกลุ่ม เทียบกับ MTC และ SAWAD ที่ BBB+ ส่วนในช่วงดอกเบี้ยขาขึ้น TIDLOR ก็สามารถออกหุ้นกู้ใหม่ด้วยต้นทุนดอกเบี้ยที่ลดลงได้ โดยเราเห็นว่าต้นทุนดอกเบี้ยเฉลี่ยของ TIDLOR นั้นลดลงมาอยู่ที่ 2.5% ในปี 2022 เทียบกับที่มากกว่า 3% ของ MTC และ SAWAD

Figure 17: Peer comparison of auto title loan

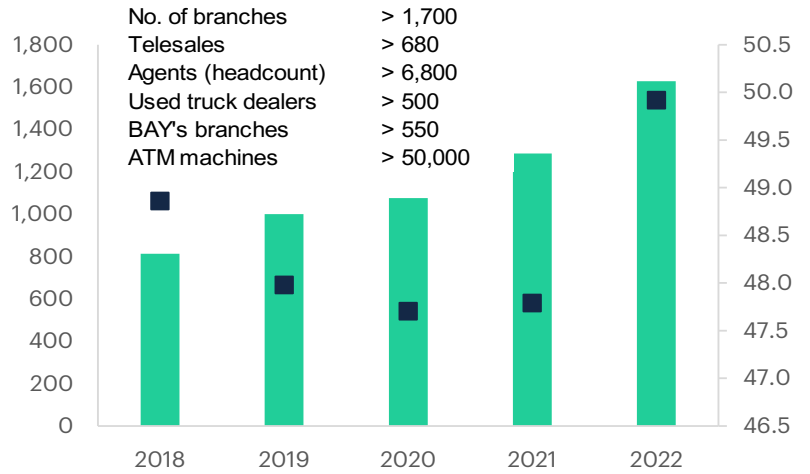
	MTC	SAWAD	TIDLOR
<b>Trademark</b>			
<b>Services</b>	Secured vehicle title loans - Motorcycle - Passenger car - Agricultural truck and tractor Land title loans Hire purchase - Motorcycle Personal loan Nanofinance Insurance broker	Secured vehicle title loans - Car and pick-up - Commercial truck - Agricultural truck and tractor - Motorcycle Land title loans Hire purchase - Motorcycle Personal loan Nanofinance Insurance broker	Secured vehicle title loans - Passenger car - Commercial truck - Agricultural truck and tractor - Motorcycle Hire purchase - Used truck hire purchase - Motorcycle Personal loan Nanofinance Insurance broker
No. of Branches, 2022	5,799	5,316	1,628
Location	Nationwide	Nationwide	Nationwide
Loans outstanding, 2022	Bt120.6bn	Bt58.2bn	Bt81.3bn
<b>Profitability ratio, 2022</b>	<b>MTC</b>	<b>SAWAD</b>	<b>TIDLOR</b>
Net interest margin (%)	16.2	16.6	15.8
Cost to income ratio (%)	47.9	47.6	57.4
Debt to equity (x)	3.4	1.4	2.3
ROA (%)	4.5	7.5	4.8
ROE (%)	18.9	17.8	15.2
<b>Asset quality, 2022</b>	<b>MTC</b>	<b>SAWAD</b>	<b>TIDLOR</b>
NPL ratio (%)	2.9	2.4	1.6
Coverage ratio (%)	105	54	249

Sources: Pi research, Company data;

**Figure 18: Shareholders structure**



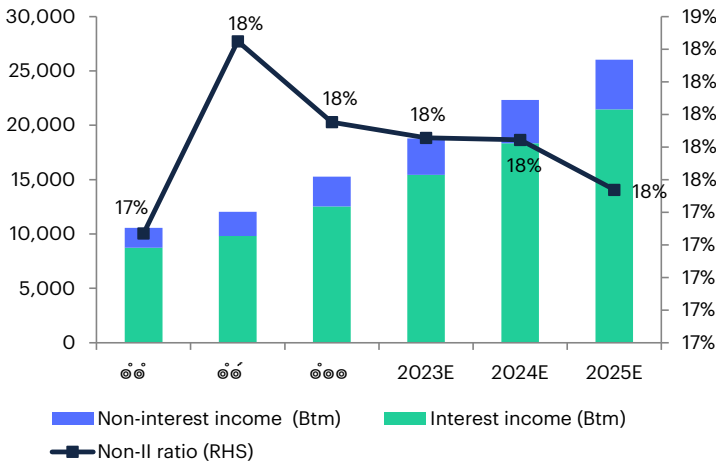
**Figure 19: TIDLOR's distribution platform**



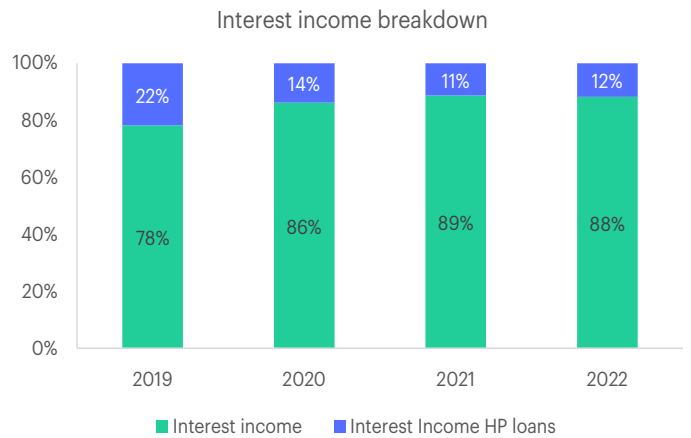
Sources: Pi research, company data

Sources: Pi research, company data

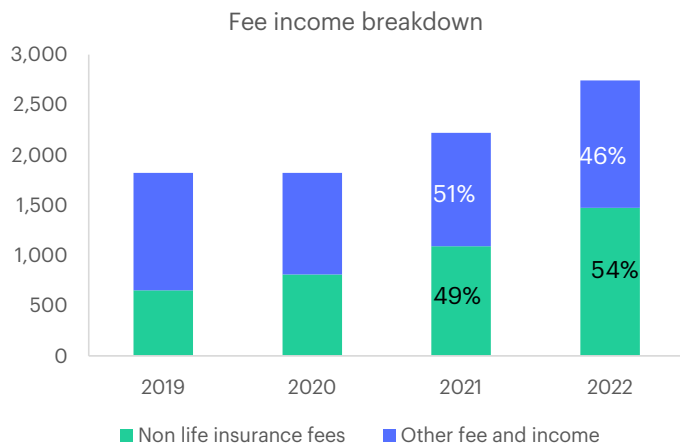
**Figure 20: TIDLOR's revenue breakdown**



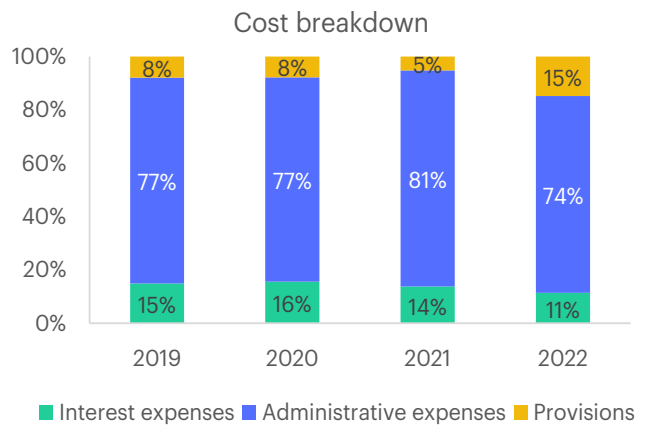
**Figure 21: Interest income breakdown**



**Figure 22: TIDLOR's fee income breakdown**



**Figure 23: TIDLOR's cost breakdown**



Source: Pi research, company data

Source: Pi research, company data

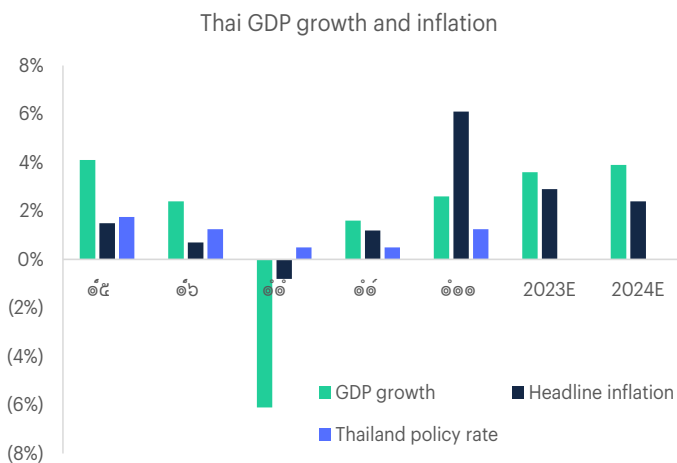


## Industry outlook

### ตลาดสินเชื่อทะเบียนรถยังมีพื้นที่ให้โตอีกมาก แม้การแข่งขันจะสูงขึ้น

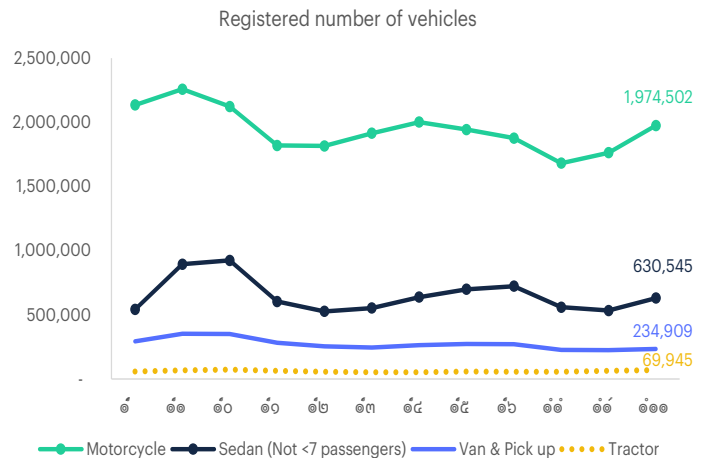
- เศรษฐกิจไทยฟื้นตัวอย่างช้าๆ ที่ 1.6%-2.6% ในปี 2021-22 หลังจากลดลงแรง 6.1% ในปี 2020 จากการล็อกดาวน์ช่วง COVID-19 ขณะที่ ธปท. ประเมินว่าการเติบโตของเศรษฐกิจไทยจะโตขึ้นเป็น 3.6% ในปี 2023 และ 3.8% ในปี 2024 (2.6% ในปี 2022) หนุนจากการบริโภค การลงทุนภาคเอกชน และจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่โตต่อเนื่อง นอกจากนี้ ธปท. ยังคาดว่าเงินเฟ้อจะลดลงเป็น 2.5%-2.4% ในปี 2023-24 จาก 6.1% ในปี 2022
- สินเชื่อทะเบียนรถทั้งหมดโตเฉลี่ยรายปีอย่างมีนัยสำคัญที่ 25.9% (2020-22) สูงกว่าการเติบโตของเศรษฐกิจในปี 2020-22 เสียอีก แล้วถึงแม้ว่ากลุ่มสินเชื่อทะเบียนรถยังมีเรื่องคุณภาพสินเชื่อคอยรบกวนอยู่ แต่คาดว่า การเติบโตของสินเชื่อทะเบียนรถจะขยายตัวต่อเนื่อง 15%-20% YoY ในปี 2023
- เราเห็นแนวโน้มการแข่งขันที่สูงขึ้นจากผู้เล่นหน้าใหม่ ล่าสุดธนาคารกสิกรไทย (KBANK) ได้จัดตั้งบริษัทลูกใหม่ชื่อ 'เงินให้ใจ' เพื่อให้บริการสินเชื่อทะเบียนรถ อย่างไรก็ตาม การแข่งขันจะสูงขึ้นแต่ในอนาคตยังมีพื้นที่ให้สินเชื่อได้เติบโตอีกมาก ข้อมูลจาก TIDLOR ประเมินว่ามูลค่าตลาดสินเชื่ออย่างไม่เป็นทางการมีอยู่มากกว่า 1.0 ล้านล้านบาท คิดเป็นอุปสงค์ก้อนใหญ่ในกลุ่มคนที่เข้าไม่ถึงระบบธนาคารหลัก หรือราว 4 เท่าต่อตลาดสินเชื่อทะเบียนรถในปัจจุบัน นอกจากนี้ เราเชื่อว่ายอดจดทะเบียนจักรยานยนต์และรถบรรทุกที่สูงขึ้นจะช่วยขยายพื้นที่การเติบโตในตลาดนี้ได้มากขึ้นในอนาคต
- พรรคก้าวไกลและพรรคเพื่อไทย ผู้ชนะการเลือกตั้งทั่วไปของไทยเมื่อวันที่ 14 พ.ค. ยืนยันว่าจะร่วมกันจัดตั้งรัฐบาลด้วยกัน โดยทั้ง 2 พรรคมีนโยบายที่สัญญาว่าจะขึ้นค่าแรงขั้นต่ำซึ่งจะเป็นบวกต่อการบริโภค โดยเราคาดว่าพัฒนาการนี้จะกระตุ้นกำลังซื้อให้กับปัจเจก และเพิ่มศักยภาพในการชำระหนี้ขึ้นได้
- คณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) ขึ้นดอกเบี้ยนโยบาย 25bp เป็น 2.0% ในเดือน พ.ค. นอกจากนี้ ด้วยการที่เศรษฐกิจโลกชะลอตัวบวกกับแนวโน้มเงินเฟ้อที่ผ่อนคลายลง เราจึงคิดว่า กนง. จะคงดอกเบี้ยไว้ที่ 2% ตลอดช่วงที่เหลือของปี 2023 ซึ่งน่าจะบรรเทาภาระดอกเบี้ยของผู้กู้ (รายย่อยและภาคธุรกิจ) รวมถึงผู้ประกอบการไมโครไฟแนนซ์ลงได้
- เรามองว่าสถานการณ์ด้าน NPL ในกลุ่มสินเชื่อทะเบียนรถนั้นแยกลงต่อเนื่องในปี 2022 ด้วย NPL โดยรวมที่พุ่งขึ้น 63.8% YoY ในปี 2022 และ 7.8% ในไตรมาส 1/23 หากอิงข้อมูลจากทั้ง MTC และ TIDLOR ทั้งคู่คาดว่า NPLs จะเพิ่มขึ้นต่อเนื่องในครึ่งหลังปี 2023 แต่ด้วยอัตราการปรับเพิ่มที่ชะลอลง
- ดัชนีชี้วัดทางเศรษฐกิจที่สำคัญปรับตัวดีขึ้นตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโดยรวม จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติปรับเพิ่มต่อเนื่องหลังจากไทยเปิดพรมแดน โดย ธปท. คาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวจะเพิ่มอย่างมีนัยสำคัญเป็น 28 ล้านคนในปี 2023 ซึ่งคาดว่า จะช่วยกระตุ้นการใช้จ่ายของผู้บริโภคและคลายความกังวลเรื่องคุณภาพสินเชื่อในอนาคตลงได้

Figure 24: Thai GDP growth



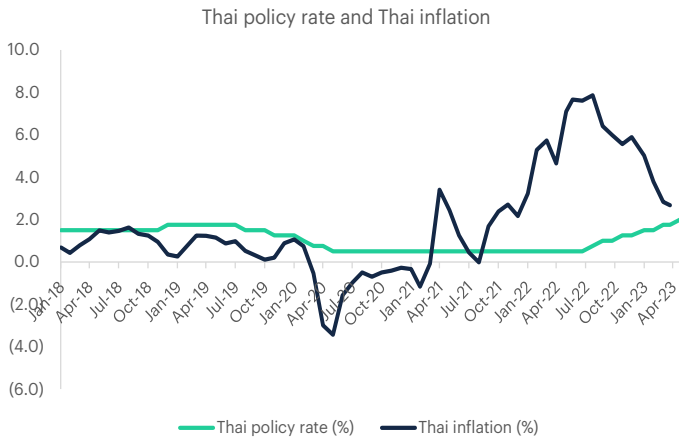
Source: Bank of Thailand

Figure 25: Registered number of vehicles

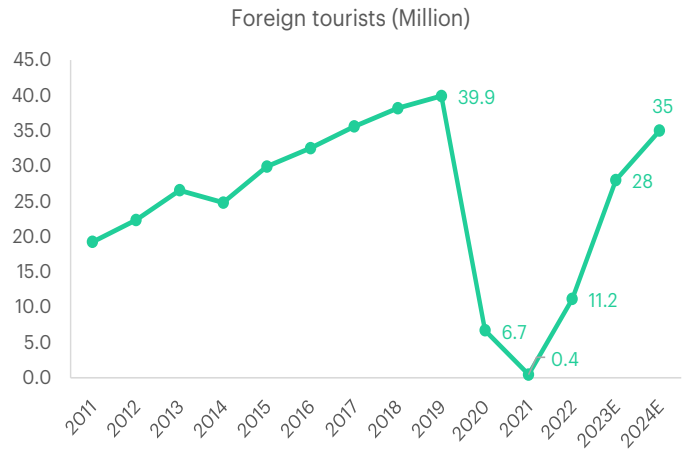


Source: Department of Land Transportation, Pi research

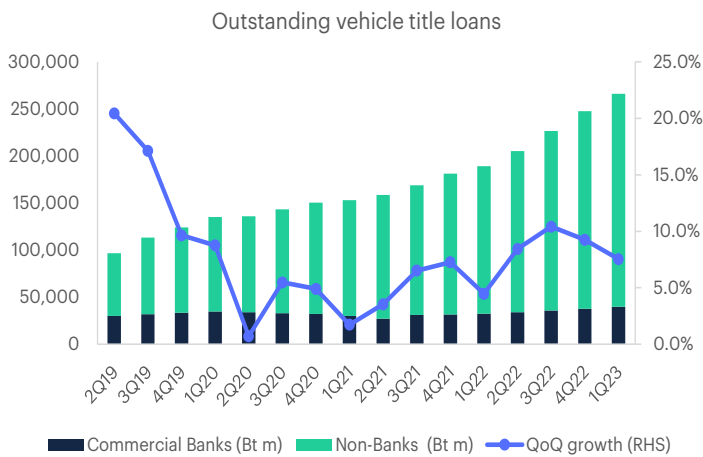
**Figure 26: Thai policy rate and inflation**



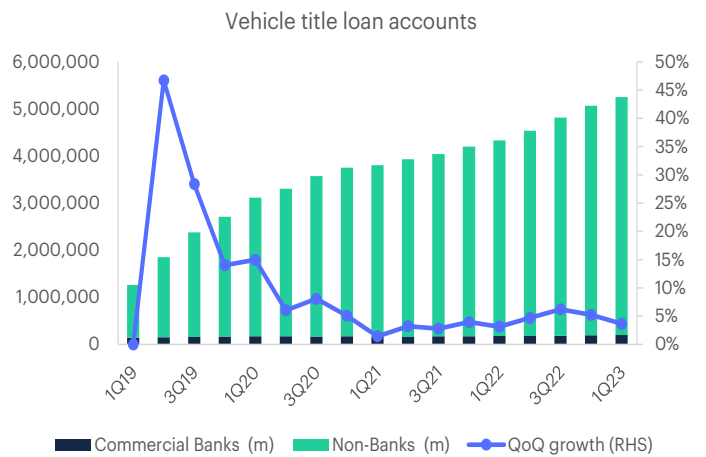
**Figure 27: Foreign tourists**



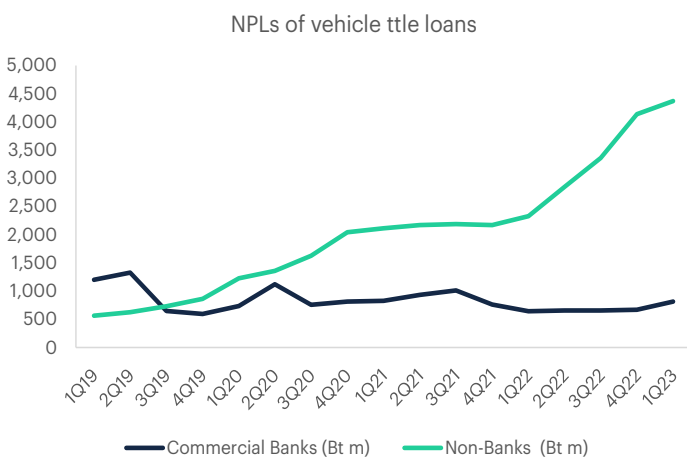
**Figure 28: Outstanding vehicle title loans**



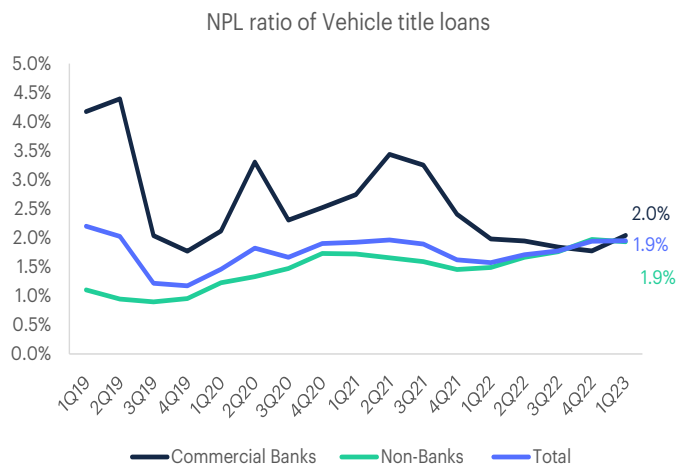
**Figure 29: Vehicle title loan accounts**



**Figure 30: NPLs of vehicle title loan**



**Figure 31: NPL ratio of vehicle title loans**



Source: Bank of Thailand, Pi

Source: Bank of Thailand, Pi

## Risk factors

แม้บริษัทจะมีภาพรวมการเติบโตที่มั่นคง แต่อาจมีบางปัจจัยเสี่ยงดังต่อไปนี้ที่อาจไปบั่นทอนศักยภาพการเติบโตของ TIDLOR และลดความสามารถในการทำกำไรได้:

### ปัจจัยเสี่ยงด้านกฎเกณฑ์

- หน่วยงานกำกับดูแลอาจออกมาตรการเพิ่มเติมที่ไม่เป็นใจต่อธุรกิจสินเชื่อผู้บริโภค และ TIDLOR ในฐานะหนึ่งในผู้ประกอบการสินเชื่อผู้บริโภครายใหญ่ที่สุดของไทยก็หนีไม่พ้นปัจจัยเสี่ยงประเภทนี้ ทั้งนี้ บริษัทคือผู้ให้บริการสินเชื่อรายหลักแก่กลุ่มธุรกิจขนาดเล็กและรายย่อย โดยเฉพาะผู้มีรายได้น้อย ความเสี่ยงคือหน่วยงานกำกับดูแลอาจกำหนดเพดานดอกเบี้ยและค่าธรรมเนียมเพื่อบรรเทาภาระทางการเงินของปัจเจกได้ อย่างไรก็ตาม แม้ความเสี่ยงดังกล่าวอาจลดอัตรากำไรและความสามารถในการทำกำไรของ TIDLOR ลง แต่บริษัทสามารถบรรเทาผลกระทบส่วนนี้ได้โดยการลดค่าใช้จ่ายการดำเนินงาน (OPEX) ลง
- TIDLOR คิดดอกเบี้ยที่ไม่สูงเกินไปเมื่อเทียบกับคู่แข่ง ที่สำคัญคือดอกเบี้ยเงินกู้ของบริษัทนั้นต่ำกว่าที่บริษัทอื่นนอกตลาดหลักทรัพย์ คิดกับลูกค้าของพวกเขาเสียด้วยซ้ำ เราจึงเชื่อว่ากฎเกณฑ์ที่เข้มงวดขึ้นจะไม่ลดความสามารถในการทำกำไรของ TIDLOR ลงมากนัก

### การแข่งขันที่สูงขึ้นในตลาดไมโครไฟแนนซ์

- ที่ผ่านมาตลาดไมโครไฟแนนซ์มีการแข่งขันที่ดุเดือดขึ้น เพราะมีทั้งผู้เล่นหน้าใหม่ สถาบันการเงินและธนาคารพาณิชย์เก่า และบริษัทไมโครไฟแนนซ์ที่หันมาเน้นการปล่อยสินเชื่อจำนำรถจักรยานยนต์มากขึ้น ถึงกระนั้น TIDLOR ก็มีข้อได้เปรียบเชิงเปรียบเทียบอยู่มากที่จะช่วยบรรเทาผลกระทบเชิงลบจากสภาวะเช่นนี้ได้ เช่น บริษัทมีเครือข่ายสาขาที่กระจายอยู่ทั่วประเทศ ทั้งยังมีประสบการณ์ที่โซลิด แปรนดที่ผู้คนจดจำได้ดี และฐานข้อมูลอันกว้างขวางที่สามารถนำมาใช้วิเคราะห์ความเสี่ยงของผู้กู้ได้เป็นอย่างดี
- ด้วยการที่บริษัทมีฐานเงินทุนเล็กกว่าธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ TIDLOR จึงมุ่งเน้นกลุ่มผู้มีรายได้น้อยที่มียอดธุรกรรมไม่สูง เทียบกับกลุ่มธนาคารพาณิชย์ที่เน้นผู้มีรายได้อันกลางที่มียอดธุรกรรมสูงกว่า ทั้งนี้ การที่ TIDLOR มีพื้นฐานที่แน่นและเครือข่ายสาขาที่กว้างขวาง จึงคาดว่าบริษัทจะสามารถเข้าถึงกลุ่มลูกค้าใหม่และขยายกิจการของบริษัทได้อีกมาก

### คุณภาพสินเชื่อที่ถดถอยนำไปสู่การตั้งสำรองหนี้ฯ ที่สูง

แม้เศรษฐกิจไทยจะยังโตต่อเนื่องในปี 2023 แต่หลัก ๆ เป็นผลจากการบริโภค การลงทุนภาคเอกชน และจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่สูงขึ้น โดย TIDLOR อาจมี NPLs สูงขึ้นจนต้องตั้งสำรองหนี้ฯ มากขึ้น ซึ่งทางบริษัทเองก็ปรับเพิ่มการตั้งสำรองหนี้ฯ ขึ้นเพื่อเสริมความแข็งแกร่งให้งบดุลมีความพร้อมรับมือกับความเสียด้าน NPL และถึงแม้ว่าจะมีการตั้งสำรองต่อ NPLs ใหม่ที่สูงขึ้น แต่เราคาดว่ากำไรสุทธิของบริษัทจะโตต่อเนื่อง 9% YoY ในปี 2023 และเร่งตัวขึ้นเป็น 23% YoY ในปี 2024

## Summary financials

Balance Sheet (Bt m)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Cash & equivalents	3,995	2,191	2,499	2,713	2,678
Interbank loans	-	-	-	-	-
Investment securities	-	-	-	-	-
<b>Gross loans</b>	<b>61,458</b>	<b>81,265</b>	<b>96,990</b>	<b>115,780</b>	<b>133,147</b>
Fixed assets - net	1,394	1,686	1,900	2,124	2,276
Other assets	2,289	2,784	3,043	3,363	3,500
<b>Total assets</b>	<b>66,525</b>	<b>84,727</b>	<b>99,978</b>	<b>117,974</b>	<b>133,900</b>
Deposits	-	-	-	-	-
Interbank deposits	-	-	-	-	-
Debt equivalents	41,185	55,749	66,449	79,949	90,949
Other liabilities	2,935	3,556	3,785	4,395	4,560
<b>Total liabilities</b>	<b>44,120</b>	<b>59,305</b>	<b>70,235</b>	<b>84,344</b>	<b>95,509</b>
Paid - up capital	8,580	9,240	10,395	10,395	10,395
Premium on share	7,436	7,436	7,436	7,436	7,436
Others	(4)	8	8	8	8
Retained earnings	6,393	8,738	11,904	15,791	20,552
Non-controlling interests	-	-	-	-	-
<b>Total equity</b>	<b>22,405</b>	<b>25,422</b>	<b>29,743</b>	<b>33,630</b>	<b>38,391</b>
<b>Total liabilities &amp; equity</b>	<b>66,525</b>	<b>84,727</b>	<b>99,978</b>	<b>117,974</b>	<b>133,900</b>
Growth (% YoY)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Net interest income (%)	12.5	27.6	23.1	18.1	17.0
Fee & commission (%)	22.6	23.4	22.3	18.9	14.7
Preprovision profit (%)	21.0	40.0	24.6	18.8	16.6
Net profit (%)	31.2	14.9	8.7	22.8	22.5
EPS (%)	31.2	14.9	8.7	22.8	22.5
Gross loans (%)	19.7	32.2	19.3	19.4	15.0
Assets (%)	24.7	27.4	18.0	18.0	13.5
Customer deposits (%)	-	-	-	-	-
Profitability (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Yield on loans	17.4	17.6	17.3	17.1	17.1
Cost of funds	(2.8)	(2.5)	(2.9)	(2.8)	(2.8)
Net interest margin	15.4	15.8	15.3	15.2	15.2
Cost/Income ratio	61.5	60.0	56.4	55.2	55.1
ROA	5.3	4.8	4.3	4.5	4.7
ROE	18.6	15.2	14.3	15.3	16.5

Income Statement (Bt m)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Interest income	9,825	12,532	15,430	18,218	21,321
Interest expenses	(1,121)	(1,235)	(1,771)	(2,048)	(2,391)
<b>Net interest income</b>	<b>8,704</b>	<b>11,297</b>	<b>13,659</b>	<b>16,170</b>	<b>18,929</b>
Fee & commission income	2,197	2,710	3,316	3,944	4,524
Fee & commission expenses	-	-	-	-	-
<b>Net fee &amp; commission income</b>	<b>2,197</b>	<b>2,710</b>	<b>3,316</b>	<b>3,944</b>	<b>4,524</b>
Non-interest income	2,222	2,742	3,354	3,983	4,564
<b>Total operating income</b>	<b>10,926</b>	<b>14,039</b>	<b>17,013</b>	<b>20,152</b>	<b>23,493</b>
Non-interest expenses	(6,559)	(7,923)	(9,392)	(11,100)	(12,942)
<b>Preprovision profit</b>	<b>4,367</b>	<b>6,116</b>	<b>7,621</b>	<b>9,052</b>	<b>10,551</b>
Loan loss provision	(414)	(1,583)	(2,674)	(2,979)	(3,112)
<b>Earnings before taxes</b>	<b>3,953</b>	<b>4,533</b>	<b>4,947</b>	<b>6,073</b>	<b>7,439</b>
Income tax	(784)	(893)	(989)	(1,215)	(1,488)
<b>After-tax profit</b>	<b>3,169</b>	<b>3,640</b>	<b>3,958</b>	<b>4,859</b>	<b>5,952</b>
Non-controlling interests	-	-	-	-	-
Earnings from cont. operations	<b>3,169</b>	<b>3,640</b>	<b>3,958</b>	<b>4,859</b>	<b>5,952</b>
Exceptional items	-	-	-	-	-
<b>Net income</b>	<b>3,169</b>	<b>3,640</b>	<b>3,958</b>	<b>4,859</b>	<b>5,952</b>
EPS (Bt)	1.4	1.5	1.5	1.7	2.1
DPS (Bt)	0.3	0.8	0.3	0.3	0.4
Asset quality and liquidity	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Gross NPL (Bt m)	732	1,285	1,671	2,088	2,506
NPL ratio (%)	1.2	1.6	1.7	1.8	1.9
Loan loss coverage (%)	356.6	248.9	266.6	287.5	307.3
Loan loss reserve/loans (%)	4.2	3.9	4.6	5.2	5.8
Credit costs (bps)	73	222	300	280	250
Debt/Equity (x)	2.0	2.3	2.4	2.5	2.5
Capital Adequacy	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Tier 1 capital (%)	-	-	-	-	-
Total capital ratio (%)	-	-	-	-	-
Total assets/equity (x)	3.0	3.3	3.4	3.5	3.5
Valuation	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PER (x)	25.9	19.7	17.1	15.3	12.5
PBV (x)	3.8	2.9	2.5	2.2	1.9
Dividend yield (%)	0.8	2.6	1.2	1.3	1.6

Source: Pi research, company data

## Corporate Governance Report of Thai Listed Companies

### CG Rating by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)

#### สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยมต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลสำหรับผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้ ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ พาย จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	Description	ความหมาย
90-100		Excellent	ดีมาก
80-89		Very Good	ดีมาก
70-79		Good	ดี
60-69		Satisfactory	พอใช้
50-59		Pass	ผ่าน
< 50	No logo given	na.	na.

#### ความหมายของคำแนะนำ

**"ซื้อ"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)

**"ถือ"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)

**"ขาย"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล)

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

#### IOD Disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information which companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment ("listed companies") disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

#### Stock Rating Definition

**BUY** The stock's total return is expected to exceed 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals and attractive valuations.

**HOLD** The stock's total return is expected to be between 0% - 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals, but may lack of near-term catalysts or its valuations are not attractive.

**SELL** The stock's total return is expected to fall below 0% or more over the next 6-12 months. Stock should be sold as negative total return is anticipated due to deteriorating fundamentals compared with its valuations.

The stock's expected total return is the percentage difference between the target price and the current price and excludes dividend yields.

รายงานฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอข้อมูลและบทความวิเคราะห์ โดยใช้ข้อมูลและข่าวสารต่างๆ ที่ได้รับการเผยแพร่ต่อสาธารณะ ตลอดจนจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารของบริษัทต่างๆ มาประกอบและได้พยายามตรวจสอบความถูกต้องอย่างระมัดระวัง แต่ก็ไม่สามารถยืนยันความถูกต้องได้อย่างสมบูรณ์ การวิเคราะห์ในรายงานฉบับนี้ได้พยายามยึดมาตรฐานบนหลักการวิเคราะห์ทางด้านปัจจัยพื้นฐานมาเป็นบทสรุปและข้อเสนอแนะ โดยมีได้เจตนาที่จะนำไปสู่การชี้แนะแต่อย่างใด ซึ่งข้อเสนอแนะเหล่านี้ เป็นข้อคิดเห็นของนักวิเคราะห์ ซึ่งบริษัทฯ ไม่จำเป็นต้องเห็นด้วยกับข้อคิดเห็นดังกล่าวเสมอไป ทั้งนี้ นักลงทุนและผู้ใช้งานรายงานฉบับนี้ควรใช้วิจารณญาณส่วนตัวประกอบด้วย