



Valuation ไม่สมเหตุผลกับความเสี่ยงที่สูงขึ้น

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

0-2949-1003

kittima.sattayapan@scb.co.th

- บริษัทที่ประกอบธุรกิจปล่อยสินเชื่ออุปโภคบริโภค: ปัจจัยเสี่ยงลดลง ได้แก่ 1) คุณภาพสินทรัพย์ 2) หลักเกณฑ์ และ 3) ต้นทุนทางการเงิน
- เราปรับลดคำแนะนำสำหรับ AEONTS ลงสู่ “Neutral” และ KTC ลงสู่ “ขาย”; ราคาหุ้นปรับตัวขึ้นมากเกินไปในขณะที่มีความเสี่ยงลดลงมากขึ้น
- ชอบ AEONTS มากกว่า KTC ในทุก ๆ ด้าน

ความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์สูงขึ้น แต่สามารถบริหารจัดการได้ หนี้ครัวเรือนที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วสู่ระดับเกือบ 80% ของ GDP ทำให้เราคาดว่า NPL จะปรับตัวเพิ่มขึ้นในงวดครึ่งหลังปี 56 แต่จะยังอยู่ในระดับที่สามารถบริหารจัดการได้ ดังนั้นการตั้งสำรองจึงน่าจะค่อยๆ ปรับขึ้นในงวดครึ่งหลังปี 56 ทั้งนี้ NPL ที่เพิ่มขึ้นในส่วนของการปล่อยสินเชื่ออุปโภคบริโภคมีจุดเริ่มต้นมาจากมาตรการคินภาสให้แก่ผู้ซื้อรถยนต์คันแรก ซึ่งส่งผลทำให้ NPL ในส่วนของการปล่อยสินเชื่อมือสองปรับตัวเพิ่มขึ้น และหลังจากนั้นก็กลายไปยังสินเชื่ออุปโภคบริโภคอื่นๆ ความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์สำหรับสินเชื่อส่วนบุคคลและสินเชื่อบัตรเครดิตดูเหมือนจะรุนแรงน้อยกว่าสินเชื่อรถยนต์มือสอง เราเชื่อว่าความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์ดังกล่าวอยู่ในระดับที่สามารถบริหารจัดการได้ และไม่น่าเป็นห่วง เพราะอัตราการว่างงานของประเทศไทยอยู่ในระดับต่ำมาก

นโยบายปล่อยสินเชื่อเข้มงวดมากขึ้นและการอุปโภคบริโภคภายในประเทศชะลอตัว เราพบความเสี่ยงขาดต่อรายได้ของบริษัทที่ประกอบธุรกิจสินเชื่ออุปโภคบริโภคในแง่ของการขยายตัวของสินเชื่อและรายได้ค่าธรรมเนียมในงวดครึ่งหลังปี 56 แม้ไตรมาส 4 ของทุกปีจะเป็นช่วงที่มีการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคจำนวนมาก แต่การอุปโภคบริโภคภายในประเทศที่ชะลอตัวลงอาจจะส่งผลทำให้การใช้จ่ายอุปโภคบริโภคลดลง และส่งผลกระทบต่อรายได้ค่าธรรมเนียมลดลง การขยายสินเชื่อได้เพิ่มมากขึ้นตามฤดูกาลน่าจะได้รับผลกระทบจากนโยบายที่เข้มงวดมากขึ้นโดยเฉพาะอย่างยิ่งในส่วนของสินเชื่อส่วนบุคคล

แรงกดดันขาขึ้นต่อต้นทุนทางการเงิน ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลปรับตัวเพิ่มขึ้นจากความกังวลเกี่ยวกับการลดวงเงินมาตรการ QE ของสหรัฐฯ เราคาดว่าผลตอบแทนพันธบัตรจะเพิ่มขึ้นในระยะยาวเพื่อสะท้อนการยุติมาตรการ QE ซึ่งจะสร้างแรงกดดันต่อต้นทุนในการออกหุ้นกู้ใหม่ๆ ในระยะยาว

ความเสี่ยงลดลงจาก พ.ร.บ.บัตรเครดิต ปัจจุบันร่าง พ.ร.บ.บัตรเครดิตกำลังอยู่ในการพิจารณาของสภาฯ โดยในร่างฉบับล่าสุด การคิดดอกเบี้ยจะเริ่มนับจากวันครบกำหนดชำระเงินไม่ใช้วันที่ทำรายการ ซึ่งหมายความว่าไม่มีการคิดดอกเบี้ยในเดือนแรก หลักเกณฑ์นี้ถูกนำมาใส่เพิ่มใน พ.ร.บ.บัตรเครดิตหลังจากผ่านการพิจารณาครั้งแรก อย่างไรก็ตาม หลักเกณฑ์นี้ไม่ได้เป็นไปตามมาตรฐานสากลที่ยึดถือปฏิบัติกัน ดังนั้นเราคาดว่ามีการปรับเปลี่ยนเกิดขึ้น

ปรับคำแนะนำหลังจากราคาหุ้นปรับตัวขึ้นมาก เราปรับคำแนะนำสำหรับ AEONTS ลดลงจาก “ซื้อ” สู่ “Neutral” และ KTC จาก “Neutral” สู่ “ขาย” หลังจากราคาหุ้นปรับตัวขึ้นมากในช่วง 2 สัปดาห์ที่ผ่านมา (AEONTS +37%; KTC +25%)

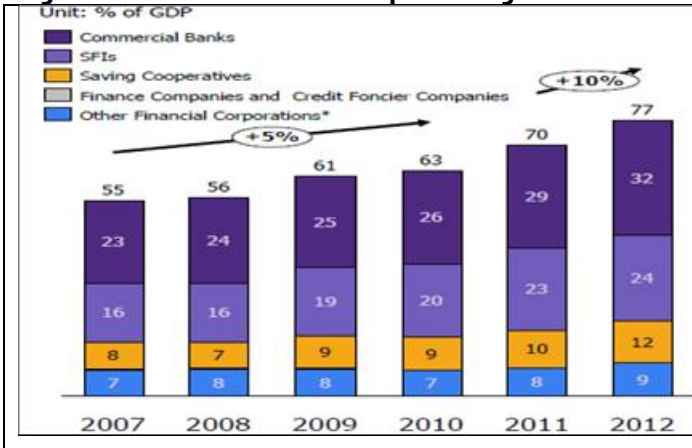
ชอบ AEONTS มากกว่า KTC เราชอบ AEONTS มากกว่า KTC เพราะเหตุผล 3 ข้อ คือ 1) AEONTS มีโอกาสเติบโตสูงกว่า KTC เพราะ AEONTS ขยายตลาดสู่กลุ่มประเทศ CLMV แล้ว และได้ประโยชน์จากการขึ้นค่าจ้างมากกว่า KTC 2) AEONTS ตั้งสำรองตามหลักระมัดระวังมากกว่า KTC และ 3) AEONTS แพงน้อยกว่า KTC ในแง่ของ PBV เทียบกับ ROE

Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)		
					12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F
AEONTS	Neutral	92.00	100.00	12.7	13.6	10.1	8.7	948.0	35.1	15.4	3.17	2.64	2.21	25.2	28.5	27.5	3.3	4.0	4.6
KTC	Sell	37.75	37.00	3.3	38.2	7.6	9.4	n.m.	401.4	(19.0)	1.87	1.59	1.46	5.1	22.6	16.2	1.1	5.3	4.3
Average					25.9	8.8	9.1	948.0	218.3	(1.8)	2.52	2.11	1.84	15.2	25.6	21.9	2.2	4.6	4.4

Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Household debt as a percentage of GDP



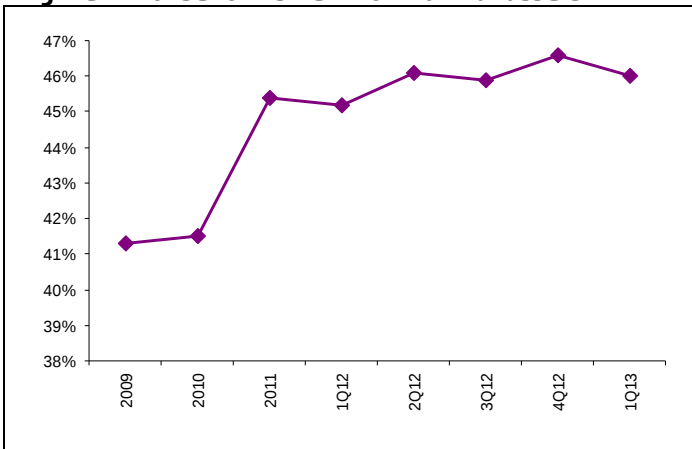
Source: SCB EIC, BoT and SCBS Investment Research

Figure 2: Household's debt payments to income



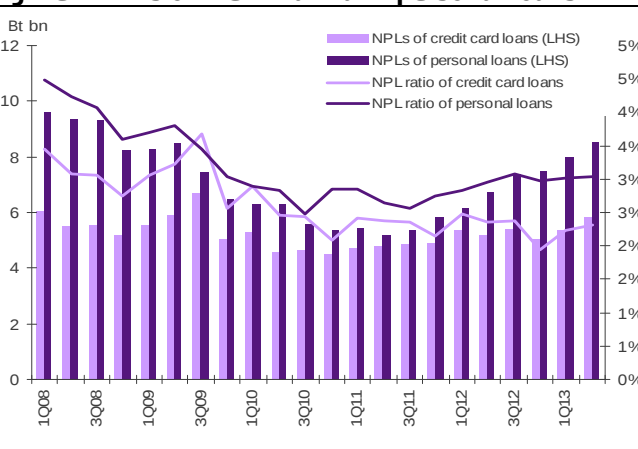
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 3: Household's debt to financial assets



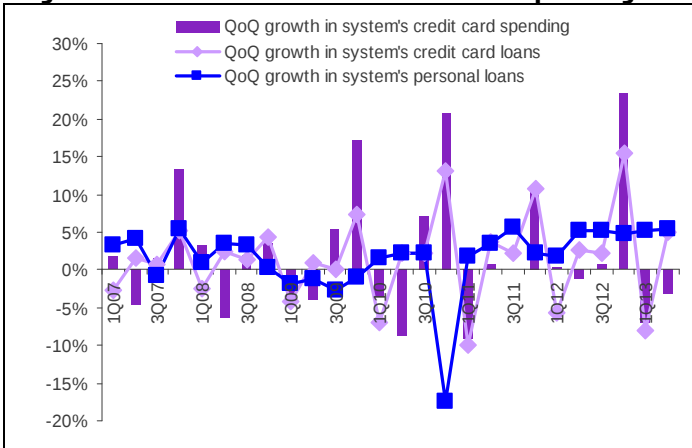
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 4: NPLs of credit card and personal loans



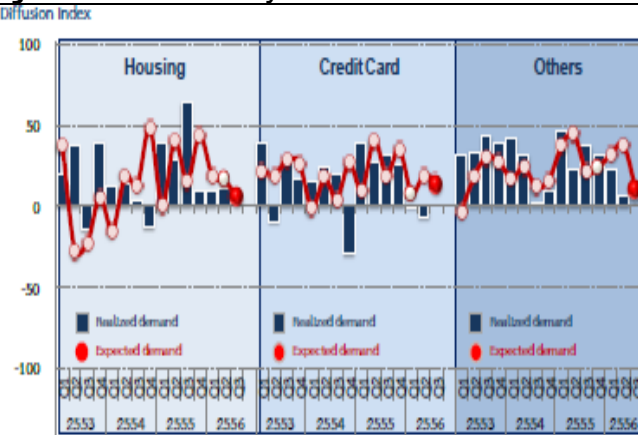
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 5: Growth in consumer loans and spending



Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 6: Banker survey of consumer loan demand



Source: Banks and SCBS Investment Research