



Chayo Group PCL

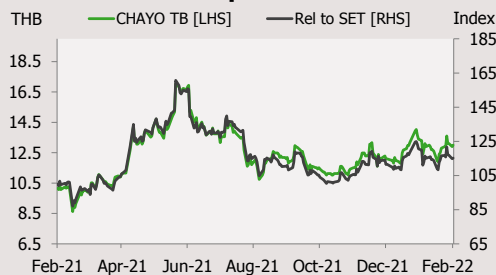
CHAYO TB Outperform

Target Price	Bt	14.80
Price (08/02/2022)	Bt	13.00
Upside	%	13.85
Valuation		DCF
Sector	Finance & Securities	
Market Cap	Btm	13,153
30-day avg turnover	Btm	128.30
No. of shares on issue	m	1,012
CG Scoring		Very Good
Anti-Corruption Indicator		N/A

Investment fundamentals

Year end Dec 31	2020A	2021E	2022E	2023E
Company Financials				
Revenue (Btmn)	516	737	1,071	1,237
Core profit (Btmn)	155	217	360	431
Net profit (Btmn)	155	217	360	431
Net EPS (Bt)	0.22	0.26	0.37	0.36
DPS (Bt)	0.00	0.10	0.15	0.14
BVPS (Bt)	1.60	2.25	3.05	4.57
Net EPS growth (%)	24.48	16.24	43.49	-1.39
ROA (%)	6.70	6.80	8.49	7.03
ROE (%)	14.67	14.30	14.69	10.23
Net D/E (x)	0.75	0.45	0.31	-0.04
Valuation				
P/E (x)	37.24	50.80	35.40	35.90
P/BV (x)	5.12	5.79	4.26	2.84
EV/EBITDA (x)	26.19	31.22	21.19	19.16
Dividend yield (%)	0.00	0.79	1.13	1.11

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

9 February 2022

Kasikorn Securities Public Company Limited

คาดกำไรไตรมาส 4/64 โตแข็งแกร่ง YoY

- ▶ คาด CHAYO จะรายงานกำไรไตรมาส 4/2564 ที่ 52 ลบ. (+42% YoY และ -27% QoQ) โดยได้แรงหนุนจากการจัดเก็บเงินสดที่เพิ่มขึ้นของ NPLs ที่ไม่มีหลักประกัน
- ▶ ไตรมาส 4/2564 CHAYO เพิ่มการลงทุนใน NPLs ที่ไม่มีหลักประกัน เราขอมกกลยุทธ์นี้เนื่องจากสินทรัพย์สามารถสร้างกระแสเงินสดและ ROE ที่มีเสถียรภาพมากขึ้น
- ▶ ธุรกิจสินเชื่อมีโอกาสสร้าง upside ในปี 2565 เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมาย 14.80 บาท

Investment Highlights

- ▶ คาดกำไรไตรมาส 4/2564 เติบโตอย่างแข็งแกร่ง YoY แต่ลดลง QoQ เราคาดว่า CHAYO จะรายงานกำไรไตรมาส 4/2564 ที่ 52 ลบ. เพิ่มขึ้น 42% YoY แต่ลดลง 27% QoQ เราคาดว่ากำไรที่เติบโตอย่างแข็งแกร่ง YoY เป็นผลมาจากรายได้จากดอกเบี้ยที่สูงขึ้นจากพอร์ตสินเชื่อด้วยคุณภาพ และกำไรจากการขาย NPA ที่สูงขึ้น อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าในเชิง QoQ กำไรจะลดลงอย่างมาก เนื่องจากคาดว่ากำไรจากการขาย NPA จะลดลง เนื่องจาก CHAYO มีการบันทึกกำไรจากการขาย NPA ขนาดใหญ่ในไตรมาส 3/2564 แต่เราคาดว่าจะไม่มีการขาย NPA ขนาดใหญ่ในไตรมาส 4/2564 ด้วยเหตุนี้ เราจึงคาดว่ากำไรปี 2564 จะอยู่ที่ 222 ลบ. เพิ่มขึ้น 43% YoY
- ▶ คาดจะมีการจัดเก็บเงินสดเพิ่มขึ้น ส่วนใหญ่จาก NPLs ที่ไม่มีหลักประกัน เราคาดว่า การจัดเก็บเงินสดไตรมาส 4/2564 จะเติบโตขึ้น 54% YoY และ 12% QoQ เป็น 75 ลบ. และในปี 2564 การจัดเก็บเงินสดจะอยู่ที่ 304.5 ลบ. เพิ่มขึ้น 39% YoY การจัดเก็บเงินสดที่เติบโต QoQ และ YoY เป็นผลมาจากการจัดเก็บเงินสดที่สูงขึ้นจาก NPLs ที่ไม่มีหลักประกัน ซึ่ง CHAYO ค่อย ๆ เพิ่มการลงทุนใน NPLs ที่ไม่มีหลักประกันตั้งแต่ปี 2563 หนุนจากมาตรการลดดอกเบี้ยที่ผ่อนคลายลง
- ▶ เพิ่มการลงทุนใน NPLs ที่ไม่มีหลักประกัน CHAYO รายงานต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยว่าได้มีการลงทุนใน NPLs ของสินเชื่อไม่มีหลักประกัน (Clean Loan) จำนวน 7.6 พันลบ. ซึ่งเป็นสินเชื่อรถยนต์ในเดือน พ.ย.-ธ.ค. 2564 เราประเมินมูลค่าการลงทุนที่ 380 ลบ. โดยตั้งสมมติฐานไว้ที่ 5% ของยอดหนี้คงค้างทั้งหมด ส่งผลให้เราคาดว่าเงินลงทุนใน NPLs ของ CHAYO จะอยู่ที่ 750 - 800 ลบ. ในปี 2564 (เทียบกับเป้าหมายที่ 1.0 พันลบ.) ซึ่งส่วนใหญ่เป็นหนี้ที่ไม่มีหลักประกัน เราขอมกกลยุทธ์ของ CHAYO ในการเพิ่มสัดส่วนการลงทุนใน NPLs ที่ไม่มีหลักประกัน เนื่องจาก 1) CHAYO มีประวัติการจัดเก็บเงินสดที่แข็งแกร่งจาก NPLs ที่ไม่มีหลักประกัน 2) การเพิ่มสัดส่วนพอร์ต NPLs ที่ไม่มีหลักประกัน ทำให้การจัดเก็บเงินสดต่อไตรมาสและกำไรมีเสถียรภาพยิ่งขึ้น 3) เรามองเห็นอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ที่ดีขึ้นในระยะยาวโดยพิจารณาจากผลงานของ JMT
- ▶ การสร้างธุรกิจใหม่จากสินเชื่อรถยนต์ เรามองว่า CHAYO กำลังใช้ประโยชน์จากความสัมพันธ์กับตัวแทนสินเชื่ออิสระและความเชี่ยวชาญในการทวงถามหนี้เพื่อเริ่มต้นธุรกิจใหม่ ซึ่งก็คือสินเชื่อรถยนต์ เราประมาณการมูลค่ารวมของพอร์ตสินเชื่อในปี 2564 ที่ 300 - 400 ลบ. และสร้างกำไร 10 - 20 ลบ. ในปี 2564 หรือคิดเป็นประมาณ 5-10% ของกำไรสุทธิในปี 2564 ฝ่ายบริหารตั้งเป้าการอนุมัติสินเชื่อใหม่ในปี 2565 ที่ 1 พันลบ. และเราคาดว่าพอร์ตสินเชื่ออาจจะมียอดสูงถึง 1.1 - 1.2 พันลบ. ในปี 2565 เราเห็นว่าอาจมี upside จากประมาณการของเราจากโครงการนี้เนื่องจากพอร์ตสินเชื่อทุก 1.0 พันลบ. จะสร้างกำไรประมาณ 40 ลบ. หรือมากกว่า 10% ของประมาณการกำไรในปี 2565

Valuation and Recommendation

- ▶ เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมาย 14.8 บาท เราชอบ CHAYO จากโมเดลของ AMC ที่มีความยืดหยุ่น ซึ่งสามารถจัดการ NPLs ทั้งแบบที่มีหลักประกันและไม่มีหลักประกันได้ โดยจะช่วยให้มีโอกาสในสถานการณ์ต่าง ๆ ของตลาดได้ เรามองว่าปัจจัยหนุนราคาหุ้นคือกำไรที่สูงขึ้นจาก CHAYO JV และแผนการร่วมทุนกับธนาคารพาณิชย์
- ▶ ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญคือ การฟื้นตัวของเศรษฐกิจที่ช้ากว่าที่คาด การแข่งขันจากผู้เล่นรายใหญ่ และการจัดเก็บเงินสดที่ต่ำกว่าที่คาดจาก NPLs ที่ไม่มีหลักประกัน



Fig 1 4Q21 earnings preview

CHAYO	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	%YoY	%QoQ	2021E
Financials								
Sales (Btmn)	140	176	165	228	205	46.6	-9.9	737
EBITDA (Btmn)	67	109	61	116	92	37.1	-20.8	382
Operating profit (Btmn)	65	107	59	114	90	37.6	-21.3	377
Core profit (Btmn)	36	64	35	71	52	42.2	-27.1	217
Net profit (Btmn)	36	64	35	71	52	42.2	-27.1	217
Net EPS (Bt)	0.05	0.09	0.04	0.07	0.05	5.2	-27.1	0.26
Performance Drivers								
Investment in NPL	626	96	411	411	791	26.4	92.5	1,001
Debt acquisition revenue	114	165	146	165	180	58.0	9.2	594
Debt collection revenue	12	12	10	9	10	-16.3	9.4	60
Ending loan to NPL	1,573	1,531	1,833	1,813	1,850	17.6	2.0	2,492
Ratios								
Gross margin (%)	77.8	80.3	78.1	83.0	81.0	Change	2021E	78.5
EBITDA margin (%)	48.0	61.6	37.0	51.0	44.8	-3.1	-6.2	51.8
Optg. margin (%)	46.8	60.8	36.0	50.2	43.9	-2.9	-6.3	51.2
ROE (%)	13.2	17.9	6.8	11.8	8.4	-4.8	-3.4	14.3

Source: Company data, KS Research



CHAYO: Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Revenue	315	516	737	1,071	1,237
Cost of sales and services	-105	-117	-158	-193	-203
Gross Profit	210	399	578	878	1,034
SG&A	-64	-155	-208	-247	-249
Other income	3	4	7	8	9
EBIT	149	248	377	640	794
EBITDA	155	254	382	645	799
Interest expense	-9	-53	-86	-90	-96
Equity earnings	0	0	0	0	0
EBT	140	195	292	550	698
Income tax	-29	-41	-58	-110	-140
NPAT	111	155	233	440	558
Minority Interest	0	1	-16	-80	-127
Core Profit	111	155	217	360	431
Extraordinary items	0	0	0	0	0
FX gain (loss)	0	0	0	0	0
Reported net profit	111	155	217	360	431

Balance Sheet (Btmn)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Cash & equivalents	360	708	663	805	1,926
ST investments	102	2	2	3	4
Accounts receivable	35	26	26	27	28
Inventories	0	0	0	0	0
Other current assets	63	141	147	214	247
Total current assets	560	877	839	1,050	2,205
Investment in subs & others	1,131	1,702	2,492	3,587	4,903
Fixed assets-net	42	43	49	54	58
Other assets	92	190	195	201	207
Total assets	1,825	2,811	3,575	4,891	7,373
Short-term debt	145	450	401	501	501
Accounts payable	225	43	48	53	58
Other current liabilities	17	23	37	54	62
Total current liabilities	387	517	486	607	621
Long-term debt	432	1,124	1,137	1,237	1,237
Other liabilities	4	24	29	43	49
Total liabilities	823	1,664	1,652	1,887	1,907
Paid-up capital	315	353	424	490	596
Share premium	454	454	941	1,684	3,753
Reserves & others, net	-1	3	33	39	50
Retained earnings	219	321	508	774	1,051
Minority interests	15	16	16	16	16
Total shareholders' equity	1,002	1,147	1,923	3,003	5,465
Total equity & liabilities	1,825	2,811	3,575	4,891	7,373

Key Assumptions (Btmn)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Investment in NPL	644.0	625.6	1,001.0	1,201.2	1,441.5
Debt acquisition revenue	234	425	594	734	751
Debt collection revenue	61	51	60	66	73
Ending loan to NPL	1,131	1,573	2,492	3,587	4,903
% Unsecured	11%	27%	28%	28%	28%
% Secured	89%	73%	72%	72%	72%

Cashflow (Btmn)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Net profit	111	155	233	440	558
Depreciation & amortization	6	6	5	5	6
Change in working capital	183	-172	4	4	4
Others	-649	-756	7	-43	-24
CF from operation activities	-349	-766	232	326	417
Capital expenditure	-3	-8	-10	-10	-10
Investment in subs and affiliates	-535	-570	-790	-1,095	-1,316
Others	427	676	-0	-0	-1
CF from investing activities	-111	98	-801	-1,105	-1,327
Cash dividend	-24	-5	0	-87	-144
Net proceeds from debt	543	997	-35	200	0
Capital raising	168	38	559	808	2,174
Others	-16	-14	0	0	0
CF from financing activities	671	1,016	523	921	2,030
Net change in cash	211	348	-45	142	1,121

Key Statistics & Ratios	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Per share (Bt)					
Reported EPS	0.18	0.22	0.26	0.37	0.36
Core EPS	0.18	0.22	0.26	0.37	0.36
DPS	0.06	0.00	0.10	0.15	0.14
BV	1.57	1.60	2.25	3.05	4.57
EV	5.61	9.45	14.05	13.97	12.85
Free Cash Flow	-0.56	-1.10	0.26	0.32	0.34
Valuation analysis					
Reported P/E (x)	30.53	37.24	50.80	35.40	35.90
Core P/E (x)	30.53	37.24	50.80	35.40	35.90
P/BV (x)	3.45	5.12	5.79	4.26	2.84
EV/EBITDA (x)	22.84	26.19	31.22	21.19	19.16
Price/Cash flow (x)	-9.74	-7.56	47.51	39.05	37.12
Dividend yield (%)	1.18	0.00	0.79	1.13	1.11
Profitability ratios					
Gross margin (%)	66.63	77.28	78.48	82.01	83.60
EBITDA margin (%)	49.13	49.28	51.85	60.23	64.62
EBIT margin (%)	47.39	48.03	51.23	59.75	64.17
Net profit margin (%)	35.41	30.09	29.49	33.57	34.88
ROA (%)	8.40	6.70	6.80	8.49	7.03
ROE (%)	12.84	14.67	14.30	14.69	10.23
Liquidity ratios					
Current ratio (x)	1.44	1.70	1.73	1.73	3.55
Quick ratio (x)	1.28	1.42	1.42	1.38	3.15
Leverage Ratios					
Liabilities/Equity ratio (x)	0.82	1.45	0.86	0.63	0.35
Net debt/EBITDA (x)	0.75	3.39	2.29	1.44	-0.24
Net debt/equity (x)	0.12	0.75	0.45	0.31	-0.04
Int. coverage ratio (x)	16.35	4.71	4.41	7.10	8.30
Growth					
Revenue (%)	19.94	64.07	42.64	45.44	15.44
EBITDA (%)	31.77	64.58	50.06	68.97	23.87
Reported net profit (%)	30.39	39.42	39.79	65.57	19.97
Reported EPS (%)	15.90	24.48	16.24	43.49	-1.39
Core profit (%)	30.39	39.42	39.79	65.57	19.97
Core EPS (%)	15.90	24.48	16.24	43.49	-1.39

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.