

เพิ่มคำแนะนำเป็นถือ ราคาหุ้นปรับฐานแรงไปแล้วเห็น Div yield กว่า 6%

► กำไร 3Q56 เริ่มกระเตื้อง แม้ยังไม่เท่าปกติ รายได้การขายรถไม่หดแรงเช่น 2Q56

KCAR ประกาศกำไรสุทธิ 3Q56 เท่ากับ 55 ล้านบาท เติบโต 5.0% qoq แต่ยังคงลดลง 46.5% yoy โดยผลการดำเนินงานงวดนี้เริ่มเห็นการกระเตื้องขึ้นจากงวดที่ผ่านมาซึ่งหดตัวแรงมากถึง 51% qoq ซึ่งฝ่ายวิจัยเชื่อว่าน่าจะสะท้อนจุดต่ำสุดของอุตสาหกรรมไปมากแล้ว เนื่องจากราคารถยนต์มือสองที่ปรับตัวลดลงกว่า 25-30% ในช่วงที่ผ่านมา เริ่มเห็นการทรงตัวมากขึ้น แม้กิจกรรมการขายยังคงไม่คึกคัก เนื่องจากยังต้องแข่งขันกับปริมาณรถยนต์ใหม่ที่ทยอยในภาวะล้นตลาด แต่ KCAR ก็สามารถระบายรถไปได้บางส่วนในงวดนี้ สะท้อนได้จากรถยนต์มือสองที่มีอยู่ในพอร์ตสินค้าคงเหลือ ณ สิ้น 3Q56 ปรับตัวลดลงเหลือราว 210 ล้านบาท จาก 230 ล้านบาท ณ สิ้น 2Q56 โดยที่รายได้จากการขายรถยนต์มือสองผ่านแบรนด์ Toyota Sure และที่อยู่ภายใต้การดำเนินงานของบริษัทเอง (42% ของรายได้รวมใน 3Q56) ใน 3Q56 ยังเห็นการปรับตัวลดลง 7.4% qoq และ 42.5% yoy อย่างไรก็ตาม ในส่วนของธุรกิจการให้เช่ารถยนต์แบบ Operating lease (58% ของรายได้รวม) ใน 3Q56 ยังคงค่อนข้างทรงตัวจากงวดที่ผ่านมา (แต่ยังหดตัว 3.8% yoy) โดยที่มูลค่าของสินทรัพย์ให้เช่ารวมหดตัวลง 1.4% qoq และ 6.6% yoy สำหรับ Gross margin จากการให้เช่ารถยนต์ใน 3Q56 ยังเห็นการปรับตัวเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง 3 ไตรมาสแล้ว มาที่ 17.47% จากที่ลดลงไปต่ำสุดเพียง 14.56% ใน 4Q55 ผลจากการปรับกลยุทธ์ของ KCAR ด้วยการปล่อยให้สัญญาเช่ารถลูกค้ากลุ่มที่ให้ margin ต่ำ ซึ่งได้แก่ กลุ่มลูกค้าราชการและรัฐวิสาหกิจหมดอายุไป โดยหันมาเน้นกลุ่มลูกค้าเอกชนที่ให้ margin สูงแทน แต่โดยรวมแล้ว ยังเห็น Gross margin โดยรวมใน 3Q56 ปรับตัวลดลงเหลือ 24% จาก 24.5% ใน 2Q56 นอกจากนี้ ยังเห็นปัจจัยบวกในงวดนี้ จากการลดลงของค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารราว 6.0% qoq และ 6.4% yoy แต่เนื่องจากการลดลงของรายได้รวมที่เป็นไปในสัดส่วนที่ใกล้เคียงกัน จึงทำให้ Cost to income ratio ใน 2Q56 ยังทรงตัวใกล้เคียงกับงวดที่ผ่านมาคือราว 8.2% เช่นเดียวกับค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยใน 3Q56 ที่ปรับตัวลดลงถึง 6.0% qoq และ 18.1% yoy สอดคล้องกับการลดลงของภาระหนี้สินที่มีอัตราดอกเบี้ยในงวดนี้มาที่ 514 ล้านบาท จาก 576 ล้านบาท ณ สิ้น 2Q56 โดยที่สัดส่วนหนี้สินต่อทุน ณ สิ้น 3Q56 ยังเดินทางลดลงต่อเนื่องเหลือเพียง 0.99 เท่า ซึ่งต่ำกว่าระดับ 1 เท่าในรอบหลายปีที่ผ่านมา โดยรวมแล้ว กำไรสุทธิใน 9M56 คิดเป็นสัดส่วน 84% ของประมาณการกำไรสุทธิทั้งปี 2556 ที่คาด

► เริ่มเห็นจุดต่ำสุด...คาดหวังการฟื้นตัวใน 2H57 ได้ตามแนวโน้มรถมือสองที่พลิกฟื้น

ฝ่ายวิจัยยังคงประมาณการผลการดำเนินงานปี 2556-58 ของ KCAR โดยคาดกำไรสุทธิปี 2556 จะลดลงอย่างมีนัยยะ จากปี 2555 ถึง 35.5% yoy แต่คาดจะกลับมาเติบโตในอัตราที่ชะลอตัวจากเดิมที่คาดไว้หรือราว 11.2% yoy และ 9.3% yoy ในปี 2557-58 ตามลำดับ ด้วยความหวังของการเติบโตของรายได้จากรัฐกิจหลักที่คาดว่าจะเริ่มเป็นไปในทิศทางที่สดใสมากขึ้นในช่วง 2H57 จากสถานการณ์รถยนต์มือสองที่จะเริ่มเข้าสู่ภาวะปกติ (Supply เริ่มลดลงเนื่องจากไม่ถูกแรงกดดันจากราคาขายรถใหม่ที่ออกสู่ตลาดเป็นจำนวนมากผิดปกติเช่นเดียวกับในช่วงต้นปี 2556)

► เพิ่มคำแนะนำเป็นถือ หุ้นปรับฐานแรงจน PER ต่ำ และให้ Div yields กว่า 6-7% p.a.

ฝ่ายวิจัยได้ปรับเพิ่มคำแนะนำลงทุนใน KCAR เป็นถือเพื่อรับเงินปันผล จากเดิมที่ให้ขาย เนื่องจากราคาหุ้นที่ผ่านการปรับฐานอย่างรุนแรงที่ผ่านมา จนเหลือ PER ปี 2557 เพียง 9.6 เท่า ภายใต้ Fair value ปี 2557 อิง PER 10 เท่า คือ 11.33 บาท เริ่มมี upside ราว 4% พร้อมทั้งคาดการณ์ Div yields เฉลี่ยที่สูง 6-7% p.a. ในช่วง 2 ปีข้างหน้า

Key Data (ล้านบาท)	FY54A	FY55A	FY56F	FY57F	FY58F
FY: ปีที่ 31 ธ.ค.					
กำไรสุทธิ	323	395	255	283	309
EPS (บาท)	1.29	1.58	1.02	1.13	1.24
Norm EPS (บาท)	1.30	1.59	1.03	1.15	1.25
PER (เท่า)	8.4	6.9	10.7	9.6	8.8
BVS (เท่า)	5.62	6.19	6.57	7.03	7.54
PBV (เท่า)	1.9	1.8	1.7	1.5	1.4
DPS (บาท)	0.76	0.82	0.60	0.67	0.73
Dividend Yields (%)	7.0%	7.5%	5.5%	6.1%	6.7%
ROE	24.1%	26.7%	16.0%	16.7%	17.0%

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใด ๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือพันธะผูกพันใด ๆ กับ บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่ว่ากรณีใด

วันพุธที่ 13 พฤศจิกายน พ.ศ.2556

คำแนะนำการลงทุน

ถือ

ราคาปัจจุบัน : 10.90 บาท

Fair Value ปี 2557: 11.33 บาท

มูลค่าตลาด : 2,725 ล้านบาท

การจัดอันดับบริษัทปี 2555

NR.



สัญลักษณ์	ระดับคะแนน	ความหมาย
▲▲▲▲▲	90-100	ดีเลิศ
▲▲▲▲	80-89	ดีมาก
▲▲▲	70-79	ดี
N/R	ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน	CGR

อุษณีย์ ลิ่วรัตน์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 017928

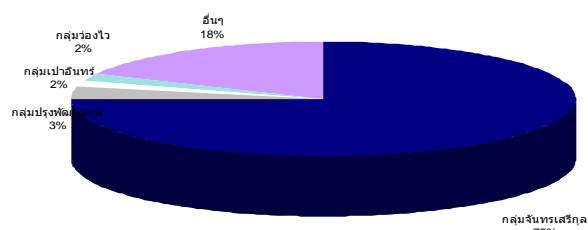
Usanee.re@asiaplus.co.th

ผลการดำเนินงานงวด 3Q56 และ 9M56 ของ KCAR

(ล้านบาท)	1Q55	2Q55	3Q55	4Q55	1Q56	2Q56	3Q56	%QoQ	%YoY	9M56	9M55	%YoY
รายได้จากค่าเช่ารถยนต์	282	280	275	266	266	264	265	0.2%	-3.6%	796	836	-4.8%
รายได้จากการขายรถยนต์	366	344	331	268	334	205	190	-7.4%	-42.5%	730	1,041	-29.9%
รายได้อื่น	24	24	22	22	20	18	19	7.9%	-11.3%	57	69	-18.5%
ต้นทุนการให้เช่ารถยนต์	(231)	(226)	(229)	(227)	(224)	(219)	(219)	-0.2%	-4.4%	(662)	(686)	-3.5%
ต้นทุนการขายรถยนต์	(232)	(220)	(199)	(150)	(198)	(136)	(128)	-6.1%	-35.9%	(461)	(650)	-29.1%
กำไรขั้นต้น	209	202	200	179	198	133	128	-3.4%	-35.9%	459	610	-24.7%
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(37)	(38)	(39)	(43)	(42)	(39)	(36)	-6.0%	-6.4%	(117)	(114)	2.5%
ค่าใช้จ่ายอื่น	(4)	(4)	(5)	(5)	(4)	(4)	(5)	19.3%	17.6%	(14)	(13)	5.7%
ต้นทุนทางการเงิน	(25)	(23)	(22)	(22)	(20)	(19)	(18)	-6.0%	-18.1%	(57)	(70)	-18.5%
กำไรก่อนภาษีเงินได้	142	136	134	110	133	70	68	-2.8%	-49.1%	271	413	-34.3%
หัก ภาษีเงินได้	(32)	(31)	(31)	(32)	(26)	(18)	(13)	-25.5%	-56.7%	(57)	(94)	-38.9%
MI	(1)	(0.8)	(0.7)	(0.4)	-	-	-	0.0%	n.m.	-	(2)	n.m.
กำไรสุทธิ	109	105	103	78	107	52	55	5.0%	-46.5%	214	317	-32.4%
EPS (บาท)	0.44	0.42	0.41	0.31	0.43	0.21	0.22	5.0%	-46.5%	0.86	1.27	-32.4%
กำไรจากการดำเนินงาน	110	106	103	78	107	52	55	5.0%	-46.8%	214	319	-32.9%
Norm EPS (บาท)	0.58	0.58	0.58	0.31	0.43	0.21	0.22	5.0%	-62.0%	0.86	1.74	-50.7%
สินทรัพย์ที่มีไว้เพื่อเช่าเดบโต	-1.2%	2.3%	-1.2%	-1.7%	-1.0%	-2.7%	-1.4%			-6.6%	2.2%	
Gross margin	28.6%	28.5%	29.4%	29.4%	29.8%	24.5%	24.0%			26.4%	31.1%	
Cost/ Income Ratio	5.7%	6.1%	6.4%	8.0%	7.0%	8.2%	8.0%			7.7%	5.9%	
ROE	32.6%	29.9%	26.9%	20.3%	26.7%	13.9%	14.3%			18.5%	29.8%	
Debt/Equity (x)	1.58	1.19	1.23	1.15	1.04	1.06	0.99			0.99	1.19	

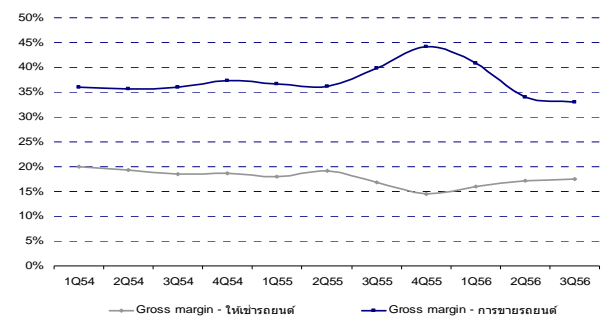
ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP

โครงสร้างผู้ถือหุ้นของ KCAR



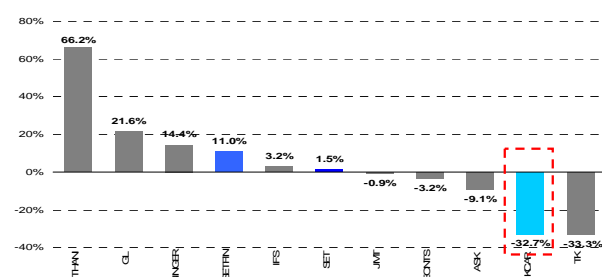
ที่มา : KCAR

Gross margin ของธุรกิจให้เช่ารถยนต์และการขายรถมือสอง



ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP

ผลตอบแทนของราคาหุ้น KCAR ตั้งแต่ต้นปี 2556 เทียบกับกลุ่มฯ



ที่มา : รวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ASP

Technical Chart ของ KCAR



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

ประมาณการกำไรสุทธิปี 2556-57 ของ KCAR

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)					งบดุล (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2555	2556F	2557F	2558F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2555	2556F	2557F	2558F
รายได้จากค่าเช่ารถยนต์	1,102	1,157	1,215	1,276	เงินสดและเงินฝากธนาคาร	157	89	50	2
รายได้จากการขายรถยนต์	1,309	786	880	985	ลูกหนี้การค้าและลูกหนี้อื่น	151	169	186	204
รายได้อื่น	91	58	63	68	สินค้าคงเหลือ	261	313	376	451
ต้นทุนการให้เช่ารถยนต์	(913)	(966)	(1,014)	(1,065)	สินทรัพย์ที่มีไว้เพื่อให้เช่า	2,863	2,806	3,030	3,333
ต้นทุนการขายรถยนต์	(800)	(479)	(537)	(601)	สินทรัพย์อื่น	227	239	253	269
กำไรขั้นต้น	789	556	606	663	สินทรัพย์รวม	3,660	3,616	3,895	4,259
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(157)	(138)	(149)	(161)	เงินเบิกเกินบัญชีและเงินกู้ระยะสั้น	194	213	234	258
ค่าใช้จ่ายอื่น	(18)	(14)	(15)	(16)	เงินกู้ยืมอื่นๆ	333	366	403	443
ต้นทุนทางการเงิน	(92)	(78)	(80)	(90)	หนี้สินตามสัญญาเช่าซื้อ	1,248	1,113	1,169	1,286
กำไรก่อนภาษีเงินได้	523	326	363	396	หนี้สินรวม	2,111	1,956	2,099	2,313
หัก ภาษีเงินได้	(125)	(68)	(76)	(83)	ทุนเรียกชำระแล้ว	250	250	250	250
MI	(3)	(3)	(3)	(4)	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	162	162	162	163
กำไรสุทธิ	395	255	283	309	สำรองอื่น	43	32	32	32
EPS (บาท)	1.58	1.02	1.13	1.24	กำไรสะสม	1,093	1,198	1,314	1,441
กำไรจากการดำเนินงาน	397	258	286	313	ส่วนของผู้ถือหุ้น	1,549	1,642	1,758	1,886
Norm EPS (บาท)	1.59	1.03	1.15	1.25	หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	3,660	3,598	3,858	4,200

งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)					งบดุลรายไตรมาส (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	4Q55	1Q56	2Q56	3Q56	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	4Q55	1Q56	2Q56	3Q56
รายได้จากค่าเช่ารถยนต์	266	266	264	265	เงินสดและเงินฝากธนาคาร	157	177	146	85
รายได้จากการขายรถยนต์	268	334	205	190	ลูกหนี้การค้าและลูกหนี้อื่น	151	179	156	146
รายได้อื่น	22	20	18	19	สินค้าคงเหลือ	261	216	230	210
ต้นทุนการให้เช่ารถยนต์	(227)	(224)	(219)	(219)	สินทรัพย์ที่มีไว้เพื่อให้เช่า	2,863	2,834	2,757	2,719
ต้นทุนการขายรถยนต์	(150)	(198)	(136)	(128)	สินทรัพย์อื่น	227	327	310	273
กำไรขั้นต้น	179	198	133	128	สินทรัพย์รวม	3,660	3,733	3,599	3,434
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(43)	(42)	(39)	(36)	เงินเบิกเกินบัญชีและเงินกู้ระยะสั้น	194	174	228	185
ค่าใช้จ่ายอื่น	(5)	(4)	(4)	(5)	เงินกู้ยืมอื่นๆ	333	340	348	329
ต้นทุนทางการเงิน	(22)	(20)	(19)	(18)	หนี้สินตามสัญญาเช่าซื้อ	1,248	1,201	1,125	1,040
กำไรก่อนภาษีเงินได้	110	133	70	68	หนี้สินรวม	2,111	2,088	1,999	1,872
หัก ภาษีเงินได้	(32)	(26)	(18)	(13)	ทุนเรียกชำระแล้ว	250	250	250	250
MI	(0)	-	-	-	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	162	162	162	162
กำไรสุทธิ	78	107	52	55	สำรองอื่น	1,093	1,200	1,155	1,117
EPS (บาท)	0.31	0.43	0.21	0.22	กำไรสะสม	1,093	1,200	1,155	1,117
NPL	5	4	5	5	ส่วนของผู้ถือหุ้น	1,549	1,645	1,600	1,562
NPL/ลูกหนี้รวม	2.9%	2.3%	3.3%	3.4%	หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	3,660	3,733	3,599	3,434

อัตราส่วนทางการเงิน					สมมติฐานในการประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2555	2556F	2557F	2558F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2555	2556F	2557F	2558F
Gross margin - การให้เช่ารถยนต์	17.15%	16.50%	16.50%	16.50%	อัตราการเติบโตของสินทรัพย์ให้เช่า	-1.8%	-2.0%	8.0%	10.0%
Gross margin - การขายรถยนต์	38.90%	39.00%	39.00%	39.00%	อัตราการเติบโตของรายได้จากค่าเช่ารถยนต์	0.4%	5.0%	5.0%	5.0%
Gross margin - รวม	31.55%	27.77%	28.11%	28.45%	อัตราการเติบโตของรายได้จากการขายรถยนต์	19.2%	-40.0%	12.0%	12.0%
หนี้สินระยะสั้น/ หนี้สินรวม	10.9%	12.6%	13.0%	13.0%	อัตราภาษีเงินได้	24.0%	21.0%	21.0%	21.0%
หนี้สิน/ทุน	1.15	1.03	1.03	1.05	NPL/สินเชื่อรวม	3.7%	2.5%	2.5%	2.5%
Cost to income ratio	6.5%	7.1%	7.1%	7.1%	ต้นทุนทางการเงินเฉลี่ย	5.2%	4.5%	4.6%	4.8%
ROAA	10.79%	7.00%	7.54%	7.59%	รายได้อื่น/ รายได้รวม	3.8%	3.0%	3.0%	3.0%
ROAE	26.72%	15.96%	16.65%	16.98%	ค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญ/ ลูกหนี้รวม	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP