

กรุงไทยคาร์เร็นท์ แอนด์ ลีส

ปันผลกว่า 7% p.a. ยังเป็นจุดแข็งที่ราคาปัจจุบัน

กลยุทธ์ธุรกิจที่เป็นไปแบบเน้นเติบโตแบบเชิงรุก โดยเลือกเติบโตในกลุ่มรถยนต์ให้เข้าที่มีศักยภาพ การกำกับที่รัดกุม พร้อมกำหนดนโยบายตัดค่าเสื่อมราคาต่อรถที่อายุสั้น ซึ่งจะมีส่วนใน gross margin จากการขายรถและ ROE ที่สูงกว่าคู่แข่งอื่นๆ ปันผลกว่า 7% p.a. ยังเป็นจุดแข็งของหุ้น KCAR

ค่ากำไร 3Q60 พลิกกลับมาเติบโต รายได้ค่าเช่าขับเคลื่อน รายได้ขายรถทรงตัว

ค่ากำไรสุทธิ 3Q60 เท่ากับ 79 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 4.5% qoq (แต่ยังลดลง 3.9% yoy) หนุนด้วย ค่าการถรรุรายได้จากการให้เช่ารถยนต์ที่เติบโตสูงขึ้นตามปริมาณรถยนต์ให้เช่า (fleet) ที่เพิ่มขึ้นสุทธิ 139 คัน เป็น 7,939 คัน ณ สิ้นงวด 3Q60 (ประกอบด้วยยอดซื้อเข้า 508 คัน และขายออก 369 คัน) ขณะที่ค่าการรายได้จากการขายรถ off-fleet ค่อนข้างทรงตัวจากงวดก่อนหน้า สอดคล้องกับปริมาณรถ ขายออกที่ค่อนข้างทรงตัวเช่นกัน หากพิจารณาจากค่าการถรรุ gross margin รวมทั้ง 2 ธุรกิจหลักพบว่า ลดลงทั้ง 2 กลุ่ม โดยในธุรกิจรถยนต์ให้เช่านั้น เป็นผลกระทบจากการที่บริษัทฯ เน้นให้เช่ารถกลาง-เล็ก ซึ่งให้ margin ต่ำกว่ารถในกลุ่ม premium นอกจากนี้ ระยะเวลาการให้เช่ารถที่นานขึ้น มีผลต่อราคา ค่าเช่าที่ถูกลงเช่นกัน ส่วนธุรกิจขายรถ off-fleet ยังเป็นผลกระทบต่อเนื่องจากนโยบายเข้มงวดด้าน สินเชื่อของสถาบันการเงิน ทำให้เป็นอุปสรรคบ้างต่อการระบายรถออกไป อย่างไรก็ตามยังเห็นผลบวก จากค่าการถรรุอัตราภาษีเงินได้ที่อยู่ระดับต่ำกว่า 3% ของ EBT โดยรวมแล้ว จึงทำให้ค่าการถรรุกำไร สุทธิงวด 9M60 เท่ากับ 242 ล้านบาท เติบโต 11.8% yoy คิดเป็นสัดส่วนเพียง 68% ของประมาณการ กำไรสุทธิทั้งปี 2560 ที่ประเมินไว้เดิม

ลดประมาณการ ประเมินรายได้ค่าเช่าสูงไป และรายได้จากการขายรถต่ำไป

ฝ่ายวิจัยปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2560-61 ลง 10.9% และ 11.1% จากเดิม เพื่อสะท้อนการ ปรับลดสมมติฐานรายได้ค่าเช่ารถปี 2560-61 ที่สูงเกินไปมาก กัดดันด้วยเงื่อนไขของสัญญาเช่าและ ระยะเวลาเช่ารถที่เปลี่ยนแปลงไป ดังกล่าวในตอนต้น ส่งผลกระทบต่อ gross margin ของธุรกิจให้ ลดลงด้วย อย่างไรก็ตาม ฝ่ายวิจัยปรับเพิ่มสมมติฐานรายได้จากการขายรถยนต์ขึ้น เพื่อสะท้อน ปริมาณการขายรถ off-fleet ที่เพิ่มขึ้นมาจากสมมติฐานเดิมที่กำหนด ส่งผลบวกต่อ gross margin ของธุรกิจให้เพิ่มขึ้นด้วย นอกจากนี้ ยังได้ปรับเพิ่มสมมติฐาน effective tax rate ขึ้นมาที่เฉลี่ยราว 3-5% จากเดิมที่ประเมินไว้ต่ำเพียง 1% ภายใต้ปรับลดประมาณการ ค่ากำไรสุทธิปี 2560 หดตัวเล็กน้อย ราว 1.4% yoy แต่คาดว่าจะกลับฟื้นตัวราว 7.5% yoy ในปี 2561 ด้วยแรงขับเคลื่อนจาก 2 ส่วน ได้แก่ การเติบโตของรายได้จากธุรกิจรถให้เช่า และผลบวกด้านภาษีที่ยังอยู่ระดับต่ำต่อเนื่อง

ค่ากำไร 4Q60 เติบโตต่อ...งานประมูล KBANK ททยอยเข้า ปริมาณขายรถเพิ่มมาก

ค่ากำไรสุทธิ 4Q60 เติบโตต่อเนื่องจาก 3Q60 โดยค่าการรายได้จากธุรกิจให้เช่ารถยังทรงตัวได้ แม้มีรถ ครบกำหนดสัญญาต้องขายออกเพิ่มขึ้น แต่ชดเชยได้ด้วยรถให้เช่าจากงานประมูลของ KBANK (margin ต่ำ) ที่ทยอยส่งมอบราว 80 คัน (จากทั้งหมด 1,280 คัน) ในงวดนี้ ขณะที่ค่าการรายได้จากการ ขายรถ off-fleet เพิ่มขึ้นตามจำนวนรถขายออกที่คาด 434 คัน เพิ่มขึ้น 17.6% qoq และ 15.1% yoy

ให้นำหนักกับเงินปันผลที่เป็นจุดแข็งมาก ณ ราคาปัจจุบัน

แนะนำซื้อ พร้อมปรับไปใช้ fair value ปี 2561 อิง PER 12 เท่า คือ 16.80 บาท ปันผลเฉลี่ย 7% p.a. (ปีละ 2 ครั้ง) ยังเป็นจุดแข็ง โดยงวด 1H60 จ่าย 0.51 บาท (payout ratio กว่า 78%)

FY: ปี 31 ธ.ค.	FY58A	FY59A	FY60F	FY61F	FY62F
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	203	331	326	350	374
EPS (บาท)	0.81	1.32	1.30	1.40	1.50
EPS growth (yoy)	-4.8%	62.5%	-1.4%	7.5%	6.7%
PER (เท่า)	19.3	11.9	12.0	11.2	10.5
PBV (เท่า)	2.2	2.0	1.9	1.8	1.8
Dividend yields	2.8%	6.5%	6.4%	6.9%	7.3%
ROE	11.7%	17.5%	16.1%	16.7%	17.1%

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ตาม บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย พลัส จำกัด ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใดๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้น โดยอ้างอิงถึงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือผูกพันใดๆ กับ บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย พลัส จำกัด ไม่ว่ากรณีใด

วันพฤหัสบดีที่ 2 พฤศจิกายน พ.ศ. 2560

KCAR

แนะนำ : ซื้อ



ราคาปัจจุบัน (บาท):	15.70
ราคาเป้าหมาย (บาท):	16.80
Upside	7.01%
Dividend Yield	6.87%
Total Return	13.40%
มูลค่าตลาด (ล้านบาท)	3,925

Technical Chart



CG Score : 3 = ดี
Anti-corruption Indic.: = ประกาศเจตนารมณ์

อุษณีย์ ลีวัธาน์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์ : 017928

usanee.re@asiaplus.co.th

พงศ์ธร นกกุลชัย

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

ภาคกำไร 3Q60 พลิกกลับมาเติบโต รายได้ค่าเช่าขับเคลื่อน รายได้ขายรถทรงตัว

ภาคกำไรสุทธิ 3Q60 เท่ากับ 79 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 4.5% qoq (แต่ยังลดลง 3.9% yoy) หนุนด้วย ค่าดการณียรายได้จากการให้เช่ารถยนต์ที่เติบโตสูงขึ้นตามปริมาณรถยนต์ให้เช่า (fleet) ที่เพิ่มขึ้นสุทธิ 139 คัน เป็น 7,939 คัน ณ สิ้นงวด 3Q60 (ประกอบด้วยยอดซื้อเข้า 508 คัน และขายออก 369 คัน) ขณะที่รายได้จากการขายรถ off-fleet ค่อนข้างทรงตัวจากงวดก่อนหน้า สอดคล้องกับปริมาณรถขายออกที่ค่อนข้างทรงตัวเช่นกัน หากพิจารณาคาดการณ์ gross margin รวมทั้ง 2 ธุรกิจหลักพบว่า ลดลงทั้ง 2 กลุ่ม โดยในธุรกิจรถยนต์ให้เช่านั้น เป็นผลกระทบจากการที่บริษัทฯ เน้นให้เช่ารถกลาง-เล็ก ซึ่งให้ margin ต่ำกว่ารถในกลุ่ม premium นอกจากนี้ ระยะเวลาการให้เช่ารถที่นานขึ้น มีผลต่อราคาเช่าที่ถูกลงเช่นกัน ส่วนธุรกิจขายรถ off-fleet ยังเป็นผลกระทบต่อเนื่องจากนโยบายเข้มงวดด้านสินเชื่อของสถาบันการเงิน ทำให้เป็นอุปสรรคบ้างต่อการระบายรถออกไป อย่างไรก็ตาม ยังเห็นผลบวกจากคาดการณ์อัตราภาษีเงินได้ที่อยู่ระดับต่ำกว่า 3% ของ EBT ตามมาตรการลดหย่อนภาษีของภาครัฐ สำหรับเงินได้ที่จ่ายเพื่อซื้อสินทรัพย์ลงทุนในอัตรา 150% โดยรวมแล้ว จึงทำให้คาดการณ์กำไรสุทธิงวด 9M60 เท่ากับ 242 ล้านบาท เติบโต 11.8% yoy คิดเป็นสัดส่วน 68% ของประมาณการกำไรสุทธิทั้งปี 2560 ที่ประเมินไว้เดิม โดยสรุปภาพรวมผลการดำเนินงานดังนี้

(+) คาดรายได้จากการให้เช่ารถในงวด 3Q60 เท่ากับ 296 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 4.5% qoq และ 6.7% yoy ภายใต้จำนวนรถยนต์ให้เช่า ณ สิ้นงวด 3Q60 เท่ากับ 7,939 คัน เพิ่มขึ้น 1.8% qoq และ 0.2% yoy ยังใกล้เคียงกับเป้าหมาย ณ สิ้นปี 2560 ที่บริษัทฯ ประเมินไว้ 7,969 คัน ประกอบด้วยการเปลี่ยนแปลงดังนี้ 1) จำนวนรถยนต์ซื้อเข้า 508 คัน เพิ่มขึ้น 9.0% qoq แต่ยังคงลดลง 68.6% yoy ทำให้จำนวนรถยนต์ที่จัดซื้อเพิ่มเติมในงวด 9M60 เพิ่มขึ้นเป็น 1,078 คัน คิดเป็นสัดส่วน 70% ของเป้าหมายการจัดซื้อรถยนต์ในปี 2560 ที่ 1,550 คัน และ 2) จำนวนรถยนต์ขายออก 369 คัน เพิ่มขึ้นราว 0.8% qoq แต่ยังคงลดลง 22.5% yoy ทำให้จำนวนรถยนต์ที่ขายออกไปในงวด 9M60 เพิ่มขึ้นเป็น 1,366 คัน คิดเป็นสัดส่วน 76% ของเป้าหมายการขายรถยนต์ในปี 2560 ที่ 1,800 คัน

สำหรับคาดการณ์ gross margin ของธุรกิจรถยนต์ให้เช่าในงวด 3Q60 เท่ากับ 19.30% ลดลงจาก 19.47% ในงวด 2Q60 ผลกระทบต่อเนื่องจาก 3 ปัจจัยหลักๆ ได้แก่ 1) การที่บริษัทฯ เน้นให้เช่ารถกลาง-เล็ก ซึ่งให้ margin ต่ำกว่ารถในกลุ่ม premium 2) ระยะเวลาการให้เช่ารถที่นานขึ้น มีผลต่อราคาเช่าที่ถูกลงเช่นกัน สะท้อนได้จากสัดส่วนการเช่าที่ทำสัญญาระยะ 5 ปี เพิ่มขึ้นสูงเกิน 50% ของปริมาณรถยนต์ให้เช่ารวมไปแล้ว อีกทั้งการที่ลูกค้าเดิมต่ออายุการเช่าออกไปจากเดิม ทำให้ต้องปรับลดราคาเช่าให้ถูกลงราว 10% และ 3) การเข้ามาแข่งขันของคู่แข่งรายใหม่ๆ ในตลาดมากขึ้น

โดยรวมแล้ว คาดรายได้จากการให้เช่ารถในงวด 9M60 เท่ากับ 862 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 1.3% yoy คิดเป็นสัดส่วน 62% ของคาดการณ์รายได้จากการให้เช่ารถทั้งปี 2560 ที่ฝ่ายวิจัยประเมินไว้ ขณะที่ค่า gross margin ของธุรกิจรถยนต์ให้เช่าในงวด 9M60 เท่ากับ 17.87% ลดลงจาก 19.20% ในงวด 9M59 ยังต่ำกว่าสมมติฐาน gross margin ทั้งปี 2560 ที่ฝ่ายวิจัยประเมินไว้ถึง 20.30% จึงนำไปสู่การปรับลดรายได้ค่าเช่าและ gross margin ของธุรกิจรถยนต์ให้เช่าลงในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

(+) คาดรายได้จากการขายรถ off-fleet งวด 3Q60 เท่ากับ 190 ล้านบาท เพิ่มขึ้นแฉ่วตัวราว 0.8% qoq แต่ยังคงลดลงถึง 19.1% yoy สอดคล้องกับคาดการณ์ยอดจำหน่ายรถยนต์ off-fleet ในงวด 3Q60 ที่เพิ่มขึ้นแฉ่วตัวจากงวด 2Q60 ดังกล่าวข้างต้น ซึ่งยังเป็นผลกระทบต่อเนื่องจากนโยบายเข้มงวดด้านสินเชื่อของสถาบันการเงิน ทำให้เป็นอุปสรรคบ้างต่อการระบายรถออกไป ส่งผลให้คาดการณ์ gross margin จากธุรกิจขายรถ off-fleet ในงวด 3Q60 ลดลงมาที่ 34.83% จาก 35.85% ในงวด 2Q60

โดยรวมแล้ว คาดรายได้จากการขายรถยนต์ off-fleet ในงวด 9M60 เท่ากับ 675 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 10.6% yoy คิดเป็นสัดส่วนถึง 81% ของรายได้จากการขายรถยนต์มือสองทั้งปี 2560 ที่ฝ่ายวิจัยประเมินไว้ ขณะที่คาด gross margin ของธุรกิจขายรถยนต์ off-fleet ในงวด 9M60 เท่ากับ 35.82% เพิ่มขึ้นจาก 33.11% ในงวด 9M59 ยังสูงกว่าสมมติฐาน gross margin ทั้งปี 2560 ที่ฝ่ายวิจัยประเมินไว้เพียง 33% จึงนำไปสู่การปรับเพิ่มรายได้จากการขายรถยนต์ และ gross margin ของธุรกิจการขายรถยนต์ off-fleet ลงในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

(-) **ค่าง่ายในการขายและบริหารงวด 3Q60 เท่ากับ 36 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 3.6% qoq แต่ยังคงลดลง 12.0% yoy** โดยการเพิ่มขึ้นของค่าง่ายที่เป็นไปในทิศทางที่สอดคล้องกับรายได้รวม ทำให้ค่าง่ายต่อรายได้ cost to income ratio ในงวด 3Q60 ยังทรงตัวจากงวด 2Q60 ที่ราว 7.3%

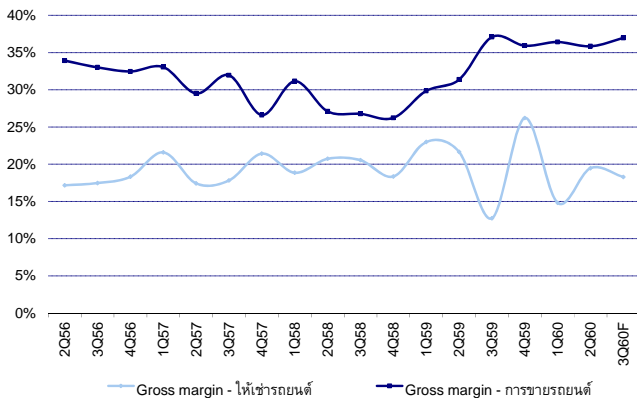
โดยรวมแล้ว ค่าง่ายต่อรายได้ cost to income ratio ในงวด 9M60 เท่ากับ 7.6% ลดลงจาก 7.9% ในงวด 9M59 ยังสอดคล้องกับสมมติฐานทั้งปี 2560 ที่ฝ่ายวิจัยประเมินไว้ 7.8%

(+) **ค่าง่ายภาษีเงินได้ในงวด 3Q60 เท่ากับ 2 ล้านบาท ลดลงถึง 31.5% qoq แต่ยังคงเพิ่มขึ้นจากที่แสดงการโอนกลับค่าง่ายภาษีเงินได้ราว 7 ล้านบาทในงวด 3Q59** โดยคาดอัตราภาษีเงินได้ (effective tax rate) อยู่ระดับต่ำกว่า 3% ของ EBT ตามมาตรการลดหย่อนภาษีของภาครัฐ สำหรับเงินได้ที่จ่ายเพื่อซื้อสินทรัพย์ลงทุนสำหรับงวดปี 2560 ในอัตรา 150%

ทั้งนี้ KCAR ได้รับการยกเว้นภาษีเงินได้ฯ ทั้งจำนวนสำหรับเงินได้ที่จ่ายเพื่อการลงทุน (fixed assets) ที่เกิดขึ้นตั้งแต่ปี 2559 (คิดเป็น 200% ของเงินลงทุน หากรวมผลบวกจากค่าเสื่อมราคาหักภาษีได้) และต่อเนื่องถึงปี 2560 อีก 50% (คิดเป็น 1.5 เท่า ของเงินลงทุนหากรวมผลบวกจากค่าเสื่อมราคาหักภาษีได้) เฉลี่ยเป็นสัดส่วนไปในระยะเวลา 5 ปี ตามพระราชบัญญัติฉบับที่ 604 (พ.ศ. 2559) ลงวันที่ 18 เมษายน 2559 โดย KCAR เน้นการบริหารค่าง่ายภาษีหัก ณ ที่จ่าย สำหรับรายได้จากการดำเนินงานปกติ กับค่าง่ายภาษีเงินได้ที่ได้รับยกเว้นให้สมดุลกัน จึงเห็น effective tax rate ในระดับต่ำมากหรือแสดงเป็นยอดโอนกลับในบางไตรมาสขึ้นกับจำนวนสินทรัพย์ที่ลงทุนเพิ่ม

โดยรวมแล้ว คาดกำไรสุทธิงวด 9M60 เท่ากับ 242 ล้านบาท เติบโต 11.8% yoy คิดเป็นสัดส่วน 66% ของประมาณการกำไรสุทธิปี 2560 ที่ฝ่ายวิจัยประเมินไว้ โดยคาด ROE ในงวด 9M60 เท่ากับ 16.1% เพิ่มขึ้นจาก 15.8% ในงวด 9M59 แต่ยังคงต่ำกว่าสมมติฐาน ROE ทั้งปี 2560 ที่ฝ่ายวิจัยประเมินไว้ที่ 17.9% จึงนำไปสู่การปรับลดประมาณการผลการดำเนินงานรวมปี 2560-61 ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

Gross margin รายไตรมาสแบ่งตามประเภทธุรกิจของ KCAR



ที่มา : งบการเงิน/ฝ่ายวิจัย ASPS

ลดประมาณการ ประเมินรายได้ค่าเช่าสูงไป และรายได้จากการขายรถต่ำไป

ฝ่ายวิจัยปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2560-61 ลง 10.9% และ 11.1% จากเดิม เพื่อสะท้อนการปรับลดสมมติฐานรายได้ค่าเช่ารถปี 2560-61 ที่สูงเกินไปมาก กัดดันด้วยเงื่อนไขของสัญญาเช่าและระยะเวลาเช่ารถที่เปลี่ยนแปลงไป ดังกล่าวในตอนต้น ส่งผลกระทบต่อ gross margin ของธุรกิจให้ลดลงด้วย อย่างไรก็ตาม ฝ่ายวิจัยปรับเพิ่มสมมติฐานรายได้จากการขายรถยนต์ปี 2560-61 เพิ่มขึ้นเพื่อสะท้อนปริมาณการขายรถ off-fleet ที่เพิ่มขึ้นมาจากสมมติฐานเดิมที่กำหนด ส่งผลบวกต่อ gross margin ของธุรกิจให้เพิ่มขึ้นด้วย นอกจากนี้ ยังได้ปรับเพิ่มสมมติฐาน effective tax rate ขึ้นมาที่เฉลี่ยราว 3-5% จากเดิมที่ประเมินไว้ต่ำเพียง 1% ดังแสดงสรุปในตารางด้านล่าง ภายใต้การปรับลดประมาณการ คาดกำไรสุทธิปี 2560 หดตัวเล็กน้อยราว 1.4% yoy แต่คาดว่าจะกลับฟื้นตัวราว 7.5% yoy ในปี 2561 ด้วยแรงขับเคลื่อนจาก 2 ส่วน ได้แก่ การเติบโตของรายได้จากธุรกิจรถให้เช่า และผลบวกจากสิทธิประโยชน์ทางภาษีที่ยังอยู่ระดับต่ำต่อเนื่อง

ปริมาณรถยนต์ให้เช่า ชื่อ ขายออกของ KCAR และ Toyota Sure

KCAR												
	1Q59	2Q59	3Q59	4Q59	1Q60	2Q60	3Q60	9M60	9M59	2559	2560F	2561F
Fleet	6,879	6,784	7,923	8,219	7,677	7,800	7,939	23,416	21,586	8,219	7,969	8,069
ปริมาณรถเช่า	191	235	1,619	672	83	466	508	1,057	2,045	2,717	1,550	1,800
ปริมาณรถขายออก	277	332	476	377	631	366	369	1,366	1,085	1,462	1,800	1,700

T-Sure												
	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	9M60	9M59	2016A	2560F	2561F
ปริมาณรถขายออก (ไม่รวมรถ KCAR)	139	103	68	73	66	69	92	227	310	383	280	400

ที่มา : KCAR/ ฝ่ายวิจัย ASPS

ประมาณการกำไรสุทธิปี 2560-61 ภายหลังจากปรับปรุงของ KCAR

ลักษณะ	ใหม่		เดิม		% เปลี่ยนแปลง	
	2560F	2561F	2560F	2561F	2560F	2561F
กำไรสุทธิ	326	350	366	394	-10.9%	-11.1%
EPS (บาท)	1.30	1.40	1.46	1.58	-10.9%	-11.1%
ROE	16.1%	16.7%	18.1%	18.7%	-10.8%	-10.7%
DPS (บาท)	1.00	1.08	1.14	1.23	-12.0%	-12.2%
Fair value (บาท)		16.80		18.90		-11.1%
Target PER (x)		12		12		
สมมติฐานในการประมาณการ						
รายได้จากค่าเช่ารถยนต์	1,167	1,248	1,393	1,462	-16.2%	-14.6%
รายได้จากการขายรถยนต์	874	935	830	895	5.3%	4.4%
Gross margin - เช่ารถยนต์	18.00%	19.00%	20.30%	20.50%		
Gross margin - ขายรถยนต์	36.00%	36.00%	33.00%	33.20%		
Gross margin - รวม	27.62%	28.14%	27.30%	27.65%		
ค่าใช้จ่ายภาษีเงินได้ฯ	8	18	4	4	126.2%	363.3%
Effective tax rate	2.50%	5.00%	1.00%	1.00%		

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

KCAR เป็นผู้ประกอบธุรกิจให้เช่ารถแบบครบวงจรที่มีประสบการณ์ที่ยาวนานกว่า 25 ปี โดยเน้นการให้บริการเช่ารถแบบระยะยาวภายใต้สัญญาเช่าดำเนินงาน (Operating Lease) ภายใต้อำนาจรถยนต์ให้เช่า พันคัน ฐานลูกค้ากว่าพันราย ส่วนใหญ่เป็นบริษัทเอกชน (75%) ที่เหลือเป็นหน่วยงานภาครัฐและรัฐวิสาหกิจ (25%) โดยรถที่บริษัทให้เช่าจะเป็นรถแบรนด์ญี่ปุ่นที่อยู่ในความนิยม ได้แก่ โตโยต้า (สัดส่วน 80%) ฮอนด้า นิสสัน และอีซูซุ ประกอบด้วย รถยนต์นั่ง 40% ส่วนที่เหลือเป็นรถกระบะ รถตู้ รถ SUV และรถ MPV

ทั้งนี้ จุดแข็งของ KCAR คือ การให้บริการที่ครบวงจร เริ่มต้นจากมีบริษัทในเครือที่ดำเนินธุรกิจ ดีเซลเลอร์ขายรถยนต์ Toyota ได้แก่ บ.โตโยต้า กรุงเทพฯ จำนวน 3 แห่ง (เป็นดีเซลเลอร์รายใหญ่ในอันดับ ต้นๆ ของ บ.โตโยต้า มอเตอร์ (ประเทศไทย) : TMT) ทำให้ KCAR สามารถจัดหารถยนต์เช่า รวมถึง ข้อมูลการเช่าซื้อรถยนต์ได้ถูกจังหวะ ช่วยประหยัดต้นทุนการซื้อรถยนต์ไปได้มาก นอกจากนี้ ยังมี บริการซ่อมรถยนต์โดยมีศูนย์ซ่อมบำรุงและตรวจเช็คสภาพรถ (ที่ทำสัญญากับ KCAR) มากกว่า 800 แห่ง ทั่วประเทศ ทำให้สามารถควบคุมต้นทุนค่าซ่อมบำรุง และต้นทุนค่าอะไหล่ ได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น อีกทั้ง KCAR ยังมีธุรกิจจำหน่ายรถยนต์ใช้แล้ว (off-fleet) ผ่านบริษัทย่อย ได้แก่ กรุงเทพฯ ออโตโมบิลฯ (ถือหุ้น 100%) ซึ่งได้เข้าร่วมโครงการกับ บ. โตโยต้า มอเตอร์ ประเทศไทย จำกัด ในโครงการ “Toyota Sure” ซึ่งเป็นโครงการจำหน่ายรถยนต์ใช้แล้วภายใต้มาตรฐานของ Toyota ซึ่งปัจจุบันมีศูนย์จำหน่ายอยู่ทั้งหมด 3 สาขา ทำให้สามารถจำหน่ายรถยนต์ off-fleet ภายใต้ มูลค่าที่เหมาะสมมากกว่าที่จะนำออกไปจำหน่ายผ่านชั้นตอนประมูลเช่นเดียวกับคู่แข่งอื่นๆ

ทั้งนี้ จุดเด่นของโครงสร้างธุรกิจข้างต้น เป็นความได้เปรียบที่เหนือกว่าคู่แข่ง โดยเฉพาะคู่แข่งอันดับ ต้นๆ ในกลุ่มฯ อาทิ PL และ ASAP ที่ไม่ได้มีการให้บริการต่อยอดทั้งในขั้นต้นและขั้นปลายที่ครบ วงจรเช่น KCAR เป็นปัจจัยบวกที่ช่วยหนุนศักยภาพการทำกำไรของ KCAR ให้สูงกว่าคู่แข่งโดยเฉพาะ ในช่วงที่เกิดวิกฤติราคาขายรถมือสอง รวมถึงการฟื้นตัวของเศรษฐกิจที่ล่าช้าในช่วงที่ผ่านมา

เปรียบเทียบผลการดำเนินงานงวด 1H60 ของ KCAR และคู่แข่งในกลุ่มฯ ASAP, PL

ล้านบาท	KCAR	ASAP	PL
รายได้รวม	1,075	1,001	1,892
กำไรสุทธิ	163	67	103
สินทรัพย์ที่มีไว้เพื่อให้เช่า-สุทธิ	3,488	7,149	9,526
% เติบโต (yoy)	21.8%	66.3%	-5.6%
โครงสร้างรายได้			
รายได้จากค่าเช่ารถยนต์ตามสัญญาเช่าดำเนินงาน	53%	78%	70%
รายได้จากสัญญาเช่าการเงิน	0%	0%	4%
รายได้จากการขายรถยนต์	45%	21%	25%
รายได้อื่นๆ	2%	1%	1%
Gross margin			
การให้เช่ารถยนต์	17.13%	24.51%	19.98%
การขายรถยนต์	36.20%	9.14%	-1.60%
รวม	27.53%	21.31%	14.25%
ROAE	16.54%	13.50%	7.49%
ROAA	8.65%	1.89%	1.58%
หนี้สินที่มอดอกเบียดจ่าย/ทุน (เท่า)	1.0	3.8	3.4

ที่มา : งบการเงิน/ฝ่ายวิจัย ASPS

ประเด็นที่มีน้ำหนักต่อประมาณการและ Fair value ปี 2561 ของ KCAR

รายได้จากธุรกิจให้เช่ารถยนต์ที่ต่ำกว่าคาด เนื่องจากสัดส่วนรายได้จากให้เช่ารถยนต์ที่คิดเป็น 55% ของรายได้รวม จะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของ KCAR จากการศึกษาของฝ่ายวิจัย พบว่า ทุกๆ 1% ของรายได้ค่าเช่ารถที่ลดลงจากคาดการณ์ปัจจุบันที่ 1.25 พันล้านบาท จะส่งผลกระทบต่อกำไรสุทธิปี 2561 ปรับตัวลดลงราว 0.4% จากคาดการณ์ปัจจุบันที่ 350 พันล้านบาท และทำให้ Fair value ปี 2561 ลดลง 0.4% จากปัจจุบันที่ 16.80 บาท

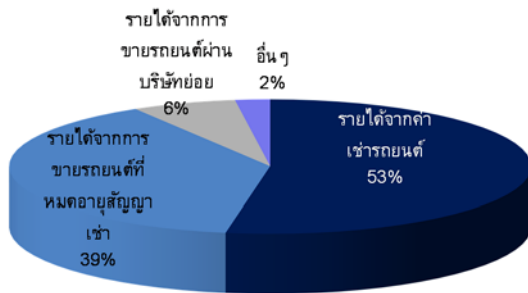
รายได้จากธุรกิจจำหน่ายรถยนต์มือสองที่ต่ำกว่าคาด เนื่องจากสัดส่วนรายได้จากการจำหน่ายรถยนต์ที่คิดเป็น 43% ของรายได้รวม จะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของ KCAR จากการศึกษาของฝ่ายวิจัยพบว่า ทุกๆ 1% ของรายได้จากการจำหน่ายรถยนต์มือสองที่ลดลงจากคาดการณ์ปัจจุบันที่ 935 ล้านบาท จะส่งผลกระทบต่อกำไรสุทธิปี 2561 ปรับตัวลดลงราว 0.7% จากคาดการณ์ปัจจุบันที่ 350 พันล้านบาท และทำให้ Fair value ปี 2561 ลดลง 0.7% จากปัจจุบันที่ 16.80 บาท

ผลการดำเนินงานไตรมาส 3Q60 และ 9M60 ของ KCAR

(ล้านบาท)	1Q59	2Q59	3Q59	4Q59	1Q60	2Q60	3Q60F	%QoQ	%YoY	9M60F	9M59	%YoY
รายได้จากค่าเช่ารถยนต์	289	285	277	282	284	283	296	4.5%	6.7%	862	851	1.3%
รายได้จากการขายรถยนต์	188	187	235	197	296	189	190	0.8%	-19.1%	675	610	10.6%
ต้นทุนการให้เช่ารถยนต์	(223)	(223)	(242)	(208)	(242)	(228)	(239)	4.7%	-1.4%	(708)	(688)	3.0%
ต้นทุนการขายรถยนต์	(132)	(129)	(148)	(126)	(188)	(121)	(124)	2.4%	-16.2%	(433)	(408)	6.1%
กำไรขั้นต้น	123	120	123	145	150	123	123	0.5%	0.6%	396	366	8.3%
รายได้อื่น	18	15	15	15	11	12	15	27.0%	3.3%	38	48	-19.8%
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(41)	(35)	(40)	(36)	(47)	(34)	(36)	3.6%	-12.0%	(116)	(116)	0.5%
ค่าใช้จ่ายอื่น	(5)	(6)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	-5.0%	-5.9%	(15)	(16)	-7.3%
ต้นทุนทางการเงิน	(16)	(16)	(16)	(19)	(20)	(17)	(17)	0.2%	4.4%	(54)	(49)	10.8%
กำไรก่อนภาษีเงินได้	79	79	75	100	90	78	81	9.0%	7.6%	249	233	7.0%
หัก ภาษีเงินได้	(16)	(7)	7	14	(3)	(2)	(2)	-31.5%	n.m.	(6)	(16)	-59.2%
กำไรสุทธิ	63	72	82	114	88	76	79	4.5%	-3.9%	242	217	11.8%
EPS (บาท)	0.25	0.29	0.33	0.46	0.35	0.30	0.32	4.5%	-3.9%	0.97	0.87	11.8%
กำไรจากการดำเนินงาน	63	72	82	114	88	76	79	4.5%	-3.9%	242	217	11.8%
Norm EPS (บาท)	0.25	0.29	0.33	0.46	0.35	0.30	0.32	4.5%	-3.9%	0.97	0.87	11.8%
สินทรัพย์ที่ไปเพื่อเช่าเดบิต	-4.2%	-3.5%	20.0%	5.8%	-5.4%	1.4%	4.5%			6.0%	11.8%	
Gross margin	28.5%	27.8%	26.0%	32.3%	27.3%	27.8%	27.6%			27.6%	27.4%	
Cost/ Income Ratio	8.5%	7.4%	7.9%	7.6%	8.0%	7.3%	7.3%			7.6%	7.9%	
ROE	13.9%	15.4%	17.7%	23.6%	17.3%	15.0%	15.8%			16.1%	15.8%	
IBD/Equity (x)	0.88	0.82	1.13	1.27	1.02	1.00	1.02			1.02	1.13	

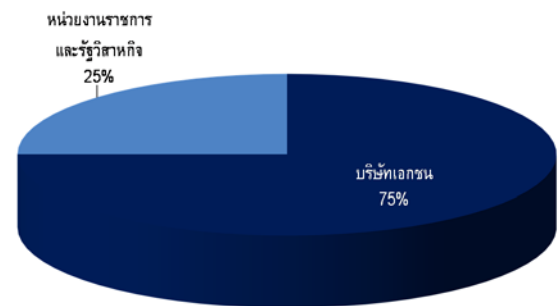
ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASPS

โครงสร้างรายได้งวด 1H60 ของ KCAR



ที่มา : LIT

สัดส่วนรายได้จากกลุ่มลูกค้าของ KCAR ในงวด 1H60



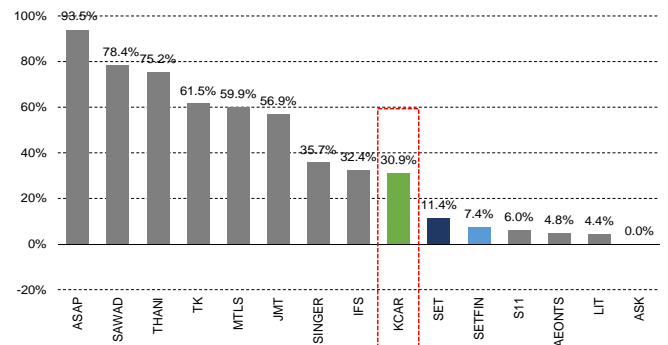
ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASPS

Historical PER Band ของ KCAR



ที่มา : Bloomberg

ผลตอบแทนตั้งแต่ต้นปี 2560 ถึงปัจจุบันของ KCAR เทียบกับกลุ่มฯ



ที่มา : รวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ASPS

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2560-62

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2559	2560F	2561F	2562F
รายได้จากค่าเช่ารถยนต์	1,133	1,167	1,248	1,336
รายได้จากการขายรถยนต์	808	874	935	1,079
ต้นทุนการให้เช่ารถยนต์	(896)	(957)	(1,011)	(1,075)
ต้นทุนการขายรถยนต์	(535)	(559)	(598)	(690)
กำไรขั้นต้น	510	525	574	649
รายได้อื่น	63	54	57	59
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(152)	(153)	(162)	(179)
ค่าใช้จ่ายอื่น	(21)	(22)	(23)	(26)
ต้นทุนทางการเงิน	(67)	(69)	(76)	(88)
กำไรก่อนภาษีเงินได้	333	334	369	415
หัก ภาษีเงินได้	(2)	(8)	(18)	(42)
MI	-	-	-	-
กำไรสุทธิ	331	326	350	374
EPS (บาท)	1.32	1.30	1.40	1.50
กำไรจากการดำเนินงาน	331	326	350	374
Norm EPS (บาท)	1.32	1.30	1.40	1.50

งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	3Q59	4Q59	1Q60	2Q60
รายได้จากค่าเช่ารถยนต์	277	282	284	283
รายได้จากการขายรถยนต์	235	197	296	189
ต้นทุนการให้เช่ารถยนต์	(242)	(208)	(242)	(228)
ต้นทุนการขายรถยนต์	(148)	(126)	(188)	(121)
กำไรขั้นต้น	123	145	150	123
รายได้อื่น	15	15	11	12
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(40)	(36)	(47)	(34)
ค่าใช้จ่ายอื่น	(5)	(5)	(5)	(5)
ต้นทุนทางการเงิน	(16)	(19)	(20)	(17)
กำไรก่อนภาษีเงินได้	75	100	90	78
หัก ภาษีเงินได้	7	14	(3)	(2)
MI	-	-	-	-
กำไรสุทธิ	82	114	88	76
EPS (บาท)	0.33	0.46	0.35	0.30
กำไรจากการดำเนินงาน	82	114	88	76
Norm EPS (บาท)	0.33	0.46	0.35	0.30

อัตราส่วนทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2559	2560F	2561F	2562F
Gross margin - การให้เช่ารถยนต์	20.95%	18.00%	19.00%	19.50%
Gross margin - การขายรถยนต์	33.80%	36.00%	36.00%	36.00%
Gross margin - รวม	28.60%	27.62%	28.14%	28.63%
หนี้สินระยะสั้น/ หนี้สินรวม	50.7%	48.1%	45.2%	43.3%
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยจ่าย/ทุน (เท่า)	1.27	1.26	1.38	1.51
Cost to income ratio	7.8%	7.5%	7.4%	7.4%
ROAA	7.82%	6.90%	6.97%	6.79%
ROAE	17.54%	16.14%	16.70%	17.14%

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2560-62 (ต่อ)

งบดุล (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2559	2560F	2561F	2562F
เงินสดและเงินฝากธนาคาร	162	30	36	40
ลูกหนี้การค้าและลูกหนี้อื่น	162	178	196	215
สินค้าคงเหลือ	220	253	291	334
สินทรัพย์ที่มีไว้เพื่อให้เช่า	3,635	3,817	4,122	4,452
สินทรัพย์อื่น	460	527	610	714
สินทรัพย์รวม	4,640	4,805	5,255	5,756
เงินเบิกเกินบัญชีและเงินกู้ระยะสั้น	672	500	450	430
เงินกู้ยืมอื่นๆ	1,173	1,000	1,085	1,224
หนี้สินตามสัญญาเช่าซื้อ	678	1,100	1,420	1,700
หนี้สินรวม	2,657	2,748	3,117	3,532
ทุนเรียกชำระแล้ว	250	250	250	250
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	162	162	162	162
สำรองอื่น	30	30	30	30
กำไรสะสม	1,540	1,615	1,695	1,781
ส่วนของผู้ถือหุ้น	1,982	2,057	2,138	2,224
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	4,640	4,805	5,255	5,756

งบดุลรายไตรมาส

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	3Q59	4Q59	1Q60	2Q60
เงินสดและเงินฝากธนาคาร	41	162	65	77
ลูกหนี้การค้าและลูกหนี้อื่น	148	162	169	161
สินค้าคงเหลือ	193	220	153	164
สินทรัพย์ที่มีไว้เพื่อให้เช่า	3,437	3,635	3,441	3,488
สินทรัพย์อื่น	431	460	530	606
สินทรัพย์รวม	4,251	4,640	4,357	4,496
เงินเบิกเกินบัญชีและเงินกู้ระยะสั้น	256	672	224	267
เงินกู้ยืมอื่นๆ	1,078	1,173	1,295	1,209
หนี้สินตามสัญญาเช่าซื้อ	780	678	591	495
หนี้สินรวม	2,382	2,657	2,289	2,532
ทุนเรียกชำระแล้ว	250	250	250	250
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	162	162	162	162
สำรองอื่น	30	30	30	30
กำไรสะสม	1,426	1,540	1,626	1,522
ส่วนของผู้ถือหุ้น	1,869	1,982	2,069	1,964
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	4,251	4,640	4,357	4,496

สมมติฐานในการประมาณการ

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2559	2560F	2561F	2562F
อัตราการเติบโตของสินทรัพย์ให้เช่า	17.4%	5.0%	8.0%	8.0%
อัตราการเติบโตของรายได้จากค่าเช่ารถยนต์	-0.5%	3.0%	7.0%	7.0%
อัตราการเติบโตของรายได้จากการขายรถยนต์	8.1%	8.2%	7.0%	15.4%
อัตราภาษีเงินได้	0.6%	2.5%	5.0%	10.0%
NPL/สินเชื่อบริการ	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%
ต้นทุนทางการเงินเฉลี่ย	3.1%	2.7%	2.8%	2.8%
รายได้อื่น/รายได้รวม	3.2%	2.6%	2.6%	2.5%
ค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญ/ลูกหนี้รวม	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%

ที่มา : งบการเงิน/ฝ่ายวิจัย ASPS