



平成 28 年 3 月 16 日

各 位

会社名 株式会社ウェッジホールディングス
代表者名 代表取締役社長兼 CEO 此下 竜矢
(コード 2388 東証 J A S D A Q 市場)
問合せ先 開示担当 小竹 康博
(TEL 03 - 6225 - 2207)

GL、能力を最大に発揮して急成長
～KGI 社アナリスト・レポートより～

当社の重要な子会社であります SET(タイ証券取引所)上場の Digital Finance 会社 Group Lease Public Company Limited(以下、「GL 社」といいます。)は、KGI 社のアナリスト・レポートにて買いを推奨し、目標株価は 26.50 バーツとなっております(現在の株価は 19.80 バーツ)。主な内容としましては、カンボジア事業が依然として大きな収入源、新たな海外進出で上昇余地が拡大、タイ王国の NPL リスクが低下し LLP も減少となっております。今回原文の一部を翻訳いたしましたので、別紙にその和訳をご紹介します。



Group Lease

(GL.BK/GL.TB)*

Outperform Maintained

Price as of 11 Mar 2016	20.50
12M target price (Bt/shr)	26.50
Unchanged / Revised up (down) (%)	Unchanged
Upside/downside (%)	29.9

Key messages

利益は2014年第4四半期から上昇傾向で、2016-2017年は飛躍的な利益成長が見込まれる。支援要因は、平均14%のリターンが見込める中小企業向けの短期・長期貸付と、新規NPLの減少である。貸付コストの減少が、タイ国内事業の利益を助長するだろう。カンボジア事業については、2016-2017年の成長率は年間30%の見込み。インドネシア事業は、2017年以降の成長を牽引すると見られる。海外事業の貸付額が堅調に成長しているため、タイ国内の貸付額が減少し、2016%は全体の40%、2017年は30%となるだろう。GLは急速にQLMV諸国へ事業を拡大する能力がある。よって買いを推奨。目標株価は26.50パーツ（P/E45倍、PEGは1.0倍）。

Trading data

Mkt cap (Btbr/US\$m)	31.1/875		
Outstanding shares (mn)	1,528		
Foreign ownership (mn)	747		
3M avg. daily trading (mn)	14.21mn		
52-week trading range (Bt)	4.60/10.3		
Performance (%)	3M	6M	12M
Absolute	46.8	66.7	275
Relative	58.2	83.0	293.2

Quarterly EPS

Bt/sh	Q1	Q2	Q3	Q4
2013	0.13	0.10	0.04	0.01
2014	0.01	0.01	0.00	0.09
2015	0.10	0.12	0.12	0.14

Share price chart



Source: SET

Charlie Kueyen
66.2658.8888 Ext. 8851
Chaliek@kgi.co.th

能力を最大に発揮して急成長

Event 買いを推奨

Impact

カンボジア事業が依然として主要な収入源

GLは、リスクを抱えながらも2014年末からカンボジアで、ホンダと提携してオートバイの割賦販売事業を成長させている。カンボジアにおけるホンダのオートバイ販売台数（年間25-30万台）の約10%がGLを通じた割賦販売である。カンボジアでの割賦販売事業はまだ草創期であり、GLは質の良い顧客を選択できるほか、30%と高い手付金を徴収してリスク回避している。現在は、リターンが高いSME企業向け貸付も行っていている。大半はオートバイのディーラーや、ソーラーパネル・電気製品など生活用品のディーラーである。2015年カンボジアの貸付事業は100%以上成長し、貸付額は40億パーツと、GLの貸付総額の約40%を担っている。いずれにせよ、貸付の一極集中や、各顧客への貸付限度額などのリスクは依然高い。今後2年間の貸付成長率は、年間25%と予測される。

新たな海外進出で、上昇余地が拡大

GLは、2015年半ばにラオスにおける割賦販売事業の許可証を取得。徐々に事業を拡大しているが、長期的な成長は、ラオスの市場が小さいためカンボジアほど伸びないと見られる。成長能力が高いインドネシア市場の方が期待できる。GLは共同出資者と共にインドネシアに新会社を設立した。出資率は、GL65%、Jトラスト20%、ローカル企業15%である。当事業は2017年以降の長期的成長を牽引するであろう。GLは、Jトラストが持つ国内62ヶ所の金融店舗を通して事業を拡大していく。

タイ国内のNPLリスクが低下し、LLPも減少

海外事業が堅調に成長しているほか、タイ国内の貸付事業（貸付額の55%）は改善傾向にある。新たなNPLが減少傾向にあるため、貸倒引当金コストも減少する。GLのNPL（滞納額が300万パーツ以上）は、2014年の6億2500万パーツ（総貸付額の9%）から3億8800万パーツ（総貸付額の4.2%）に減少している。この調子で行けば貸倒引当金は、2016年が6億4100万パーツ、2017年が7億100万パーツになる見通し（2015年は7億1200万パーツ）。

Valuation and action 貸付コストが減少する中、GLの利益は堅調に成長するだろう。カンボジアの事業は30%以上の成長が見込まれ、D/Eは1倍以下。

リスク 貸付コスト、カンボジアでの競争激化、カンボジアでのNPL増加、インドネシアにおけるプラットフォーム構築による経費増加。

Key financials and valuations

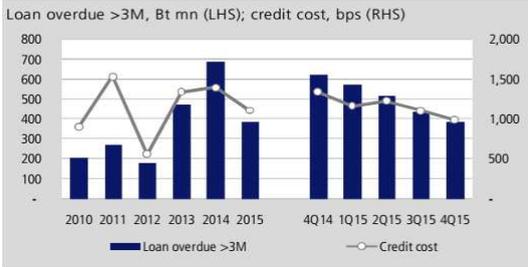
	Dec-12A	Dec-13A	Dec-14A	Dec-15F	Dec-16F	Dec-17F
Pre-pro. profit (Bt mn)	525	750	856	921	1,197	1,557
Pretax profit (Bt mn)	460	305	135	713	1,022	1,323
Net income (Bt mn)	357	240	115	571	817	1,059
EPS (Bt)	0.52	0.23	0.08	0.40	0.57	0.74
DPS	0.01	0.17	0.10	0.28	0.40	0.52
EPS Growth (%)	50	(55)	(66)	395	43	30
Dividend Yield (%)	0.2	3.2	1.7	1.3	1.9	2.5
P/E (x)	9.3	22.4	71.2	52.5	36.7	28.3
P/BV (x)	2.1	2.4	3.1	5.1	4.7	4.3
ROAA (%)	12.3%	5.4%	1.8%	6.5%	7.5%	8.5%
ROAE (%)	24.3%	12.5%	4.7%	13.3%	13.3%	15.9%

Source: Company data, KGI Research

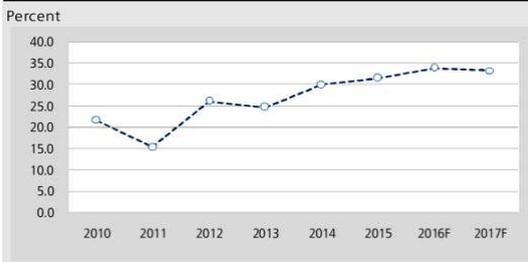
Figure 1: Company profile

Group Lease (GL) was established on May 6, 1986. Since 2004, its core business has been hire purchase of motorcycles. In 2012, the company expanded to Cambodia and formed a partnership with Honda to provide motorcycle leasing to Honda dealers. The company also made ties with Kubota to providing leasing for agricultural equipment and tractors. Its business in Cambodia has already passed the investment phase, and the company is now enjoying huge loan volume. Going forward, the company targets to expand business in Laos, Myanmar, and Vietnam, and is applying for a nano-finance license in Thailand.

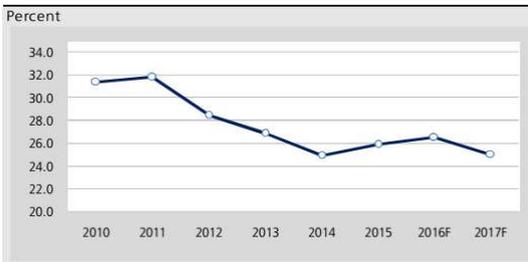
Source: Business Insider, KGI Research

Figure 3: NPL and credit cost


Source: Company data, KGI Research

Figure 5: Cost-to-income ratio


Source: Company data, KGI Research

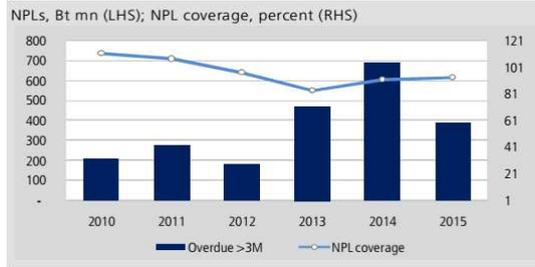
Figure 7: Loan spread


Source: Bloomberg, Company data, KGI Research

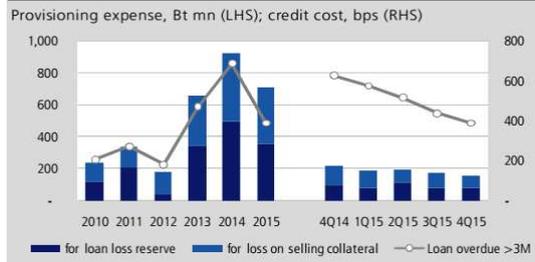
Figure 2: Revenue and loan breakdown

Bt mn	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15
Thailand	368	366	485	485	471	464	441	451
Cambodia	14	24	33	47	70	88	108	133
Singapore	1	1	11	27	32	41	89	77
Laos						13	2	10
Total	384	391	529	559	573	606	639	670
Thailand	96%	94%	92%	87%	82%	76%	69%	67%
Cambodia	4%	6%	6%	8%	12%	15%	17%	20%
Singapore	0%	0%	2%	5%	6%	7%	14%	11%
Laos	0%	0%	0%	0%	0%	2%	0%	2%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Net profit	10.8	6.9	4.7	95.4	110.2	129.5	150.3	192.9

Source: Company data, KGI Research

Figure 4: NPLs and NPL coverage – NPL start falling in 2015


Source: Company data, KGI Research

Figure 6: Provisioning expense breakdown


Source: Company data, KGI Research

Figure 8: PE band


Source: Bloomberg, Company data, KGI Research

Quarterly Income Statement

	Sep-12A	Dec-12A	Mar-13A	Jun-13A	Sep-13A	Dec-13A	Mar-14A	Jun-14A	Sep-14A	Dec-14A	Mar-15A	Jun-15A	Sep-15A
Income Statement (Bt mn)													
Interest income	220	243	274	304	331	350	353	364	477	472	483	471	471
Interest expense	16	23	29	34	39	43	46	46	85	74	63	68	69
Interest income - net	204	220	245	269	292	306	307	318	392	399	420	403	402
Operating expense	71	71	67	93	103	99	106	119	163	173	181	184	211
Operating profit	133	149	178	176	189	207	201	199	230	226	239	219	191
Provisioning expense	38	42	111	132	186	229	215	216	274	223	189	195	175
- For bad debt	9	5	61	86	96	100	121	135	139	100	82	113	83
- For loss on selling collateral	30	37	50	46	90	129	94	81	135	123	107	82	91
Other income	42	29	47	66	59	42	31	29	51	94	90	135	160
Pre-tax profit	137	136	114	110	62	20	17	13	7	97	139	159	176
Income tax	31	29	23	19	16	7	7	6	3	4	29	30	34
Net profit	106	107	91	91	46	13	11	7	5	93	110	129	142
EPS (Bt)	0.15	0.15	0.13	0.10	0.04	0.01	0.01	0.01	0.00	0.09	0.10	0.12	0.12
Profitability (%)													
Yield on earnings assets	39.5%	38.7%	39.7%	38.7%	38.0%	36.5%	34.2%	33.0%	36.5%	35.6%	36.3%	35.3%	31.7%
Cost of funds	4.8%	5.1%	5.2%	5.5%	5.5%	5.6%	6.8%	6.6%	8.1%	6.4%	4.7%	5.4%	6.3%
Loan spread	34.7%	33.6%	34.4%	33.3%	32.6%	30.9%	27.4%	26.4%	28.4%	29.2%	31.6%	29.9%	25.5%
Cost-to-income ratio	32.3%	29.3%	24.5%	30.7%	31.2%	28.4%	30.1%	32.6%	34.1%	36.6%	37.4%	39.1%	0.0%
Effective tax rate	22.4%	21.3%	20.2%	17.1%	26.0%	34.3%	38.2%	45.5%	36.1%	4.3%	20.9%	18.6%	18.5%
ROAA	14.4%	12.3%	8.3%	7.3%	3.5%	1.0%	0.8%	0.5%	0.3%	5.8%	6.3%	7.3%	7.0%
ROAE	29.0%	26.9%	18.8%	15.9%	8.2%	2.3%	1.9%	1.2%	0.8%	15.6%	17.7%	19.2%	15.9%
Growth (%)													
Revenue growth	N.A.	N.A.	(22)	(7)	9	33	58	51	50	44	29	20	44
Operating expense growth	N.A.	N.A.	26	50	112	190	28	71	45	39	58	27	58
Operating income growth	N.A.	N.A.	(33)	(16)	(11)	5	64	31	42	39	13	13	22
Provisioning expense growth	N.A.	N.A.	(19)	(34)	(51)	(64)	102	164	386	442	93	63	47
Other income growth	N.A.	N.A.	45	171	66	240	230	99	(0)	8	(38)	(22)	59
Net profit growth	N.A.	N.A.	(62)	2	(57)	(88)	(88)	(92)	(90)	605	925	1,765	2,951

Source: Company data, KGI Research

Peer comparison

Rating	Target Price	Mkt cap (Bt bn)	Mkt price	Upside %	Target PE (x)	BV-15			EPS (Bt)			EPS growth (%)			PE (x)			PBV (x)			Div. yield			ROAE (%)		
						15	16F	17F	15	16F	17F	15	16F	17F	15	16F	17F	15	16F	17F	15	16F	17F	15	16F	17F
GL*	OP	26.50	37.8	20.70	28.0	45.0	5.3	0.4	0.6	0.8	272.7	41.9	35.0	50.5	35.7	26.5	3.9	3.7	3.4	0.9	1.1	1.5	11.5	11.5	13.6	
KTC*	OP	125.00	32.3	80.00	56.3	12.5	35.7	8.1	9.7	11.2	29.4	19.8	15.6	9.9	8.3	7.2	2.2	2.2	1.9	4.7	5.4	6.3	25.7	30.0	28.8	
MTLS	UP	18.50	39.2	19.80	-6.6	35.0	3.0	0.4	0.5	0.6	49.7	30.3	26.5	50.9	39.0	30.9	6.6	5.8	5.1	0.8	1.0	1.3	15.3	18.6	19.9	
SAWAD*	N	51.00	52.0	43.00	18.6	30.0	5.7	1.3	1.6	2.0	53.0	19.4	30.8	32.8	27.5	21.0	7.5	6.0	4.8	1.2	1.5	1.9	27.9	29.1	29.7	

Source: Company data, KGI Research

Balance Sheet

As of 31 Dec (Bt mn)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Total Assets	7,272	10,389	12,231	14,784	17,800
Cash	357	930	619	977	1,079
Loans & Accrued Int - net	3,172	3,569	4,099	5,104	6,374
Total current asset	3,759	6,427	7,453	9,074	10,910
Loan -net (>1yr)	2,923	3,040	3,492	4,348	5,429
PP&E	101	121	136	151	166
Others	489	801	1,151	1,211	1,295
Total Liabilities	4,758	4,407	4,414	6,303	8,598
S-T loan	2,798	2,065	3,571	4,516	5,644
L-T loans	1,800	2,065	571	1,516	2,644
Others	160	277	271	270	311
Shareholders' Equity	2,514	5,930	7,818	8,482	9,205
Common Stock	543	714	764	764	764
Capital Surplus	1,084	3,837	5,155	5,155	5,155
Retained Earnings	847	1,376	1,896	2,560	3,282
Supplementary					
NPLs (overdue >3M)	625	160	455	567	708
% to loan	9%	6%	6%	6%	6%
NPL coverage	100%	238%	92%	99%	101%

Source: KGI Research

Profit & Loss

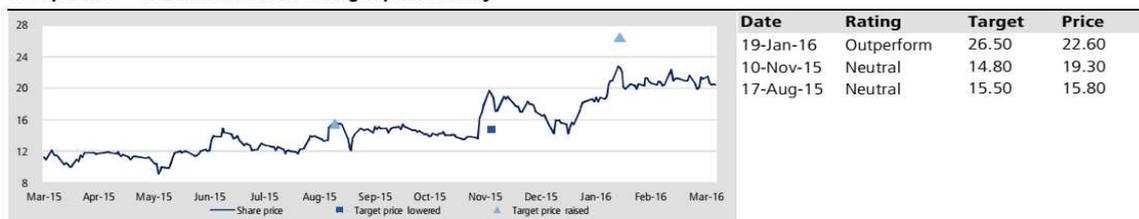
Year to 31 Dec (Bt mn)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Interest income	1,676	2,001	2,325	2,822	3,403
Interest expense	250	240	248	290	370
Interest income - net	1,426	1,761	2,077	2,531	3,033
Operating expense	548	823	1,019	1,186	1,463
Operating profit	878	938	1,058	1,346	1,570
Provisioning expense	927	734	641	701	780
- For bad debt	495	367	320	350	363
- For loss on selling collateral	432	367	320	350	375
Other income	186	540	689	848	1,008
Pre-tax profit	138	744	1,106	1,493	1,799
Income tax	20	149	221	299	360
Net profit	118	595	885	1,195	1,439
EPS (Bt)	0.11	0.42	0.58	0.78	0.94

Source: KGI Research

Key Ratios

Year to 31 Dec	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Growth (YoY %)					
Loans and Accrued Interests	34.51	8.42	14.86	24.54	24.87
Borrowing fund	47.80	(10.18)	0.30	45.62	37.38
Total Assets	32.30	42.86	17.73	20.88	20.40
Total Equity	11.17	135.92	31.84	8.49	8.53
Growth (YoY %)					
Net Interest Income	28.17	23.48	17.96	21.87	19.82
Total revenue	26.56	36.44	18.61	21.77	20.20
Loan Loss Provision	40.83	(20.82)	(12.67)	9.38	11.26
Operating expense	50.93	50.31	23.75	16.40	23.40
Operating profit	17.16	6.75	12.88	27.14	16.68
Net Profit	(51.01)	405.66	48.68	34.98	20.46
EPS	(51.01)	405.66	48.68	34.98	20.46
Profitability (%)					
Yield on loans	31.55	30.91	32.50	31.00	31.00
Cost of Funds	6.50	7.11	6.00	6.00	6.00
Net Interest Margin	25.05	23.80	26.50	25.00	25.00
Cost/OP Income Ratio	29.41	31.84	34.00	34.00	34.00
ROAA	1.84	6.46	7.83	8.84	8.83
ROAE	4.93	11.55	13.49	14.66	16.27
Capital Adequacy					
Asset/Equity (x)	2.9	1.8	1.6	1.7	1.9
D/E (x)	1.7	0.5	0.5	0.6	0.8
Asset Quality (%)					
NPLs Ratio	9.4	6.1	6.00	6.00	6.00
NPL Coverage Ratio	100.4	93.0	92.2	98.8	100.7
Loan Loss Reserve/Loans Ratio	9.4	5.4%	5.24	5.59	5.70
Credit cost (bps)	1,392	1,050	800	700	655
- For bad debt (bps)	744	525	400	350	305
- For loss on selling collateral (bps)	649	525	400	350	350
Per Share Data (Bt)					
EPS (fully diluted)	0.11	0.42	0.58	0.78	0.94
DPS	0.10	0.29	0.41	0.31	0.38
BVPS	2.3	4.2	5.6	32.9	35.7

Source: KGI Research

Group Lease – Recommendation & target price history


Source: KGI Research

KGI Locations	Country	City	Address
China	Shanghai	Room 1907-1909 , Tower A, No. 100 Zunyi Road,	Shanghai, PRC 200051
		Room 24D1, 24/F, A Unit, Zhen Ye Building, 2014 Bao'annan Road,	Shenzhen, PRC 518008
Taiwan	Taipei	700 Mingshui Road, Taipei, Taiwan	Telephone 886.2.2181.8888 · Facsimile 886.2.8501.1691
Hong Kong		41/F Central Plaza, 18 Harbour Road, Wanchai, Hong Kong	Telephone 852.2878.6888 Facsimile 852.2878.6800
Thailand	Bangkok	8th - 11th floors, Asia Centre Building	173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand Telephone 66.2658.8888 Facsimile 66.2658.8014

KGI's Ratings	Rating	Definition
	Outperform (OP)	The stock's excess return* over the next twelve months is ranked in the top 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
	Neutral (N)	The stock's excess return* over the next twelve months is ranked in the range between the top 40% and the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).1.3
	Under perform (U)	The stock's excess return* over the next twelve months is ranked in the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
	Not Rated (NR)	The stock is not rated by KGI Securities.
	Restricted (R)	KGI policy and/or applicable law regulations preclude certain types of communications, including an investment recommendation, during the course of KGI's engagement in an investment banking transaction and in certain other circumstances. <i>Excess return = 12M target price/current price-</i>
	Note	When an analyst publishes a new report on a covered stock, we rank the stock's excess return with those of other stocks in KGI's coverage universe in the related market. We will assign a rating based on its ranking. If an analyst does not publish a new report on a covered stock, its rating will not be changed automatically.

Disclaimer KGI Securities (Thailand) Plc. ("The Company") disclaims all warranties with regards to all information contained herein. In no event shall the Company be liable for any direct, indirect or any damages whatsoever resulting from loss of income or profits, arising by utilization and reliance on the information herein. All information hereunder does not constitute a solicitation to buy or sell any securities but constitutes our sole judgment as of this date and are subject to change without notice.