

## KCAR

(Krung Thai Car Rent and Lease PLC)

มูลค่าตลาด (ล้านบาท) : 2,125

ปริมาณซื้อขายเฉลี่ย 50 วัน: 2.14 ล้านบาท/วัน

คำแนะนำ : **ซื้อ**

(คำแนะนำเดิม : **ซื้อ**)



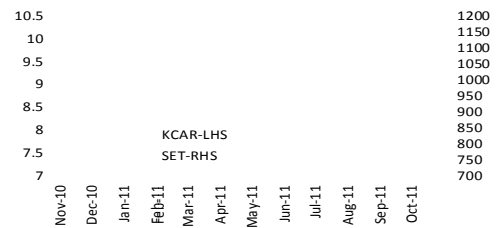
ราคาพื้นฐาน : 11.50

อัตราเงินปันผล : 9.4%

ระดับความเสี่ยง : **น้อย**

### โมเดลทางธุรกิจ

บริษัทดำเนินธุรกิจให้เช่ารถยนต์แก่บริษัทเอกชน รัฐวิสาหกิจ และ ราชการ พร้อมทั้งมีบริการสนับสนุนเพื่อมุ่งเน้นตลาดกลุ่มลูกค้าพรีเมียม นอกจากนี้ บริษัทยังดำเนินธุรกิจซื้อและ ขายรถยนต์มือสองภายใต้แบรนด์ของ TOYOTA Sure เพื่อรองรับรถยนต์ที่หมดจากสัญญาเช่าอีกด้วย



### มุมมองการลงทุน

ราคาหุ้น KCAR ยังคงน่าลงทุนขณะที่ผลกระทบจากน้ำท่วมอาจกระทบต่อยอดขายรถยนต์มือสองในไตรมาส 4/54 บ้างแต่คาดว่าจะเห็นการฟื้นตัวขึ้นในปี 2555 ขณะเดียวกันเราประเมินว่าแบรนด์ของ TOYOTA SURE จะลดผลกระทบต่อปริมาณรถยนต์มือสองที่จะเข้าสู่ตลาดมากขึ้นหลังน้ำท่วม โดยผู้บริหารก็เชื่อมั่นใจได้ว่าคุณภาพรถยนต์ซื้อจากบริษัทจะได้รับการตรวจสอบคุณภาพแล้ว ราคาหุ้นของบริษัทซื้อขายที่ PER ต่ำที่ 6.57 เท่า และ 6.05 เท่าปี 54-55 ตามลำดับขณะที่เราคาดอัตรากำไรจะโตมากกว่า 12% พร้อมอัตราเงินปันผลสูงถึง จะทำให้ความเสี่ยงการถือหุ้นต่ำ

### มุมมองด้านการวิเคราะห์

ผลประกอบการไตรมาส 3/54 ดีตามคาด

บริษัทประกาศงบการเงินไตรมาส 3/54 ออกมาเท่ากับ 85 ล้านบาทลดลง 3% เทียบปีก่อน และ ลดลง 9% เทียบไตรมาสก่อน ซึ่งค่อนข้างเป็นไปตามที่เราประมาณการ โดยผลประกอบการ 9 เดือนแรกเท่ากับ 275 ล้านบาทเพิ่มขึ้น 8% จากปีก่อน โดยสาเหตุที่ทำให้ผลประกอบการไตรมาส 3/54 ลดลงคือเรื่องอัตราภาษีที่บริษัทจ่ายเพิ่มขึ้น หากพิจารณาทำไรจากการดำเนินการก่อนภาษี เราพบว่าทำไรไตรมาส 3/45 เพิ่มขึ้นถึง 30% เทียบช่วงเวลาเดียวกันปีก่อน และ 9 เดือนทำไรก่อนภาษีเพิ่มขึ้น 19.3%

### ตารางเรตติ้งความเสี่ยงด้านการลงทุน

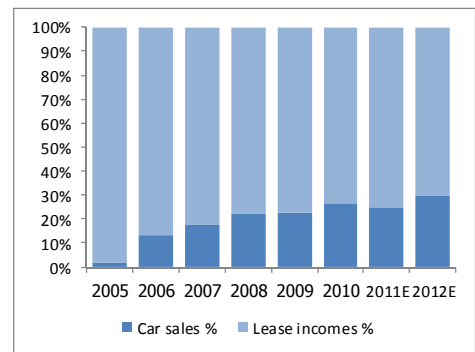
เรตติ้งความเสี่ยง	มากที่สุด	ปานกลาง	น้อย
ความเสี่ยงกับธุรกิจ	●		
ความเสี่ยงด้านการเงิน		●	
ความเสี่ยงด้านความผันผวนของราคา			●

## เงินปันผลของ KCAR

วันที่ขึ้นเครื่องหมาย	วันที่จ่ายเงินปันผล	เงินปันผล (บาท/หุ้น)	วันผลประกอบการ
24/08/11	07/09/11	0.40	01/01/11 - 30/06/11
28/03/11	26/05/11	0.38	01/07/10 - 31/12/10
24/08/10	09/09/10	0.36	01/01/10 - 30/06/10
30/03/10	26/05/10	0.32	01/07/09 - 31/12/09

## โมเดลทางธุรกิจ

บริษัทดำเนินธุรกิจให้เช่ารถยนต์ โดยเน้นลูกค้าส่วนใหญ่ในกลุ่มบริษัทเอกชนราว 60-65% ส่วนที่เหลือสัดส่วนอีก 35-40% ของพอร์ตจะเป็นการให้บริการกับราชการและรัฐวิสาหกิจ ดังนั้น ความเสี่ยงจากหนี้สูงจะต่ำกว่าบริษัทที่เน้นการให้บริการกับลูกค้าทั่วไป อายุของสัญญาเช่ารถยนต์เฉลี่ยของบริษัทจะอยู่ประมาณ 3 ปี ทั้งนี้เพื่อลดความเสี่ยงจากความผันผวนของราคารถยนต์หลังหมดสัญญาและขายสู่ตลาดรถยนต์มือสองโดยมี TOYOTA Sure ซึ่งอยู่ภายใต้แบรนด์ของบริษัท TOYATA ดูแลในเรื่องการขาย และ ราคารถยนต์มือสอง



## มุมมองการลงทุน

รายได้บริษัทขยายตัว 7.7% เทียบปีก่อน และใกล้เคียงกับไตรมาส 2/54 อัตรากำไรปรับตัวสูงขึ้นจาก 25.4% จากไตรมาสเดียวกันปีก่อนเป็น 32% ในไตรมาส และ เพิ่มขึ้นจากอัตรา 30% ในไตรมาส 2 ปีนี้ สาเหตุหลักมาจากบริษัทได้ขยายพอร์ตการให้เช่ารถยนต์เพิ่มขึ้นจากเดิม 2.3% จากปีก่อน และ มีการเปิดธุรกิจขายรถยนต์มือสองซึ่งยังขยายตัวได้สูง ค่าใช้จ่ายการจัดการบริหารยังคงอยู่ในประมาณการของเราหลังบริษัทมีการเพิ่มพนักงานเพื่อรองรับการเปิด TOYOTA SURE ไปก่อนหน้าเมื่อตอนปลายปี 2553 บริษัทได้มีการรีไฟแนนซ์หนี้ที่อัตราดอกเบี้ยของตลาดการเงินลงทำให้ 9 เดือนที่ผ่านมาสามารถประหยัดค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยได้ถึง 14 ล้านบาท

อัตราภาษีเงินได้บุคคลเพิ่มขึ้นหลังผลประโยชน์ด้านภาษีเต็มหมดไป ส่งผลให้อัตราภาษีบุคคลเพิ่มขึ้นจาก 4.4% ในปีก่อนเป็นอัตรา 29% ในปีนี้ โดยอัตราภาษีบุคคล 9 เดือนแรกอยู่ที่ 27% เราคาดว่าอัตราภาษีทั้งปีน่าจะอยู่ที่ระดับ 27%

คาดการณ์ผลประกอบการไตรมาส 4/54 กำไรของบริษัทจะได้รับผลกระทบบ้างจากน้ำท่วมในกรุงเทพฯ ทำให้การติดต่อซื้อขายรถยนต์มือสองชะลอตัวลงเนื่องจากความไม่สะดวกจากการเดินทาง เราเชื่อว่านักลงทุนอาจกังวลในเรื่องรถยนต์มือสองจะเพิ่มขึ้นจากที่ผู้บริหารอาจเปลี่ยนรถยนต์และส่งผลให้ต่อราคาขาย แต่จากการศึกษาในปี 2550-2551 ช่วงเหตุการณ์วิกฤตการณ์การเงินในสหรัฐ พบว่าไม่มีผลกระทบต่อยอดขายรถยนต์ของบริษัท

เรายังแนะนำ ชื่อ สำหรับหุ้น KCAR เนื่องจากผลประกอบการของบริษัทคาดว่าจะได้รับผลกระทบในไตรมาส 4/54 ไม่มาก และ เป็นช่วงระยะเวลาสั้น โดยธุรกิจหลักสำหรับการให้เช่ารถยนต์ยังขยายตัวได้ดี ราคาหุ้นปัจจุบันที่ระดับ 8.50 บาทถือว่าถูก เนื่องจากซื้อขายที่ค่าพีอีเพียง 6.57 เท่า และ 6.05 เท่าเทียบกับอัตราการขายตัวเฉลี่ย 9% สำหรับปี 2554-55 ตามลำดับ อัตราเงินปันผลคาดการณ์ยังสูงเท่ากับ 9.4% และ 10.5% ในปี 2554 และ 2555 ตามลำดับ (บริษัทได้จ่ายเงินปันผลระหว่างกาลแล้วเท่ากับ 0.40 บาทต่อหุ้น) โดยเรายังคงประเมินราคาพื้นฐานที่เหมาะสมที่ 12.50 บาทต่อหุ้น

**Income Statement**

For the year of	3Q11	3Q10	YoY %	2Q11	QoQ %	9M11	9M10	YoY%
Revenues	571	530	7.7	573	-0.3	1,674	1,583	5.7
Cost of Goods sold	412	395	4.3	413	-0.2	1,225	1,168	4.9
Gross Margin	159	135	17.7	160	-0.6	448	415	8.1
SG&A	38	29	30.2	34	12.8	108	91	18.4
Other Rev and Exp	24	15	60.0	27	-12.4	69	46	50.0
EBIT	145	121	20.0	153	-5.6	409	370	10.7
Interest Exp	25	29	-13.8	25	-1.2	77	91	-15.4
EBT	120	92	30.6	128	-6.5	332	279	19.3
Income Taxes	35	4	767.5	35	0.6	103	24	327.9
Minority	-	-	0.0	-	0.0	-	-	0.0
Net Profit	85	88	-3.0	94	-9.1	275	255	8.0
<b>Core Net Profit</b>	85	88	-3.0	94	-9.1	275	255	7.8
<b>O/S</b>	250	250	0.0	250	0.0	250	250	0.0
<b>Fully diluted EPS</b>	0.34	0.35	-3.0	0.37	-9.1	1.10	1.02	8.0

**Balance Sheet**

As end of	3Q11	3Q10	YoY %	2Q11	QoQ %
<b>Assets</b>					
Cash	116	107	8.4	164	-29.3
Account Receivable	148	129	14.7	187	-20.9
Inventories	223	86	159.3	186	19.9
Other Current Assets	69	65	6.2	47	46.8
Total Current Assets	556	387	43.7	584	-4.8
PP&E (Net)	10	10	0.0	10	0.0
Assets for lease (net)	2,952	2,885	2.3	2,885	2.3
Other Non-Current Assets	159	212	-25.0	149	6.7
Total Assets	3,677	3,494	5.2	3,628	1.4

**Liabilities and Equities**

Short-term notes	187	38	392.1	86	117.4
Account Payable	214	137	56.2	266	-19.5
Long-term loans due	138	134	3.0	36	283.3
Other Current Liabilities	827	905	-8.6	934	-11.5
Total Current Liabilities	1,366	1,214	12.5	1,322	3.3
Long-term loans	249	154	61.7	168	48.2
Other Non Current Liabilities	725	942	-23.0	785	-7.6
Total liabilities	2,340	2,310	1.3	2,275	2.9
Minority Interest	-	-	0.0	-	0.0
Common Shares	250	250	0.0	250	0.0
Paid-in Capital	163	163	0.0	163	0.0
Retained Earnings	924	771	19.8	940	-1.7
Total Shareholders' Equities	1,337	1,184	12.9	1,353	-1.2
Total Liabilities & Equities	3,677	3,494	5.2	3,628	1.4

**Ratios**

	3Q11	3Q10	2Q11
Gross margin	32.0%	25.4%	30.0%
Tax rate	29.0%	4.4%	26.9%
Net margin	14.9%	16.5%	16.3%
Debt-Equity Ratio	1.75	1.95	1.68
ROE % (annualised)	25.5%	29.6%	27.7%

## KCAR PLC

Fair price: THB11.50 Industry: Finance

Key Focus:	EPS	2008	2009	2010	2011e	2012e
Steady sales and profit growth	1Q	0.19	0.22	0.29	0.41	
Nice dividend yield	2Q	0.21	0.22	0.31	0.32	
	3Q	0.22	0.24	0.31	0.34	
Price Volatility (52wks)	30%	4Q	0.20	0.28	0.32	

### Historical data:

	Avg.		2008	2009	2010	2011e	2012e
<b>Compound growth %</b>	-3yr	-5yr					
Sales	15.16	20.74	1403	1583	1794	2187	2638
EBITDA	11.51	14.55	1109	1206	1330	1540	1714
Net profit	17.22	15.86	229	268	345	335	371
Earning/share	17.22	15.86	0.92	1.07	1.38	1.34	1.48
Dividend/share	13.96	NA	0.25	0.57	0.74	0.80	0.89
Book/share	14.34	14.01	3.84	4.41	5.11	5.88	6.63
<b>Profitability %</b>							
Gross margin	30.0	31.3	29.3	29.4	31.2	29.9	28.3
Profit margin	17.5	18.0	16.3	16.9	19.2	15.3	14.1
Return on Assets	8.0	8.0	6.9	7.4	9.7	8.9	8.9
Return on Equities	26.8	26.6	25.3	26.0	28.9	24.4	23.7
ROCE	12.4	12.3	11.6	12.3	13.5	13.1	12.7
<b>Liquidity (x)</b>							
Current Ratio	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6
Quick Ratio	0.3	0.2	0.2	0.3	0.2	0.3	0.4
OCF to Current Lia.	0.8	0.8	0.9	0.7	0.6	0.5	0.7
<b>Solvency (x)</b>							
L/T Debt/Capital	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Debt/Equity	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
L/T Debt/Assets	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
OCF/Total Lia.	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4
OCF to CAPEX	1.1	1.0	0.9	0.9	1.3	0.7	1.2
<b>Valuation</b>							
Price/Earning (x)	5.7	6.3	4.4	5.4	7.3	6.5	6.0
EV/EBITDA (x)	1.5	1.7	1.1	1.4	2.1	1.8	1.7
Price/Book (x)	1.4	1.6	1.1	1.3	2.0	1.6	1.5
Dividend yield %	7.8	8.0	6.2	9.8	7.3	8.3	9.2
<b>Assumption</b>							
Rental income growth (%)	8.25	11.99	13.6	9.2	2.3	12.0	10.0
Income growth from car sales (%)	28.77	103.62	49.2	13.8	25.8	58.2	48.2
Net profit (%)			7.2	17.0	28.4	-2.7	10.7
Effective tax (%)			8.3%	6.6%	9.2%	27.0%	27.0%
<b>Balance Sheet</b>							
Cash			104	137	156	160	351
Account Receivable			125	163	160	199	240
Inventories			38	50	64	77	95
Current Assets			373	417	446	523	791
Fixed Assets			49	45	52	50	70
Others			129	176	161	180	180
Total Assets			3334	3615	3542	3751	4159
Current Liabilities			134	206	194	180	180
Account Payable			231	212	153	184	227
Total Current Liabilities			1091	1148	1267	1131	1353
Non Current Lia.			163	145	169	150	150
Total liabilities			2375	2513	2264	2281	2503
Total Equity			959	1102	1278	1471	1657