



# AMANAH PCL

AMANAH TB Outperform

Target Price Bt 6.90

Price (24/08/2021) Bt 5.30

Upside % 30.19

Valuation DDM

Sector Finance & Securities

Market Cap Btm 5,490

30-day avg turnover Btm 37.14

No. of shares on issue m 1,036

CG Scoring Very Good

Anti-Corruption Indicator Certified

### Investment fundamentals

Year end Dec 31 2020A 2021E 2022E 2022E

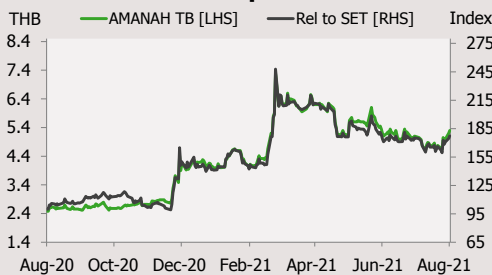
#### Company Financials

Operating revenue (Bt m)	672	699	780	882
Core profit (Bt m)	291	316	352	402
Net profit (Bt m)	291	316	352	402
Net EPS (Bt)	0.28	0.30	0.34	0.39
DPS (Bt)	0.13	0.14	0.15	0.17
BV/shr (Bt)	1.50	1.61	1.80	2.02
Net EPS growth (%)	17.44	8.63	11.47	14.20
ROAA (%)	7.96	8.26	8.49	8.54
ROAE (%)	19.93	19.67	19.97	20.34
D/E (x)	1.43	1.33	1.37	1.39

#### Valuation

PE (x)	13.99	17.38	15.60	13.66
PBV (x)	2.63	3.30	2.95	2.63
Dividend yield (%)	3.30	2.59	2.89	3.30

### AMANAH TB rel SET performance



Source: Bloomberg (All figures in THB unless noted.)

**Disclaimer:** KS or its affiliates is acting or may act as the underwriter, issuer, and/or market maker of the securities mentioned in this document and/or other financial instruments related to the securities mentioned in this document, including but not limited to, bonds, debentures, derivatives warrants, and structured notes. Investors should study the information contained in the prospectus or related document before investing in the shares and other financial instruments.

### Analyst

Thanon Korapinsuwan

Thanon.k@kasikornsecurities.com

25 August 2021

Kasikorn Securities Public Company Limited

## การเติบโตครั้งใหม่

- ▶ เริ่มต้นบทวิเคราะห์ด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" เป้าหมายอิงวิธี GGM ปี 65 ที่ 6.9 บาท จุดเด่นคือ 1) ROE สูงกว่าคู่แข่ง และ PBV ที่ถูกกว่า 2) upside จากหุ้นการออกกู้
- ▶ คาดกำไรสุทธิระยะ 3 ปีจะมี CAGR ที่ 11.4% หนุนจากการเติบโตของสินเชื่อที่เร่งตัวขึ้น หลังจากการออกตราสารหนี้ศุกกและการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ
- ▶ ประเมินส่วนแบ่งตลาดของ AMANAH จะปรับเพิ่มจาก 1.06% ในปี 63 เป็น 1.08% ในปี 66 ด้วยกลยุทธ์นายหน้าและการปล่อยสินเชื่อที่มี LTV สูง

## Investment Highlights

- ▶ **ประวัติบริษัท** บริษัท ออมานะฮ์ ลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (AMANAH) ประกอบกิจการด้านสินเชื่อจำนำทะเบียนภายใต้สโลแกน (ออมานะฮ์ เงินด่วน) โดยมีธนาคาร อิสลามแห่งประเทศไทยเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ด้วยสัดส่วนการถือครองที่ 49% ตัวบริษัทฯ มีการมุ่งเน้นตลาดสินเชื่อรถมือสองรายย่อย โดยมีขนาดพอร์ตสินเชื่ออยู่ที่ 3.5 ลบ. ในปี 2563
- ▶ **ผู้ถือหุ้นส่วนแบ่งตลาด** เราคาดว่า AMANAH จะชิงส่วนแบ่งตลาดได้มากขึ้นจาก 1.06% ในปี 2563 เป็น 1.08% ในปี 2566 โดยมีมุมมองเป็นบวกต่อความสามารถของผู้บริหารและทิศทางธุรกิจของ AMANAH เพราะมีประวัติความสามารถในการพลิกฟื้นผลการดำเนินงานมาเป็นกำไรได้เมื่อปี 2559 หลังจากก่อนหน้านั้นขาดทุนติดต่อกัน 3 ปี เรายังมองว่ากลยุทธ์การขยายกิจการผ่านรูปแบบผู้แนะนำสินเชื่อหรือ AE (AMANAH Express agent) คือกลยุทธ์ที่เหมาะสม ที่ช่วยให้บริษัทฯ มีอัตราส่วนสินเชื่อต่อสาขาที่ดีที่สุด และเข้าถึงกลุ่มตลาดที่มีอัตราส่วนเงินให้สินเชื่อต่อมูลค่าหลักประกัน (LTV) ระดับสูงได้ นอกจากนี้ เรายังมองว่า AMANAH มีฐานเงินทุนที่เพียงพอต่อการขยายพอร์ตสินเชื่อมากขึ้นในอนาคต ขณะเดียวกันบริษัทฯ สามารถกู้ยืมได้เพิ่มเติมด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อเงินทุน (D/E ratio) ที่ 1.4 เท่า ทั้งยังมีแผนในการออกตราสารหนี้อิสลาม (ศุกก) อีกด้วย
- ▶ **เป็นหุ้นอีกตัวที่มีเรื่องราวการเติบโตดีเยี่ยม** เราชอบ AMANAH เพราะ 1) เล็งเห็นพื้นที่ในการขยายขนาดสินเชื่ออีกมาก เพราะยังเป็นผู้เล่นขนาดเล็กในตลาดที่มีการเติบโตอย่างรวดเร็ว 2) เราคาดว่ากำไรสุทธิระยะ 3 ปีจะมี CAGR ที่ 11.4% เรายังมองว่ากำไรสุทธิระยะ 3 ปีจะมี CAGR ที่ 11.4% เรายังมองว่ากำไรสุทธิระยะ 3 ปีจะมี CAGR ที่ 11.4% เรายังมองว่ากำไรสุทธิระยะ 3 ปีจะมี CAGR ที่ 11.4% เรายังมองว่ากำไรสุทธิระยะ 3 ปีจะมี CAGR ที่ 11.4%
- ▶ **คาดการณ์กำไรสุทธิระยะ 3 ปีจะมี CAGR ที่ 11.4%** เรายังมองว่ากำไรสุทธิระยะ 3 ปีจะมี CAGR ที่ 11.4% เรายังมองว่ากำไรสุทธิระยะ 3 ปีจะมี CAGR ที่ 11.4% เรายังมองว่ากำไรสุทธิระยะ 3 ปีจะมี CAGR ที่ 11.4%
- ▶ **Upside risk** จากการระดมเงินทุนเพิ่มเติม AMANAH อยู่ระหว่างการเตรียมออกตราสารหนี้ศุกกเพื่อนำมาเป็นเงินทุนรองรับการเติบโตภายในตลาดที่แข็งแกร่งในอนาคต ด้วยความยืดหยุ่นทางการเงินและแผนการใช้เงินลงทุนของบริษัทฯ เราจึงทำการวิเคราะห์ปัจจัยอ่อนไหว (sensitivity analysis) เพื่อประเมินถึง upside ที่อาจเกิดขึ้นกับกำไรและมูลค่าหุ้น โดยพบว่า D/E ที่เพิ่มขึ้นทุก ๆ 0.1 เท่าจะสร้าง upside ให้กับกำไรได้ 1.6% หรือ 6 ลบ. (อิงประมาณการกำไรสุทธิปี 2566) และคิดเป็น upside ต่อราคาเป้าหมายปี 2565 ของเราที่ 6.90 บาทในระดับ 4.3% หรือ 0.3 บาท

## Valuation and Recommendation

- ▶ **เริ่มต้นบทวิเคราะห์ด้วยคำแนะนำ "ซื้อ"** เราเริ่มต้นบทวิเคราะห์ AMANAH ด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" และราคาเป้าหมายอิงวิธี GGM สำหรับปี 2565 ที่ 6.9 บาท โดยเชื่อว่าธุรกิจของบริษัทฯ มีศักยภาพในการเติบโตสูง ทั้งยังมีกลยุทธ์การเติบโตที่เหมาะสม และคาดว่าจะได้รับผลกระทบจากการแข่งขันด้านราคาที่สูงขึ้นในวงจำกัด สำหรับปัจจัยบวกต่อหุ้นคือ 1) กำไรของบริษัทฯ ที่มีความยืดหยุ่นต่อการแข่งขันด้านราคามากกว่าคู่แข่ง 2) อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) (20.0% สำหรับปี 2565) ที่เหนือกว่าคู่แข่ง ทั้งยังมี PBV (2.9 เท่าในปี 2565) ที่ถูกกว่าคู่แข่ง (เฉลี่ย 18.9%/3.8 เท่า ตามลำดับ) 3) upside risk จากแผนการออกตราสารหนี้ ทางด้านวิธีการประเมินมูลค่าหุ้นนั้นอิงวิธี Gordon Growth Model (GGM) ด้วยสมมติฐานต้นทุนเงินทุน (CoE) ที่ 13.3% ROE ที่ 19.5% และอัตราการจ่ายเงินปันผล (payout ratio) ที่ 50%



## ประเด็นสำคัญในอุตสาหกรรม

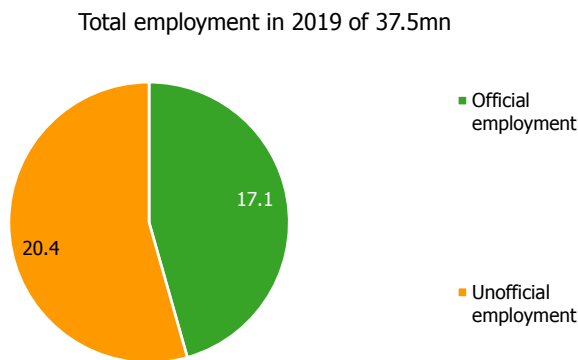
### โอกาสงามสำหรับอุตสาหกรรมสินเชื่อ

#### กลุ่มคนงานนอกระบบคือตลาดสินเชื่อทะเบียนรถยนต์ศักยภาพสูงที่มีผู้เล่นน้อยราย

เราเชื่อว่า AMANAH มีกลุ่มเป้าหมายเป็นกลุ่มคนงานนอกระบบ เพราะปกติแล้วจะเป็นกลุ่มที่มีรายได้น้อยและไม่มีผู้ค้าประกันรายได้ เราประเมินอัตราการเข้าถึง (penetration rate) สินเชื่อทะเบียนรถยนต์ของกลุ่มนี้ในปัจจุบันที่เพียง 15-20% ข้อมูลจากสำนักงานสถิติแห่งชาติ (สสช.) รายงานอัตราการจ้างงานทั้งหมดในปี 2562 ที่ 37.5 ล้านคน แบ่งเป็น 20.4 ล้านคนที่อยู่นอกระบบ ส่วนที่เหลือคือคนงานในระบบ

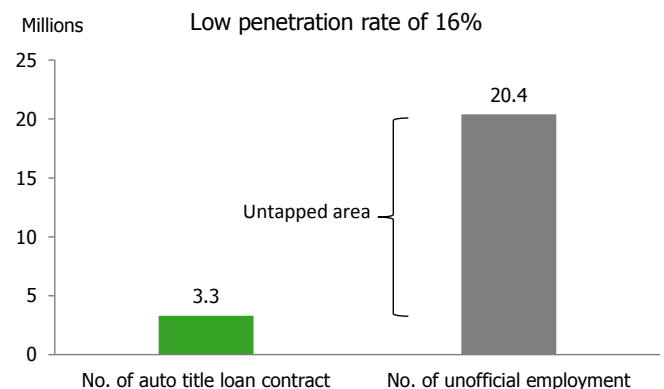
ณ เดือน ส.ค. 2563 พบว่าสัญญาสินเชื่อทะเบียนรถยนต์ทั้งหมดในไทยนั้นขยายตัวขึ้น 3.3 ล้านบัญชีหรือคิดเป็น 16.2% ของจำนวนคนงานนอกระบบทั้งหมด (20.4 ล้านคน) ซึ่งเป็นนัยว่ายังเหลืออีก 17 ล้านคนที่ยังไม่ถึงสินเชื่อทะเบียนรถยนต์

**Fig 1 Unofficial employment of 20.4mn in 2019**



Source: NSO, KS Research

**Fig 2 Low penetration rate of auto title loans compared to number of unofficially employed workers**

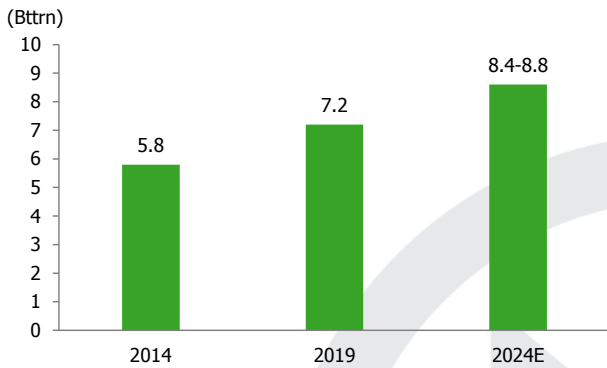


Source: NSO, BOT, KS Research

ข้อมูลจาก Oliver Wyman's Research ประเมินว่าตลาดสินเชื่อผู้บริโภคในไทย (ไม่รวมสินเชื่อที่อยู่อาศัยและเช่าซื้อ) จะขยายตัวขึ้นจาก 5.8 ล้านลบ. ในปี 2562 เป็น 8.4-8.8 ล้านลบ. ในปี 2567 หรือเติบโตเฉลี่ยต่อปีที่ 3-4% ด้วยแรงหนุนจาก 1) การเติบโตของ GDP 2) อัตราดอกเบี้ยที่ต่ำ 3) อัตราการเข้าถึงตลาดผู้ที่ยังเข้าไม่ถึงบริการทางการเงิน (unbanked) และเงินกู้นอกระบบที่สูงขึ้น ซึ่งมีการประเมินมูลค่าไว้ที่ 1.0 ล้านลบ. โดยประเมินว่าตลาดสินเชื่อทะเบียนรถยนต์จะเติบโตเร็วกว่าด้วยมีอัตราการเติบโตที่ 12-16% ต่อปี หรือจาก 2.9-3.0 แสนลบ. ในปี 2562 เป็น 5.2-6.2 แสนลบ. ในช่วง 5 ปีข้างหน้า เราเชื่อว่ากลุ่มสินเชื่อทะเบียนรถยนต์ สามารถเป็นสินค้าทดแทนเงินกู้นอกระบบ เพราะเป็นประเภทสินเชื่อที่เข้าถึงง่ายกว่าสินเชื่อที่ต้องผ่านการตรวจสอบประวัติจากทางสาขา เงื่อนไขการขอสินเชื่อที่ยืดหยุ่นมากกว่า และมีอัตราดอกเบี้ยที่น่าดึงดูด โดยเราคาดว่าตลาดเงินกู้นอกระบบนั้นมีมูลค่ารวมอยู่ที่ 1 ล้านลบ. ณ ขณะนี้ และมองว่าสินเชื่อทะเบียนรถยนต์เป็นประเภทสินเชื่อที่เข้าถึงได้ง่ายที่สุดในบรรดากลุ่มสินเชื่อส่วนบุคคล เพราะผู้กู้เพียงนำทะเบียนรถยนต์มาค้ำประกันก็สามารถกู้ยืมได้แล้ว

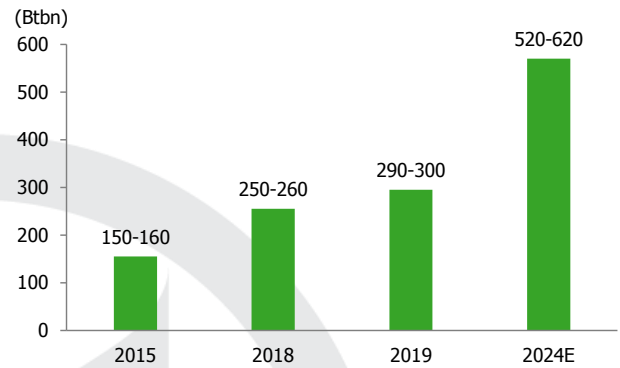


**Fig 3 Consumer loan market (excl. housing HP)**



Source: Oliver Wyman, KS Research

**Fig 4 Auto title loan market**

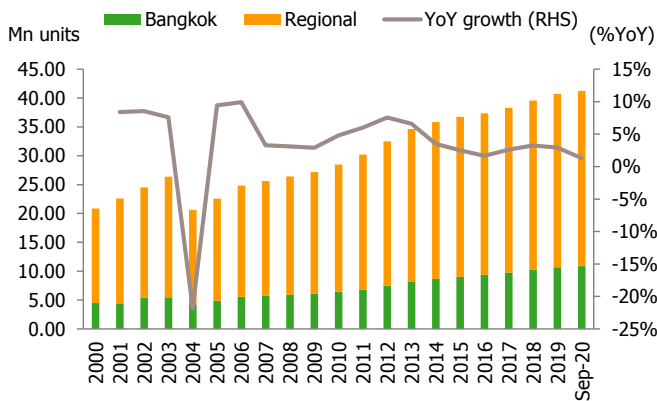


Source: Oliver Wyman, KS Research

**การเติบโตของอุตสาหกรรมยานยนต์จะช่วยหนุนกลุ่มสินเชื่อทะเบียนรถยนต์ขึ้น**

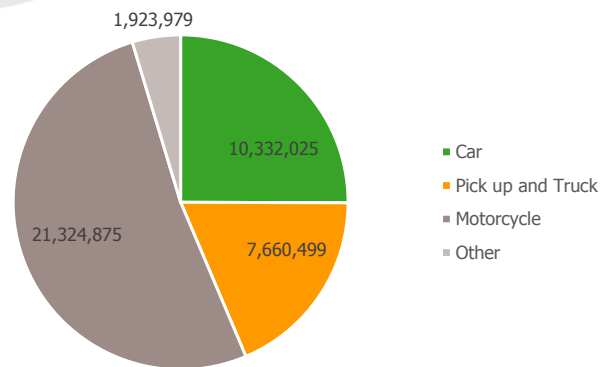
อุตสาหกรรมยานยนต์คืออีกปัจจัยสนับสนุนสำคัญต่ออุปสงค์สินเชื่อทะเบียนรถยนต์ เพราะช่วยเพิ่มอุปทานของหลักค้ำประกันสินเชื่อประเภทนี้ขึ้นในทางอ้อม ขณะเดียวกันก็พบว่ายอดจดทะเบียนยานยนต์ในช่วง 20 ปีที่ผ่านมาขึ้นมีการเติบโตอย่างต่อเนื่อง ด้วยอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ที่ 4% ในช่วงปี 2544-62 มาอยู่ที่ 40.7 ล้านคัน (เทียบกับจำนวนสัญญาสินเชื่อทะเบียนรถยนต์ในปัจจุบันที่ 3.3 ล้านสัญญา) เราพบว่า 75% ของยานยนต์ที่จดทะเบียนนั้นอยู่ในพื้นที่ต่างจังหวัด โดยสัดส่วนที่เหลือนั้นอยู่ในกรุงเทพฯ เมื่อดูภายในกลุ่มยานยนต์จดทะเบียนจะพบว่าสัดส่วนก่อนใหญ่จะมาจากรถจักรยานยนต์ที่ 21 ล้านคัน (51.7% ของทั้งหมด) ส่วนรถยนต์ส่วนบุคคล รถตู้และรถกระบะก็มีสัดส่วนก่อนใหญ่เช่นกันที่ 25% และ 17% ของยอดยานยนต์จดทะเบียนทั้งหมดในเดือน ก.ย. 2563

**Fig 5 Number of registered vehicles has grown almost every year**



Source: Department of Land Transport, BoT, KS Research

**Fig 6 Registered vehicles by type**



Source: Department of Land Transport, BoT, KS Research



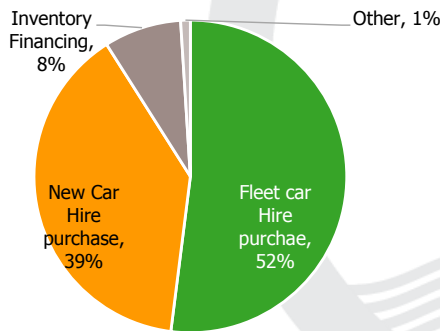
## ประเด็นสำคัญของบริษัทฯ

### เจ้าแห่งวงการลีสซิ่ง

#### เทียบพร้อมด้วยผู้บริหารที่มากความสามารถ

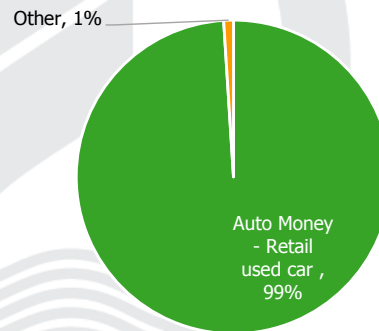
เรามุ่งมองเชิงบวกต่อความสามารถของทีมผู้บริหารในปัจจุบันของ AMANAH เพราะมีประวัติการบริหารจัดการที่ดี ด้วยการพลิกฟื้นผลประกอบการเป็นกำไรได้ในปี 2559 จากที่ขาดทุนติดต่อกันมา 3 ปีก่อนหน้า โดยในปี 2557 พลตรี ธีรยุทธพงษ์ เผือกสกนธ์ ได้เข้าดำรงตำแหน่งประธานกรรมการ มีการปรับเปลี่ยนทิศทางธุรกิจจากที่เน้นสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่ที่ให้อัตราผลตอบแทนสินเชื่อต่ำ (loan yield) และสินเชื่อยานยนต์ SME ที่ประกอบด้วยขบวนการยยนต์ (fleet) และรถสาธารณะ (yield ราว 7-8%) มุ่งเน้นกลุ่มสินเชื่อทะเบียนรถยนต์แท่น (yield ราว 18-19%) เมื่อดูจากผลประกอบการแล้วจะพบว่าเป็นรูปแบบธุรกิจที่ประสบความสำเร็จ ด้วยความสามารถในการทำกำไรสุทธิได้ 35 ลบ. ในปี 2559 พลิกฟื้นจากขาดทุนที่ 136 ลบ. ในปี 2558 และเติบโตขึ้นอย่างต่อเนื่องด้วย CAGR ระยะ 4 ปี ในช่วงปี 2560-63 ที่ 70% ขณะที่ ROE ก็ปรับตัวขึ้นจากติดลบมาอยู่ที่ 19% ในปี 2563 ซึ่งถือว่าเป็นระดับสูงเมื่อเทียบกับคู่แข่ง

Fig 7 Loan structure (as of 2015)



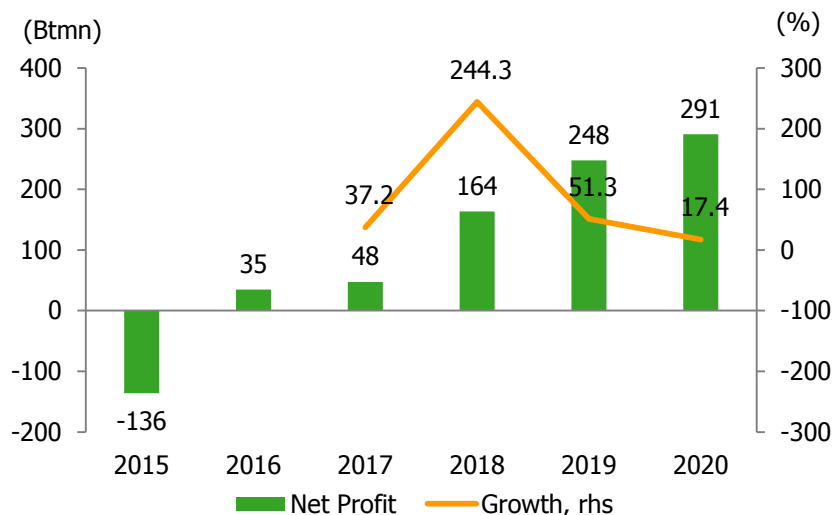
Source: Company data, KS Research

Fig 8 Loan structure (as of 2020)



Source: Company data, KS Research

Fig 9 Net Profit (Btmn)



Source: Company data, KS Research

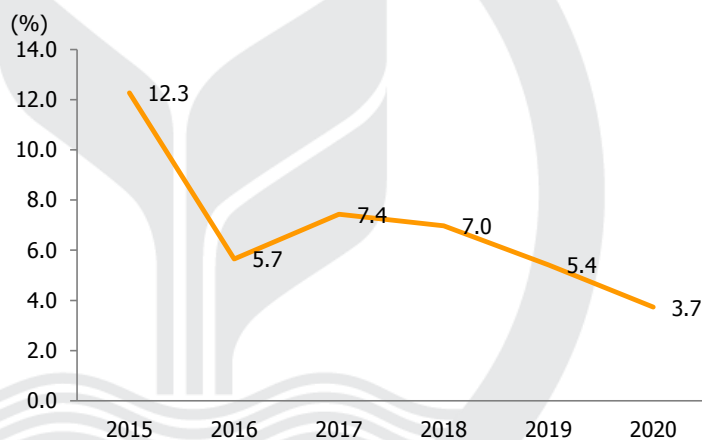


**มีกันชนต่อการแข่งขันกันด้านดอกเบี้ย ทั้งยังมีคุณภาพสินเชื่อที่อยู่ภายใต้การควบคุมที่ดี**

AMANAH มีความเสี่ยงต่ำในแง่ของการแข่งขันกันลดอัตราดอกเบี้ยที่กำลังเกิดขึ้นในขณะนี้ บริษัทฯ ยังคงอัตราดอกเบี้ยที่ราว ๆ 19% และยังไม่มีการปรับลดแต่อย่างใด ทั้งนี้ บริษัทฯ ได้ดำเนินกลยุทธ์สินเชื่อ LTV ระดับสูง (ราว 60-80%) แทนการลดดอกเบี้ย ด้วยการอนุมัติวงเงินให้ผู้กู้ยืมในจำนวนที่มากกว่าผู้เล่นสินเชื่อทะเบียนรถยนต์รายอื่น (LTV ราว 50-60%)

แม้ LTV ในระดับที่น่าดึงดูดจะนำไปสู่ปัญหาด้านคุณภาพสินเชื่อได้ แต่เรามองว่า AMANAH มีความเสี่ยงด้านนี้ไม่มาก ด้วยอัตราส่วนหนี้สินที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (NPL ratio) ที่ 3.7% ในปี 2563 ซึ่งปรับดีขึ้นอย่างต่อเนื่องจาก 7.4% 7.0% และ 5.4% ในปี 2560-62 ตามลำดับ ซึ่งได้อานิสงส์จากประสบการณ์ของผู้บริหาร ยิ่งกว่านั้น บริษัทฯ ยังสามารถรักษา NPL ratio ในระดับเดิมได้ท่ามกลางสถานการณ์โควิด-19 ด้วย NPL ratio ที่ 3.6% ในไตรมาส 2/2564

**Fig 10 NPL ratio**

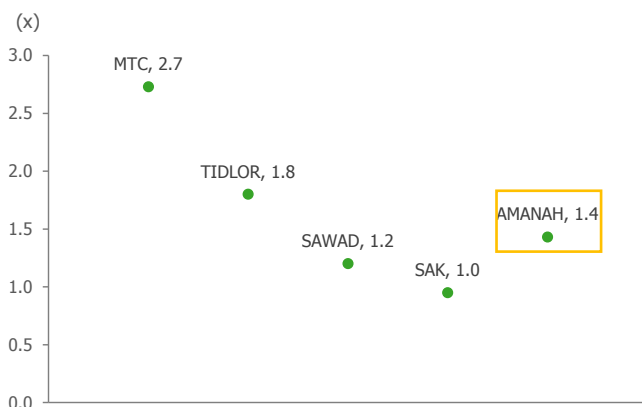


Source: Company data, KS Research

**เงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยง**

เรามองว่า AMANAH มีฐานเงินทุนที่เพียงพอต่อการขยายพอร์ตสินเชื่อมากขึ้นในอนาคต ด้วย D/E ratio ที่ 1.4 เท่า ก็สะท้อนว่าบริษัทฯ ยังสามารถกู้ยืมได้เพิ่มเติมจนว่าจะแตะระดับ 2-3 เท่า นอกจากนี้ บริษัทฯ ยังมีแผนในการออกตราสารหนี้สกุลอีกด้วย เงินทุนในปัจจุบันของ AMANAH ส่วนใหญ่มาจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่อย่างธนาคารอิสลามแห่งประเทศไทย โดยเมื่อบริษัทฯ ได้รับการจัดอันดับตราสารหนี้ระดับการลงทุนบริษัทฯ ก็จะทำการออกตราสารหนี้เพื่อระดมทุนเพิ่มเติม ซึ่งจะช่วยให้อาณาเขตของเงินทุนของบริษัทฯ มีความยืดหยุ่นมากขึ้น และนับเป็นปัจจัยสำคัญต่อการขยายพอร์ตสินเชื่อ

**Fig 11 D/E ratio (as of 2020)**



Source: Company data, KS Research

**Fig 12 Source of funds (as of 2020)**

Financial Institutions	Type	Credit Line (Btmn)	Rate (%)
Islamic Bank of Thailand	P/N	2,000	4.00%
Islamic Bank of Thailand	Term Loan	300	4.15%
Islamic Bank of Thailand	Term Loan	200	4.15%
Government Savings Bank	Soft Loan	322	2.00%
<b>Total</b>		<b>2,822</b>	

Source: Company data, KS Research

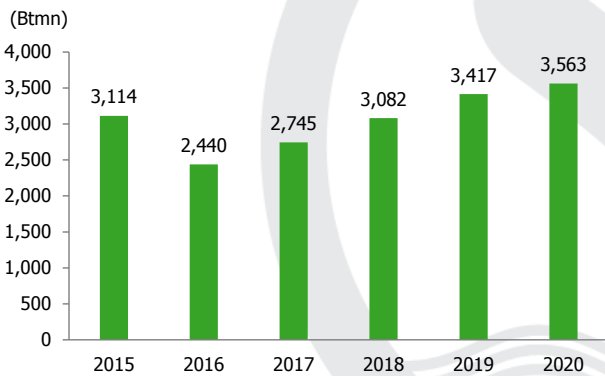


### รูปแบบการขยายพอร์ตสินเชื่อที่ประสบความสำเร็จ

เรามองว่า AMANAH จะสามารถขยายพอร์ตสินเชื่อของตนผ่านรูปแบบ AE (AMANAH Express agent) ที่กำลังดำเนินงานอยู่ในขณะนี้ได้ ที่ผ่านมาก็ถือว่าประสบความสำเร็จเป็นอย่างดี เพราะช่วยให้บริษัทฯ มีอัตราส่วนสินเชื่อต่อสาขาที่สูงที่สุดในบรรดาผู้เล่นกลุ่มเดียวกัน ด้วยยอดสินเชื่อต่อสาขาที่ 76 ลบ. ซึ่งสูงกว่าของ TIDLOR MTC SAWAD ที่ 45 ลบ. 14 ลบ. และ 8 ลบ. ตามลำดับ

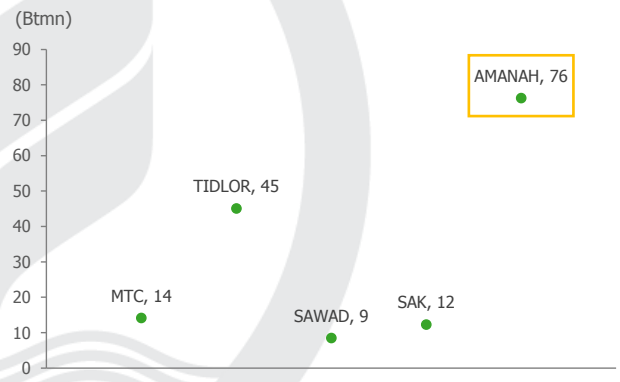
AMANAH มีสาขาอยู่ 44 แห่งทั่วประเทศ ถือว่าค่อนข้างทรงตัวจาก 46 สาขาในปี 2558 โดยแต่ละสาขามีหน้าที่ในการติดต่อและจัดตั้ง AE และให้ AE ทำยอดสินเชื่อให้ได้ตามเป้าหมาย โดย AE ส่วนใหญ่คือศูนย์ตรวจสอบสภาพยานยนต์เอกชนและนายหน้าขายประกัน ซึ่ง AE ตามท้องถิ่นนี้มีข้อได้เปรียบในการเข้าถึงกลุ่มชุมชนในพื้นที่ ด้วยการเสนอสินเชื่อของ AMANAH ให้กับคู่สนใจขอสินเชื่อ และได้รับค่าคอมมิชชั่นเป็นค่าตอบแทนเมื่อสามารถเซ็นสัญญาเงินกู้ได้ ทั้งนี้ AE ของ AMANAH นั้นมีความสามารถในการแข่งขันที่ดี เพราะรับหน้าที่ในการปล่อยสินเชื่อที่มี LTV สูงราว 60-80% ซึ่งสูงกว่าของผู้เล่นในกลุ่มเดียวกันที่ราว ๆ 50-60%

Fig 13 Loan portfolio size



Source: Company data, KS Research

Fig 14 Average loan per branch



Source: Company data, KS Research

## ประเด็นสำคัญด้านการเงิน

### เริ่มต้นการเติบโตรอบใหม่

#### คาดการณ์กำไรของ AMANAH ในระยะ 3 ปีจะมี CAGR ที่ 11.4%

เราคาดว่ากำไรของ AMANAH จะมี CAGR ระยะ 3 ปีในช่วงปี 2564-66 ที่ 11.4% ด้วยแรงหนุนจาก 1) อัตราการเติบโตของสินเชื่อที่เร่งตัวสูงขึ้น หลังจากการออกตราสารหนี้ 2) ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย ที่ปรับสูงขึ้นเล็กน้อยจากการที่ต้นทุนของอัตราดอกเบี้ยรับและ 3) ความสามารถในการรักษาคุณภาพสินเชื่อที่ได้อย่างต่อเนื่อง

เราคาดว่า AMANAH จะรายงานกำไรปี 2564 ที่ 316 ลบ. โตขึ้น 8.6% YoY สมมติฐานของเราอิงอัตราการเติบโตของสินเชื่อที่ 6.7% มาอยู่ที่ 3.8 พันลบ. (มูลค่าสินเชื่อในไตรมาส 2/2564 อยู่ที่ 3.3 พันลบ. ลดลง 2% YTD) เราเชื่อว่าเป้าหมายการเติบโตของสินเชื่อดังกล่าวนี้เกิดขึ้นจริงได้เพราะมีช่วง high season สำหรับการเติบโตของสินเชื่อรออยู่ในช่วงครึ่งหลังปี 2564 ขณะเดียวกัน เราประเมิน NII ทั้งปี 2564 ที่ 575 ลบ. โตขึ้น 5.4% YoY และส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย ที่ 14.1% สูงกว่า 14.0% จากปีก่อนเล็กน้อย ทั้งนี้ loan yield ที่ลดลงนั้นได้รับการชดเชยจากต้นทุนดอกเบี้ย (cost of fund) ที่ลดลง ซึ่งเป็นผลมาจากจำนวนสินเชื่อดอกเบี้ยต่ำ (soft loan) จากธนาคารออมสินที่มีสัดส่วนสูงขึ้น เราประเมินว่ารายได้ที่มีขีดดอกเบี้ย (non-NII) จะปรับลดลง 2.4% จากการที่รัฐบาลกำหนดเพดานค่าธรรมเนียมการทวงถามหนี้ เราประเมินว่า CI ratio จะปรับลดลง 28bps มาอยู่ที่ 38.0% จากประสิทธิภาพที่สูงขึ้น

เราประเมินว่ากำไรของ AMANAH ในปี 2564-65 จะอยู่ที่ 352 ลบ./402 ลบ. โดยเราประเมินว่า NII จะมีอัตราการเติบโตอยู่ที่ 12.4%/15.2% YoY มาอยู่ที่ 647 ลบ./745 ลบ. ประมาณการของเราอิงจากสมมติฐานที่คาดว่าสินเชื่อจะเติบโตในเชิงรุกมากขึ้นที่ 14.1% ต่อปีเป็น 4.3 พันลบ./4.9 พันลบ. ด้วยแรงหนุนจากความยืดหยุ่นด้านเงินทุน หลังจากมีการออกตราสารหนี้ ขณะที่คาดว่า NIM จะปรับดีขึ้นเล็กน้อยมาอยู่ที่ 14.2%/14.3% ขณะที่คาดว่า CI ratio จะลดลงเล็กน้อยมาอยู่ที่ 37.7%/37.4% จาก 38.0% ในปี 2564 ด้วยแรงหนุนจาก economies of scale ที่ปรับดีขึ้น



Fig 15 Financial breakdown

Profit & Loss (Btm)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Interest income	597	630	652	737	855
Interest expense	77	84	77	91	110
<b>Net interest income</b>	<b>521</b>	<b>546</b>	<b>575</b>	<b>647</b>	<b>745</b>
Non interest income	131	148	143	157	164
Operating income	652	693	718	804	910
Operating expenses	255	257	266	294	330
<b>PPOP</b>	<b>397</b>	<b>436</b>	<b>453</b>	<b>509</b>	<b>580</b>
Provision charges	97	99	79	86	95
<b>Op profit after prov'ns</b>	<b>300</b>	<b>337</b>	<b>374</b>	<b>424</b>	<b>484</b>
Net non operating items	(13)	(21)	(20)	(24)	(27)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
<b>Pre-tax profit</b>	<b>287</b>	<b>316</b>	<b>354</b>	<b>400</b>	<b>457</b>
Income tax	40	25	38	48	55
<b>Profit after tax</b>	<b>248</b>	<b>291</b>	<b>316</b>	<b>352</b>	<b>402</b>
Minority interests	0	0	0	0	0
Share in subsids/assoc's	0	0	0	0	0
Extraordinary items	0	0	0	0	0
<b>Reported net profit</b>	<b>248</b>	<b>291</b>	<b>316</b>	<b>352</b>	<b>402</b>
Shares out (m)	1,029	1,032	1,036	1,036	1,036
Shares out (avg adj, m)	1,012	1,031	1,035	1,036	1,036
EPS (basic, Bt)	0.24	0.28	0.31	0.34	0.39
EPS (fully diluted, Bt)	0.24	0.28	0.31	0.34	0.39
BVPS (Bt)	1.33	1.50	1.61	1.80	2.02

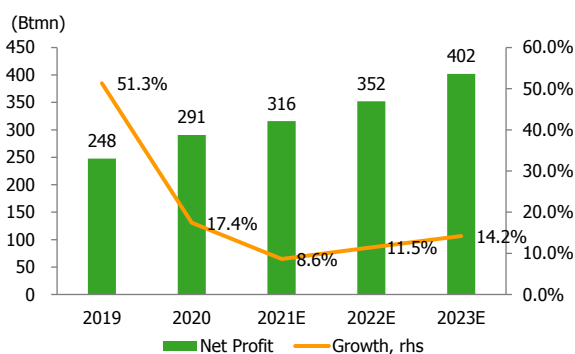
Source: Company data, KS Research

### สินเชื่อย้ายตัวขึ้นหลังออกพันธบัตรศก

เราคาดว่าปริมาณสินเชื่อปี 2564 จะเติบโตขึ้น 6.8% มาอยู่ที่ 3.8 พันล. เติบโตช้ากว่าอัตราเติบโตเดิมโตช่วงก่อนเกิดวิกฤติโควิด-19 ที่อยู่ที่ 10-12% ผลจากสถานการณ์การแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 อย่างไรก็ดี เราคาดว่าสินเชื่อจะเติบโตมากขึ้นมาอยู่ที่ปีละ 14.1% เป็น 4.3 พันล./4.9 พันล. ในปี 2565-66

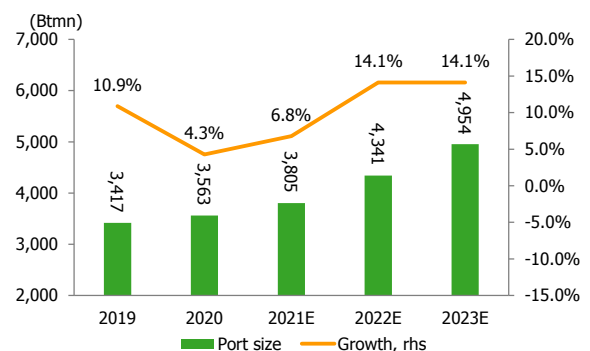
AMANAH ตั้งเป้าออกพันธบัตรเพื่อนำมาเป็นแหล่งเงินทุนสมทบ ปัจจุบัน เงินทุนมาจากเงินกู้วงเงิน 2.5 พันล. จากธนาคารอิสลามแห่งประเทศไทยเป็นหลักซึ่งไม่ค่อยยืดหยุ่นสำหรับการเพิ่มขนาดพอร์ตสินเชื่อ บริษัทฯ ตั้งเป้าออกพันธบัตรหลังได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือเป็นเกรดลงทุนจากบริษัทจัดอันดับ เรามองว่าบริษัทฯ จะสามารถออกพันธบัตรได้ภายในปี 2565 ประมาณการของเราอิงบนสมมติฐานมูลค่าตราสารหนี้ศกอยู่ที่ 500 ลบ./1.0 พันล. ในปี 2565-66 และอัตราดอกเบี้ยที่ 4.4%

Fig 16 Earnings forecasts



Source: Company data, KS Research

Fig 17 Loan portfolio forecasts



Source: Company data, KS Research

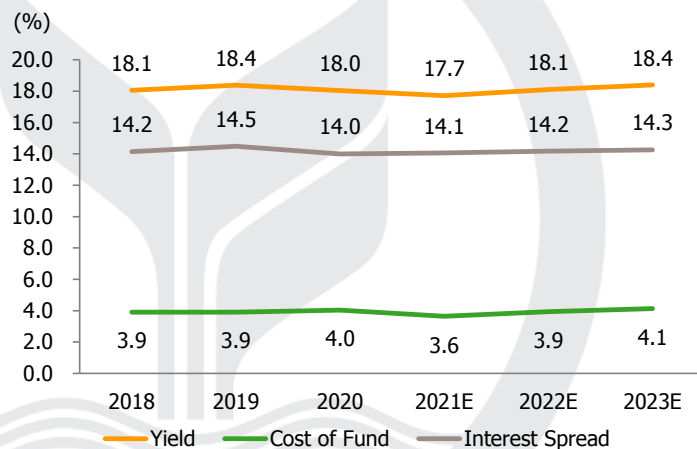


### คาดอัตราดอกเบี้ยสุทธิจะเพิ่มขึ้นเล็กน้อยที่ปีละ 10bps ในปี 2564-66

เราคาดว่าส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยจะเพิ่มขึ้นเล็กน้อยมาอยู่ที่ 14.1%/ 14.2%/ 14.3% ในปี 2564-66 จาก 14.0% ในปี 2563 และคาดว่าอัตราดอกเบี้ยของสินเชื่อจะลดลงมาอยู่ที่ 17.7% ในปี 2564 จากที่ 17.0% ในปี 2563 จากผลกระทบเต็มปีจากมาตรการเยียวยา เฟส 1 เพื่อช่วยเหลือลูกหนี้ที่ได้รับผลกระทบจากวิกฤติโควิด-19 หลังจากนั้นเราคาดว่าอัตราดอกเบี้ยจะปรับเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 18.1%/ 18.4% ในปี 2565-66 จากสัดส่วนสินเชื่อที่อยู่ภายใต้มาตรการเยียวยาที่ลดลง

เราคาดว่าต้นทุนดอกเบี้ยในปี 2564 จะอยู่ที่ 3.6% ลดลงจาก 4.0% ในปี 2563 จากการใช้เงินจากเงินกู้ดอกเบี้ยต่ำของธนาคารออมสิน เราคาดว่าต้นทุนดอกเบี้ยจะเพิ่มขึ้นเล็กน้อยมาอยู่ที่ 3.9%/4.1% ในปี 2565-66 จากเงินทุนก้อนใหม่จากตราสารหนี้สกุลซึ่งมีอัตราดอกเบี้ยสูงกว่าต้นทุนดอกเบี้ยเฉลี่ยปัจจุบัน เราคาดว่าอัตราดอกเบี้ยของตราสารหนี้สกุลจะอยู่ที่ 4.4%

**Fig 18 Yield, cost of funds, and interest spread**



Source: Company data, KS Research

### คุณภาพสินทรัพย์ยังอยู่ในระดับดีในปี 2564-66

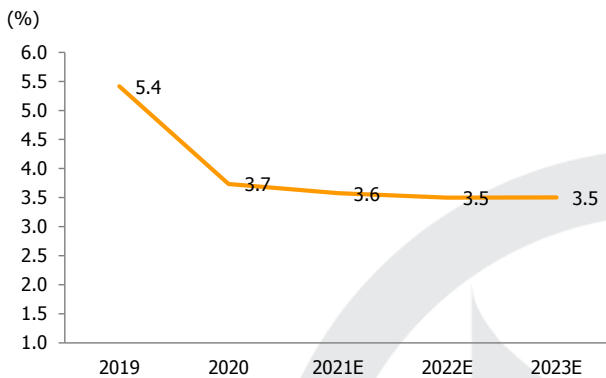
เรามุ่งมองบวกต่อการควบคุมคุณภาพสินทรัพย์ของ AMANAH เราคาดว่า NPL ratio ของ AMANAH จะอยู่ที่ 3.6% ในปี 2564 ซึ่งเป็นระดับเดียวกับในไตรมาส 2/2564 และเราคาดว่า NPL ratio จะอยู่ที่ 3.5% ในปี 2565-66 เราเห็นสัญญาณเชิงบวกจาก NPL ที่ลดลงอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปี 2560 ถึงปี 2566 และสัญญาณบวกจากการที่บริษัทรักษา NPL ratio ให้อยู่ในระดับเดิมที่ 3.6% ไว้ได้แม้ในช่วงวิกฤติโควิด-19 ด้วยปัจจัยหนุนหลักจาก 1) การวิเคราะห์เครดิตจากสำนักงานใหญ่ ซึ่งส่งผลให้ AMANAH สามารถกำหนด LTV ratio ให้เหมาะสมกับปัจจัยเสี่ยงของลูกหนี้ได้ เมื่อลูกหนี้ขออนุมัติเงินกู้ สาขาจะต้องส่งเรื่องต่อเพื่อขอวิเคราะห์สินเชื่อมาที่สำนักงานใหญ่และ 2) ปรับโครงสร้างหนี้ก่อนที่จะเกิดการผิดนัดชำระหนี้

เราคิดว่า credit cost ของบริษัทฯ จะปรับลดลงจาก 283bps ในปี 2563 มาอยู่ที่ 215bps/ 210bps/ 205bps ในปี 2564-66 เพราะบริษัทฯ สามารถควบคุมคุณภาพสินทรัพย์ได้อย่างมีประสิทธิภาพและ reserve coverage ratio ที่อยู่ที่ 137bps ในไตรมาส 2/2564 อยู่ในระดับสูงมากพอเมื่อเปรียบเทียบกับระดับเฉลี่ยในอดีตที่ 110-150bps



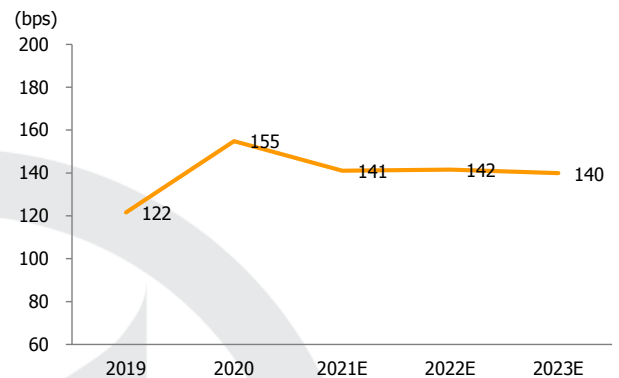


Fig 19 NPL ratio



Source: Company data, KS Research

Fig 20 Reserve coverage ratio



Source: Company data, KS Research

Fig 21 Key assumptions

Ratios (% , ann)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Yield on IEAs	18.39	18.04	17.71	18.10	18.39
Cost of funds (IBLs)	3.90	4.04	3.64	3.93	4.13
Net interest spread	14.48	14.00	14.07	14.17	14.26
Net interest margin	16.03	15.63	15.62	15.88	16.03
Cost/income	39.8	38.3	38.0	37.7	37.4
ROA	7.45	7.96	8.26	8.49	8.54
Avg assets/avg SHF (x)	2.7	2.5	2.4	2.4	2.4
ROE	19.8	19.9	19.7	20.0	20.3
NPLs/loans	5.4	3.7	3.6	3.5	3.5
Reserve coverage	122	155	141	142	140
Credit cost (bps)	299	283	215	210	205

Source: Company data, KS Research

**มีศักยภาพเติบโตจากการกระจายความเสี่ยงของตราสารหนี้สกุล**

AMANAH อยู่ในขั้นตอนการจัดอันดับความน่าเชื่อถือองค์กร บริษัทตั้งเป้าขยายธุรกิจโดยมีแหล่งเงินทุนเพิ่มเติม จาก การออกตราสารหนี้สกุลหลังได้รับอันดับความน่าเชื่อถือเป็นเกรดลงทุนแล้ว ทั้งนี้เราคาดว่าทุก D/E leverage ที่ เพิ่มขึ้น 0.1 เท่า จากสมมติฐานพื้นฐานของเราที่ 1.4 เท่า จะเพิ่ม upside ต่อกำไรสุทธิและราคาเป้าหมายของเราที่ ราว 1.6% และ 0.3 บาท (4.4) ตามลำดับ ทั้งนี้ การคำนวณของเราอยู่ในเชิงอนุรักษ์นิยมบนสมมติฐานที่ว่า AMANAH จะได้รับอันดับความน่าเชื่อถือที่ BBB- ซึ่งเป็นเกรดลงทุนระดับต่ำที่สุดและต้นทุนดอกเบี้ยของพันธบัตรอยู่ที่ 4.4% เราคาดว่าสัดส่วนต้นทุนต่อรายได้และอัตราภาษีที่แท้จริงจะอยู่ในระดับเดียวกับสมมติฐานพื้นฐานของเรา

Fig 22 Peer credit rating and cost of bond funding

Rating	Interest rate	Reference
A	3.00%	TIDLOR
BBB+	3.55%	MTC & SAWAD
BBB	3.98%	average of BBB+ & BBB-
BBB-	4.40%	ECL

Source: Company data, KS Research

Fig 23 Sensitivity analysis of increase in leverage

2023 D/E	2023 Earnings (Btmn)	Earnings upside	TP (Bt)
1.4	402	Base Forecast	6.90
1.5	408	1.6%	7.20
1.6	415	3.2%	7.50
1.7	421	4.8%	7.80
1.8	428	6.4%	8.10
1.9	434	8.0%	8.40
2.0	441	9.6%	8.70

Source: Company data, KS Research



## มูลค่าหุ้นและคำแนะนำ

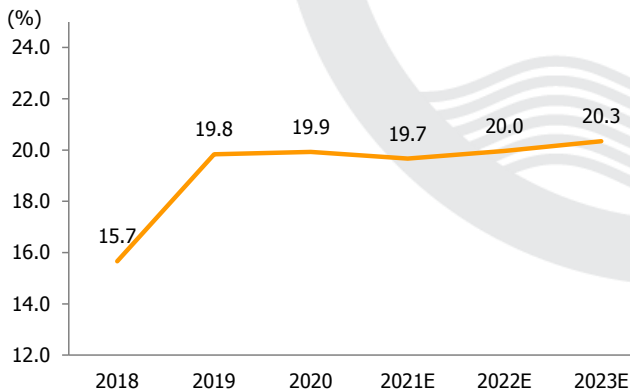
### เริ่มต้นบทวิเคราะห์ด้วยคำแนะนำ “ซื้อ”

เราเริ่มต้นบทวิเคราะห์ AMANAH ด้วยคำแนะนำ “ซื้อ” และราคาเป้าหมายปี 2565 ที่ 6.90 บาท ด้วยวิธี GGM

เรามองว่า AMANAH เป็นหุ้นที่มีอัตราเติบโตที่เสถียรเพราะ 1) ยังมีศักยภาพเติบโตขึ้นได้อีกเพราะอุตสาหกรรมกำลังอยู่ในเฟสขยายตัวขึ้นและบริษัทฯ ยังมีขนาดที่ค่อนข้างเล็กในตลาด 2) เราคิดว่า AMANAH มีศักยภาพเติบโตจากแหล่งเงินทุนใหม่จากการออกตราสารหนี้ที่ถูกและการขยายพอร์ตสินเชื่อกับความสำเร็จของโมเดล AEs 3) เราเห็นความสามารถในการทำงานของทีมบริหารและทิศทางธุรกิจที่มุ่งเน้นไปยังการเติบโตด้วย downside risk ที่จำกัด 4) มีปัจจัยเสี่ยงในการแข่งขันระดับต่ำเพราะมุ่งเน้นไปยัง niche market ที่มี LTV ระดับสูงและ 5) มูลค่าหุ้นซื้อขายในระดับถูกด้วย P/BV ratio ปี 2565 ที่ 2.9 เท่า ซึ่งน้อยกว่าของคู่แข่งทะเบียนรถยนต์เป็นหลักประกันรายอื่น ๆ ที่อยู่ 3.8 เท่า ขณะที่ ROE อยู่ที่ 20.0% ซึ่งสูงกว่าระดับเฉลี่ยของคู่แข่งที่ 18.9%

ราคาเป้าหมายปี 2565 ด้วยวิธี GGM ที่ 6.9 บาท ถึงบนสมมติฐานที่ cost of equity อยู่ที่ 13.3% ROE อยู่ที่ 19.5% และสัดส่วนการจ่ายเงินปันผลอยู่ที่ 50% หรือสะท้อน P/BV ratio ปี 2566 ที่ 3.4 เท่า ซึ่งเท่ากับ +2S.D. จากระดับเฉลี่ย 3 ปีก่อน เรามองว่ามูลค่าหุ้นระดับพรีเมียมจากค่าเฉลี่ยอดีตเป็นเรื่องที่สมเหตุสมผลเพราะสะท้อนถึงโมเมนตัมการเติบโตที่แข็งแกร่งซึ่งจะส่งผลให้ ROE สูงขึ้น ราคาหุ้นปรับเพิ่มขึ้น 34% YTD สูงกว่าของกลุ่มการเงินและหลักทรัพย์อยู่ 13% เราคิดว่าอุตสาหกรรมมีบรรยากาศลงทุนในเชิงลบจากการแข่งขันที่รุนแรงมากขึ้นขณะที่ AMANAH ได้รับผลกระทบน้อยและมูลค่าหุ้นที่ซื้อขายด้วย P/BV ปี 2565 ที่ 2.9 เท่า เป็นระดับที่ต่ำที่สุดในกลุ่ม (3.8 เท่า)

Fig 24 ROE forecast



Source: Company data, KS Research

Fig 25 Key assumptions in our GGM model

GGM Assumption	
Risk-free rate	3.0%
Market risk premium	8.0%
Beta	1.3x
Required rate of return	13.3%
Sustainable ROE	19.5%
Sustainable dividend payout	50.0%
Steady-state PBV	2.7x
<b>Est. fair value per share</b>	<b>6.9</b>

Source: Company data, KS Research

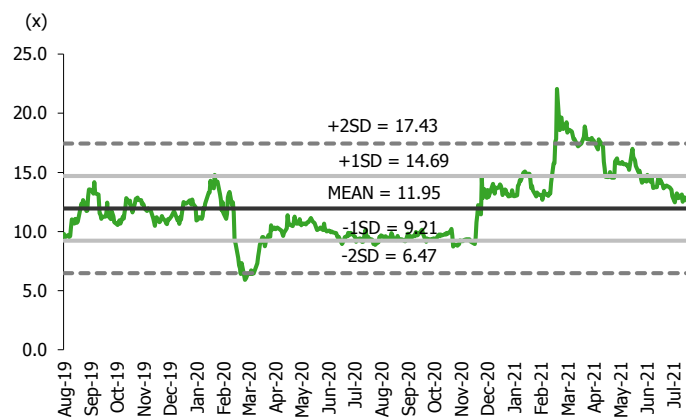


Fig 26 Peer comparison

Stock	Market Cap (USD mn)	Basic EPS growth (%)		Basic P/E (x)		P/BV (x)		Div. Yield (%)		ROE (%)	
		21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E
<b>Amanah Leasing PCL</b>	<b>167</b>	<b>8.2</b>	<b>11.5</b>	<b>17.4</b>	<b>15.6</b>	<b>3.3</b>	<b>2.9</b>	<b>2.6</b>	<b>2.9</b>	<b>19.7</b>	<b>20.0</b>
<b>Local selected peers</b>											
<b>Auto title loan</b>											
Saksiam Leasing PCL	554	-6.8	28.8	30.3	23.5	3.7	3.4	1.3	1.7	12.8	15.2
Muangthai Capital PCL	4,057	1.1	27.0	25.3	20.0	5.4	4.4	0.6	0.8	23.2	24.2
Srisawad Corp PCL	2,930	7.5	9.0	19.9	18.3	4.1	3.7	2.8	3.0	19.4	19.4
Ngern Tid Lor PCL	2,712	17.8	28.4	28.5	22.2	4.0	3.5	0.7	0.9	18.5	16.9
<b>Simple average</b>		<b>4.9</b>	<b>23.3</b>	<b>26.0</b>	<b>21.0</b>	<b>4.3</b>	<b>3.8</b>	<b>1.4</b>	<b>1.6</b>	<b>18.5</b>	<b>18.9</b>
<b>Leasing</b>											
Asia Sermkij Leasing PCL	613	-8.1	27.2	16.6	13.0	2.2	2.0	4.6	4.6	16.3	16.2
Micro Leasing PCL	224	65.2	35.3	33.1	24.5	3.7	3.4	0.0	0.0	11.7	14.5
S 11 Group PCL *	127	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Ratchthani Leasing PCL	747	-3.3	14.3	13.7	12.0	2.2	2.1	4.6	5.1	16.4	17.8
<b>Simple average</b>		<b>17.9</b>	<b>25.6</b>	<b>21.1</b>	<b>16.5</b>	<b>2.7</b>	<b>2.5</b>	<b>3.1</b>	<b>3.2</b>	<b>14.8</b>	<b>16.2</b>
<b>Insurance Broker</b>											
TQM Corp PCL *	1,048	23.5	22.8	39.8	32.4	13.0	12.0	2.3	2.8	35.6	40.4
<b>Simple average</b>		<b>23.5</b>	<b>22.8</b>	<b>39.8</b>	<b>32.4</b>	<b>13.0</b>	<b>12.0</b>	<b>2.3</b>	<b>2.8</b>	<b>35.6</b>	<b>40.4</b>

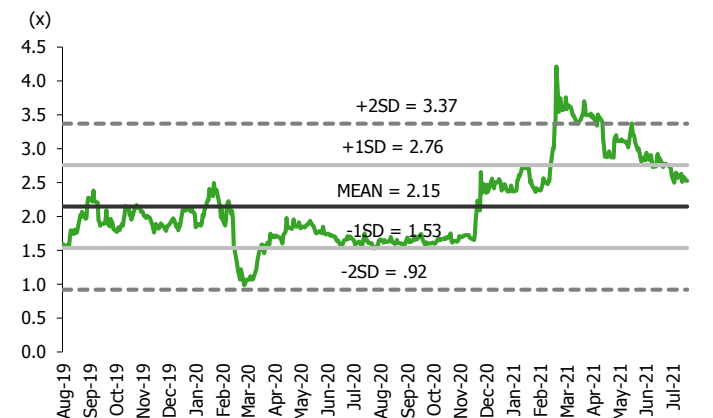
Source: Bloomberg, KS Research (as of September 11, 2020) / \* = not under KS coverage

Fig 27 12M FWD PER - AMANAH



Source: Bloomberg, KS Research

Fig 28 12M FWD P/BV - AMANAH



Source: Bloomberg, KS Research



## ปัจจัยเสี่ยง

### การแข่งขันจากผู้เล่นปัจจุบันและหน้าใหม่

ปัจจุบัน มีผู้เล่นในอุตสาหกรรมบริการสินเชื่อส่วนบุคคลที่อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของธนาคารแห่งประเทศไทยจำนวนมากซึ่งส่งผลให้การแข่งขันในตลาดค่อนข้างรุนแรง การแข่งขันในอุตสาหกรรมอาจส่งผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยสินเชื่อของบริษัท AMANAH มีทิศทางธุรกิจที่หลีกเลี่ยงการแข่งขันในเรื่องอัตราดอกเบี้ยโดยมุ่งเน้นไปยัง niche market กลุ่มที่มี LTV ระดับสูง

### หลักเกณฑ์ความคุ้มครองการออกตราสารหนี้ศุก

AMANAH เป็นบริษัทแรก而出ตราสารหนี้ศุก (ตราสารหนี้อิสลาม) หน่วยงานที่กำกับดูแลจึงต้องออกเงื่อนไขใหม่พิเศษเพื่อให้แน่ใจว่าพันธบัตรและบริษัท มีแนวทางที่สอดคล้องกับหลักศาสนาอิสลาม (Shariah principle) การออกพันธบัตรที่ล่าช้าอาจจะส่งผลให้เกิด downside risk ต่ออัตราเติบโตของสินเชื่อ ทิศทางการเติบโตของสินเชื่อของบริษัท ขึ้นอยู่กับการออกพันธบัตรเป็นอย่างมาก

### การควบคุมคุณภาพสินทรัพย์

ลูกหนี้ของบริษัท มี credit profile ที่มีปัจจัยเสี่ยงค่อนข้างสูงเพราะส่วนใหญ่จะเป็นผู้มีรายได้ระดับต่ำและไม่มีเอกสารรับรองรายได้หรือผู้ค้ำประกัน คุณภาพสินทรัพย์ที่ไม่สุด้นักจะส่งผลให้เกิด downside risk ต่อผลการดำเนินงานของบริษัท เราคาดว่าบริษัท จะรักษาคุณภาพสินทรัพย์ให้อยู่ในระดับเดิมไว้ได้และเรามองว่าพอร์ตสินเชื่อของบริษัท มีการกระจายความเสี่ยงที่ดีทั้งด้านภูมิประเทศและขนาดของ ticket size ที่อยู่ในระดับต่ำ

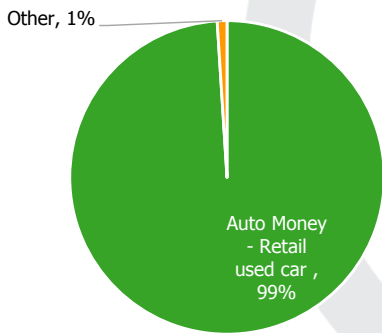


## ประวัติบริษัทฯ

บริษัท อะมานะฮ์ ลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน) ดำเนินธุรกิจสินเชื่อรถยนต์ที่มีหลักประกันภายใต้แนวคิด Amanah Express Money" ที่มุ่งเน้นไปยังการอนุมัติสินเชื่อเพื่อเพิ่มสภาพคล่อง บริษัทฯ ดำเนินธุรกิจภายใต้ Shariah principles เพื่อให้สอดคล้องกับแนวคิดในการดำเนินธุรกิจของธนาคารอิสลามแห่งประเทศไทยซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทฯ AMANAH มุ่งเน้นไปยังตลาดสินเชื่อรถยนต์มือสองซึ่งคิดเป็นสัดส่วนที่ 99% ของพอร์ตสินเชื่อ ธรรมชาติของการดำเนินธุรกิจอยู่ในทิศทางเดียวกับสินเชื่อทะเบียนรถยนต์เป็นหลักประกันโดยผู้ขอกู้เงินจะต้องนำทะเบียนรถมาเป็นหลักประกันแต่สินเชื่อของ AMANAH กำหนดให้ผู้ขอกู้เงินต้องโอนชื่อเจ้าของรถมาเป็น Amanah ภายใต้ Shariah principles

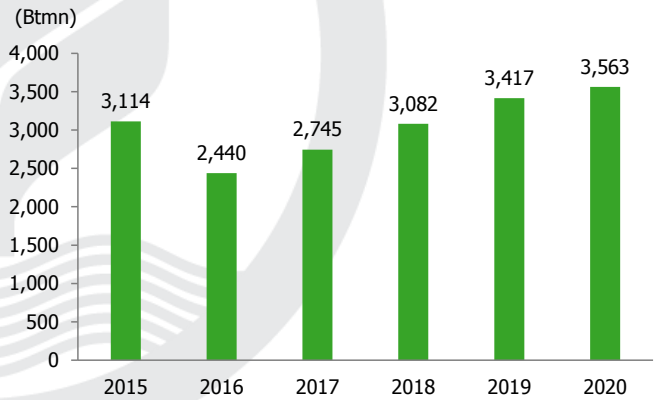
ขนาดพอร์ตสินเชื่อของบริษัทฯ อยู่ที่ 3,563 ลบ. ในปี 2563 ด้วยอัตราเติบโตที่ปีละ 10% (CAGR ช่วง 4 ปี) และพอร์ตสินเชื่อปัจจุบันอยู่ที่ 3,501 ลบ. (-2% YTD) กลุ่มลูกค้าหลักในสัดส่วนที่ 70% คือกลุ่มลูกค้ารีไฟแนนซ์จากสถาบัน non-bank อื่น ๆ พอร์ตธุรกิจมีการกระจายความเสี่ยงที่ดีแบ่งเป็นจากภาคใต้ในสัดส่วนที่ 35% ภาคอีสานที่ 30% และภาคกลางที่ 30%

Fig 29 Loan structure (as of 2020)



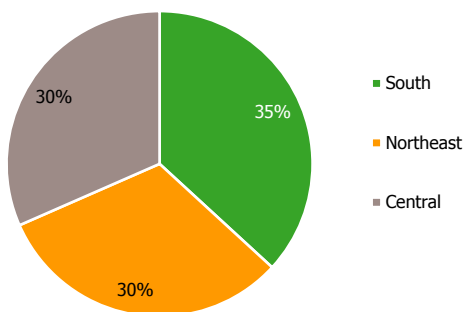
Source: Company data, KS Research

Fig 30 Loan portfolio size



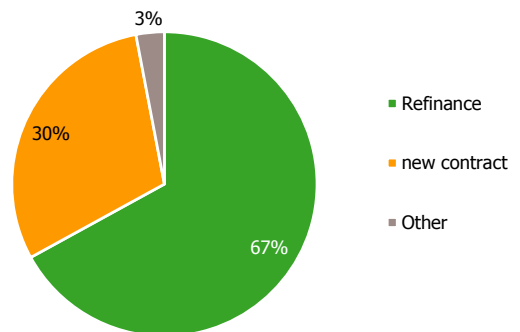
Source: Company data, KS Research

Fig 31 Portfolio by geographic location



Source: Company data, KS Research

Fig 32 Portfolio by customer

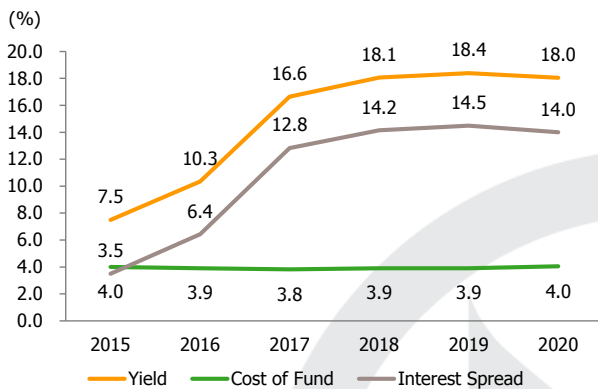


Source: Company data, KS Research

อัตราดอกเบี้ยสินเชื่อในปัจจุบันของบริษัทฯ อยู่ที่ราว 18% และแหล่งเงินทุนหลักมาจากเงินกู้ของธนาคารอิสลามซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นหลัก ขณะที่มี credit line ที่ 2.5 พันลบ. ด้วยอัตราดอกเบี้ยที่ราว 4.00% โดยสรุปแล้ว ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยอยู่ที่ราว 14% ด้าน NPL ratio อยู่ที่ 3.7% ในปี 2563 แต่เดิม บริษัทฯ มุ่งเน้นไปยังกลุ่ม SMEs หรือ ลูกค้ารายใหญ่ ซึ่งมีอัตราดอกเบี้ยต่ำ (ราว 7.5%) และส่งผลให้รับรู้ผลขาดทุนจากส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระดับต่ำที่ 3.5% และ NPL ระดับสูงที่ 12% หลังจากนั้น จึงเปลี่ยนรูปแบบธุรกิจเป็นกลุ่มสินเชื่อที่มีอัตราดอกเบี้ยสูงในปี 2559



**Fig 33 Yield and interest spread**



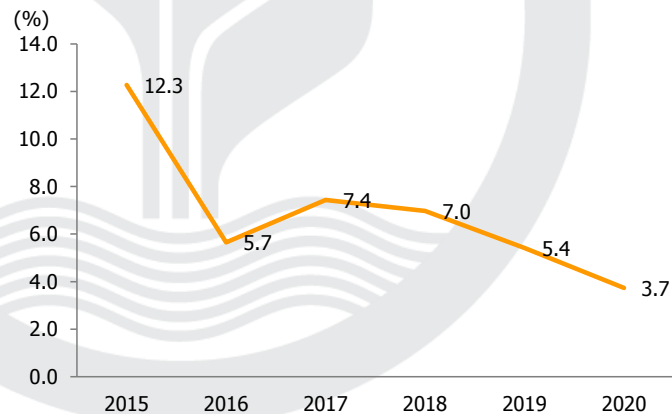
Source: Company data, KS Research

**Fig 34 Source of funds**

Financial Institutions	Type	Credit Line (Btmn)	Rate (%)
Islamic Bank of Thailand	P/N	2,000	4.00%
Islamic Bank of Thailand	Term Loan	300	4.15%
Islamic Bank of Thailand	Term Loan	200	4.15%
Government Savings Bank	Soft Loan	322	2.00%
<b>Total</b>		<b>2,822</b>	

Source: Company data, KS Research

**Fig 35 NPL ratio**



Source: Company data, KS Research

ธนาคารอิสลามแห่งประเทศไทยเป็นผู้ถือหุ้นหลักด้วยสัดส่วนการถือหุ้นที่ 48% ตั้งแต่ปี 2553 และ AMANAH ดำเนินธุรกิจภายใต้ Shariah principles (หลักปฏิบัติของศาสนาอิสลาม) ตามหลักเกณฑ์ของธนาคารอิสลามแห่งประเทศไทย

**Fig 36 Major shareholders**

Lastest Information (as of 3 March 2021)			
No.	Major Shareholder	No. of shares (million)	%
1	ISLAMIC BANK OF THAILAND	500	48%
2	MR. PANURUNGSEE SRIWARATTA	63	6%
3	Thai NVDR Company Limited	33	3%
4	MR. SURASAK KRAIWITCHAICHAROEN	17	2%
5	MR. PAMORN PHOLTAPE	16	2%
6	MR. VIROJ GOSONTANAWONG	10	1%
7	MR. ASSADAYUT DUANGPANYASAWANG	8	1%
8	MR. SURASAK PHANSAICHUA	8	1%
9	MISS KUNLACHA PHONSUKSIRI	7	1%
10	MRS. PIMJAI KIJJACHAROENCHAI	7	1%
11	Other	366	35%
	<b>Total</b>	<b>1,036</b>	<b>100%</b>

Source: Company data, KS Research


**AMANAHA : Year-end 31 Dec**

Income Statement (Btmn)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	Key Statistics & Ratios	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Interest income	597	630	652	737	855	<b>Per share (Bt)</b>					
Interest expenses	-77	-84	-77	-91	-110	Reported EPS	0.24	0.28	0.30	0.34	0.39
<b>Net Interest Income</b>	521	546	575	647	745	DPS	0.11	0.13	0.14	0.15	0.17
Non-interest income	118	127	124	133	137	BV	1.33	1.50	1.61	1.80	2.02
Non-interest expenses	-255	-257	-266	-294	-330	<b>Valuation analysis</b>					
<b>PPOP</b>	385	415	433	485	552	Reported P/E (x)	12.0	14.0	17.4	15.6	13.7
Provision charges	-97	-99	-79	-86	-95	P/BV (x)	2.2	2.6	3.3	2.9	2.6
<b>Profit after provision</b>	287	316	354	400	457	Dividend yield (%)	3.9	3.3	2.6	2.9	3.3
Net non-operating item	0	0	0	0	0	<b>Profitability ratios</b>					
<b>Pre-tax profit</b>	287	316	354	400	457	Yield on IEAs (%)	18.39	18.04	17.71	18.10	18.39
Income tax	-40	-25	-38	-48	-55	Cost of funds (%)	3.90	4.04	3.64	3.93	4.13
<b>NPAT</b>	248	291	316	352	402	Spread (%)	14.48	14.00	14.07	14.17	14.26
Minority interests	0	0	0	0	0	Net interest margin (%)	16.03	15.63	15.62	15.88	16.03
<b>Core Profit</b>	248	291	316	352	402	Cost to income (%)	39.83	38.30	38.02	37.73	37.41
Extraordinary items	0	0	0	0	0	Pre-Provision ROAA (%)	11.58	11.36	11.33	11.70	11.73
FX gain (loss)	0	0	0	0	0	ROAA (%)	7.45	7.96	8.26	8.49	8.54
<b>Reported net profit</b>	248	291	316	352	402	Pre-Provision ROAE (%)	30.81	28.44	26.98	27.54	27.94
<b>Balance Sheet (Btmn)</b>						ROAE (%)	19.83	19.93	19.67	19.97	20.34
Cash & equivalents	143	142	51	64	46	<b>Asset Quality</b>					
Net loans	3,192	3,357	3,613	4,126	4,711	Credit cost (%)	2.99	2.83	2.15	2.10	2.05
Other current assets	16	29	22	25	28	NPL ratio (%)	5.41	3.73	3.58	3.50	3.50
Fixed assets-net	25	50	47	49	52	Coverage ratio (%)	121.62	154.89	141.08	141.55	139.88
Deferred tax assets	37	51	43	49	56	<b>Leverage Ratios</b>					
Other non-current assets	125	136	102	103	105	Loans/borrowing (x)	165.41	169.90	178.04	175.34	175.06
<b>Total assets</b>	3,538	3,765	3,878	4,418	4,999	Debt/Equity (x)	1.58	1.43	1.33	1.37	1.39
Short-term debt	1,906	1,784	1,656	1,806	1,656	<b>Growth</b>					
Long-term debt	159	313	481	670	1,173	Loan growth (%)	10.87	4.27	6.79	14.10	14.10
Other liabilities	103	120	78	79	80	Borrowing growth (%)	11.76	1.52	1.91	15.86	14.28
<b>Total liabilities</b>	2,169	2,218	2,215	2,555	2,909	Total income (%)	18.18	5.70	2.59	12.15	13.96
Paid-up capital	1,029	1,032	1,036	1,036	1,036	Net interest income (%)	14.79	4.73	5.44	12.40	15.25
Share premium	1	2	3	3	3	Non-interest income (%)	48.63	7.18	-2.42	7.61	2.92
Retained earnings	338	513	623	823	1,050	PPOP (%)	28.88	7.86	4.43	12.07	13.73
Minority interests	0	0	0	0	0	Reported net profit (%)	51.31	17.44	8.63	11.47	14.20
<b>Total shareholders' equity</b>	1,369	1,548	1,663	1,863	2,089	Reported EPS (%)	41.41	17.11	8.23	11.47	14.20
<b>Total equity &amp; liabilities</b>	3,538	3,765	3,878	4,418	4,999						

Source: Company, KS estimates



### Analyst Certification

The views expressed in this research report accurately reflect the personal views of the analyst(s) about the subject security(ies) and subject company(ies); and no part of the compensation of the research analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.

### Investment Ratings

Outperform: Expected total return of 10% or more within a 12-month period  
Neutral: Expected total return between -10% and 10% within a 12-month period  
Underperform: Expected total return of -10% or worse within a 12-month period

### General Disclaimer

This document is prepared by Kasikorn Securities Public Company Limited ("KS"). This document has been prepared for individual clients of KS only and must not, either in whole or in part, be copied, photocopied or duplicated in any form or by any means or distributed to any other person. If you are not the intended recipient you must not use or disclose the information in this research in any way. If you received it in error, please immediately notify KS by return e-mail and delete the document. We do not guarantee the integrity of any e-mails or attached files and are not responsible for any changes made to them by any other person.

This document, including information, data, statements, forecasts, analysis and projections contained herein, including any expression of opinion, is based on public available information or information obtained from sources believed to be reliable, but KS does not make any representation or warranty on, assumes no responsibilities for nor guarantees the accuracy, completeness, correctness or timeliness of such information. KS accepts no obligation to correct or update the information or opinions in it. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration and they were based upon such information or sources then, and in our opinion are fair and reasonable in the circumstances prevailing at the time. The information or expressions of opinion contained herein are subject to change without notice.

Nothing in this document shall be construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities or products, or to engage in or refrain from engaging in any transaction. In preparing this document, KS did not take into account your specific investment objectives, financial situation or particular needs. This document is for your information only and is not to be taken in substitution for the exercise of your judgment. KS salespeople, traders and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to our clients that reflect opinions which are contrary to the opinions expressed in this document. Before making an investment decision on the basis of this document, you should obtain independent financial, legal or other advice and consider the appropriateness of investment in light of your particular investment needs, objectives and financial circumstances. There are risks involved in the investment in securities. KS accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, consequential or other loss (including claim for loss of profit) arising from any use of or reliance upon this document and/or further communication given in relation to this document.

Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments herein constitute a judgment as of the date of this document, and there can be no assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments. Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described in this document were based upon a number of estimates and assumptions and are inherently subject to significant uncertainties or contingencies. It can be expected that one or more of the estimates on which the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments were based will not materialize or will vary significantly from actual results. Therefore, the inclusion of the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described herein is not to be relied upon as a representation and/or warranty by KS (i) that such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments or their underlying assumptions will be achieved, or (ii) that there is an assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments stated therein.

KS along with its affiliates and/or persons associated with it may from time to time have interests in the securities mentioned in this document. KS and its associates, their directors and/or employees may have positions in, and may effect transactions in securities mentioned herein and may also perform or seek to perform broking, investment banking, advisory and other securities services for companies mentioned in this document.

### Corporate Governance Report Disclaimer

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market of Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor at <http://www.thai-iod.com/en/publications-detail.asp?id=170>. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information.

The survey result is as of the data appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. KS does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.

### Structured Notes and Derivative Warrants Disclaimer

KS may be the issuer of structured notes on these securities.

KS acts as market maker and issuer of Derivative Warrants ("DWs") on the underlying stocks listed below. Investors should carefully read the details of the DWs in the prospectus before making any investment decisions.

DWs Underlying Stocks: ADVANC, AMATA, AOT, AWC, BANPU, BBL, BDMS, BEM, BGRIM, BJC, CBG, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DOHOME, DTAC, EA, GPSC, GULF, GUNKUL, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KCE, KKP, KTC, MINT, MTC, OR, OSP, PLANB, PRM, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPRC, STA, STEC, STGT, TASC, TISCO, TOP, TQM, TU, VGI, and WHA.