

Current	Previous	Close	2020 TP	Exp Return	THAI CAC	CG 2018
BUY	---	8.15	10.45	28%	N/A	4

Consolidated earnings				
BT (mn)	2017	2018	2019E	2020E
Net A/R (Btm)	5,242	6,113	7,052	7,923
Growth (%)	19.6	16.6	15.4	12.4
PPOP (Btm)	862	988	1,163	1,318
Growth (%)	10.1	14.6	17.8	13.3
Net profit (Btm)	395	439	524	590
EPS (Bt)	0.64	0.72	0.86	0.96
EPS (Bt) -FD	0.64	0.72	0.86	0.96
Growth (%)	-7.2	12.5	18.8	12.6
PE (x)	0.0	0.0	9.5	8.5
PE (x) - FD	0.0	0.0	9.5	8.5
DPS (Bt)	0.32	0.36	0.43	0.48
Yield (%)	3.9	4.4	5.3	5.9
BVPS (Bt)	3.42	3.81	4.32	4.90
P/BV (x)	2.4	2.1	1.9	1.7
Par	1	1	1	1

Source: Company data, FSS estimates *stock dividend

Share data	
Sector	Finance & Securities
Close (30/09/2019)	8.15
SET Index	1,637.22
Foreign limit/actual (%)	49.00/34.48
Paid up shares (million)	613.00
Free float (%)	30.08
Market cap (Bt m)	4,995.95
Avg daily T/O (Bt m) (2019 YTD)	2.18
hi, lo, avg (Bt) (2019 YTD)	8.95, 6.80, 8.04

Source: Setsmarts

บริษัทสินเชื่อเช่าซื้อรถจักรยานยนต์ผู้เชี่ยวชาญในพื้นที่

เราเริ่มต้นคำแนะนำ ซื้อ สำหรับ S11 โดยประเมินราคาเหมาะสมปี 2020 ที่ 10.45 บาท อิง Justified PER 10.85 เท่า แม้ว่า ธุรกิจการปล่อยสินเชื่อรถจักรยานยนต์ของ S11 อยู่ในอุตสาหกรรมรถจักรยานยนต์ที่มียอดขายที่ชะลอตัวลงในปีนี้และปีหน้าเนื่องจากกำลังซื้อที่ลดลง แต่เราคาดการณ์การเติบโตของสินเชื่อของ S11 จะสวนภาวะอุตสาหกรรมที่ 15% และ 12% ตามลำดับเนื่องจากกลยุทธ์การขยายพื้นที่ขายไปยังจังหวัดที่มีศักยภาพทางเศรษฐกิจทั้งในภาคตะวันออก ภาคตะวันออกเฉียงเหนือและภาคใต้ ขณะที่ได้รับอานิสงส์จากดีลเลอร์ที่ปรับโมเดลธุรกิจมาเป็นขายอย่างเดียว ทำให้ส่วนแบ่งการตลาดเพิ่มขึ้น เราคาดว่า S11 จะแสดงกำไรที่ดีที่สุดเป็นประวัติการณ์ ในปี 2019-2020 ที่ 524 ลบ. (+19%Y-Y) และ 590 ลบ. (+14.2%Y-Y) ตามลำดับ

ผู้ให้สินเชื่อเช่าซื้อรถจักรยานยนต์เขตกรุงเทพและต่างจังหวัดมากประสบการณ์ S11 ดำเนินธุรกิจการให้สินเชื่อเช่าซื้อรถจักรยานยนต์ครอบคลุมพื้นที่กรุงเทพฯ (70%) และปริมณฑล และจังหวัดต่างๆในภาคกลาง, ภาคตะวันออก และภาคตะวันออกเฉียงเหนือ กลุ่มลูกค้าเป้าหมายคือ บุคคลธรรมดาอายุย่อยทั่วไปซึ่งมีรายได้มั่นคงระดับกลางถึงระดับล่าง รถจักรยานยนต์ที่ให้บริการสินเชื่อเช่าซื้อเป็นรถจักรยานยนต์ใหม่ราว 96% ที่เหลือเป็นรถจักรยานยนต์ใช้แล้ว ส่วนใหญ่มีราคาเฉลี่ยคันละประมาณ 55,000 บาท ผ่านช่องทางการขายที่เป็นผู้แทนจำหน่ายรถจักรยานยนต์ ในปี 2018 บริษัทมีจำนวนร้านค้าผู้แทน 114 ร้านค้า S11 มีความชำนาญในพื้นที่ภาคกลางและภาคตะวันออก ซึ่งเป็นภาคที่มีการกระจุกตัวของโรงงานอุตสาหกรรมและเราคาดว่าจะได้รับประโยชน์จากการเติบโตของ EEC และการให้สินเชื่อแทนกลุ่มผู้แทนจำหน่ายซึ่งได้ปรับโมเดลธุรกิจเป็นการขายเพียงอย่างเดียว รวมถึงการขยายพื้นที่ไปยังพื้นที่ใหม่ที่มีศักยภาพเช่นภาคใต้ และภาคตะวันออกเฉียงเหนือ ส่งผลให้ส่วนแบ่งการตลาดของ S11 เพิ่มขึ้น สินเชื่อขยายตัวสวนทางยอดขายรถจักรยานยนต์ที่ชะลอตัวลงได้

คาดการณ์กำไรปี 2019-2020 สร้างสถิติกำไรที่ดีที่สุดเป็นประวัติการณ์

แนวโน้มกำไรปี 2019 คาดว่าจะอยู่ที่ 524 ลบ. +19%Y-Y ปัจจัยหลักๆเกิดจากการเติบโตของสินเชื่อที่ 15%Y-Y ซึ่งสวนทางยอดขายรถจักรยานยนต์ที่ทั้งปีคาด -4%Y-Y เนื่องจากการขยายตัวในพื้นที่ที่มีศักยภาพ และการเติบโตการตลาดในพื้นที่เดิมหลังผู้แทนการขยายรถปรับโมเดลธุรกิจเป็นหยุดการปล่อยสินเชื่อ ทำให้คาดการณ์ดอกเบี้ยสุทธิจะเพิ่มขึ้น 12%Y-Y และคาดการณ์การคุม Cost to income ratio ในระดับต่ำที่ 19% และ Credit cost+Impairment ที่ลดลงเป็น 11.17% จาก 11.76% ในปีก่อน ส่วนใหญ่จากการลด General reserve ลง

ประมาณการกำไรปี 2020 คาดว่าจะอยู่ที่ 590 ลบ. +14.2%Y-Y บนคาดการณ์การเติบโตของสินเชื่อที่ 12% ภาวะตลาดยอดขายรถจักรยานยนต์มีความเสี่ยงเพิ่มขึ้นจากกำลังซื้อที่ชะลอลง และมาตรการการจำกัดภาระหนี้ (DSR) แต่คาดว่าโอกาสทางการตลาดของ S11 ยังคงอยู่จากการขยายตัวไปยังพื้นที่ใหม่ในประเทศไทย และอานิสงส์ของการเกิด EEC และดีลเลอร์ใหม่ๆที่ค่อยๆปรับโมเดลธุรกิจ ขณะที่คาดการณ์ต้นทุนทางการเงินอยู่ในระดับต่ำ ทำให้คาดการณ์รายได้ดอกเบี้ยสุทธิยังเติบโต 13.7%Y-Y บน Cost to income ratio ที่ทรงตัวที่ 19%

ประเมินราคาเหมาะสมปี 2020 ที่ 10.45 บาท เริ่มต้นด้วยคำแนะนำ ซื้อ

ประเมินราคาเหมาะสมปี 2020 ที่ 10.45 บาทโดยใช้วิธี Justified PER 10.85 เท่า บนสมมติฐานการเติบโตระยะยาว (2021-2023) ที่ 5% และ Ke ที่ 9.6% เมื่อเทียบกับกลุ่มสินเชื่อเช่าซื้อจะเห็นว่าเป็น PER ที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ซื้อขายกันที่ 11.4 เท่า ขณะที่ S11 มีระดับ ROE, ROA และ Earnings Growth ที่ดีกว่ากลุ่ม บวกกับ Dividend Yield ที่สูงราว 5% ต่อปี น่าจะชดเชยได้กับ NPL Ratio ของ S11 ที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มจากนโยบายที่ไม่เน้นขาย NPL ได้ แนะนำ ซื้อ

ความเสี่ยง: คุณภาพหนี้ที่ถดถอยลงได้, อัตราดอกเบี้ยที่ผันผวน

Analyst: Sunanta Vasapinyokul, CFA
 Register No.: 019459
 Tel.: +662 646 9680
 email: sunanta.v@fnsyrus.com



ลักษณะการประกอบธุรกิจ

ผู้ให้สินเชื่อเช่าซื้อรถจักรยานยนต์เขตกรุงเทพและต่างจังหวัดมากประสบการณ์

S11 ดำเนินธุรกิจการให้สินเชื่อเช่าซื้อรถจักรยานยนต์ครอบคลุมพื้นที่กรุงเทพฯ (70%) และปริมณฑล และจังหวัดต่างๆ ในภาคกลาง, ภาคตะวันออก และภาคตะวันออกเฉียงเหนือ กลุ่มลูกค้าเป้าหมายคือ บุคคลธรรมดาอายุย่อวัยทั่วไปซึ่งมีรายได้มั่นคงระดับกลางถึงระดับล่าง รถจักรยานยนต์ที่ให้บริการสินเชื่อเช่าซื้อเป็นรถจักรยานยนต์ใหม่ราว 96% ที่เหลือเป็นรถจักรยานยนต์ใช้แล้ว ส่วนใหญ่มีราคาเฉลี่ยคันละประมาณ 55,000 บาท เป็นรถจักรยานยนต์ญี่ปุ่นยี่ห้อที่มีความนิยมในตลาดได้แก่ ฮอนด้า (90%) ยามาฮ่า คาวาซากิ และซูซูกิ สำหรับช่องทางการขาย บริษัทให้บริการส่วนใหญ่ผ่านผู้แทนจำหน่ายรถจักรยานยนต์ซึ่งเป็นพันธมิตรทางธุรกิจโดยตรง ในปี 2018 บริษัทมีจำนวนร้านค้าผู้แทน 114 ร้านค้า

Table 1: รายละเอียดการให้สินเชื่อเช่าซื้อรถจักรยานยนต์ต่อคัน

อัตราเงินคาวน	500-30,000 บาท
วงเงินสินเชื่อ	เฉลี่ย 55,000 บาท
อัตราดอกเบี้ย	ร้อยละ 0.90 - 2.50 ต่อเดือน
เทอมการผ่อนชำระ	เดือนละ 1 ครั้ง
ระยะเวลาการผ่อนชำระ	ตั้งแต่ 6 เดือน ถึง 36 เดือน
การค้ำประกัน	บุคคลค้ำประกัน

Source: Company

การควบคุมและดูแลลูกค้า กระบวนการการอนุมัติสินเชื่อ

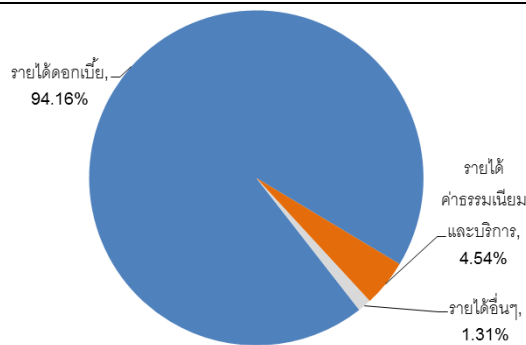
มีขั้นตอนดังนี้ เมื่อลูกค้าซื้อรถจักรยานยนต์จากดีลเลอร์ จากนั้นจะทำการขอสินเชื่อจากพนักงานของ S11 ที่อยู่ประจำดีลเลอร์นั้นๆ บริษัททำการตรวจสอบข้อมูลของลูกค้า (จากส่วนกลาง) โดยการตรวจสอบข้อมูลลูกค้าจะตรวจสอบจาก Blacklist ของ S11, ข้อมูลจากสมาคมเช่าซื้อรถจักรยานยนต์ และฐานข้อมูล NCB รวมไปถึงการตรวจสอบในสถานที่จริง (ที่อยู่อาศัย และที่ทำงาน) ของลูกค้า โดยคาดว่าหากข้อมูลของลูกค้าไม่มีปัญหา บริษัทจะสามารถอนุมัติสินเชื่อได้ภายใน 2 ชั่วโมง

กรณีที่ลูกค้าผิดนัดชำระหนี้ จะมีการโทรสอบถาม และติดตามลูกค้าอย่างใกล้ชิด บริษัทจะพิจารณาเป็นรายๆ ไปว่า ความสามารถในการชำระหนี้ถดถอยลงหรือไม่ หากพิจารณาแล้วเห็นว่าไม่มีความสามารถในการชำระหนี้จริง จะเข้าสู่กระบวนการยึดรถ และขายทอดตลาดต่อไป

โครงสร้างรายได้

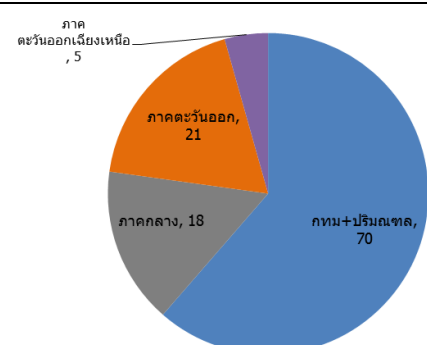
รายได้ส่วนใหญ่ของบริษัทราว 95% เป็นรายได้ที่มาจากดอกเบี้ยสัญญาเช่าซื้อ (ซึ่งสุทธิจากค่านายหน้าและค่าใช้จ่ายทางตรง) ส่วนที่เหลือเป็นรายได้ค่าธรรมเนียมและบริการ (อาทิ ค่าปรับผิดนัดชำระค่างวด ค่าบริการเกี่ยวกับงานต่อภาษีและโอนกรรมสิทธิ์ทะเบียนรถ)

สัดส่วนรายได้ 1H19



Source: Company Data

จำนวนร้านค้าแยกตามพื้นที่จากทั้งหมด 114 แห่ง



Source: Company Data

ภาวะอุตสาหกรรม

ยอดขายรถจักรยานยนต์ทั่วประเทศอยู่ในภาวะชะลอตัวตามกำลังซื้อที่แผ่วลง

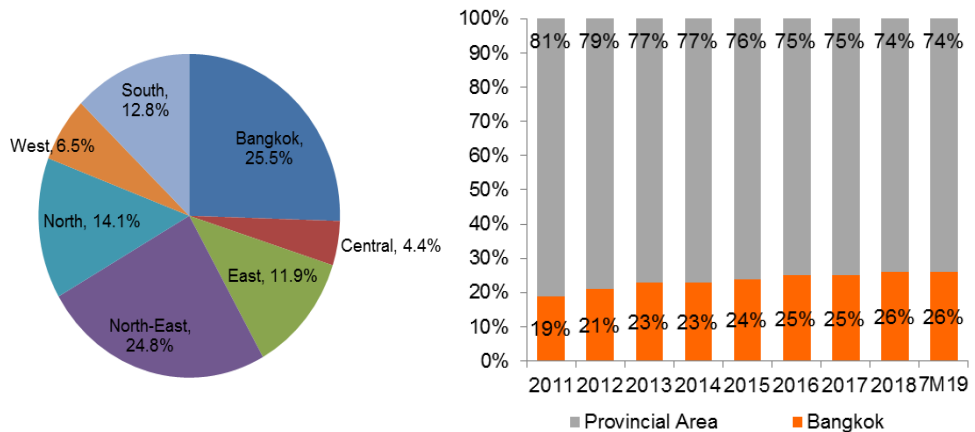
ยอดขายรถจักรยานยนต์ 6M19 ลดลง 4%Y-Y ตามภาพรวมเศรษฐกิจที่ชะลอตัว นอกจากนั้นยังเกิดจากปัญหาภัยแล้ง ราคาสินค้าเกษตรตกต่ำ และการส่งออกที่ชะลอตัวจากสงครามการค้าที่ยืดเยื้อ รวมไปถึงภาวะหนี้ครัวเรือนที่สูงขึ้นทำให้กำลังซื้อในภาคประชาชนลดลงโดยเฉพาะผู้บริโภคระดับฐานราก อาทิ เกษตรกร และแรงงานในภาคอุตสาหกรรมต่างๆซึ่งเป็นผู้ซื้อหลักของตลาด นอกจากนี้ผู้ประกอบการที่ให้สินเชื่อเช่าซื้อเอง มีความเข้มงวดต่อการปล่อยสินเชื่อมากขึ้นเนื่องจากระมัดระวังต่อภาวะหนี้ครัวเรือน ผู้ประกอบการธุรกิจรถจักรยานยนต์คาดว่ายอดขายรถจักรยานยนต์ปี 2019 จะหดตัวลงราว 2-4%Y-Y หรืออยู่ที่ราว 1.72-1.75 ล้านคัน จากปีก่อนหน้าที่อยู่ที่ 1.79 ล้านคัน

แนวโน้มอุตสาหกรรมรถจักรยานยนต์ปี 2020 เราคาดว่ามีโอกาสหดตัวได้ต่อเนื่องในระดับ 0-5% เนื่องจากปัจจัยทางเศรษฐกิจที่ยังมีความไม่แน่นอน โดยเฉพาะในภาคการส่งออก และการเกษตร ที่น่าจะส่งผลกระทบต่อกำลังการซื้อในกลุ่มประชาชนฐานรากต่อไป นอกจากนี้ยังมีมาตรการการจัดการมลพิษทางอากาศ ซึ่งอาจทำให้รถจักรยานยนต์ที่มีขนาดเครื่องยนต์มากกว่า 125cc มีการปรับเพิ่มราคาขายขึ้น แต่คาดว่าอาจเห็นผลกระทบต่อยอดขายไม่มากนักเนื่องจากรถขนาดมากกว่า 125cc ยังมีจำนวนน้อยเมื่อเทียบกับขนาดตลาด (ยอดขายรถจักรยานยนต์ส่วนใหญ่มีเครื่องยนต์ต่ำกว่า 125cc)

คนซื้อรถจักรยานยนต์ส่วนใหญ่นิยมใช้สินเชื่อ

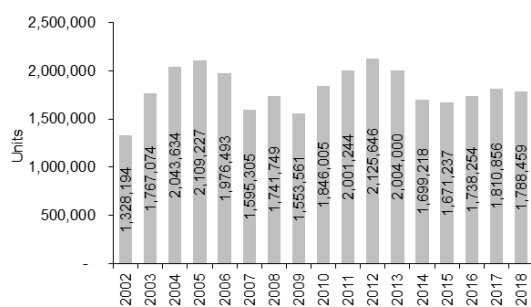
ในเชิงการขาย พื้นที่ในต่างจังหวัดมีส่วนการขายที่ต่ำกว่ากรุงเทพ โดยยอดขายรถจักรยานยนต์ในพื้นที่ต่างจังหวัดใน 7M19 อยู่ที่ 74% ของทั้งหมด จากยอดขายทั่วประเทศ ขณะที่การขายส่วนใหญ่เป็นการขายแบบเช่าซื้อ จากข้อมูลของ TK ประมาณการว่าการขายรถจักรยานยนต์เป็นการขายเงินสดราว 25% ที่เหลือเป็นการขายผ่านการให้สินเชื่อเช่าซื้อ ส่วนใหญ่เป็นการปล่อยสินเชื่อผ่านบริษัทไฟแนนซ์ บางส่วนเป็นการปล่อยโดยผู้ขาย (ดีลเลอร์เอง) แต่ดีลเลอร์ดังกล่าวมีจำนวนน้อยลงเนื่องจากกฎเกณฑ์ สคบ.ที่ต้องการให้ผู้ปล่อยสินเชื่อจัดทำเอกสารและหลักฐานที่มากขึ้น ทำให้ดีลเลอร์ปรับธุรกิจตัวเองเป็นการขายเพียงอย่างเดียว ปัจจุบันมีดีลเลอร์ที่ยังให้บริการสินเชื่อราว 30% ของดีลเลอร์ทั้งหมดที่ยังปล่อยสินเชื่ออยู่ จากเดิม 70% (ปี 2017)

ยอดรถจักรยานยนต์ใหม่จดทะเบียนตามพื้นที่ (2018) ยอดขายรถจักรยานยนต์ กทม.-ตจว.

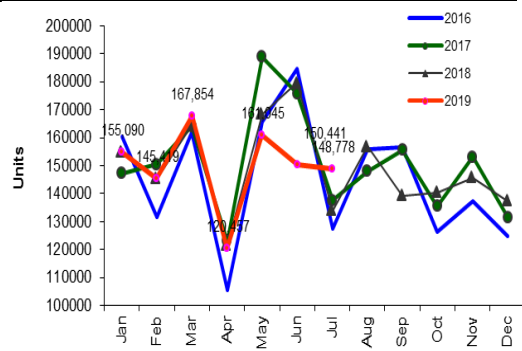


Source: กรมการขนส่งทางบก

ยอดขายรถจักรยานยนต์รายปี



ยอดขายรถจักรยานยนต์รายเดือน 2016-2019



Source: กรมการขนส่งทางบก

ในมิติของฤดูกาล สิ่งที่น่ากังวลคือยอดขายรถจักรยานยนต์จะดีที่สุดในช่วงไตรมาสที่ 2 ของปี (ราวเดือนพ.ค.-มิ.ย.) ซึ่งน่าจะเกิดจากเป็นช่วงของการออกรุ่นจักรยานยนต์ใหม่ ส่วนยอดขายรถยนต์จะมีฤดูกาลที่ดีในช่วงเดือนมี.ค. และธ.ค. เนื่องจากมีการจัดงานแสดงรถยนต์ซึ่งจะมียอดจองและยอดขายเข้ามาเป็นพิเศษเพราะจะได้รับโปรโมชั่นที่ดีกว่าช่วงนอกงานแสดง

ธุรกิจสินเชื่อเช่าซื้อรถจักรยานยนต์ โดยปกติจะมีการให้สินเชื่อเช่าซื้อที่ราว 70-80% ของยอดขาย ดังนั้นหากอิงกับการยอดขายสินเชื่อที่ราว 1.7 ล้านคัน และอัตราการขอสินเชื่อที่ 70-80% ที่ยอดการให้สินเชื่อที่ 50,000 บาทต่อคัน ตลาดของสินเชื่อรถจักรยานยนต์จะอยู่ที่ราว 6.5 หมื่นลบ.ต่อปี ในส่วนของ S11 มียอดปล่อยสินเชื่อใหม่ที่ราว 1.2 พันล้านบาทต่อปีหรือราว 2% ของทั้งอุตสาหกรรม ส่วนแบ่งการตลาดที่ยังน้อยทำให้เห็นโอกาสที่จะขยายส่วนแบ่งการตลาดได้มากขึ้น

ปัจจัยลบที่มีผลต่ออุตสาหกรรม

- 1.ภาวะหนี้ครัวเรือนที่อยู่ในระดับสูงอาจส่งผลกระทบต่อความตั้งใจเปลี่ยนรถคันใหม่ หรือครัวเรือนมีข้อจำกัดในการก่อหนี้ใหม่
- 2.การแข่งขันที่รุนแรงขึ้นจาก Captive Finance
- 3.ปัจจัยเสี่ยงจากมาตรการ DSR ซึ่งอาจจำกัดความสามารถในการให้กู้แก่กลุ่มลูกค้ารายย่อยโดยเฉพาะลูกค้าที่มีภาระหนี้อยู่แล้ว

ผลการดำเนินงานในอดีต

ปี 2018 กำไรสุทธิดีที่สุดในประวัติการณ์

S11 มีกำไรสุทธิปี 2018 ที่ 439 ลบ. +11%Y-Y กำไรที่เพิ่มขึ้นเป็นไปตามสินเชื่อที่เพิ่มขึ้นและการควบคุมค่าใช้จ่ายจากการดำเนินงานได้ดี กล่าวคือสินเชื่อเพิ่มขึ้น 16.6%Y-Y ส่วนทางกบยอดจดทะเบียนรถจักรยานยนต์ใหม่ลดลง 2.9%Y-Y เนื่องจากการขยายพื้นที่การให้สินเชื่อเพิ่มขึ้นในเขตภาคกลาง (สมุทรสาคร ประจวบคีรีขันธ์ นครนายก และสระบุรี) และจังหวัดบุรีรัมย์ บริษัทมีส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย (Loan spread) ที่ 23.5% ลดลงจาก 23.87% ในปี 2017 ส่วนใหญ่เกิดจาก Loan yield ที่ลดลงจากฐานสินเชื่อที่ใหญ่ขึ้นและการแข่งขันในตลาดที่เพิ่มขึ้น ขณะที่ต้นทุนทางการเงินลดลงจาก 4.52% ในปี 2017 เป็น 4.29% ในปี 2018 จากการปรับตัวลดลงของอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงิน ทั้งนี้บริษัทยังสามารถควบคุมต้นทุนในการดำเนินงานได้ดี อัตราส่วน Cost to income ratio ปี 2018 ลดลงมาอยู่ที่ 19.36% จาก 20.6% ในปีก่อน อย่างไรก็ตามบริษัทมีค่าใช้จ่ายในการตั้งค่าเผื่อสำรองที่เพิ่มขึ้น 19%Y-Y หรือคิดเป็น Credit cost ที่ 7.72% จาก 7.64% ในปีก่อน เนื่องจาก NPL Ratio ที่ยังอยู่ในระดับสูงโดยสินเชื่อที่มีอัตราค้าง > 4M อยู่ที่ 11% ของสินเชื่อรวม และการเตรียมพร้อมรับมาตรฐานบัญชี TFRS 9 ทำให้บริษัทตั้งค่าใช้จ่ายสำรองทั่วไปเพิ่มขึ้นปีละ 24 ลบ. หากไม่นับรายการเงินสำรองทั่วไปดังกล่าว Credit cost จะอยู่ที่ 7.3%

กำไร 1H19 เพิ่มขึ้นจากการเติบโตของสินเชื่อส่วนภาวะยอดขายรถจักรยานยนต์ที่ชะลอตัว

บริษัทมีกำไรสุทธิ 1H19 อยู่ที่ 262.67 ลบ. +26.5%Y-Y โดยมีสาเหตุหลักจาก

1. การเติบโตของสินเชื่อ +14.5%Y-Y และ +7.5%YTD มาอยู่ที่ 6.57 พันลบ. ซึ่งเป็นการเติบโตที่สวนทางกับยอดจำหน่ายรถจักรยานยนต์ที่ลดลง 4.34%Y-Y ตามกำลังซื้อที่ลดลง (ส่วนใหญ่ในเขตภาคตะวันออกเฉียงเหนือ) การเติบโตของสินเชื่อที่สวนทางอุตสาหกรรมเกิดจากการขยายพื้นที่ไปในจังหวัดใหม่ๆ และตัวเลขสินเชื่อจากดีลเลอร์ในจังหวัดพื้นที่เดิมซึ่งในพื้นที่จังหวัดเดิม บริษัทมีส่วนแบ่งการตลาดเพิ่มขึ้น
2. รายได้รวม 1H19 เติบโต 16%Y-Y ส่วนใหญ่มาจากการเพิ่มขึ้นของรายได้ดอกเบี้ย ซึ่งเป็นไปตามการเพิ่มขึ้นของสินเชื่อ ขณะที่ Loan yield อ่อนตัวลงเล็กน้อยมาอยู่ที่ราว 27.4% จาก 1H18 ที่อยู่ที่ 27.6% จากฐานสินเชื่อที่เติบโตเร็ว ขณะที่ CoF ปรับตัวเพิ่มขึ้นจากการออกหุ้นกู้ ทำให้ Spread ชะลอตัวลงมาอยู่ที่ราว 23.24% จาก 23.6% ในไตรมาสก่อน
3. การควบคุมค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานยังทำได้ดี Cost to income ratio ใน 1H19 ยังอยู่ในระดับต่ำที่ราว 18.8% ลดลงจาก 20.5% ใน 1H18 แม้ว่าจะมีส่วนแบ่งการตลาดเพิ่มขึ้นแต่ไม่ได้เกิดจากสาขา แต่เกิดจากการร่วมมือกับดีลเลอร์ทำให้มีค่าใช้จ่ายในการเปิดสาขาน้อย
4. ใน 1H19 บริษัทมีค่าใช้จ่ายในการตั้งสำรองที่ 241 ลบ. +15%Y-Y เป็นไปตามการเพิ่มขึ้นของสินเชื่อโดยคิดเป็น Credit cost ที่ 7.6% ใกล้เคียงกับ 1H18 ส่วนผลขาดทุนระยะยาวอยู่ที่ 109 ลบ. +2.8%Y-Y แต่หากเทียบกับสินเชื่อรวมจะเห็นผลขาดทุนที่ลดลงจาก 3.8% ของสินเชื่อเป็น 3.4% ของสินเชื่อ
5. ด้านคุณภาพหนี้ บริษัทมีระดับ NPL Ratio (ยอดค้างชำระที่ > 4 เดือน) ที่ 10.63% ของสินเชื่อรวม ลดลงเมื่อเทียบกับ 10.96% ในปี 2018 โดยมีอัตราการตั้งสำรองค่าเผื่อหนี้สูญต่อสินเชื่อ (Coverage ratio) ที่ 112.26% หรือคิดเป็นต่อสินเชื่อที่ 12% เทียบกับปี 2018 ที่อยู่ที่ 112.18% และ 12.3% ตามลำดับ สะท้อนว่าคุณภาพหนี้ของบริษัทอยู่ในทิศทางที่ดีขึ้น
6. 1H19 ROE อยู่ที่ 22.6% สูงกว่าปี 2018 ที่อยู่ที่ 19.84% โดยมีอัตราส่วน D/E Ratio ต่ำที่ 1.57 เท่า

ประเด็นการลงทุน และคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคต

ศักยภาพในการเติบโตในพื้นที่ใหม่และพื้นที่เดิม

บริษัทมีกลยุทธ์การเติบโตทางการตลาดดังต่อไปนี้

1. การเพิ่มส่วนแบ่งการตลาดในพื้นที่เดิมที่มีช่องทางการเข้าถึงลูกค้าได้เพิ่มขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งจากกลุ่มผู้จัดจำหน่ายรถจักรยานยนต์ซึ่งเปลี่ยนรูปแบบการทำธุรกิจจากเดิม “ขาย + ให้สินเชื่อ” เป็น “ขายอย่างเดียว” ซึ่งทำให้บริษัทเข้าไปให้สินเชื่อแก่กลุ่มผู้จัดจำหน่ายได้ ที่เป็นเช่นนี้เนื่องจากกฎหมายของธุรกิจสินเชื่อเช่าซื้อซึ่งมีข้อบังคับให้ผู้เช่าซื้อนำส่งเอกสารประกอบการให้สินเชื่อที่ชัดเจนขึ้น และการให้ผู้กู้สามารถชำระสินเชื่อได้ก่อนกำหนดที่อัตราดอกเบี้ยจริง ซึ่งทำให้ผู้ประกอบการจัดจำหน่ายที่ให้สินเชื่อด้วย ต้องการลดความยุ่งยากในการจัดทำเอกสารตามข้อกำหนด

นอกจากนี้ยังเกิดจากการเติบโตของยอดขายรถจักรยานยนต์ของพื้นที่เดิม โดยเฉพาะในภาคตะวันออก ซึ่งมีอัตราการเติบโตของแรงงานภาคอุตสาหกรรมเพิ่มขึ้น

และ 2. การขยายเข้าไปยังพื้นที่ใหม่ ในจังหวัดใหม่ที่มีศักยภาพ ปัจจุบัน S11 มีร้านค้าที่ทำการให้สินเชื่อกระจายอยู่ใน 12 จังหวัด และ ในกทม. จากจำนวนจังหวัดทั่วประเทศที่ 77 จังหวัดสะท้อนว่า S11 ยังเหลือช่องทางการตลาดในประเทศอีกมากมายที่จะขยายสินเชื่อไปได้อีก

นอกจากนี้บริษัทได้เพิ่มผลิตภัณฑ์ทางการเงิน ได้แก่ โครงการหมุนล้อมารับเงิน ซึ่งเป็นสินเชื่อเพื่อการอุปโภคบริโภคที่มีหลักประกัน ซึ่งส่วนใหญ่เน้นการตอบสนองลูกค้าที่ต้องการเงินด่วนที่เป็นลูกค้าเดิมและประวัติของบริษัท

กลยุทธ์ดังกล่าวประกอบกับความได้เปรียบเหนือคู่แข่ง ผ่านประสบการณ์ที่มีอย่างยาวนานในธุรกิจทำให้มีความเข้าใจในธรรมชาติและพฤติกรรมของลูกค้าเป้าหมายของบริษัท ความสัมพันธ์ที่แน่นแฟ้นระหว่างบริษัทและดีลเลอร์ทำให้บริษัทได้รับความไว้วางใจจากดีลเลอร์ที่จะส่งต่อลูกค้าผู้ซื้อรถจักรยานยนต์มายังบริษัท และมีความยืดหยุ่นขององค์กร ทั้งพนักงานและระบบไอที ที่สามารถปรับเปลี่ยนรองรับต่อสถานการณ์ที่เปลี่ยนแปลงไปได้

คาดการณ์กำไรปี 2019 +19%Y-Y ทะยานแตะจุดสูงสุดในประวัติการณ์

คาดการณ์กำไรปี 2019 ที่ 524 ลบ. +19%Y-Y โดยคาดว่าสินเชื่อรวมจะขยายตัว 15%Y-Y ส่วนทางอุตสาหกรรมยอดขายรถจักรยานยนต์ที่ 6M19 หดตัวลง 4%Y-Y และทั้งปีที่คาดว่าจะ -4%Y-Y ตามกำลังซื้อในประเทศที่ชะลอตัวลง ทั้งนี้เกิดจาก 1. บริษัทมีการขยายสินเชื่อไปยังพื้นที่ในจังหวัดอื่น อาทิ สระแก้ว ราชบุรี และชัยภูมิ และอื่นๆ 2. ผู้ประกอบการที่เป็นดีลเลอร์ปรับเปลี่ยนรูปแบบการทำธุรกิจจากขายและให้สินเชื่อ เป็น ขายอย่างเดียว เพื่อลดค่าใช้จ่ายและรายละเอียดในการจัดทำเอกสารประกอบสัญญาเช่าซื้อซึ่งมีความซับซ้อนมากขึ้นจากกฎเกณฑ์ใหม่ของสคบ. ทำให้ S11 อยู่ในสถานการณ์ที่สามารถเลือกพันธมิตรที่ดีและมีลูกค้าที่สอดคล้องกับความเสียหายที่ยอมรับได้

ประมาณการกำไรดังกล่าวอยู่บนสมมติฐานส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย (Loan spread) ที่ 22.8% ชะลอตัวจาก 23.5% ในปี 2018 การชะลอตัวของ Loan spread เกิดจากสมมติฐาน Loan yield ที่อ่อนตัวลงราว 0.8% ตามการแข่งขันในธุรกิจที่รุนแรงขึ้นและตามภาวะอัตราดอกเบี้ยในตลาดที่ลดลง แต่ได้ชดเชยจากต้นทุนทางการเงินที่ลดลง โดย CoF คาดว่าจะอยู่ที่ 4.2% จาก 4.29% ในปีก่อน ตามภาวะอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินที่ปรับตัวลง ทำให้คาดการณ์ได้ดอกเบี้ยสุทธิจะ +12%Y-Y เราคาดว่าบริษัทยังสามารถควบคุมต้นทุนการดำเนินงานได้ในระดับต่ำ โดย Cost to income ratio คาดการณ์ที่ 19% จาก 19.36% ในปี 2018 เนื่องจากรายได้ที่เติบโตเร็วกว่าค่าใช้จ่ายในการขยายสินเชื่อและคาดการณ์ Credit cost + Impairment ที่ 11.17% ซึ่งคาดว่าจะลดลงจาก 11.76% ในปี 2018 จากการจัดการ NPL ที่ดีขึ้นและลดการตั้ง General reserve (บริษัทตั้ง General Reserve เพื่อรองรับ TFRS9 จำนวน 24 ลบ. ในปี 2018 และไม่มีการตั้งเพิ่มในปี 2019) ทำให้อัตราส่วน NPL Ratio ล่าสุดอยู่ที่ 10.6% จาก 11% ในปี 2018 จากการเข้มงวดในการดูแลคุณภาพหนี้และการจัดการขายรถยนต์ที่ทำให้ผลขาดทุนลดลง

แนวโน้มกำไรปี 2020 จะเร่งตัวขึ้นได้จากการขยายพื้นที่ทางการตลาดและต้นทุนทางการเงินที่อยู่ในระดับต่ำ

เราคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2020 ที่ 590 ลบ. +12.6%Y-Y โดยคาดว่าสินเชื่อจะเพิ่มขึ้น 12%Y-Y ชะลอตัวจาก 15%Y-Y จากฐานสินเชื่อที่ใหญ่ขึ้น แม้คาดการณ์ภาวะอุตสาหกรรมจะหดตัวแต่คาดการณ์กลยุทธ์การขยายไปยังพื้นที่ใหม่, การเติบโตของยอดขายในพื้นที่เดิมที่มีศักยภาพมากขึ้น อาทิในพื้นที่ที่มีนิคมอุตสาหกรรมที่สอดรับการขยายตัวของ EEC และการเติบโตทางการตลาดจากดีลเลอร์ใหม่ เราคาดว่า S11 ยังมีศักยภาพการเติบโตได้อีกมากโดยเฉพาะพื้นที่ภาคใต้ซึ่งบริษัทก็ยังมีส่วนแบ่งการตลาดในพื้นที่ดังกล่าว

ปี 2020 เป็นปีที่สถาบันการเงินจะเริ่มใช้มาตรฐานบัญชี TFRS 9 สำหรับ S11 ผู้บริหารระบุว่าบริษัทจะไม่ได้รับผลกระทบจากการใช้มาตรฐานบัญชีใหม่เนื่องจากบริษัทได้เตรียมตัวมาก่อนแล้ว ประมาณการของเราคาดว่า Credit cost และ Impairment ในปี 2020 จะอยู่ที่ 11.25% ใกล้เคียงกับปี 2019 เราคาดว่า Loan spread อาจอ่อนตัวลงได้อีกเล็กน้อยที่ราว 22.75% จาก 22.8% ในปี 2019 เนื่องจากแผนการเพิ่มสัดส่วนหุ้นระยะยาว ซึ่งจะมีต้นทุนสูงกว่าหุ้นระยะสั้น แต่เพื่อลดความเสี่ยงต่อความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยในระยะยาว อย่างไรก็ตามยังคงคาดการณ์รายได้ดอกเบี้ยสุทธิจะขยายตัวได้ราว 13.7%Y-Y นอกจากนี้ประมาณการของเราคาดว่า Cost to income ratio จะอยู่ที่ 19% ทรงตัวจากปี 2019

ฐานะการเงินและคุณภาพหนี้ที่อยู่ในเกณฑ์ที่จัดการได้ดี

S11 มีระดับ DE ratio ล่าสุด (1H19) ที่ 1.46 เท่า และเราคาดว่าน่าจะรักษาได้ในระดับที่ < 1.5 เท่าในปี 2019-2021 ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของธุรกิจสินเชื่อเช่าซื้อที่อยู่ที่ราว 2.7 เท่า ด้านคุณภาพหนี้ NPL Ratio (Overdue > 4M) ใน 1H19 10.6% และคาดว่าแนวโน้มที่ลดลงได้ในช่วงที่เหลือของปีจากการควบคุมสินเชื่ออย่างสม่ำเสมอและฐานสินเชื่อที่เติบโตสูงขึ้น โดยปกติแล้ว NPL Ratio ของบริษัทอยู่ > 10% เนื่องจากลักษณะของผู้กู้ที่อยู่ในพื้นที่ต่างจังหวัดและมีรายได้ไม่แน่นอน บริษัทมีการจัดชั้นหนี้ที่เข้มงวด โดยหากค้างชำระ > 4 เดือนและเป็น NPL แล้ว จะต้องมีการชำระดอกเบี้ย+เงินต้นที่ค้างอยู่ก่อนถึงจะสามารถกลับไปเป็นหนี้ปกติได้ ซึ่งส่วนใหญ่เกิดขึ้นได้น้อย (เป็น NPL แล้วก็เป็นเลย) นอกจากนี้ บริษัทยังไม่เน้นขาย NPL ออกไป แต่จะเก็บไว้บริหารจัดการเอง เนื่องจากเชื่อว่าสร้างผลตอบแทนที่คุ้มค่ากว่า อีกทั้งนโยบายการตั้งสำรองที่ไม่หักหลักประกัน เป็นนโยบายที่ระมัดระวังมาก ล่าสุดอัตราส่วน Coverage ratio อยู่ที่ 112%

ประเมินมูลค่าเหมาะสม

เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2020 ของ S11 เท่ากับ 10.45 บาท อิง PE เป้าหมายที่ 10.85 เท่า ซึ่งประเมินด้วยวิธี Justified PE โดยมีรายละเอียดดังนี้

วิธี Justified PE เราคำนวณราคาเหมาะสมของ S11 ภายใต้สมมติฐานตามตารางด้านล่าง ได้ Justified PE ที่ 10.85 เท่า

สมมติที่ใช้ในการประเมินด้วย Justified PE

Assumption	
Dividend Payout Ratio	50.0%
Growth Rate	5%
Beta (5Y)	0.98
Risk Premium	8%
Cost of Equity	9.6%
Justified PER	10.85

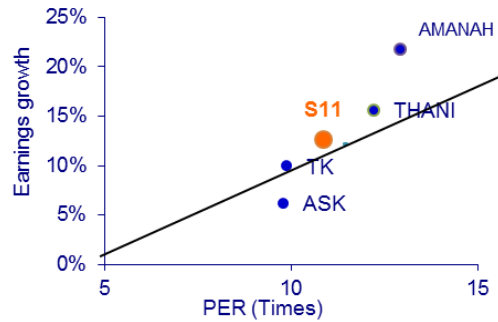
Source: SET, Company Data, Bloomberg, FSS Research

วิธี Relative PE Multiple

โดยการเปรียบเทียบข้อมูลทางการเงินของ S11 กับบริษัทในตลาดฯที่ทำธุรกิจเดียวกันคือ TK พบว่า S11 มีอัตราความสามารถในการทำกำไรดีกว่า TK โดย ROE และ ROA สูงกว่า 2 เท่าตัว รวมถึงการเติบโตของกำไรที่ดีกว่า TK อย่างไรก็ตาม S11 มีข้อเสียเปรียบในด้านคุณภาพหนี้ซึ่ง TK มีระดับ NPL Ratio ที่ต่ำกว่าและ Coverage ratio สูงกว่า เนื่องจากนโยบายการตัดจำหน่ายหนี้สูญและการขายหนี้ของ TK ที่รวดเร็วกว่า และ D/E ratio ที่สูงกว่าเล็กน้อย (TK D/E ratio อยู่ที่ราว 1 เท่า ส่วน S11 อยู่ที่ราว 1.5 เท่า) พิจารณาจากอัตราความสามารถในการทำกำไรที่ดีกว่าคู่เทียบ (ROE, ROA และ Net profit growth) ที่ราคาล่าสุด S11 ซื้อขายที่ 2020 Prospective PER ที่ 8.5 เท่า ส่วน TK ซื้อขายที่ 11.4 เท่า พิจารณาในเชิง Relative PER พบว่า S11 มีราคาซื้อขายที่ถูกเกินไปเมื่อเทียบกับ TK

เทียบกับกลุ่มเช่าซื้อ ล่าสุดกลุ่มสินเชื่อเช่าซื้อซื้อขายที่ ค่าเฉลี่ย 2020 FWD PER ที่ราว 11.4 เท่า แต่พบว่าความสามารถในการทำกำไรของ S11 ยังเหนือกว่ากลุ่มไม่ว่าจะเป็นในมิติ ROE, ROA และ การเติบโตของกำไร S11 จึงมีความเหมาะสมที่ควรซื้อขายในราคา PER ที่มากกว่ากลุ่ม (Premium) จะเห็นว่าที่ระดับ Justified PER ที่เหมาะสมที่ 10.85 เท่า น้อยกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มราว 5% ซึ่งน่าจะชดเชยได้กับ NPL Ratio ที่อยู่มากกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มแล้ว

Relative PER and EPS Growth (Y2020)



Comparable Financial Data

Company	EPS Gr.	ROE	ROA	PER (x)
S11***	12.6%	20.9%	8.3%	10.9
TK*	4.6%	10.1%	4.0%	11.4
ASK**	6.2%	17.0%	2.2%	9.8
THANI*	15.6%	24.5%	3.8%	12.2
AMANAH*	21.7%	18.6%	7.3%	12.9
Avg	12.1%	18.2%	5.1%	11.4

Source: Bloomberg, Finansia

*Base on Bloomberg consensus

**Finansia Forecast

***Justified PER

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

1. ความเสี่ยงจากอัตราดอกเบี้ย ซึ่งเกิดจากความผันผวนของอัตราดอกเบี้ย ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อต้นทุนทางการเงินของบริษัท และส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย โดยหากอัตราดอกเบี้ยปรับเพิ่มขึ้นจะทำให้ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยของบริษัทแคบลง ทั้งนี้ล่าสุด ณ มิถุนายน 2019 บริษัทมีสัดส่วนหนี้สินระยะยาวที่ 32% ที่เหลือเป็นหนี้สินระยะสั้น บริษัทมีเป้าหมายสัดส่วนหนี้สินระยะยาว: ระยะสั้น ที่ 50:50 เพื่อลดความผันผวนของอัตราดอกเบี้ย
2. ความเสี่ยงจากการแข่งขันซึ่งเกิดจากคู่แข่งรายใหม่และการเพิ่มส่วนแบ่งการตลาดของคู่แข่งรายเดิมอาจส่งผลให้บริษัท สูญเสียลูกค้า และอาจต้องต่อสู้ด้วยราคา (อัตราดอกเบี้ย) อาจส่งผลต่อรายได้ดอกเบี้ยและคุณภาพของลูกหนี้ได้ บริษัทมี แนวทางบริหารความเสี่ยงดังกล่าวโดยอาศัยความสัมพันธ์ที่ดีที่มีต่อ Dealer และการให้บริการที่พึงพอใจกับลูกค้า
3. ความเสี่ยงจากคุณภาพหนี้ ซึ่งเกิดจากความสามารถในการชำระหนี้ที่ลดลงของกลุ่มลูกค้า หรือภาวะเศรษฐกิจ ซึ่งทำให้ ลูกหนี้สินเชื่อมีปัญหาในการชำระค่างวด อาจทำให้บริษัทมีค่าใช้จ่ายหนี้สูญและหนี้สงสัยจะสูญมากขึ้นตามนโยบายการตั้ง สำรองค่าเพื่อหนี้สูญ บริษัทมีมาตรการป้องกันความเสี่ยงโดยทำความรู้จักกับลูกค้าเพื่อประเมินความเสี่ยงและติดตาม ความสามารถในการชำระหนี้อย่างใกล้ชิด หากพบว่าลูกค้าเริ่มมีปัญหาทางการเงิน บริษัทจะใช้มาตรการยึดรถจักรยานยนต์ให้ เร็วที่สุดและจำหน่ายออกให้เร็วที่สุดเพื่อลดความเสียหายจากการขาดทุนรถยนต์ และการเสียหายของทรัพย์สิน โดยตามสถิติแล้ว บริษัทสามารถจำหน่ายรถยนต์ได้สูง 97%-99%

Income Statement (Consolidated)						Important Ratios (Consolidated)					
(Bt mn)	2016	2017	2018	2019E	2020E		2016	2017	2018	2019E	2020E
Interest income	1,208	1,366	1,580	1,777	2,022	Growth (%)					
Others	102	72	91	125	142	Gross loans	18.0	19.6	16.6	15.4	12.4
Total revenue	1,310	1,438	1,671	1,902	2,164	Total assets	17.6	17.1	16.5	15.4	12.1
Interest expense	120	113	130	151	173	Operating expenses	21.5	13.9	9.2	11.7	13.8
Operating income	1,190	1,326	1,541	1,752	1,991	Provision expenses	25.1	43.8	19.1	16.0	14.2
SG&A	260	296	323	361	411	Pre-Provision profit	21.2	10.1	14.6	17.8	13.3
Operating expenses	260	296	323	361	411	Net profit	19.4	(6.2)	11.1	19.3	12.6
Pre-Provision profit	782	862	988	1,163	1,318	Profitability (%)					
Provision expenses	256	368	438	508	580	Operating cost / income	19.8	20.6	19.4	19.0	19.0
Operating profit after provisions	527	494	550	655	738	Yield earning assets	29.8	28.4	27.8	27.0	27.0
Pre-tax profit	527	494	550	655	738	Cost of funds	-5.9	-4.5	-4.3	-4.2	-4.3
Tax expense	105	99	111	131	148	Loan spread	23.9	23.9	23.5	22.8	22.8
Net Profit	421	395	439	524	590	Net interest margin	0.0	26.1	25.5	24.7	24.7
						Net profit margin	32.2	27.5	26.3	27.6	27.3
						Oper income/Total Assets	27.8	26.4	26.4	26.0	26.3
						Oper expenses/Total Assets	-6.1	-5.9	-5.5	-5.4	-5.4
						ROA	10.6	8.5	8.1	8.3	8.3
						ROE	23.2	19.7	19.8	21.0	20.9
						Asset quality (%)					
						NPLs / Total loans		11.6	11.0	10.4	10.2
						NPLs / Total assets		12.1	11.5	10.9	10.7
						Provision expenses/Loans	6.3	7.6	7.7	7.7	7.8
						Accum provisions/gross					
						NPLs	112.0	112.1	112.2	112.8	112.5
						Capitalization (%)					
						Loan to borrowing funds	2.0	1.9	1.8	1.8	1.9
						Total liabilities/Total equity	1.2	1.4	1.5	1.5	1.5
						D/E ratio	1.2	1.3	1.4	1.5	1.4
						Per share data (Bt)					
						Shares in issue (mn)	613	613	613	613	613
						Report EPS	0.69	0.64	0.72	0.86	0.96
						Pre-Provision EPS	1.28	1.41	1.61	1.90	2.15
						BVPS (Bt)	3.11	3.42	3.81	4.32	4.90
						DPS	0.34	0.32	0.36	0.43	0.48
						DPS/EPS (%)	49.5	49.6	50.2	50.3	50.0
						Par	1	1	1	1	1
						Valuations (x)					
						P/E	11.8	12.7	11.3	9.5	8.5
						Norm P/E	11.8	12.7	11.3	9.5	8.5
						P/BV	2.6	2.4	2.1	1.9	1.7
						Dividend yield (%)	4.2	3.9	4.4	5.3	5.9

Balance Sheet (Consolidated)					
(Bt mn)	2016	2017	2018	2019E	2020E
Gross loan	4,384	5,242	6,113	7,052	7,923
Cash	5	21	24	30	32
Investments	0	0	0	0	0
Foreclosed assets	8	10	20	22	24
Total current assets	2,231	2,526	2,938	3,420	3,833
Deposit used as collateral	1	1	1	1	1
Lending to sub com	0	0	0	0	0
Fixed assets	83	89	87	90	92
Other assets	113	151	167	182	199
Total assets	4,283	5,017	5,846	6,744	7,563
ST borrowing from banks	0	30	200	200	200
A/P	10	28	47	90	99
Current liabilities	1,237	1,993	2,554	2,781	3,295
LT borrowing	481	769	948	1,300	1,250
Debenture	648	150	0	0	0
Other liabilities	8	10	11	15	16
Total liability	2,375	2,921	3,513	4,096	4,561
Paid up Capital	613	613	613	613	613
Share premium	428	428	428	428	428
Other premium	15	15	15	15	15
Appropriated R/E	59	61	61	61	61
Unappropriated R/E	793	978	1,216	1,530	1,884
Shareholders' funds	1,909	2,096	2,333	2,648	3,002

Source: Company data, Finansia research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

<p>สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 G,ก.ก.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา อัลมาลิ่งค์ 25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15 ช.ชิดลม ก.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา อัมรินทร์ ทาวเวอร์ 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ก.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา เซ็นทรัลปิ่นเกล้า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ปิ่นเกล้า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ก.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา บางกระบือ 3105 อาคารเอ็มมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ก.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ จ.กรุงเทพมหานคร</p>
<p>สาขา บางนา 589 หมู่ 12 อาคารชุดทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 589/105 (เดิม 1093/105) ก.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา สีนธร 1 130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ก.วิฑูรย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา เคียนหวน (สินธร 2) 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ก.วิฑูรย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา ลาดพร้าว 555 อาคารสา ทาวเวอร์ 2 ยูนิต 1106 ชั้น 11 ก.พหลโยธิน แขวงจตุจักร เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ก.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร</p>
<p>สาขา รังสิต 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี</p>	<p>สาขา อัมดลรามิม 990 อาคารอัมดลรามิมเพลส ชั้น 12 ห้อง 1210 ก.พระราม 4 แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา รัตนาธิเบศร์ 576 ก.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอบ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี</p>	<p>สาขา แจ้งวัฒนะ 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ ห้อง 2203, ชั้น 22 หมู่ 2 ก.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี</p>	
<p>สาขา ขอนแก่น 1 311/16 ชั้น 2 ก.กลางเมือง ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น</p>	<p>สาขา ขอนแก่น 3 311/1 ก.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่ง) ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น</p>	<p>สาขา อุดรธานี 197/29, 213/3 ก.อุดรชัย ต. หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี</p>	<p>สาขา เชียงใหม่ 1 308 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ก.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่</p>	<p>สาขา เชียงใหม่ 2 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ก.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่</p>
<p>สาขา เชียงใหม่ 3 อาคารเมลิเพลส 32/4 หมู่ที่ 2 ชั้น 1 ห้อง B1-1, B1-2 ต.แม่เหียะ อ.เมืองเชียงใหม่ เชียงใหม่</p>	<p>สาขา เชียงราย 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย</p>	<p>สาขา แม่สาย 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย</p>	<p>สาขา นครราชสีมา 1242/2 ห้อง A3 ชั้น 7 สำนักงานเดอะมอลล์ นครราชสีมา ก.มิตรภาพ ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา</p>	<p>สาขา สมุทรสาคร 813/30 ก.นครสิงห์ ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร</p>
<p>สาขา ออนไลน์ภูเก็ต 22/18 ก.หลวยพุดฉลอง ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต</p>	<p>สาขา หาดใหญ่ 106 ชั้นลอย ก.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา</p>	<p>สาขา ตรัง 59/28 ก.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง</p>	<p>สาขา สุราษฎร์ธานี 173/83-84 หมู่ 1 ก.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี</p>	<p>สาขา ปัตตานี 300/69-70 หมู่ 4 ต.รุสมิแอล อ.เมือง จ.ปัตตานี</p>

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

BUY	"ซื้อ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 10%
HOLD	"ถือ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 0% - 10%
SELL	"ขาย" เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน
TRADING BUY	"ซื้อเก็งกำไรระยะสั้น" เนื่องจากมีประเด็นที่มีผลบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้น แม้ว่าราคาปัจจุบันจะสูงกว่ามูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน
OVERWEIGHT	"ลงทุนมากกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ สูงกว่า ตลาด
NEUTRAL	"ลงทุนเท่ากับตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ เท่ากับ ตลาด
UNDERWEIGHT	"ลงทุนน้อยกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ ต่ำกว่า ตลาด

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

DISCLAIMER: รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เกี่ยวข้องหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนสิทธิ์ในข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ AAV, ADVANC, AEONTS, AMATA, ANAN, AOT, AP, BANPU, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BGRIM, BH, BJC, BLAND, BPP, BTS, CBG, CENTEL, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DTAC, EA, EGCO, EPG, ERW, ESSO, GFPT, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMT, KBANK, KCE, KKP, KTB, KTC, LH, MAJOR, MBK, MEGA, MINT, MTC, ORI, OSP, PLANB, PRM, PSH, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, RS, SAWAD, SCB, SCC, SGP, SIRI, SPALI, SPRC, STA, STEC, SUPER, TASCOS, TCAP, THAI, THANI, TISCO, TKN, TMB, TOA, TOP, TPIPP, TRUE, TTW, TU, TVO, WHA และ SET50 Future โดยบริษัทฯ อาจจัดทำทวีตราของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

Thai Institute of Directors Association (IOD) - Corporate Governance Report Rating 2018

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
100-90		ดีเลิศ
80-89		ดีมาก
70-79		ดี
60-69		ดีพอใช้
50-59		ผ่าน
<50	no logo given	n/a

สัญลักษณ์ **N/R** หมายถึง “ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR”

IOD (IOD Disclaimer)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

- ข้อมูล CG Score ประจำปี 2561 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 31 สิงหาคม 2561) มี 2 กลุ่ม คือ
 - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC (Declared)
 - ได้รับการรับรอง CAC (Certified)