

คำแนะนำการลงทุน

ขาย

ราคาปัจจุบัน : 12.50 บาท

Fair Value : 10.18 บาท

มูลค่าตลาด : 3,125 ล้านบาท

การจัดอันดับบริษัทปี 2555

NR.



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

รับมือสองทำพิษ กดยอดขายและกำไรหดตัวแรง...2H56 ลุ้นฟื้นตัวยาก

▶ กำไร 2Q56 ต่ำเกินคาดมาก การระบายนมือสองติดขัด Gross margin รวมหดตัว

KCAR ประกาศกำไรสุทธิ 2Q56 เพียง 51 ล้านบาท หดตัวถึง 52.4% qoq และ 43.4% yoy ต่ำเกินกว่าความคาดหมายของฝ่ายวิจัยมาก อีกทั้งยังทำระดับต่ำสุดในรายไตรมาสในรอบหลายปีที่ผ่านมา โดยมีปัจจัยกดดันหลักๆ จากการลดลงของรายได้จากการขายรถยนต์มือสองผ่านแบรนด์ Toyota Sure และที่อยู่ภายใต้การดำเนินการของบริษัทเอง (34% ของรายได้รวมใน 2Q56) ปรับตัวลดลงถึง 58.4% qoq และ 37.7% yoy - แยกว่าคาด อีกทั้งยังต่ำกว่าเป้าหมายการเติบโตของยอดขายรถยนต์มือสองทั้งปี 2556 ที่บริษัทฯ และฝ่ายวิจัยประเมินไว้ที่ 10% yoy โดยสต็อกรถยนต์มือสองที่มีอยู่ในพอร์ตสินค้าคงเหลือ ณ สิ้น 2Q56 ปรับตัวเพิ่มขึ้นมาที่ 230 ล้านบาท จาก 216 ล้านบาท ณ สิ้น 1Q56 แม้ว่า KCAR จะทำการปรับลดราคาขายเฉลี่ยลงมากกว่า 4 หมื่นบาท/คัน ในช่วงที่ผ่านมาแล้วก็ตาม แต่เนื่องจากสถานการณ์การระบายนมือสองที่ยากลำบากขึ้น เนื่องจากแรงกดดันจาก Supply ของรถยนต์ใหม่ที่ยังคงสูง ตลาดมากขึ้นจากโครงการรถยนต์คันแรกของภาครัฐ ทำให้ราคายนต์เก่ามีความแตกต่างของราคาที่ลดลงเมื่อเทียบกับรถยนต์ใหม่ อย่างไรก็ตาม ในส่วนของธุรกิจการให้เช่ารถยนต์แบบ Operating lease (66% ของรายได้รวม) ยังคงค่อนข้างทรงตัวจากงวดที่ผ่านมา (แต่ยังหดตัว 5.4% yoy) โดยรวมแล้ว การเติบโตของรายได้จากธุรกิจการให้เช่ารถยนต์ในช่วง 1H56 ยังหดตัวราว 5.4% yoy ยิ่งต่ำกว่าเป้าหมายการเติบโตทั้งปี 2556 ที่บริษัทฯ และฝ่ายวิจัยคาดที่ 5% yoy แม้จำนวนรถยนต์ให้เช่าจะปรับตัวลดลงราว 1.6% qoq มาที่ 6.39 พันคัน และมูลค่าของสินทรัพย์ให้เช่ารวมหดตัวลง 2.7% qoq แต่หากพิจารณา Gross margin จากการให้เช่ารถยนต์ยังเห็นการปรับตัวเพิ่มขึ้นมาที่ 17.17% จาก 15.97% ในงวดที่ผ่านมา เนื่องจากการปรับกลยุทธ์ของ KCAR ด้วยการปล่อยให้สัญญาเช่าของลูกค้านำไปให้ margin ต่ำ ซึ่งได้แก่ กลุ่มลูกค้าราชการและรัฐวิสาหกิจ หดอายุไป โดยหันมาเน้นกลุ่มลูกค้าเอกชนที่ให้ margin สูงแทน แต่โดยรวมแล้ว ยังเห็น Gross margin โดยรวมใน 2Q56 ปรับตัวลดลงเหลือ 29.2% จาก 32% ใน 1Q56 อย่างไรก็ตาม แม้จะเห็นปัจจัยบวกในงวดนี้ จากการลดลงอย่างมีนัยยะ ของค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารถึง 32.2% qoq และ 11.4% yoy แต่เนื่องจากการลดลงของรายได้รวมที่เป็นไปในสัดส่วนที่ใกล้เคียงกัน จึงทำให้ Cost to income ratio ใน 2Q56 ยังทรงตัวใกล้เคียงกับงวดที่ผ่านมาที่ 7.1% สำหรับค่าใช้จ่ายต่อลูกเบียใน 2Q56 ยังคงค่อนข้างทรงตัว QoQ 9.7% qoq และ 21.9% yoy แม้จะเห็นการเพิ่มขึ้นของภาระหนี้สินที่มีอัตราดอกเบี้ยในงวดนี้มาที่ 576 ล้านบาท จาก 514 ล้านบาท ณ สิ้น 1Q56 โดยที่สัดส่วนหนี้สินต่อทุน ณ สิ้น 2Q56 ยังทรงตัวใกล้เคียงกับงวดที่ผ่านมาที่ 1.06 เท่า โดยรวมแล้วกำไรสุทธิใน 1H56 คิดเป็นสัดส่วนที่ต่ำเพียง 36% ของประมาณการกำไรสุทธิทั้งปี 2556 เดิมที่คาด

▶ ลดประมาณการปี 2556-58...การฟื้นตัวเป็นปกติในช่วง 2H56 ไม่เร็วเช่นที่คาดเดิม

ฝ่ายวิจัยได้ปรับลดประมาณการผลการดำเนินงานปี 2556-58 ของ KCAR ส่วนใหญ่เป็นการปรับลดสมมติฐานการเติบโตของรายได้จากธุรกิจหลัก ได้แก่ การขายรถยนต์มือสอง และ Gross margin รวมจากเดิมที่ประเมินไว้สูงเกินไป ดังแสดงสรุปในตารางหน้าถัดไป เนื่องจากเชื่อว่าการฟื้นตัวของธุรกิจการขายรถยนต์มือสองที่เดิมที่คาดว่าจะเห็นการฟื้นตัวในช่วง 2H56 แต่คงไม่เร็วเช่นนั้น เนื่องจาก Supply รถยนต์ใหม่ที่ยังมีเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง จากกลยุทธ์ของค่ายรถยนต์ต่างๆ ที่เน้นการแข่งขันด้านราคา รวมถึงการทำตลาดแบบลดแลกแจกแถม เพื่อต้องการเร่งระบายสต็อกส่วนเกินออกไป ทำให้ยังกดดันต่อราคารถยนต์เก่าให้ฟื้นตัวได้ยากลำบากขึ้น โดยภายหลังปรับประมาณการ ฝ่ายวิจัยคาดว่ากำไรสุทธิปี 2556 จะลดลงอย่างมีนัยยะ จากปี 2555 ถึง 35.5% yoy แต่คาดจะกลับมาเติบโตในอัตราที่ชะลอตัวจากเดิมที่คาดไว้หรือราว 11.2% yoy และ 9.3% yoy ในปี 2556-57 ตามลำดับ

▶ ลดคำแนะนำเป็นขาย...PER ไม่ต่ำ แม้ Div yields เริ่มจูงใจ แต่ downside ไม่คุ้มค่า

ฝ่ายวิจัยได้ปรับลดคำแนะนำลงทุนใน KCAR เป็นขาย จากเดิมที่ให้ถือเพื่อรับปันผล โดย Fair value ปี 2556 ใหม่ ภายใต้ PER 10 เท่า ลดลงเหลือ 10.18 บาท จากเดิมคือ 17.30 บาท เกิด downside ถึง 18.5% โดยราคาหุ้นปัจจุบันมี PER และ PBV ปี 2556 ที่ไม่ได้มีส่วนลดแล้วเมื่อเทียบกับหุ้นอื่นๆ ในกลุ่ม อย่างไรก็ตาม แม้คาดการณ์ Div yields เฉลี่ยที่สูง 5-6% p.a. ในช่วง 2 ปีข้างหน้า ยังถือว่าสูงจูงใจ โดยล่าสุด KCAR ได้ประกาศจ่ายเงินปันผลสำหรับงวด 1H56 เท่ากับ 0.37 บาท/หุ้น (XD 22 ส.ค.56 จ่ายปันผลวันที่ 6 ก.ย.56) ภายใต้ Payout ratio ที่ 59% สูงกว่าที่ฝ่ายวิจัยคาดที่ 52% จึงได้ปรับเพิ่มคาดการณ์เงินปันผล ดังแสดงสรุปในตาราง แต่ก็ไม่สามารถหักล้าง downside ที่เกิดขึ้นได้

Key Data (ล้านบาท)	FY54A	FY55A	FY56F	FY57F	FY58F
FY: ปิด 31 ธ.ค.					
กำไรสุทธิ	323	395	255	283	309
EPS (บาท)	1.29	1.58	1.02	1.13	1.24
Norm profit	325	397	258	286	313
PER (เท่า)	9.7	7.9	12.3	11.0	10.1
BVS (เท่า)	5.62	6.19	6.57	7.03	7.54
PBV (เท่า)	2.2	2.0	1.9	1.8	1.7
DPS (บาท)	0.76	0.82	0.60	0.67	0.73
Dividend Yields (%)	6.1%	6.6%	4.8%	5.3%	5.8%
ROE	24.1%	26.7%	16.0%	16.7%	17.0%

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP

อุษณีย์ ลิ่วรัตน์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 017928

Usanee.re@asiaplus.co.th

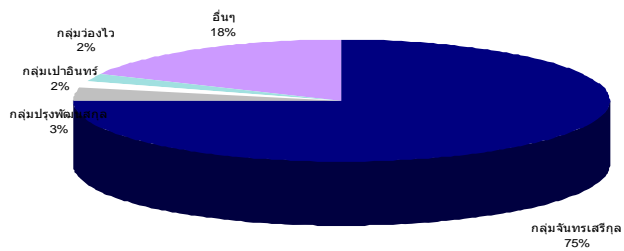
ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ อย่างไรก็ดี บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใด ๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงถึงแหล่งข่าวที่เชื่อถือได้เกี่ยวกับหลักทรัพการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการขึ้นใจ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือพันธผูกพันใด ๆ กับ บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่ว่าจะกรณีใด

ผลการดำเนินงานงวด 2Q56 และ 1H56 ของ KCAR

(ล้านบาท)	4Q54	1Q55	2Q55	3Q55	4Q55	1Q56	2Q56	%QoQ	%YoY	1H56	1H55	%YoY
รายได้จากค่าเช่ารถยนต์	280	282	280	275	266	266	264	-0.8%	-5.4%	531	561	-5.4%
รายได้จากการขายรถยนต์	216	366	223	331	389	334	139	-58.4%	-37.7%	473	589	-19.7%
รายได้อื่น	24	24	14	22	32	20	10	-48.1%	-24.2%	30	37	-19.4%
ต้นทุนการให้เช่ารถยนต์	(228)	(231)	(226)	(229)	(227)	(224)	(219)	-2.2%	-3.1%	(443)	(457)	-3.1%
ต้นทุนการขายรถยนต์	(135)	(232)	(116)	(199)	(253)	(198)	(74)	-62.6%	-36.3%	(272)	(348)	-21.8%
กำไรขั้นต้น	157	209	174	200	206	198	121	-39.2%	-30.7%	319	383	-16.7%
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(32)	(37)	(32)	(39)	(49)	(42)	(28)	-32.2%	-11.4%	(70)	(69)	1.7%
ค่าใช้จ่ายอื่น	(4)	(4)	(4)	(5)	(5)	(4)	(4)	-2.0%	11.3%	(8)	(8)	4.8%
ต้นทุนทางการเงิน	(26)	(25)	(23)	(22)	(22)	(20)	(20)	-0.1%	-13.9%	(39)	(48)	-18.1%
กำไรก่อนภาษีเงินได้	95	142	116	134	131	133	69	-48.3%	-40.7%	201	258	-22.0%
หัก ภาษีเงินได้	(27)	(33)	(26)	(33)	(33)	(26)	(18)	-31.7%	-31.7%	(43)	(59)	-25.9%
MI	(0)	(1)	-	(0.7)	(1.2)	-	-	0.0%	0.0%	-	(1)	n.m
กำไรสุทธิ	67	109	90	100	96	107	51	-52.4%	-43.4%	158	198	-20.5%
EPS (บาท)	0.27	0.43	0.36	0.40	0.38	0.43	0.20	-52.4%	-43.4%	0.63	0.79	-20.5%
กำไรจากการดำเนินงาน	67	109	90	101	97	107	51	-52.4%	-43.4%	158	199	-20.8%
Norm EPS (บาท)	0.27	0.58	0.58	0.58	0.39	0.43	0.58	35.5%	0.0%	1.01	1.16	-13.1%
สินทรัพย์ที่มีไว้เพื่อเช่าเดบิโต	-1.2%	-1.2%	2.3%	-1.2%	-1.7%	-1.0%	-2.7%			-6.5%	2.2%	
Gross margin	26.8%	28.6%	32.0%	29.4%	26.6%	29.8%	27.4%			30.9%	32.3%	
Cost/ Income Ratio	6.4%	5.7%	6.4%	6.4%	7.4%	7.0%	7.1%			7.0%	6.0%	
ROE	19.6%	32.4%	25.6%	26.3%	25.0%	26.7%	13.5%			20.2%	27.6%	
Debt/Equity (x)	1.42	1.58	1.19	1.23	1.15	1.04	1.06			1.58	1.19	

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP

โครงสร้างผู้ถือหุ้นของ KCAR



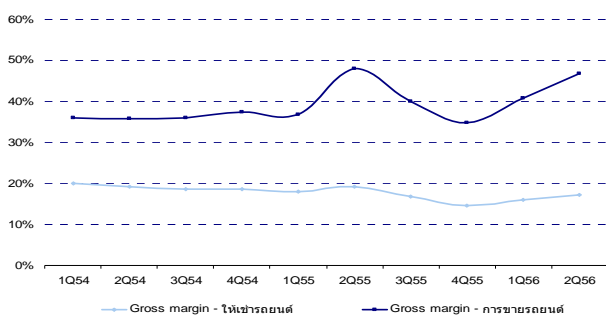
ที่มา : KCAR

ประมาณการกำไรสุทธิปี 2556-57 ภายหลังจากปรับปรุงของ KCAR

ล้านบาท	ใหม่		เดิม		% เปลี่ยนแปลง	
	2556F	2557F	2556F	2557F	2556F	2557F
กำไรสุทธิ	255	283	432	488	-41.1%	-42.0%
EPS (บาท)	1.02	1.13	1.73	1.95	-41.1%	-42.0%
ROE	16.0%	16.7%	25.4%	25.4%		
DPS (บาท)	0.60	0.67	0.90	1.01	-33.2%	-34.1%
Payout ratio	59.0%	59.0%	52.0%	52.0%		
Fair value (บาท)	10.18		17.30		-41.1%	
สมมติฐานในการประมาณการ						
รายได้จากการขายรถยนต์	786	880	1,506	1,731	-47.8%	-49.2%
Gross margin - รวม	27.77%	28.11%	31.70%	32.13%		

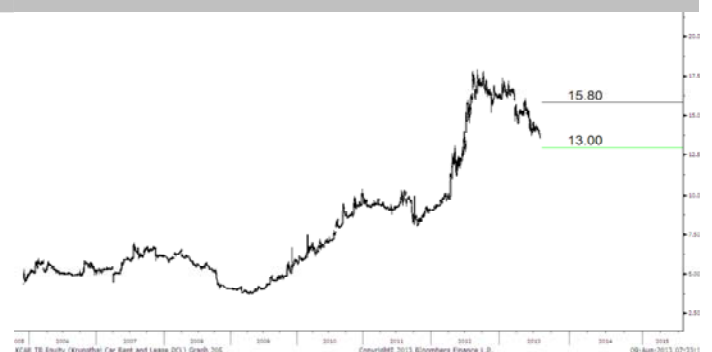
ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

Gross margin ของธุรกิจให้เช่ารถยนต์และการขายรถมือสอง



ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP

Technical Chart ของ KCAR



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

ประมาณการกำไรสุทธิปี 2556-57 ของ KCAR

งบกำไรขาดทุน (ส่วนบาท)					งบดุล (ส่วนบาท)				
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	1,216	1,352	1,500
กำไรจากการดำเนินงาน	397	258	286	313	ส่วนของผู้ถือหุ้น	1,549	1,660	1,796	1,946
Norm EPS (บาท)	1.59	1.03	1.15	1.25	หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	3,660	3,616	3,895	4,259

งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ส่วนบาท)					งบดุลรายไตรมาส (ส่วนบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	3Q55	4Q55	1Q56	2Q56	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	3Q55	4Q55	1Q56	2Q56
รายได้จากค่าเช่ารถยนต์	275	266	266	264	เงินสดและเงินฝากธนาคาร	150	157	177	146
รายได้จากการขายรถยนต์	331	389	334	139	ลูกหนี้การค้าและลูกหนี้อื่น	207	151	179	156
รายได้อื่น	22	32	20	10	สินค้าคงเหลือ	214	261	216	230
ต้นทุนการให้เช่ารถยนต์	(229)	(227)	(224)	(219)	สินทรัพย์ที่มีไว้เพื่อให้เช่า	2,913	2,863	2,834	2,757
ต้นทุนการขายรถยนต์	(199)	(253)	(198)	(74)	สินทรัพย์อื่น	230	227	327	310
กำไรขั้นต้น	200	206	198	121	สินทรัพย์รวม	3,714	3,660	3,733	3,599
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(39)	(49)	(42)	(28)	เงินเบิกเกินบัญชีและเงินกู้ระยะสั้น	213	194	174	228
ค่าใช้จ่ายอื่น	(5)	(5)	(4)	(4)	เงินกู้ยืมอื่นๆ	333	333	340	348
ต้นทุนทางการเงิน	(22)	(22)	(20)	(20)	หนี้สินตามสัญญาเช่าซื้อ	1,321	1,248	1,201	1,125
กำไรก่อนภาษีเงินได้	134	131	133	69	หนี้สินรวม	2,193	2,111	2,088	1,999
หัก ภาษีเงินได้	(33)	(33)	(26)	(18)	ทุนเรียกชำระแล้ว	250	250	250	250
MI	(1)	(1)	-	-	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	162	162	162	162
กำไรสุทธิ	100	96	107	51	สำรองอื่น	1,065	1,093	1,200	1,155
EPS (บาท)	0.40	0.38	0.43	0.20	กำไรสะสม	1,065	1,093	1,200	1,155
NPL	5	5	4	5	ส่วนของผู้ถือหุ้น	1,520	1,549	1,645	1,600
NPL/ลูกหนี้รวม	2.4%	2.9%	2.3%	3.3%	หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	3,714	3,660	3,733	3,599

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	1.02	1.01	1.02	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%	15.87%	16.38%	16.53%	ค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญ/ ลูกหนี้รวม	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP