

Sutthivit Tesanaboon

Fundamental Analyst

Sec No. 028533

(+66) 2 088 8158

Sutthivit.t@zcomsec.com



New “รถแลกเงิน” พระเอกของเรื่อง...

● เริ่มต้นแนะนำ “ซื้อ” ราคาเหมาะสมอยู่ที่ 2.86 บาท

เราเริ่มต้นออกบทวิเคราะห์ AMANAHA ด้วยคำแนะนำ “ซื้อ” ราคาเหมาะสมที่ 18 อยู่ที่ 2.86 บาท ซึ่ง Justified PBV 2.4 เท่า โดยเรามองว่าธุรกิจของ AMANAHA ได้ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว และกำลังเข้าสู่ช่วงเติบโตอย่างก้าวกระโดด จาก 1) การรุกธุรกิจสินเชื่อรถแลกเงิน (Auto to Money: ATM) ที่ให้ผลตอบแทนสูงมาก 2) การเตรียมเลิกธุรกิจสัญญาเช่าดำเนินงาน เช่าทางการเงิน และสินเชื่อเพื่อซื้อสินค้าที่มีผลตอบแทนต่ำ และ 3) คุณภาพสินเชื่อที่มีแนวโน้มดีขึ้นจากการเปลี่ยนธุรกิจ

● “รถแลกเงิน” หัวใจหลักของการเติบโตระยะยาว

บริษัทเริ่มรุกธุรกิจ “รถแลกเงิน” (ATM) อีกครั้งตั้งแต่ 3Q15 โดย ATM ให้ผลตอบแทน (Yield) สูงถึงระดับ 22% ส่งผลให้ใน 3Q17 บริษัทมี Yield เฉลี่ยที่ระดับ 16% เพิ่มขึ้นจากช่วง 2Q15 ซึ่งเป็นช่วงที่บริษัทยังไม่ได้รุกธุรกิจนี้ที่มี Yield เฉลี่ยเพียง 9% โดยปัจจุบันมีสัดส่วนของสินเชื่อประเภทนี้ราว 80% และมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นแตะระดับ 90% ในปีหน้าจากการให้บริการสินเชื่อประเภทนี้ต่อเนื่อง รวมทั้งการหยุดให้บริการสินเชื่อประเภทอื่น นอกจากนี้บริษัทยังมีนโยบายการติดตามทวงถามที่เข้มงวด โดยบริษัทมีแนวทางการยึดรถขายทอดตลาดอย่างรวดเร็วทำให้แนวโน้มการขาดทุนจากการขายรถยี่ดลดลง

● คาดกำไร 2017 – 2018 เติบโตเกิน 100%

คาดการณ์กำไรของ AMANAHA ปี 2017 และ 2018 อยู่ที่ 76 และ 162 ลบ. (+119% และ +114%) ซึ่งเป็นการเติบโตอย่างต่อเนื่องจากการรุกธุรกิจ ATM ในช่วง 3Q15 นอกจากนี้คุณภาพสินเชื่อก็มีการปรับตัวได้ดีขึ้นอย่างมีนัยสำคัญหลังจากรุกธุรกิจนี้ โดย %NPL ลดลงจากระดับ 12% มาอยู่ที่ระดับ 7% ในปัจจุบัน โดยเราคาดว่าในระยะยาว %NPL จะอยู่ที่ระดับ 6 – 8%

● ประเมินราคาเหมาะสม

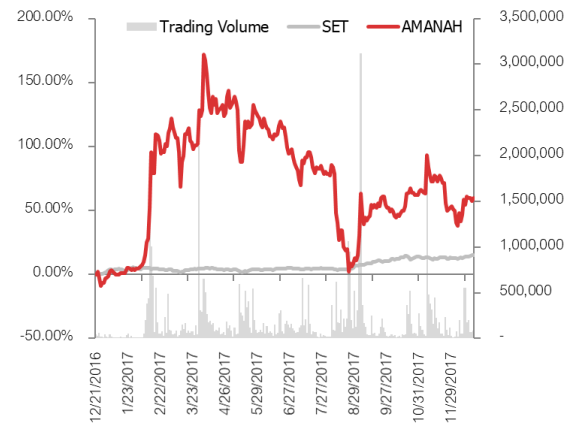
เราประเมินราคาเหมาะสมปี 18 ของ AMANAHA ที่ 2.86 บาท ซึ่ง Justified PBV 2.4 เท่า (Dividend Payout 40%, ROE 15%) โดยเราคาดว่า AMANAHA จะเริ่มจ่ายเงินปันผลได้ในช่วงต้นปี 2018 คาด Dividend Yield จากผลการดำเนินงานปี 18 ที่ระดับ 4.6% ราคาปัจจุบันยังมี Upside มากถึง 95% จึงแนะนำ “ซื้อ”

Date

22 December 2017

Last Price (Bt)	1.47
Target Price (Bt)	2.86
Upside (%)	94.9
Shares in issue (Mn)	951.48
Market Cap (MBt)	1398.67
Free Float (%)	30.93
Foreign Limit/Actual (%)	49.00 / 0.00
NVDR (%)	0.21
Par Value (Bt)	1.00

Price Relative



Source: Aspen

Price Performance	Absolute (%)	SET (%)
-------------------	--------------	---------

YTD 63.33 45.09

Source: www.set.or.th

Year End Dec 31		2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
Net Profit	(MBt)	-232	-133	35	76	162
EPS	(Bt)	-0.24	-0.14	0.04	0.08	0.17
DPS	(Bt)	0.00	0.00	0.00	0.03	0.07
Dividend Yield	(%)	0.00	0.00	0.00	2.17	4.55
BVS	(Bt)	1.07	0.93	0.96	1.04	1.19
P/E	(X)	-6.02	-10.49	40.32	18.46	8.80
P/BV	(X)	1.38	1.59	1.53	1.41	1.23

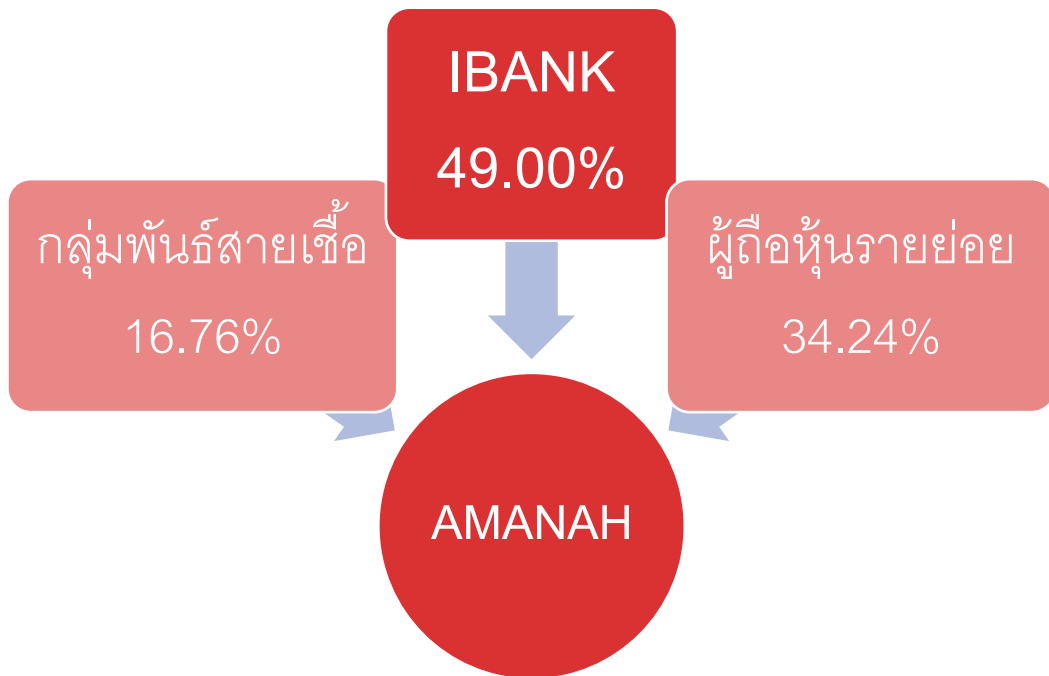
Source: Company data, ZCOM estimates



Company Profile

บริษัท อะมานะฮ์ ลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน) หรือ AMANAH เดิมชื่อบริษัท นวลิสซิ่ง จำกัด ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของ บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์นครธนกิจ จำกัด (มหาชน) ก่อนจะเปลี่ยนผ่านผู้ถือหุ้นใหญ่อีกครั้งจนมาเป็นบริษัทย่อยของ ธนาคารอิสลามแห่งประเทศไทย และเปลี่ยนชื่อมาเป็นบริษัท อะมานะฮ์ ลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน)

AMANAH ประกอบธุรกิจให้เช่าซื้อและเช่าการเงินเป็นหลัก โดยเริ่มทำธุรกิจเช่าซื้อรถยนต์ตั้งแต่ปี 1992 และเพิ่มธุรกิจเช่าการเงิน และเช่าซื้อสินค้าประเภทอุปกรณ์และเครื่องจักรในเวลาต่อมา โดยปัจจุบันบริษัทมุ่งเน้นการขยายสินเชื่อประเภท “รถแลกเงิน” เป็นหลัก ซึ่งเป็นสินเชื่อที่ให้อัตราผลตอบแทนสูงถึงระดับ 22% ซึ่งเป็นธุรกิจที่ให้ผลตอบแทนสูงสุดของบริษัทในปัจจุบัน โดยหลักประกันส่วนใหญ่ของบริษัทในปัจจุบันเป็นรถกระบะราว 52% และรถยนต์นั่งส่วนบุคคลราว 47% ขณะที่ลูกค้าส่วนใหญ่อยู่ในภาคใต้ราว 45% และที่เหลืออยู่ในภาคกลาง และอีสาน



ธุรกิจ “รถแลกเงิน” หรือ Auto to Money (ATM)

ธุรกิจรถแลกเงิน หรือสินเชื่อจำนำทะเบียน คือ การนำทะเบียนรถมายื่นเพื่อขอกู้เงินโดยมีรถเป็นหลักประกัน และลูกค้าที่มาขอกู้สามารถนำรถกลับไปใช้งานได้ตามปกติ โดยบริษัทให้วงเงินกู้ Loan to Value (LTV) ราว 80% ของราคาประเมินจากกรมจ.สทการประมูล (AUCT)

ในช่วงก่อน 3Q15 บริษัทมีการให้บริการสินเชื่อประเภทนี้อยู่บ้างมี Yield ราว 12% ภายหลังจากปรับโครงสร้างและหันมารุกในธุรกิจนี้เพิ่มขึ้นส่งผลให้บริษัทมี Yield ในธุรกิจนี้เพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ระดับ 22% ซึ่งสอดคล้องกับรายได้ใหญ่ในตลาดอย่าง SAWAD และ MTLs ที่มี Yield ระดับ 20%++



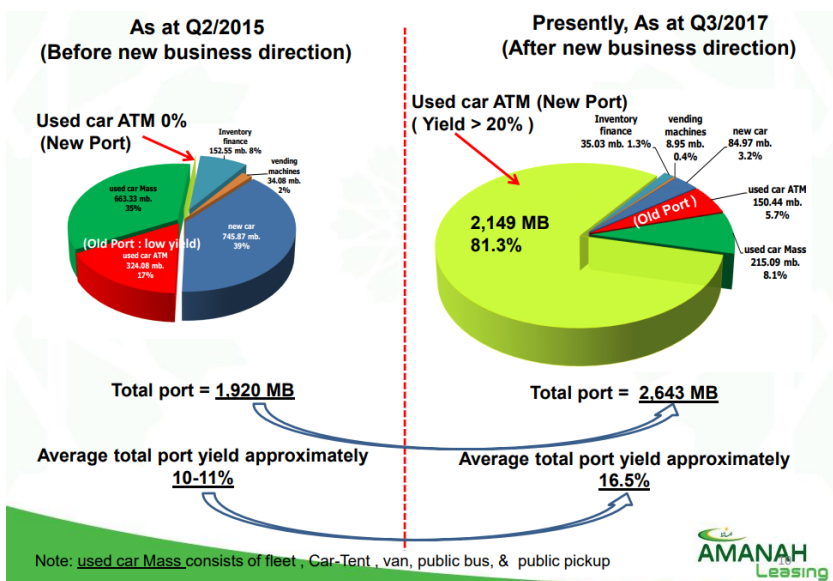
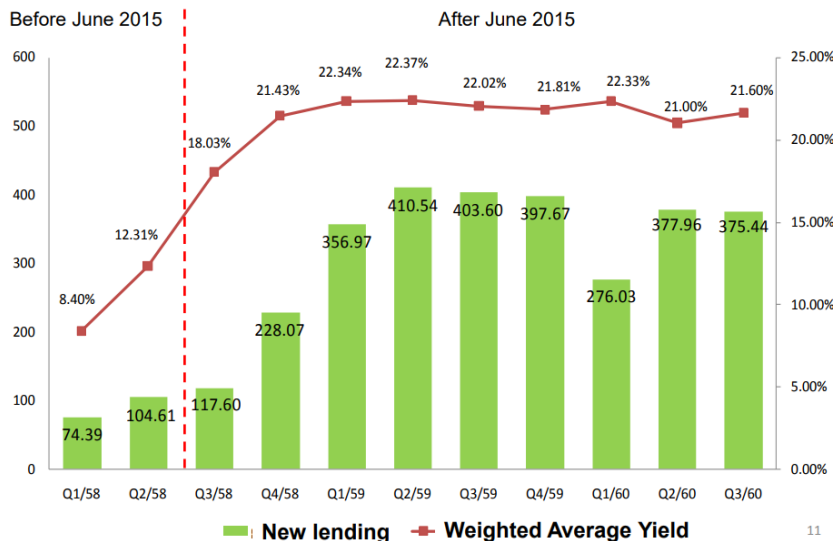
แนวโน้มธุรกิจ ATM

เราเชื่อว่าธุรกิจรถแลกเงินจะยังสามารถเติบโตได้อีกมาก เนื่องจากมีประชาชนจำนวนมากที่ไม่สามารถเข้าถึงแหล่งเงินกู้ยืมอย่างธนาคารได้ จึงต้องหันมาพึ่งพาธุรกิจประเภทนี้ที่สามารถอนุมัติเงินกู้ได้ง่าย และไวกว่า ถึงแม้ว่าลูกค้าจะต้องจ่ายเงินตอบแทนในระดับที่สูงกว่า

สอดคล้องกับมุมมองของรายใหญ่ในตลาดอย่าง SAWAD และ MTLs ที่มองสินเชื่อเติบโตได้เฉลี่ยในระดับ 30% ต่อเนื่องไปอีก 3 ปี ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงโอกาสในธุรกิจนี้อีกมาก

กำไรขั้นต้นเงินหลังหัก ATM

AMANAH เริ่มรุกธุรกิจ ATM ตั้งแต่ 3Q15 ส่งผลให้ผลการดำเนินงานปรับตัวดีขึ้นอย่างเห็นได้ชัด โดยสินเชื่อปรับตัวขึ้นอย่างต่อเนื่อง รวมทั้ง Yield มีการปรับตัวดีขึ้นอย่างเห็นได้ชัด ส่งผลให้กำไรจากการปรับตัวขึ้นอย่างโดดเด่นในช่วงที่ผ่านมา



Source: Oppday 3Q17



คาดการณ์ 2017 – 2018 โตเท่าตัว

คาดการณ์กำไรของ AMANAH ปี 2017 – 2018 อยู่ที่ 76 และ 162 ลบ. (+119% และ +114%) จากสินเชื่อรถแลกเงินที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้ Yield ปรับตัวขึ้นได้อย่างต่อเนื่อง ขณะที่คุณภาพสินเชื่อก็มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นเช่นกัน จากสินเชื่อใหม่ที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่องรวมทั้งการทยอย write-off NPL เก่า ทั้งนี้คาดการณ์ NPL ของสินเชื่อ ATM จะเพิ่มขึ้นอย่างช้าๆ ส่วนหนึ่งเป็นผลจากการมีรถเป็นหลักประกันทำให้ลูกหนี้พยายามหาเงินมาคืน นอกจากนี้ยังมีการ Write-off ที่รวดเร็ว โดยลูกค้าที่กลายเป็น NPL (ผิดนัดชำระ > 3 เดือน) จะเข้าสู่กระบวนการทวงถาม ยึดรถ และขายทอดตลาดภายใน 6 เดือน

คาดการณ์รายได้ดอกเบี้ยสุทธิปี 2017 – 2018 อยู่ที่ 351 และ 474 ลบ. (+62% และ +35%) จากสินเชื่อใหม่ประเภท ATM ที่เข้ามาอย่างต่อเนื่อง ขณะที่สินเชื่อประเภทอื่นลดลงจากการที่บริษัทหันไปมุ่งเน้นธุรกิจ ATM โดยคาดการณ์สินเชื่อใหม่ปี 2017 - 2018 อยู่ที่ 1,469 และ 1,500 ส่งผลให้ Yield เพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 15.5% และ 17.5% ตามลำดับ จากปี 2015 – 2016 ที่อยู่ที่ระดับ 8.6% และ 12.5% ตามลำดับ ขณะที่ต้นทุนการกู้ยืมเพิ่มขึ้นไม่มากเนื่องจากเป็นการกู้จากบ.แม่ (ธนาคารอิสลามแห่งประเทศไทย) ส่งผลให้ NIM ปรับตัวดีขึ้นมาอยู่ที่ 12.9% และ 14.9% ตามลำดับ

คุณภาพสินเชื่อมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น โดยคาดการณ์ %NPL ปี 2017 – 2018 อยู่ที่ 7.4% และ 6.5% ตามลำดับ (คาดการณ์ NPL อยู่ที่ 213 ลบ. และ 225 ลบ.) จากปริมาณสินเชื่อใหม่ที่เข้ามาอย่างต่อเนื่อง และมีการ write-off ที่เร็วขึ้น ส่งผลให้ Coverage Ratio (Loan loss reserve to NPL) อยู่ที่ 107% และ 120% ตามลำดับ ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงความแข็งแกร่งของฐานะการเงินของบริษัท โดยเราคาดการณ์ Provision ปี 2017 – 2018 อยู่ที่ 103 และ 80 ลบ. ตามลำดับ (Credit Cost 3.8% และ 2.5%)

ทั้งนี้ใน 3Q17 บริษัทมีการตั้งสำรองพิเศษราว 10 ลบ.เพื่อรองรับผลกระทบจากการเปลี่ยนมาตรฐานการบัญชีใหม่ IFRS9 ที่จะเริ่มใช้ในอีก 2 ปีข้างหน้า โดยบริษัทคาดว่าเพียงพอต่อการเปลี่ยนแปลงดังกล่าว ซึ่งจะส่งผลให้บริษัทไม่จำเป็นต้องตั้งสำรองพิเศษในอนาคต

D/E ยังต่ำ ไร้งกังวลเงินทุน

ใน 3Q17 D/E ยังอยู่ในระดับต่ำเพียง 1.99 เท่า ใกล้เคียงกับปี 2016 ที่อยู่ที่ระดับ 1.95 เท่า โดยเราคาดว่า D/E จะค่อยๆปรับตัวขึ้นอย่างช้าๆ ซึ่งเป็นผลจากการที่บริษัทมี ROE ที่สูงขึ้น ทั้งนี้เราคาดว่า D/E ปี 2018 จะอยู่ที่ 2.08 เท่า โดยผู้บริหารมองระดับ D/E ที่ทำให้สภาพคล่องตึงตัวอยู่ที่ 4.00 เท่า

อย่างไรก็ตามบริษัทมีวงเงินกู้ยืมจากธนาคารอิสลามแห่งประเทศไทยเพียงพออย่างน้อยจนถึงปลายปี 2018 โดยผู้บริหารกำลังพิจารณาแหล่งเงินกู้อื่น ซึ่งอาจทำให้ต้นทุนเงินทุน (Cost of Fund) มีโอกาสปรับตัวสูงขึ้นได้



ประเมินราคาเหมาะสม

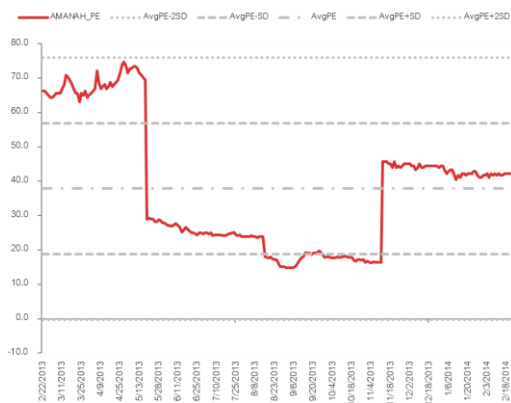
เราประเมินราคาเหมาะสมปี 18 ของ AMANA ที่ 2.86 บาท อิง Justified PBV 2.4 เท่า (Dividend Payout 40%, ROE 15%) โดยเราคาดว่า AMANA จะเริ่มจ่ายเงินปันผลได้ในช่วงต้นปี 2018 คาด Dividend Yield จากผลการดำเนินงานปี 18 ที่ระดับ 4.6%

ความเสี่ยง: พรบ.ทวงหนี้ที่เข้มงวดขึ้น, การเข้าถึงแหล่งเงินทุนของประชาชนได้มากขึ้น, อัตราดอกเบี้ยที่มีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้นทำให้ต้นทุนของบริษัทสูงขึ้น, ภาวะการแข่งขันที่รุนแรง, ราคากรรมสิทธิ์สองตกต่ำ

Balance Sheet						Key Ratios					
Year End Dec 31	2014	2015	2016	2017E	2018E	Year End Dec	2014	2015	2016	2017E	2018E
Cash	199	67	91	80	101	Growth (%)					
Investments, net	85	83	0	0	0	Loans to customers	-22.1	-19.4	58.2	19.9	19.5
Investments in subsidiaries net	0	0	0	0	0	Net interest income	-16.4	-20.8	70.7	62.4	35.3
Loans to customers, net	2,124	1,556	2,350	2,669	3,210	Net fees and service income	-59.6	1.2	190.2	16.2	24.6
Properties for sale, net	69	63	81	101	110	Total operating income	-22.5	-14.1	76.5	54.0	33.3
Premises and equipment, net	96	104	86	75	69	Pre-provision operating profit	-262.5	48.4	139.0	853.3	42.9
Other assets, net	68	86	89	80	73	Provision Expense	-28.8	-7.2	-119.4	764.2	-22.2
Total Asset	2,641	1,959	2,697	3,006	3,563	Normalized profit	-286.5	42.7	126.0	118.7	113.6
Debt issued and borrowings	1,594	1,044	1,731	1,940	2,328	Net profit	-286.5	42.7	126.0	118.7	113.6
Other liabilities	32	35	52	74	79	Performance (%)					
Total Liabilities	1,626	1,079	1,783	2,014	2,407	Net interest margin (NIM)	6.0	6.1	10.0	12.9	14.9
Paid-up capital	950	950	950	951	968	Cost to income (CI)	156.1	133.7	92.6	53.9	50.5
Share premium	292	292	292	0	2	Credit cost (CC)	3.3	3.9	-0.7	3.8	2.5
Reserve	40	40	40	2	10	Return on average assets (ROAA)	-8.0	-5.8	1.5	2.7	4.9
Retained earnings	-266	-402	-368	37	176	Return on average earnings (ROAE)	-20.5	-14.0	3.9	8.0	15.1
Others	0	0	0	1	0	Stability (%)					
Minority interests	0	0	0	0	0	Gross NPL ratio	11.5	12.4	6.5	7.4	6.5
Shareholders' equity	1,015	880	914	991	1,156	Coverage ratio	85.4	108.4	107.8	106.8	119.7
Income Statement						Per Share (Bt)					
Year End Dec 31	2014	2015	2016	2017E	2018E	Normalized EPS	-0.24	-0.14	0.04	0.08	0.17
Net interest income	160	126	216	351	474	EPS	-0.24	-0.14	0.04	0.08	0.17
Net fees and service income	14	14	42	49	61	Book value (BPS)	1.07	0.93	0.96	1.04	1.19
Other operating income	10	17	20	29	36	Dividend (DPS)	0.00	0.00	0.00	0.03	0.07
Total operating income	183	158	278	428	571	Valuation (x)					
Operating cost	286	211	257	231	289	Normalized PER	-6.0	-10.5	40.3	18.5	8.8
Pre-provision operating profit	-103	-53	21	198	282	PER	-6.0	-10.5	40.3	18.5	8.8
Provision expense	86	80	-15	103	80	P/BV	1.4	1.6	1.5	1.4	1.2
Profit before tax	-189	-133	36	95	202	Assumption					
Tax	-43	0	-2	-19	-40	Year End Dec 31	2014	2015	2016	2017E	2018E
Net profit before minority	-232	-133	35	76	162	New Loans	356	525	1,569	1,469	1,500
Minority interest	0	0	0	0	0	Financial Lease+Inventory Finance net	169	70	89	37	1
Normalized profit	-232	-133	35	76	162						
Extraordinary items	0	0	0	0	0						
Net profit	-232	-133	35	76	162						

Source: Company data, ZOOM estimates

Figure 1: AMANA_PE Band



Source: Aspen

Figure 1: AMANA_PBV Band



Source: Aspen



The opinions and information presented in this report are those of the **GMO-Z com Securities (Thailand) Limited** Research Group. **GMO-Z com Securities (Thailand) Limited** Accepts no liability whatsoever for any loss arising from the use of this report or its contents. This report (in whole or in part) may not be reproduced or published without the express permission of **GMO-Z com Securities (Thailand) Limited**

