



## CHAYO Group PCL

CHAYO TB Outperform

Target Price Bt 14.80

Price (11/08/2022) Bt 10.90

Upside % 35.78

Valuation DCF

Sector Finance & Securities

Market Cap Btm 11,624

30-day avg turnover Btm 26.69

No. of shares on issue m 1,066

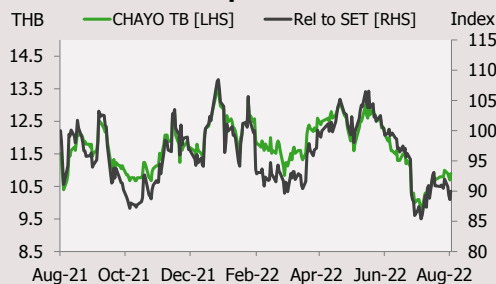
CG Scoring Very Good

Anti-Corruption Indicator N/A

### Investment fundamentals

Year end Dec 31	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>Company Financials</b>				
Revenue (Btmn)	796	1,071	1,237	1,530
Core profit (Btmn)	219	362	433	557
Net profit (Btmn)	219	362	433	557
Net EPS (Bt)	0.23	0.33	0.33	0.43
DPS (Bt)	0.00	0.13	0.13	0.17
BVPS (Bt)	2.69	3.44	4.77	5.06
Net EPS growth (%)	3.40	45.60	0.01	28.70
ROA (%)	5.54	6.22	5.55	6.02
ROE (%)	11.78	11.42	8.67	8.68
Net D/E (x)	0.04	-0.12	-0.23	-0.07
<b>Valuation</b>				
P/E (x)	59.74	32.88	32.88	25.55
P/BV (x)	5.06	3.17	2.29	2.15
EV/EBITDA (x)	36.37	18.86	16.73	14.70
Dividend yield (%)	0.01	1.22	1.22	1.57

### CHAYO TB rel SET performance



Source: Bloomberg (All figures in THB unless noted.)

**Disclaimer:** KS or its affiliates is acting or may act as the underwriter, issuer, and/or market maker of the securities mentioned in this document and/or other financial instruments related to the securities mentioned in this document, including but not limit to, bonds, debentures, derivatives warrants, and structured notes. Investors should study the information contained in the prospectus or related document before investing in the shares and other financial instruments.

### Analyst

Korakot Sawetkruttamat

Korakot.sa@kasikornsecurities.com

15 August 2022

Kasikorn Securities Public Company Limited

## ผลประกอบการไตรมาส 2/2565 ยังแข็งแกร่ง

► CHAYO รายงานกำไรไตรมาส 2/2565 ที่ 57 ลบ. (+61% YoY และ -22% QoQ) ดีขึ้น YoY จากรายได้ดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้นจากพอร์ต NPL

► การเก็บเงินสดจาก NPL ยังปรับตัวดีขึ้น QoQ และ YoY โดยได้แรงหนุนจากกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่ดีขึ้นหลังจากผ่อนคลายมาตรการล็อกดาวน์

► คาดกำไรไตรมาส 3/2565 ดีขึ้น QoQ จากการเก็บเงินสดที่สูงขึ้น แต่จะลดลง YoY เนื่องจากผลกระทบจากฐานที่สูง คงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมาย 14.8 บาท

### Investment Highlights

► กำไรไตรมาส 2/2565 เติบโตอย่างแข็งแกร่ง YoY แต่ลดลง QoQ CHAYO รายงานกำไรไตรมาส 2/2565 ที่ 57 ลบ. เพิ่มขึ้น 61% YoY แต่ลดลง 22% QoQ กำไรในครึ่งปีแรกคิดเป็น 36% ของประมาณการกำไรปี 2565 ของเรา และเราคาดว่ากำไรในครึ่งปีหลังจะดีขึ้นอย่างมากจากครึ่งปีแรก กำไรเติบโตอย่างแข็งแกร่ง YoY หนุนจากรายได้ดอกเบี้ยที่สูงขึ้นจากเงินให้สินเชื่อที่เพิ่มขึ้นในพอร์ตหนี้สินที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (NPL) และผลขาดทุนด้านเครดิตที่คาดว่าจะเกิดขึ้น (ECL) ที่ลดลงอันเป็นผลมาจากการเก็บเงินสดที่ดีขึ้น กำไรลดลงอย่างมาก QoQ จากกำไรจากการขาย NPA ที่ลดลง จากที่ไม่มีการขายหนี้ที่เป็นสินทรัพย์รอการขาย (NPA) ขนาดใหญ่ในไตรมาส 2/2565

► การเก็บเงินสดสุทธิของ NPL เพิ่มขึ้นอย่างมาก YoY และ QoQ เงินสดสำรองของ NPL ในไตรมาส 2/2565 อยู่ที่ 86 ลบ. เพิ่มขึ้น 71% YoY และ 21% QoQ การเติบโตของการจัดเก็บเงินสดที่แข็งแกร่ง YoY และ QoQ ได้แรงหนุนจากการจัดเก็บ NPL ที่มีหลักประกันที่ดีขึ้น โดยได้รับการสนับสนุนจากการเปิดกิจกรรมทางธุรกิจอีกครั้งและการฟื้นตัวของการบริโภคภายในประเทศ อย่างไรก็ตาม การเก็บเงินสดจาก NPA ในไตรมาส 2/2565 ยังอยู่ในระดับต่ำเนื่องจากไม่มีการขาย NPA ขนาดใหญ่ในไตรมาส 2/2565 เทียบกับที่ 86 ลบ. ที่ขายได้ในไตรมาส 1/2565

► การลงทุนใน NPL ดีขึ้น การลงทุนใน NPL ในไตรมาส 2/2565 เพิ่มขึ้นเป็น 295 ลบ. เพิ่มขึ้นจาก 28 ลบ. ในไตรมาส 1/2565 แต่ลดลง 6% YoY ส่งผลให้เงินลงทุนใน NPL ในครึ่งปีแรกมีจำนวนทั้งสิ้น 323 ลบ. การลงทุนใน NPL ยังคงต่ำเมื่อเทียบกับประมาณการของเราในปี 2565 ที่ 1.2 พันลบ. เราคาดว่าอุปทาน NPL จะเพิ่มขึ้นในไตรมาส 4/2565 และ CHAYO จะสามารถเพิ่มงบประมาณการลงทุนเพื่อให้ได้ NPL เพิ่มขึ้นสำหรับการบริหารจัดการ NPL

► คาดกำไรจะดีขึ้น QoQ แต่ลดลง YoY ในไตรมาส 3/2565 เราคาดว่า CHAYO จะรายงานการเติบโต QoQ ของกำไรสุทธิในไตรมาส 3/2565 โดยได้แรงหนุนจากการเก็บเงินสดที่เพิ่มขึ้นจาก NPL ทั้งแบบมีหลักประกันและไม่มีหลักประกันอันเป็นผลจากสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจที่ดีขึ้นหลังจากผ่อนคลายมาตรการล็อกดาวน์ อย่างไรก็ตาม ด้วยฐานที่สูงในไตรมาส 3/2564 เราคาดว่ากำไรจะลดลงเล็กน้อย YoY เนื่องจากกำไรสุทธิจากการขาย NPA ที่คาดว่าจะลดลงในไตรมาส 3/2565 เทียบกับกำไร 54 ลบ. จากการขาย NPA ในไตรมาส 3/2564

### Valuation and Recommendation

► เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายที่ 14.8 บาท เราชอบ CHAYO จากแนวโน้มการเติบโตของกำไรที่แข็งแกร่ง ความยืดหยุ่นในการบริหารจัดการ NPL ทั้งแบบที่ไม่มีหลักประกันและมีหลักประกัน และศักยภาพที่จะได้รับประโยชน์สูงสุดจากการร่วมทุนกับธนาคารพาณิชย์ แม้ว่า PER ของ CHAYO ปี 2565-2566 จะสูงที่ 33 เท่า แต่เรามองว่ามูลค่าหุ้นสมเหตุสมผล เนื่องจากเราคาดว่ากำไรจะเติบโตอย่างแข็งแกร่งที่ 38% ต่อปี ในปี 2565-2567



Fig 1 2Q22 earnings review

CHAYO	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	%YoY	%QoQ
<b>Financials</b>							
Sales (Btmn)	165	228	227	238	226	36.5	-5.3
EBITDA (Btmn)	61	116	102	125	115	87.5	-8.3
Operating profit (Btmn)	59	114	100	123	113	89.4	-8.3
Core profit (Btmn)	35	71	49	73	57	61.3	-22.0
Net profit (Btmn)	35	71	49	73	57	61.3	-22.0
Net EPS (Bt)	0.04	0.07	0.05	0.07	0.05	28.3	-26.0
<b>Performance Drivers</b>							
Investment in NPL	411	411	1,192	28	323	-21.4	1,059.8
Debt acquisition revenue	146	165	180	214	217	48.6	1.4
Debt collection revenue	10	9	9	8	8	-20.5	4.0
Ending loan to NPL	1,833	1,813	2,570	2,587	2,849	55.5	10.1
<b>Ratios</b>						<b>Change</b>	
Gross margin (%)	78.1	83.0	70.2	78.1	75.8	-2.4	-2.3
EBITDA margin (%)	37.0	51.0	44.7	52.4	50.8	13.8	-1.7
Optg. margin (%)	36.0	50.2	43.8	51.6	50.0	14.0	-1.7
ROE (%)	6.8	11.8	7.7	10.9	8.1	1.3	-2.8

Source: Company data, KS Research



CHAYO: Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Revenue	516	796	1,071	1,237	1,530
Cost of sales and services	-117	-177	-193	-203	-247
<b>Gross Profit</b>	399	619	878	1,034	1,282
SG&A	-155	-248	-247	-249	-310
Other income	4	9	10	10	13
<b>EBIT</b>	248	381	642	795	986
<b>EBITDA</b>	254	387	649	803	994
Interest expense	-53	-113	-88	-96	-96
Equity earnings	0	0	0	0	0
<b>EBT</b>	195	268	553	699	890
Income tax	-41	-46	-111	-140	-178
<b>NPAT</b>	155	222	443	560	712
Minority Interest	1	-3	-80	-127	-155
<b>Core Profit</b>	155	219	362	433	557
Extraordinary items	0	0	0	0	0
FX gain (loss)	0	0	0	0	0
<b>Reported net profit</b>	155	219	362	433	557

Balance Sheet (Btmn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Cash & equivalents	708	1,332	2,277	3,399	2,225
ST investments	2	2	2	3	3
Accounts receivable	26	46	48	49	51
Inventories	0	0	0	0	0
Other current assets	141	429	214	247	306
<b>Total current assets</b>	877	1,810	2,541	3,698	2,585
Investment in subs & others	1,702	2,865	3,587	4,903	6,423
Fixed assets-net	43	72	74	76	78
Other assets	190	343	354	364	375
<b>Total assets</b>	2,811	5,090	6,556	9,042	9,462
Short-term debt	450	328	501	501	501
Accounts payable	43	82	91	100	110
Other current liabilities	23	18	54	62	76
<b>Total current liabilities</b>	517	428	645	663	687
Long-term debt	1,124	1,146	1,240	1,240	1,240
Other liabilities	24	57	43	49	61
<b>Total liabilities</b>	1,664	1,632	1,928	1,952	1,989
Paid-up capital	353	481	546	652	652
Share premium	454	1,523	2,266	4,334	4,334
Reserves & others, net	3	96	133	144	144
Retained earnings	321	487	811	1,088	1,472
Minority interests	16	871	871	871	871
<b>Total shareholders' equity</b>	1,147	3,458	4,627	7,089	7,473
<b>Total equity &amp; liabilities</b>	2,811	5,090	6,556	9,042	9,462

Key Assumptions (Btmn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Investment in NPL	625.6	1,001.0	1,201.2	1,441.5	1,729.8
Debt acquisition revenue	425	594	734	751	956
Debt collection revenue	51	60	66	73	76
Ending loan to NPL	1,573	2,492	3,587	4,903	6,423
% Unsecured	27%	28%	28%	28%	28%
% Secured	73%	72%	72%	72%	72%

Cashflow (Btmn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Net profit	155	222	443	560	712
Depreciation & amortization	6	7	8	8	8
Change in working capital	-172	18	7	8	8
Others	-756	-1,570	226	-29	-43
<b>CF from operation activities</b>	-766	-1,326	602	419	530
Capital expenditure	-8	-36	-10	-10	-10
Investment in subs and affiliates	-570	-1,163	-722	-1,316	-1,520
Others	676	1,167	-0	-0	-1
<b>CF from investing activities</b>	98	-32	-732	-1,327	-1,530
Cash dividend	-5	-5	-1	-145	-173
Net proceeds from debt	997	-100	267	0	0
Capital raising	38	1,197	808	2,174	0
Others	-14	890	0	0	0
<b>CF from financing activities</b>	1,016	1,982	1,074	2,029	-173
<b>Net change in cash</b>	348	624	945	1,122	-1,173

Key Statistics & Ratios	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>Per share (Bt)</b>					
Reported EPS	0.22	0.23	0.33	0.33	0.43
Core EPS	0.22	0.23	0.33	0.33	0.43
DPS	0.00	0.00	0.13	0.13	0.17
BV	1.60	2.69	3.44	4.77	5.06
EV	9.45	14.65	11.20	10.29	11.19
Free Cash Flow	-1.10	-1.42	0.54	0.31	0.40
<b>Valuation analysis</b>					
Reported P/E (x)	37.24	59.74	32.88	32.88	25.55
Core P/E (x)	37.24	59.74	32.88	32.88	25.55
P/BV (x)	5.12	5.06	3.17	2.29	2.15
EV/EBITDA (x)	26.19	36.37	18.86	16.73	14.70
Price/Cash flow (x)	-7.56	-9.87	19.77	33.93	26.83
Dividend yield (%)	0.00	0.01	1.22	1.22	1.57
<b>Profitability ratios</b>					
Gross margin (%)	77.28	77.73	82.01	83.60	83.83
EBITDA margin (%)	49.28	48.65	60.60	64.93	64.96
EBIT margin (%)	48.03	47.79	59.90	64.30	64.44
Net profit margin (%)	30.09	27.50	33.81	34.98	36.39
ROA (%)	6.70	5.54	6.22	5.55	6.02
ROE (%)	14.67	11.78	11.42	8.67	8.68
<b>Liquidity ratios</b>					
Current ratio (x)	1.70	4.22	3.94	5.58	3.76
Quick ratio (x)	1.42	3.22	3.61	5.21	3.32
<b>Leverage Ratios</b>					
Liabilities/Equity ratio (x)	1.45	0.47	0.42	0.28	0.27
Net debt/EBITDA (x)	3.39	0.36	-0.83	-2.07	-0.49
Net debt/equity (x)	0.75	0.04	-0.12	-0.23	-0.07
Int. coverage ratio (x)	4.71	3.37	7.26	8.30	10.29
<b>Growth</b>					
Revenue (%)	64.07	54.23	34.52	15.44	23.69
EBITDA (%)	64.58	52.26	67.55	23.69	23.75
Reported net profit (%)	39.42	40.97	65.37	19.43	28.70
Reported EPS (%)	24.48	3.40	45.60	0.01	28.70
Core profit (%)	39.42	40.97	65.37	19.43	28.70
Core EPS (%)	24.48	3.40	45.60	0.01	28.70

Source: Company, KS estimates



## Analyst Certification

The views expressed in this research report accurately reflect the personal views of the analyst(s) about the subject security(ies) and subject company(ies); and no part of the compensation of the research analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.

## Investment Ratings

Outperform: Expected total return of 10% or more within a 12-month period

Neutral: Expected total return between -10% and 10% within a 12-month period

Underperform: Expected total return of -10% or worse within a 12-month period

## General Disclaimer

This document is prepared by Kasikorn Securities Public Company Limited ("KS"). This document has been prepared for individual clients of KS only and must not, either in whole or in part, be copied, photocopied or duplicated in any form or by any means or distributed to any other person. If you are not the intended recipient you must not use or disclose the information in this research in any way. If you received it in error, please immediately notify KS by return e-mail and delete the document. We do not guarantee the integrity of any e-mails or attached files and are not responsible for any changes made to them by any other person.

This document, including information, data, statements, forecasts, analysis and projections contained herein, including any expression of opinion, is based on public available information or information obtained from sources believed to be reliable, but KS does not make any representation or warranty on, assumes no responsibilities for nor guarantees the accuracy, completeness, correctness or timeliness of such information. KS accepts no obligation to correct or update the information or opinions in it. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration and they were based upon such information or sources then, and in our opinion are fair and reasonable in the circumstances prevailing at the time. The information or expressions of opinion contained herein are subject to change without notice.

Nothing in this document shall be construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities or products, or to engage in or refrain from engaging in any transaction. In preparing this document, KS did not take into account your specific investment objectives, financial situation or particular needs. This document is for your information only and is not to be taken in substitution for the exercise of your judgment. KS salespeople, traders and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to our clients that reflect opinions which are contrary to the opinions expressed in this document. Before making an investment decision on the basis of this document, you should obtain independent financial, legal or other advice and consider the appropriateness of investment in light of your particular investment needs, objectives and financial circumstances. There are risks involved in the investment in securities. KS accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, consequential or other loss (including claim for loss of profit) arising from any use of or reliance upon this document and/or further communication given in relation to this document.

Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments herein constitute a judgment as of the date of this document, and there can be no assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments. Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described in this document were based upon a number of estimates and assumptions and are inherently subject to significant uncertainties or contingencies. It can be expected that one or more of the estimates on which the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments were based will not materialize or will vary significantly from actual results. Therefore, the inclusion of the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described herein is not to be relied upon as a representation and/or warranty by KS (i) that such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments or their underlying assumptions will be achieved, or (ii) that there is an assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments stated therein.

KS along with its affiliates and/or persons associated with it may from time to time have interests in the securities mentioned in this document. KS and its associates, their directors and/or employees may have positions in, and may effect transactions in securities mentioned herein and may also perform or seek to perform broking, investment banking, advisory and other securities services for companies mentioned in this document.

## Corporate Governance Report Disclaimer

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market of Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor at <http://www.thai-iod.com/en/publications-detail.asp?id=170>. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information.

The survey result is as of the data appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. KS does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.

## Structured Notes and Derivative Warrants Disclaimer

KS may be the issuer of structured notes on these securities.

KS acts as market maker and issuer of Derivative Warrants ("DWs") on the underlying stocks listed below. Investors should carefully read the details of the DWs in the prospectus before making any investment decisions.

DWs Underlying Stocks: ADVANC, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BDMS, BEM, BGRIM, BH, CBG, CHG, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KTC, MINT, MTC, OSP, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPRC, STA, STEC, STGT, TIDLOR, TISCO, TOP, TRUE, TTB, TU, VGI, WHA.