

บล.เคทีบี (ประเทศไทย) : CHAYO แนะนำซื้อ ราคาเป้าหมาย 11 บาท

เติบโตต่อเนื่องจากกองหนี้ unsecured และ fully amortized เพิ่ม

เราคงแนะนำ "ซื้อ" แต่ปรับราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้นเป็น 11.00 บาท ถึง 2021E PER 35x (+2.25 SD above 3-yr average PER) หรือคิดเป็น 2021E PEG 1.0x (2020E-2022E EPS CAGR +34% YoY) จากเดิม 9.50 บาท ถึง 2021E PER ที่ 30x (+1.25SD) เรามองเป็นบวกต่อการจัด Group conference call วันนี้ (26 ม.ค.) จากแนวโน้มผลการดำเนินงานที่จะขยายตัวสูง หนุนโดย 1) การรับรื้อรายได้ดอกเบี้ยเพิ่มขึ้น สำหรับกองหนี้ unsecured loan ที่มีการตัดจำหน่ายหนี้ครบแล้ว, 2) ฐานหนี้เสียที่ขี้ออมบริหารเพิ่มขึ้นสูง และ 3) การร่วมทุน JV ที่คาดว่าจะแล้วเสร็จใน 1Q21E ทำให้บริษัทมีความสามารถในการซื้อหนี้มาบริหารเพิ่มขึ้น

เราคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2021E ที่ 223 ล้านบาท (+35% YoY) จาก 1) รายได้ดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้น +38% YoY ตามกองหนี้ที่บริหารเพิ่มขึ้น และ 2) อัตราต้นทุนทางการเงินที่ปรับลดลง รวมทั้งได้รับผลบวกจากอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่อยู่ระดับ 0.5% โดยกำไรสุทธิ 4Q20E ยังเติบโตดีที่ 44 ล้านบาท (+126% YoY, +39% QoQ) จากรายได้ดอกเบี้ยเพิ่มขึ้น +79% YoY และรับรู้กำไรจากการขายทรัพย์สิน NPA ที่ประมาณ 20 ล้านบาท

ราคาหุ้นปรับตัวขึ้น และ outperform SET +13%/+102% ในช่วง 1 และ 12 เดือนที่ผ่านมา จากผลการดำเนินงานที่ขยายตัวสูง อย่างไรก็ตามเรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" โดยกำไรยังคงเติบโตดีที่ 2020E-2022E EPS CAGR = +34% YoY จากเงินสดรับการติดตามหนี้ที่เพิ่มขึ้น ภายหลังที่บริษัทมีกองหนี้ unsecured loan และรับรู้รายได้ Fully amortized เพิ่มขึ้น

Event: Group conference call and 4Q20E earnings preview

ผลการดำเนินงานมีโอกาสขยายตัวสูง เราคงเป็นบวกต่อการจัด Group conference call วันนี้ (26 ม.ค.) จากแนวโน้มผลการดำเนินงานที่จะขยายตัวสูง โดยเฉพาะภายหลังที่มีการตัดจำหน่ายหนี้ unsecured loan ครบ และรับรู้รายได้ 100% (Fully amortized) เพิ่มขึ้นในปี 2021-2022 รวมทั้งฐานหนี้เสียที่บริษัทซื้อมาบริหารเพิ่มสูงขึ้น โดยมีประเด็นสำคัญ คือ

1) บริษัทตั้งเป้ารายได้ปี 2021E จะขยายตัว +25%-35% จากการซื้อหนี้เสื่อมมาบริหารเพิ่มขึ้นประมาณ 1.0-1.2 พันล้านบาท และการจัดตั้ง JV ที่ช่วยเพิ่มความสามารถในการซื้อหนี้ โดยบริษัทได้ซื้อหนี้เสื่อมมาบริหารในปี 2020 คิดเป็นมูลค่า 1.56 พันล้านบาท (สูงกว่าเป้าที่บริษัทคาดไว้ที่ 1.0 พันล้านบาท) ภายใต้งบประมาณ 625 ล้านบาท (ต่ำกว่าเป้าที่ 1.0 พันล้านบาท) ทั้งนี้หนี้เสียส่วนใหญ่บริษัทได้ซื้อเพิ่มในช่วง 4Q20 สูงถึง 1.27 พันล้านบาท

2) ประเมินเงินสดรับจากการติดตามหนี้ปี 2021E จะดีขึ้นตามสัดส่วนหนี้เสีย unsecured loan ที่เพิ่มขึ้น และคาดว่าจะดีขึ้นในปี 2022E ภายหลังที่มีกองหนี้ Fully amortized เพิ่มขึ้นในปลายปี 2021E (ณ 3Q20 บริษัทมีหนี้ Fully amortized ที่ 2.57 พันล้านบาท จาก 3.80 พันล้านบาท)

3) ประเมินความเสี่ยงจากการเพิ่มทุนต่ำ เนื่องจากหุ้นกู้ที่มี Interest bearing debt/Equity (IBD/E) Covenant ต่ำที่ 1.7x จะครบกำหนดใน พ.ย. 2021 ในขณะที่หุ้นกู้ชุดใหม่ IBD/E Covenant เพิ่มขึ้นเป็น 2.0x และ 2.5x

ค่ากำไรสุทธิ 4Q20E จะขยายตัวสูงจากกำไรจากการขาย NPA เราประเมินกำไรสุทธิ 4Q20E ที่ 44 ล้านบาท (+126% YoY, +39% QoQ) โดยเพิ่มขึ้นจาก 1) รายได้ดอกเบี้ยเพิ่มขึ้น 79% YoY ตามฐานหนี้เสียที่บริหารเพิ่มขึ้นคาดเป็น 1.74 พันล้านบาท (+55% YoY) และ 2) รับรู้กำไรจากการขายทรัพย์สิน NPA ประมาณ 20 ล้านบาท (4Q19 และ 3Q20 ไม่มีกำไรการขายทรัพย์สิน NPA) อย่างไรก็ตามค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยปรับขึ้นเป็น 19 ล้านบาท (4Q19 = 6 ล้านบาท และ 3Q20 = 13 ล้านบาท) ภายหลังที่บริษัทมีการออกหุ้นกู้จำนวน 800 ล้านบาทในเดือน พ.ย. 2020 ที่เข้ามา ทำให้ IBD/E เพิ่มขึ้นเป็น 1.6x

คงประมาณการกำไรสุทธิปี 2021E ขยายตัว +35% YoY เราคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2021E ที่ 223 ล้านบาท (+35% YoY) จาก 1) รายได้ดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้น +38% YoY ตามกองหนี้ที่บริหารเพิ่มขึ้น ซึ่งเราคาดว่าเงินลงทุนในลูกหนี้จะอัตราขยายตัวต่อเนื่องที่ 2020E-2022E CAGR +30% YoY และ 2) อัตราต้นทุนทางการเงินที่ปรับลดลง รวมทั้งได้รับผลบวกจากอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่อยู่ระดับ 0.5%

Valuation/Catalyst/Risk

เราปรับราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้นเป็น 11.00 บาท ถึง 2021E PER 35x (+2.25 SD above 3-yr average PER) หรือคิดเป็น 2021E PEG 1.0x (2020E-2022E EPS CAGR +34% YoY) จากเดิม 9.50 บาท ถึง 2021E PER ที่ 30x (+1.25SD above 3-yr average PER) โดยเรา rerate PER เพิ่มขึ้นจากแนวโน้มผลการดำเนินงานในระยะยาวที่จะได้รับแรงหนุนจากอุปทานหนี้เสียในอุตสาหกรรมที่จะขยายออกมาสูง และต่อเนื่อง, แนวโน้มต้นทุนทางการเงินที่ต่ำ รวมทั้งโอกาสในการขยายตัวทางธุรกิจที่สูงขึ้นภายหลังที่การร่วมทุน JV มีความชัดเจนใน 1Q21E และสามารถดำเนินการธุรกิจได้ใน 3Q21E

Analyst: Jutamas Temwattanangkul, CPA (Reg. no. 099971)