

**กำไร 1Q56 สูงเกินคาด QoQ...พร้อมติดตัวตามตลาดรถมือสองใน 2H56**

วันพุธที่ 15 พฤษภาคม พ.ศ.2556

▶ **กำไร 1Q56 เติบโตเกินคาดหมาย QoQ เร่งระบายรถมือสอง Gross margin รวมยังดี**  
 KCAR ประกาศกำไรสุทธิ 1Q56 เท่ากับ 107 ล้านบาท เติบโตถึง 28.3% qoq แต่ยังคงตัวเล็กน้อยราว 1.6% yoy สูงเกินกว่าความคาดหมายของฝ่ายวิจัยมาก โดยมีปัจจัยหนุนดังนี้ 1) **รายได้จากการขายรถยนต์มือสองผ่านแบรนด์ Toyota Sure (54% ของรายได้รวม) ปรับตัวเพิ่มขึ้นถึง 24.6% qoq (แต่ยังลดลง 8.8% yoy และยิ่งต่ำกว่าเป้าการเติบโตของยอดขายรถยนต์มือสองทั้งปี 2556 ที่บริษัท ตั้งไว้ 10% yoy) - สูงเกินคาด** เป็นผลจากการที่ KCAR เร่งระบายรถมือสองที่มีอยู่ในพอร์ตสินค้าคงเหลือกว่า 261 ล้านบาท ณ สิ้นปี 2555 ให้ลดลงมาที่ 216 ล้านบาท ณ สิ้น 1Q56 ตามที่ได้เคยเปิดเผยไว้ ด้วยการปรับลดราคาขายเฉลี่ยลงมากกว่า 4 หมื่นบาท/คัน จากในช่วงปกติที่ต้องการระบายรถมือสองต้องจะลดลงเพียง 2 หมื่นบาท/คัน เนื่องจากแรงกดดันจากสถานการณ์ตลาดรถยนต์มือสองที่ซบเซาไปมากตั้งแต่ช่วง 4Q55 ต่อเนื่องมาถึง 1H56 ผลจากโครงการรถยนต์คันแรกของภาครัฐบวกกับการเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยยะ ของค่าใช้จ่ายในการทำตลาดและการส่งเสริมการขายในงวดนี้ จึงกดดันให้ Gross margin จากการขายรถยนต์มือสองในงวดนี้ปรับตัวลดลงเหลือเพียง 40.78% จาก 44.18% ใน 4Q55 แต่ยังคงสูงกว่าเฉลี่ยที่ 38.90% สำหรับทั้งปี 2555 ขณะที่รายได้จากการให้เช่ารถยนต์ (Operating lease) ใน 1Q56 ยังคงค่อนข้างทรงตัว QoQ แต่ก็ยังหดตัวกว่า 5.3% yoy ซึ่งยิ่งต่ำกว่าเป้าการเติบโตทั้งปี 2556 ที่บริษัท ตั้งไว้ 3-5% yoy โดยใน 1Q56 สอดคล้องกับการหดตัวลงเล็กน้อยของรายการสินทรัพย์ที่มีไว้เพื่อให้เช่าใน 1Q56 ราว 1% qoq อย่างไรก็ตาม เนื่องจากต้นทุนการให้เช่ารถยนต์ในงวดนี้เห็นการลดลง 1.4% qoq และ 3% yoy จึงทำให้ Gross margin จากการให้เช่ารถยนต์ใน 1Q56 ปรับตัวเพิ่มขึ้นมาที่ 15.97% จาก 14.56% ในงวดที่ผ่านมา และทำให้ Gross margin รวมของทั้ง 2 ธุรกิจยังทรงตัวใกล้เคียงกับงวดที่ผ่านมาคือ 32% 2) **สัดส่วน Cost to income ratio ปรับตัวลดลงเหลือ 7% จาก 8% ในงวดที่ผ่านมา** ส่วนใหญ่เป็นผลจากการลดลงของค่าใช้จ่ายดำเนินงานภายหลังผ่านพ้นช่วงฤดูกาลปลายปีไปแล้ว 3) **การลดลงของค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยใน 1Q56 ถึง 9.7% qoq และ 21.9% yoy** แม้จะเห็นการเพิ่มขึ้นของภาระหนี้สินที่มีอัตราดอกเบี้ยในงวดนี้มาที่ 551 ล้านบาท จาก 526 ล้านบาท ณ สิ้นปี 2555 แต่เนื่องจากการที่บริษัทฯ ยังรักษาสัดส่วนหนี้สินระยะสั้นที่มีต้นทุนต่ำไว้ที่ระดับสูงถึง 92% ของหนี้สินรวม จึงส่งผลบวกต่อค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยในงวดนี้ โดยที่สัดส่วนหนี้สินต่อทุน ณ สิ้น 1Q56 ขยับตัวขึ้นมาที่ 1.42 เท่า จาก 1.15 เท่า ณ สิ้นปี 2555 โดยรวมแล้ว กำไรสุทธิใน 1Q56 คิดเป็นสัดส่วน 25% ของประมาณการกำไรสุทธิทั้งปี 2556 ที่คาด

▶ **แนวโน้มกำไร 2Q56 น่าจะยังทรงตัว QoQ...รอลุ้นการฟื้นตัวเป็นปกติในช่วง 2H56**

ฝ่ายวิจัยยังคงประมาณการผลการดำเนินงานปี 2556-57 ของ KCAR โดยคาดการณ์การเติบโตของกำไรสุทธิปี 2556-57 ของ KCAR ยังเติบโต 9.6% yoy และ 12.9% yoy ตามลำดับ ซึ่งยังเป็นกำไรสุทธิที่ขึ้นทำ new high ต่อเนื่องได้ในรายปี ทั้งนี้ ฝ่ายวิจัยยังคงมุมมองบวกในระยะยาวต่อธุรกิจหลักของ KCAR โดยเชื่อว่าเมื่อตลาดรถยนต์มือสองฟื้นตัวในช่วง 2H56 จะช่วยผลักดันการเติบโตของทั้งรายได้และกำไรสุทธิของ KCAR ให้กลับมาเติบโตโดดเด่นได้อีกครั้ง ขณะที่ธุรกิจการให้เช่ารถยนต์ ยังเป็นรายได้ที่เติบโตอย่างมีเสถียรภาพต่อเนื่อง ด้วยความได้เปรียบจากฐานลูกค้าหลักที่เป็นลูกค้าองค์กร ซึ่งความต้องการใช้รถยนต์จะเติบโตไปพร้อมกับการเติบโตตาม GDP

▶ **แนะนำซื้อ... ราคาหุ้นยัง laggard กลุ่มฯ มาก...PER ต่ำ Div yields สูง**

ฝ่ายวิจัยยังคงคำแนะนำซื้อ KCAR โดยราคาหุ้นปัจจุบันยัง laggard กลุ่มฯ มาก และยังมี upside ถึง 37% จาก Fair value ปี 2556 เท่ากับ 20.76 บาท อิง PER 12 เท่า ทั้งนี้ราคาหุ้นปัจจุบันยังมี PER และ PBV ในระดับต่ำเมื่อเทียบกับหุ้นอื่นๆ ในกลุ่ม อีกทั้งคาดการณ์ Div yields เฉลี่ยที่สูง 5-6% p.a. ในช่วง 2 ปีข้างหน้า

Key Data (ล้านบาท)	FY53A	FY54A	FY55A	FY56F	FY57F
FY: ปีที่ 31 ธ.ค.					
กำไรสุทธิ	344	323	395	432	488
EPS (บาท)	1.38	1.29	1.58	1.73	1.95
Norm profit	346	325	397	435	491
Norm EPS (บาท)	1.38	1.30	1.59	1.74	1.97
PER (เท่า)	11.1	11.8	9.6	8.8	7.8
BVS (เท่า)	5.11	5.62	6.39	7.22	8.16
PBV (เท่า)	3.0	2.7	2.4	2.1	1.9
DPS (บาท)	0.74	0.76	0.82	0.90	1.01
Dividend Yields (%)	4.9%	5.0%	5.4%	5.9%	6.7%
ROE	28.9%	24.1%	26.3%	25.4%	25.4%

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP

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

คำแนะนำการลงทุน

ซื้อ

ราคาปัจจุบัน : 15.20 บาท

Fair Value : 20.76 บาท

มูลค่าตลาด : 3,800 ล้านบาท

การจัดอันดับบริษัทปี 2555

NR.



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

อุษณีย์ ลีรัตน์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 017928

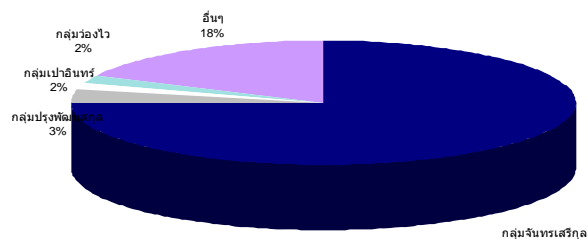
usanee@asiaplus.co.th

## ผลการดำเนินงานงวด 1Q56 ของ KCAR

(ล้านบาท)	3Q54	4Q54	1Q55	2Q55	3Q55	4Q55	1Q56	%QoQ	%YoY
รายได้จากค่าเช่ารถยนต์	275	280	282	280	275	266	266	0.2%	-5.3%
รายได้จากการขายรถยนต์	294	216	366	344	331	268	334	24.6%	-8.8%
รายได้อื่น	24	24	24	24	22	22	20	-9.7%	-16.6%
ต้นทุนการให้เช่ารถยนต์	(224)	(228)	(231)	(226)	(229)	(227)	(224)	-1.4%	-3.0%
ต้นทุนการขายรถยนต์	(188)	(135)	(232)	(220)	(199)	(150)	(198)	32.2%	-14.6%
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>181</b>	<b>157</b>	<b>209</b>	<b>202</b>	<b>200</b>	<b>179</b>	<b>198</b>	<b>10.9%</b>	<b>-4.9%</b>
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(32)	(32)	(37)	(38)	(39)	(43)	(42)	-1.2%	13.0%
ค่าใช้จ่ายอื่น	(4)	(4)	(4)	(4)	(5)	(5)	(4)	-10.8%	-0.8%
ต้นทุนทางการเงิน	(25)	(26)	(25)	(23)	(22)	(22)	(20)	-9.7%	-21.9%
<b>กำไรก่อนภาษีเงินได้</b>	<b>120</b>	<b>95</b>	<b>142</b>	<b>136</b>	<b>134</b>	<b>110</b>	<b>133</b>	<b>20.6%</b>	<b>-6.7%</b>
หัก ภาษีเงินได้	(35)	(27)	(33)	(33)	(33)	(26)	(26)	-2.0%	-21.4%
MI	(1)	(0)	(1)	(1)	(1)	(0)	-	n.m.	n.m.
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>84</b>	<b>67</b>	<b>109</b>	<b>103</b>	<b>100</b>	<b>83</b>	<b>107</b>	<b>28.3%</b>	<b>-1.6%</b>
<b>EPS (บาท)</b>	<b>0.34</b>	<b>0.27</b>	<b>0.43</b>	<b>0.41</b>	<b>0.40</b>	<b>0.33</b>	<b>0.43</b>	<b>28.3%</b>	<b>-1.6%</b>
กำไรจากการดำเนินงาน	85	67	109	103	101	84	107	27.7%	-2.3%
Norm EPS (บาท)	0.34	0.27	0.58	0.58	0.58	0.33	0.58	73.0%	0.0%
สินทรัพย์ที่มีไว้เพื่อเช่าเดบิต	2.3%	-1.2%	-1.2%	2.3%	-1.2%	-1.7%	1.9%		
Gross margin	30.5%	30.2%	31.1%	31.2%	31.9%	32.2%	32.0%		
Cost/ Income Ratio	5.6%	6.4%	5.7%	6.1%	6.4%	8.0%	7.0%		
ROE	25.1%	19.6%	32.4%	29.3%	26.3%	21.7%	28.9%		
Debt/Equity (x)	1.49	1.42	1.58	1.19	1.23	1.15	1.42		

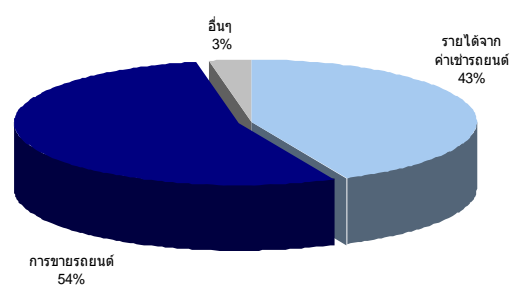
ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP

## โครงสร้างผู้ถือหุ้นของ KCAR



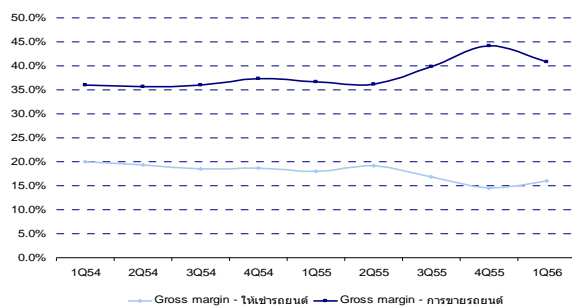
ที่มา : KCAR

## โครงสร้างรายได้รวมของ KCAR ในงวด 1Q56



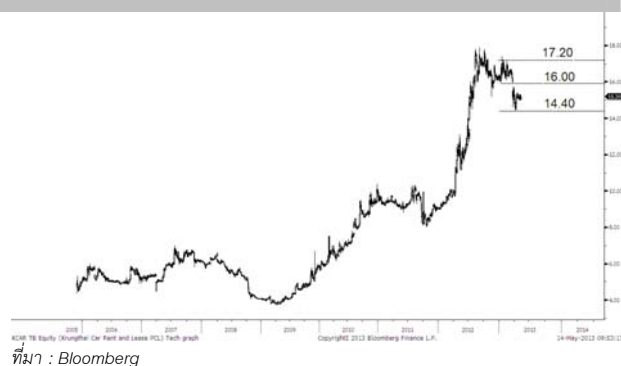
ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP

## Gross margin ของธุรกิจให้เช่ารถยนต์และการขายรถมือสอง



ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP

## Technical Chart ของ KCAR



ที่มา : Bloomberg

## ประมาณการกำไรสุทธิปี 2556-57 ของ KCAR

งบกำไรขาดทุน (ส่วนบาท)					งบดุล (ส่วนบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2554	2555	2556F	2557F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2554	2555	2556F	2557F
รายได้จากค่าเช่ารถยนต์	1,097	1,102	1,157	1,215	เงินสดและเงินฝากธนาคาร	90	178	152	120
รายได้จากการขายรถยนต์	1,099	1,309	1,506	1,731	ลูกหนี้การค้าและลูกหนี้อื่น	189	208	229	252
รายได้อื่น	93	91	93	103	สินค้าคงเหลือ	214	257	309	371
ต้นทุนการให้เช่ารถยนต์	(887)	(913)	(949)	(996)	สินทรัพย์ที่มีไว้เพื่อให้เช่า	2,917	3,150	3,465	3,812
ต้นทุนการขายรถยนต์	(701)	(800)	(933)	(1,073)	สินทรัพย์อื่น	242	256	272	289
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>700</b>	<b>789</b>	<b>874</b>	<b>980</b>	<b>สินทรัพย์รวม</b>	<b>3,652</b>	<b>4,050</b>	<b>4,427</b>	<b>4,843</b>
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(125)	(157)	(162)	(180)	เงินเบิกเกินบัญชีและเงินกู้ระยะสั้น	174	150	165	182
ค่าใช้จ่ายอื่น	(16)	(18)	(19)	(21)	เงินกู้ยืมอื่นๆ	377	399	439	483
ต้นทุนทางการเงิน	(103)	(92)	(120)	(133)	หนี้สินตามสัญญาเช่าซื้อ	1,441	1,559	1,637	1,719
<b>กำไรก่อนภาษีเงินได้</b>	<b>456</b>	<b>523</b>	<b>573</b>	<b>646</b>	<b>หนี้สินรวม</b>	<b>2,248</b>	<b>2,453</b>	<b>2,622</b>	<b>2,804</b>
หัก ภาษีเงินได้	(130)	(125)	(138)	(155)	ทุนเรียกชำระแล้ว	250	250	250	250
MI	(2)	(3)	(3)	(3)	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	162	162	162	162
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>323</b>	<b>395</b>	<b>432</b>	<b>488</b>	สำรองอื่น	40	43	43	43
<b>EPS (บาท)</b>	<b>1.29</b>	<b>1.58</b>	<b>1.73</b>	<b>1.95</b>	กำไรสะสม	952	1,141	1,349	1,583
กำไรจากการดำเนินงาน	325	397	435	491	<b>ส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>1,404</b>	<b>1,597</b>	<b>1,804</b>	<b>2,039</b>
Norm EPS (บาท)	1.30	1.59	1.74	1.97	<b>หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>3,652</b>	<b>4,050</b>	<b>4,427</b>	<b>4,843</b>

งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ส่วนบาท)					งบดุลรายไตรมาส (ส่วนบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2Q55	3Q55	4Q55	1Q56	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2Q55	3Q55	4Q55	1Q56
รายได้จากค่าเช่ารถยนต์	280	275	266	266	เงินสดและเงินฝากธนาคาร	142	150	157	177
รายได้จากการขายรถยนต์	344	331	268	334	ลูกหนี้การค้าและลูกหนี้อื่น	210	207	151	179
รายได้อื่น	24	22	22	20	สินค้าคงเหลือ	194	214	261	216
ต้นทุนการให้เช่ารถยนต์	(226)	(229)	(227)	(224)	สินทรัพย์ที่มีไว้เพื่อให้เช่า	2,949	2,913	2,863	2,834
ต้นทุนการขายรถยนต์	(220)	(199)	(150)	(198)	สินทรัพย์อื่น	218	230	227	327
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>202</b>	<b>200</b>	<b>179</b>	<b>198</b>	<b>สินทรัพย์รวม</b>	<b>3,713</b>	<b>3,714</b>	<b>3,660</b>	<b>3,733</b>
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(38)	(39)	(43)	(42)	เงินเบิกเกินบัญชีและเงินกู้ระยะสั้น	129	213	194	174
ค่าใช้จ่ายอื่น	(4)	(5)	(5)	(4)	เงินกู้ยืมอื่นๆ	338	333	333	340
ต้นทุนทางการเงิน	(23)	(22)	(22)	(20)	หนี้สินตามสัญญาเช่าซื้อ	1,351	1,321	1,248	1,201
<b>กำไรก่อนภาษีเงินได้</b>	<b>136</b>	<b>134</b>	<b>110</b>	<b>133</b>	<b>หนี้สินรวม</b>	<b>2,186</b>	<b>2,193</b>	<b>2,111</b>	<b>2,088</b>
หัก ภาษีเงินได้	(33)	(33)	(26)	(26)	ทุนเรียกชำระแล้ว	250	250	250	250
MI	(1)	(1)	(0)	-	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	162	162	162	162
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>103</b>	<b>100</b>	<b>83</b>	<b>107</b>	สำรองอื่น	1,073	1,065	1,093	1,200
<b>EPS (บาท)</b>	<b>0.41</b>	<b>0.40</b>	<b>0.33</b>	<b>0.43</b>	กำไรสะสม	1,073	1,065	1,093	1,200
NPL	4	5	5	4	<b>ส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>1,527</b>	<b>1,520</b>	<b>1,549</b>	<b>1,645</b>
NPL/ลูกหนี้รวม	1.8%	2.4%	2.9%	2.0%	<b>หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>3,713</b>	<b>3,714</b>	<b>3,660</b>	<b>3,733</b>

อัตราส่วนทางการเงิน					สมมติฐานในการประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2554	2555	2556F	2557F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2554	2555	2556F	2557F
Gross margin - การให้เช่ารถยนต์	19.11%	17.15%	18.00%	18.00%	อัตราการเติบโตของสินทรัพย์ให้เช่า	1.2%	8.0%	10.0%	10.0%
Gross margin - การขายรถยนต์	36.20%	38.90%	38.00%	38.00%	อัตราการเติบโตของรายได้จากค่าเช่ารถยนต์	2.2%	0.4%	5.0%	5.0%
Gross margin - รวม	30.59%	31.55%	31.70%	32.13%	อัตราการเติบโตของรายได้จากการขายรถยนต์	3.7%	19.2%	15.0%	15.0%
หนี้สินระยะสั้น/ หนี้สินรวม	51.6%	52.1%	52.2%	52.2%	อัตราภาษีเงินได้	28.5%	24.0%	24.0%	24.0%
หนี้สิน/ทุน	1.42	1.32	1.24	1.17	NPL/สินเชื่อบริการ	2.3%	2.7%	2.5%	2.5%
Cost to income ratio	5.7%	6.5%	6.1%	6.1%	ต้นทุนทางการเงินเฉลี่ย	5.1%	5.2%	5.5%	5.8%
ROAA	8.99%	10.25%	10.20%	10.53%	รายได้อื่น/ รายได้รวม	4.2%	3.8%	3.5%	3.5%
ROAE	24.12%	26.30%	25.43%	25.40%	ค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญ/ ลูกหนี้รวม	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP