

บส. กรุงเทพพาณิชย์

บริษัทบริหารสินทรัพย์ ที่มีส่วนแบ่งตลาดเป็นอันดับ 1 เสนอขายหุ้น IPO ที่ 17.50 บาท คิดเป็น PER เบื้องต้น 8 เท่า (อิงกำไร 4 ไตรมาสย้อนหลัง) ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยกลุ่มฯ ที่สูงกว่า 28 เท่า แต่แนวโน้มกำไรสุทธิปี 2563 มีโอกาสลดลง จากการเสียสิทธิประโยชน์ทางภาษี ขณะที่แนวโน้มการเติบโตของกำไรต่ำกว่าคู่แข่งในระยะยาว

การกระจายหุ้น IPO (ล้านบาท)		โครงสร้างผู้ถือหุ้น	ก่อน IPO	หลัง IPO
นักลงทุนสถาบัน	1,120.5	กองทุนฟื้นฟู	100.0%	45.6%
บุคคลทั่วไป	414.5	ประชาชนทั่วไป	0.0%	54.4%
ทุนจดทะเบียนชำระแล้ว (ล้านบาท)				
ก่อน IPO	13,675			
หลัง IPO	16,225			
ราคาหุ้น (บาท)	5.00			

รายชื่อกรรมการ	ตำแหน่ง
นางทองอุไร ลิ้มปิติ	ประธานกรรมการ
นายบรรยง วิเศษมงคลชัย	กรรมการ
นางสาววิไล ตันตินันท์ธนา	กรรมการ

ข้อมูลกับบริษัทเปิดเผยในไฟล์สื่อและการวิเคราะห์เบื้องต้น

BAM ประกอบธุรกิจบริหารจัดการสินทรัพย์ด้อยคุณภาพ (NPL) และสินทรัพย์รอการขาย (NPA) มายาวนานมากกว่า 20 ปี ด้วยขนาดสินทรัพย์ภายใต้การบริหารรวมกว่า 1 แสนล้านบาท พร้อมด้วยจำนวนสำนักงานสาขาที่มากถึง 26 แห่ง ทั่วประเทศ และจำนวนพนักงานที่มากถึง 1,200 คน ทำให้ปัจจุบันสามารถครองส่วนแบ่งตลาดด้านการบริหารจัดการสินทรัพย์ด้อยคุณภาพที่มีหลักประกันมากเป็นอันดับหนึ่งของประเทศ

กำไรสุทธิงวด 9M62 เท่ากับ 4.9 พันล้านบาท เพิ่มขึ้นถึง 46.4% yoy จากการเติบโตของรายได้จากธุรกิจบริหารสินทรัพย์ด้อยคุณภาพที่เพิ่มขึ้นอย่างมีนัย 109% yoy จากการรับชำระหนี้ของลูกค้าหนี้รายใหญ่ หนุน gross margin งวด 9M62 เพิ่มขึ้นมาที่ 83.4% จาก 79.5% ในช่วงเดียวกันของปีก่อน ขณะที่บริษัทฯ สามารถควบคุมค่าใช้จ่ายให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม ทำให้ net margin ของบริษัทฯ ในงวดนี้เท่ากับ 52.7% เพิ่มขึ้นจาก 51.6% ในงวด 9M61

BAM จะเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ ครั้งแรก ในวันที่ 16 ธ.ค.62 โดยมีราคา IPO ที่ 17.50 บาท คิดเป็น PER 8.4 เท่า (อิงกำไร 4 ไตรมาสย้อนหลัง) ต่ำกว่า JMT และ CHAYO ที่ 29.5 เท่า และ 27.3 เท่า ตามลำดับ สะท้อนแนวโน้มกำไรสุทธิปี 2563 จะลดลง จากการเสียสิทธิประโยชน์ทางภาษี และแนวโน้มการเติบโตของกำไรต่ำกว่าคู่แข่งในระยะยาว

FY: ปีที่ 31 ธ.ค.	FY58A	FY59A	FY60A	FY61A	9M62
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	6,403	4,904	4,501	5,202	4,882
EPS (บาท)	2.34	1.79	1.65	1.90	1.79
% EPS growth	n.m.	-23.4%	-8.2%	15.6%	n.m.
Norm EPS (บาท)	2.62	1.83	1.25	1.84	1.86
BVS (บาท)	12.49	14.82	15.01	15.30	12.17
PER (x)	7.5	9.8	10.6	9.2	8.4
PBV (x)	1.4	1.2	1.2	1.1	1.4
Div yields	6.8%	7.0%	7.7%	5.5%	n.m.
ROE	19.5%	13.1%	11.0%	12.5%	15.2%

ที่มา : งบการเงิน, หมายเหตุ * ใช้ราคา IPO ในการคำนวณ

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย พลัส จำกัด ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใดๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือพันธะผูกพันใดๆ กับ บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย พลัส จำกัด ไม่ว่ากรณีใด

วันจันทร์ที่ 16 ธันวาคม พ.ศ. 2562
BAM



ราคา IPO (บาท)	17.50
มูลค่าตลาด (ล้านบาท)	56,788
ทุนจดทะเบียน (ล้านบาท)	16,255

เอนกพงศ์ พุทธาภิบาล
นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 063609
anakepong@asiaplus.co.th
ศรีสุนทร โธมพงศ์
ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

เงินเพิ่มทุน IPO กว่า 4 พันล้านบาท รอรับการชำระคืนเงินกู้และซื้อสินทรัพย์ด้วยคุณภาพในอนาคต

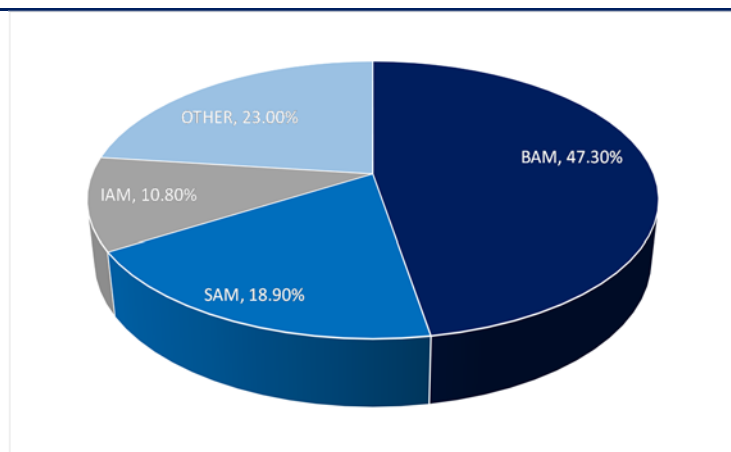
บริษัทฯ มีแผนเสนอขายหุ้นด้วยการทำ IPO จำนวนไม่เกิน 1,765 ล้านหุ้น (แบ่งเป็น หุ้นสามัญเพิ่มทุน จำนวนไม่เกิน 280 ล้านหุ้น หุ้นสามัญเดิมจำนวนไม่เกิน 1,255 ล้านหุ้น และอาจมีการจัดสรรหุ้นส่วนเกิน (Greenshoe) จำนวนไม่เกิน 230 ล้านหุ้น) คิดเป็นสัดส่วน 50.9% - 54.4% ของทุนเรียกชำระแล้วหลังเพิ่มทุนจำนวน 3,015 – 3,245 ล้านหุ้น ราคาเสนอขาย 17.50 บาท/หุ้น มูลค่าที่ตราไว้ 5 บาท ระยะเวลาเสนอขายหุ้นแก่ประชาชนในช่วงวันที่ 25 - 29 พ.ย.62 กำหนดวันเข้าจดทะเบียนซื้อขายใน SET คือ 16 ธ.ค.62 วัตถุประสงค์ของการใช้เงินเพิ่มทุน ส่วนใหญ่นำไปชำระคืนเงินกู้เพื่อลดภาระดอกเบี้ยจ่ายของบริษัทฯ และใช้เป็นเงินทุนเพื่อรอรับการซื้อสินทรัพย์ด้วยคุณภาพในอนาคต ดังแสดงสรุปในตาราง

วัตถุประสงค์การใช้เงินเพิ่มทุน	จำนวนเงิน (ล้านบาท)	ระยะเวลาใช้เงิน
1. ซื้อสินทรัพย์ด้วยคุณภาพและทรัพย์สินรอการขายในอนาคต	394 - 449	2563
2. ชำระคืนเงินกู้จากสถาบันการเงิน และ/หรือ ชำระหุ้นกู้ หรือ ตั๋วสัญญาใช้เงินที่ออกโดยบริษัทฯ	3,546 – 4,040	2563
รวม	3,940 – 4,489	

บริษัทบริหารสินทรัพย์ที่มีส่วนแบ่งตลาดเป็นอันดับ 1 ของประเทศ

บริษัทบริหารสินทรัพย์ กรุงเทพพาณิชย์ (BAM) ก่อตั้งขึ้นในปี 2542 ภายใต้ พรก.บริษัทบริหารสินทรัพย์ เพื่อบริหารจัดการสินทรัพย์ด้วยคุณภาพและทรัพย์สินรอการขายของ ธนาคารกรุงเทพ พาณิชยการ (BBC) ที่ได้รับผลกระทบจากวิกฤตการณ์ทางการเงินปี 2540 จนต้องยุติการประกอบธุรกิจธนาคารพาณิชย์ เมื่อวันที่ 17 ส.ค. 41 ซึ่งในเวลาต่อมาบริษัทฯ ได้ขยายขอบเขตการดำเนินธุรกิจเพื่อให้ครอบคลุมการบริหารจัดการสินทรัพย์ด้วยคุณภาพและสินทรัพย์รอการขายที่ได้มาจากสถาบันการเงิน รวมถึงธนาคารและบริษัทบริหารสินทรัพย์อื่น ทั้งนี้ หลังจากดำเนินธุรกิจมายาวนานมากกว่า 20 ปี ปัจจุบันบริษัทฯ เป็นบริษัทบริหารสินทรัพย์อันดับ 1 ทั้งในด้านของส่วนแบ่งตลาดตามขนาดของสินทรัพย์รวมที่มีมูลค่ากว่า 1.1 แสนล้านบาท ณ สิ้นปี 2561 คิดเป็นส่วนแบ่ง 47.3% ของมูลค่าสินทรัพย์รวมของบริษัทบริหารสินทรัพย์ทั้งหมด และในด้านของกำไรสุทธิที่สูงถึง 5.2 พันล้านบาท ณ สิ้นปี 2561

ส่วนแบ่งตลาดตามขนาดสินทรัพย์รวมในปี 2561



ที่มา : IPSOS report/ ฝ่ายวิจัย ASPS

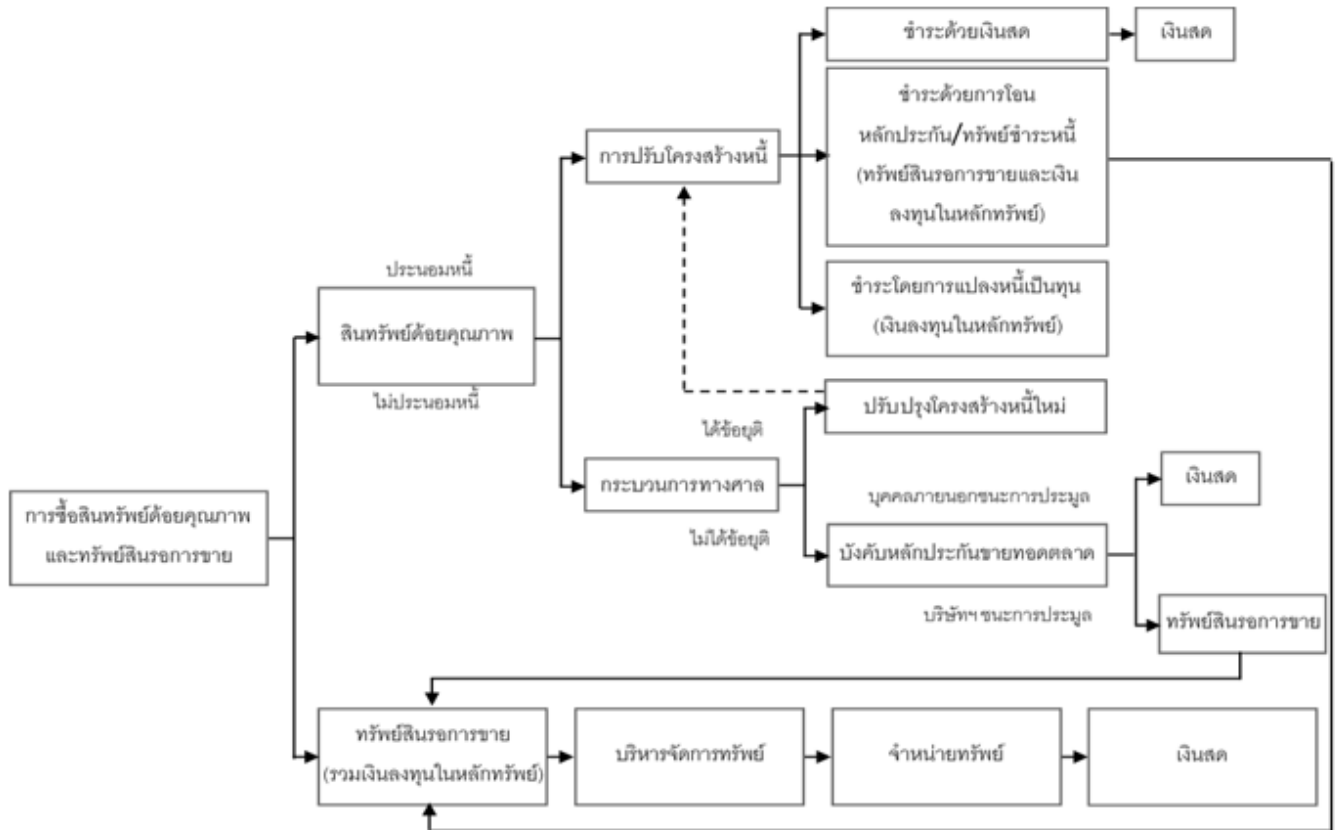
บริษัทบริหารสินทรัพย์ที่มีกำไรสุทธิสูงสุด 10 อันดับแรก

บริษัทบริหารสินทรัพย์	กำไรสุทธิ (ล้านบาท)		
	2559	2560	2561
BAM	4,904	4,501	5,202
SAM	6,383	7,594	5,038
บส. ทวี จำกัด	1,540	625	2,704
บส. ธนาคารอิสลาม	(0)	31	782
บส. อัลฟาแคปิตอล	256	281	326
บส. เจ จำกัด	132	270	298
บส. ที เอส จำกัด	132	210	237
บส. แม็กซ์ จำกัด	92	45	201
บส. ออริส จำกัด	4	(34)	151
บส. เอส ดับบลิว พี จำกัด	161	175	129

ที่มา : IPSOS report/ ฝ่ายวิจัย ASPS

สำหรับการประกอบธุรกิจ บริษัทฯ จะเริ่มจากการจัดหาสินทรัพย์ด้วยคุณภาพผ่านการเข้าร่วมประมูลซื้อสินทรัพย์ด้วยคุณภาพ (NPL) และ สินทรัพย์รอการขาย (NPA) ที่จัดขึ้นโดยสถาบันการเงินต่างๆ หรืออาจมีการซื้อผ่านการเจรจากับสถาบันการเงินโดยตรงในบางโอกาส โดยหลังจากซื้อสินทรัพย์ด้วยคุณภาพและสินทรัพย์รอการขายที่ต้องการเรียบร้อยแล้ว บริษัทฯ จะทำการติดต่อลูกหนี้ ผู้ค้ำประกัน ผู้จำนำ และผู้จำนอง เพื่อแจ้งให้ทราบถึงสถานะความเป็นเจ้าหนี้ของบริษัทฯ เมื่อติดต่อลูกหนี้ได้แล้ว บริษัทฯ จะเสนอให้ลูกหนี้เข้าเจรจากับบริษัทฯ เพื่อปรับโครงสร้างหนี้ ส่วนกรณีที่ไม่สามารถติดต่อลูกหนี้ได้ บริษัทฯ จะดำเนินการกระบวนการทางศาล เพื่อบังคับนำหลักประกันมาขายทอดตลาดเพื่อชำระหนี้ต่อไป

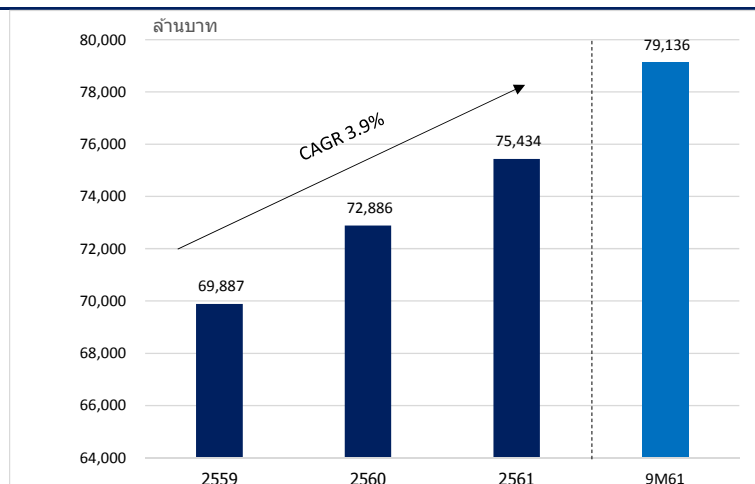
แผนภาพแสดงการดำเนินงานธุรกิจของบริษัทฯ



ที่มา: หนังสือชี้ชวน

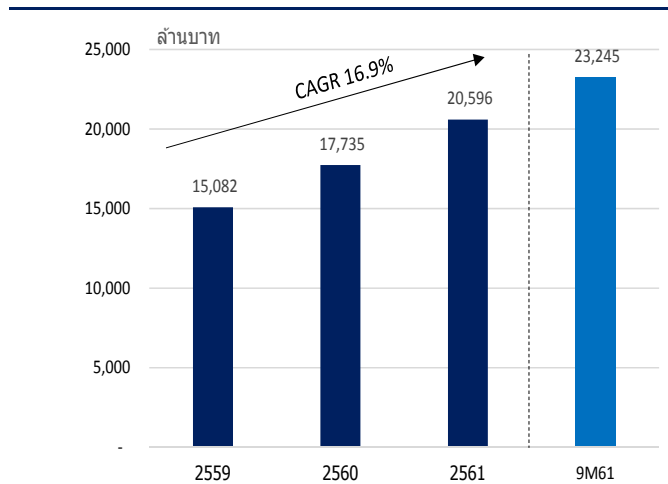
โดยบริษัทฯ มีอัตราการเติบโตเฉลี่ยของสินทรัพย์ด้วยคุณภาพ (NPL) ในปี 2559-61 เท่ากับ 3.9% p.a. (CAGR) โดยมีสินทรัพย์ด้วยคุณภาพที่มีหลักประกันและไม่มีหลักประกัน (ส่วนใหญ่มีหลักประกัน) ณ สิ้นงวด 9M62 รวมทั้งสิ้น 7.91 หมื่นล้านบาท (มีมูลค่าประเมินสินทรัพย์ 1.95 แสนล้านบาท) ขณะที่อัตราการเติบโตเฉลี่ยของสินทรัพย์รอการขาย (NPA) ในปี 2559-61 เท่ากับ 16.9% p.a. โดยมีสินทรัพย์รอการขาย ณ สิ้นงวด 9M62 รวมทั้งสิ้น 2.32 หมื่นล้านบาท (มีมูลค่าประเมินสินทรัพย์ 5.45 หมื่นล้านบาท) สูงสุดเป็นอันดับ 1 ของประเทศ

สินทรัพย์ด้วยคุณภาพ (NPL) ของ BAM ปี 2559 – 9M62



ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASPS

ทรัพย์สินรอการขาย (NPA) ของ BAM ปี 2559 – 9M62



ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASPS

ทั้งนี้จากรูปแบบการบันทึกสินทรัพย์ด้วยคุณภาพดังกล่าว นำไปสู่การรับรู้รายได้ของบริษัทฯ ซึ่งแบ่งออกเป็น 2 ธุรกิจหลักดังนี้

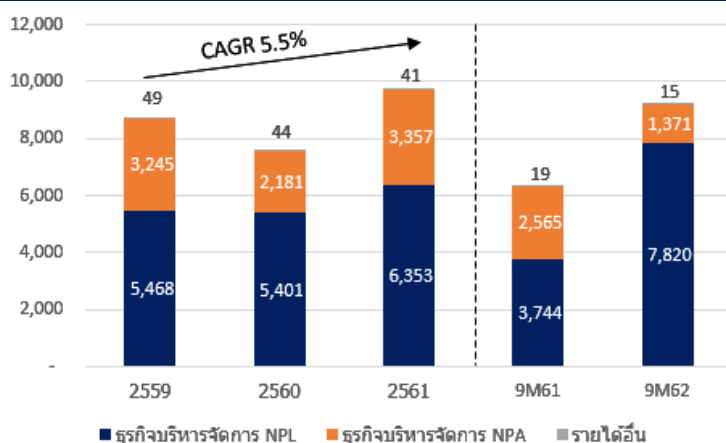
ธุรกิจบริหารจัดการสินทรัพย์ด้วยคุณภาพ: NPL (85% ของรายได้รวม): เป็นธุรกิจที่แบ่งการรับรู้รายได้หลักๆ ออกเป็น 2 ส่วน ได้แก่ รายได้ดอกเบี้ยรับ จากการรับชำระหนี้จากลูกค้าที่ปรับโครงสร้างหนี้ และกำไรจากการขายหลักประกันที่ได้จากการดำเนินการทางกฎหมายผ่านกรมบังคับคดี โดยบริษัทฯ มีรายได้จากธุรกิจบริหารจัดการสินทรัพย์ด้วยคุณภาพในปี 2561 เท่ากับ 6.4 พันล้านบาท คิดเป็นการเติบโตเฉลี่ย 7.8% p.a. (CAGR) ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา และยังเห็นการเติบโตต่อเนื่องมาที่ 7.8 พันล้านบาท ในงวด 9M62 เติบโตถึงกว่า 109% yoy จากงวด 9M61 จากการชำระหนี้ของลูกค้าหนี้รายใหญ่ในงวด 9M62 ทำให้สัดส่วนรายได้จากธุรกิจบริหารจัดการสินทรัพย์ด้วยคุณภาพต่อรายได้รวมเพิ่มขึ้นเป็น 84.9% ในงวด 9M62 จากเพียง 62.4% ณ สิ้นปี 2559

ธุรกิจบริหารจัดการสินทรัพย์รอการขาย: NPA (15% ของรายได้รวม): เป็นธุรกิจที่รับรู้รายได้จากการขายสินทรัพย์รอการขาย (NPA) ซึ่งเกิดขึ้นในกรณีที่บริษัทฯ ประกาศประมูลขายหลักประกันผ่านกรมบังคับคดีแล้ว แต่ราคาของผู้ประมูลเสนออย่างไม่เป็นที่น่าพอใจ โดยบริษัทฯ จะทำการประมูลซื้อหลักประกันดังกล่าวกลับมาเป็นสินทรัพย์รอการขาย (โอนสินทรัพย์ด้วยคุณภาพมาเป็นสินทรัพย์รอการขายในทางบัญชี) และนำหลักประกันดังกล่าวมาซ่อมแซมและตกแต่งใหม่ เพื่อขายทอดตลาดอีกครั้งผ่านโครงการส่งเสริมการขายและช่องทางจำหน่ายของบริษัทฯ ที่มีสำนักงานถึง 26 สาขา ทั่วประเทศ นอกจากนั้นบริษัทฯ ยังมีโครงการซื้อทรัพย์สินแบบผ่อนชำระ เพื่อเปิดโอกาสให้ลูกค้ารายย่อยที่เข้าไม่ถึงแหล่งสินเชื่อของสถาบันการเงิน ในกรณีที่สินทรัพย์มีราคาตั้งขายไม่เกิน 3 ล้านบาท โดยเข้าโครงการผ่อนชำระกับบริษัทฯ ได้ไม่เกิน 2 ล้านบาท หรือในกรณีพิเศษอื่นบางกรณี ซึ่งในการผ่อนชำระดังกล่าวจะแบ่งการรับรู้รายได้ออกเป็น 2 ส่วน ได้แก่ การรับรู้รายได้ดอกเบี้ยจากลูกค้าผ่อนชำระ และการรับรู้กำไรจากการขายผ่อนชำระในกรณีที่ยอดรวมเงินสดที่ได้รับการขายผ่อนชำระสูงกว่าต้นทุนของสินทรัพย์รอการขาย โดยรวมแล้วบริษัทฯ มีรายได้จากธุรกิจบริหารจัดการสินทรัพย์รอการขายในปี 2561 เท่ากับ 3.4 พันล้านบาท คิดเป็นการเติบโตเฉลี่ยเพียง 1.7% p.a. (CAGR) ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา

อย่างไรก็ตาม รายได้จากธุรกิจบริหารจัดการสินทรัพย์รอการขายงวด 9M62 อยู่ที่ 1.4 พันล้านบาท ลดลงถึง 46.5% yoy สาเหตุหลักมาจากการยอดขายที่ลดลงจากความไม่ชัดเจนของมาตรการภาษีที่ดินและสิ่งปลูกสร้าง และการให้สินเชื่อของสถาบันการเงินที่เข้มงวดขึ้นจากมาตรการกำกับดูแลสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัย (LTV) ทำให้สัดส่วนรายได้จากธุรกิจบริหารจัดการสินทรัพย์รอการขายต่อรายได้รวมเท่ากับ 14.9% ในงวด 9M62 ลดลงอย่างต่อเนื่องจาก 37.0% ณ สิ้นปี 2559

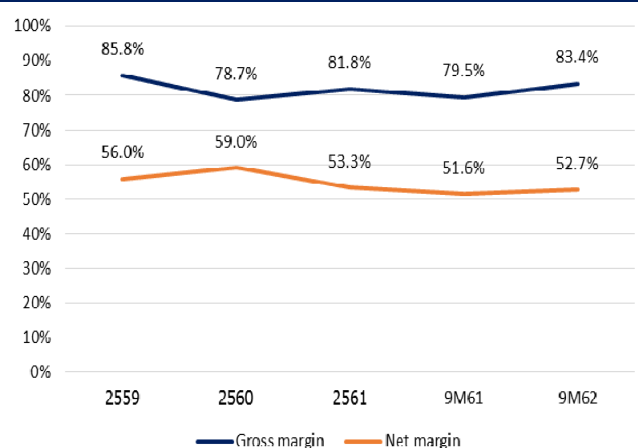
โดยรวมแล้วรายได้รวมของบริษัทฯ ในปี 2561 เท่ากับ 9.75 พันล้านบาท เติบโตเฉลี่ย 5.5% p.a. (CAGR) ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา สอดคล้องกับรายได้รวมงวด 9M62 ที่ 9.2 พันล้านบาท เพิ่มขึ้นถึง 45.5% yoy จากธุรกิจบริหารจัดการสินทรัพย์ด้วยคุณภาพ ที่มีการชำระหนี้ของลูกค้าหนี้รายใหญ่

โครงสร้างรายได้ของ BAM ในปี 2559 – 9M62



ที่มา : BAM/ ฝ่ายวิจัย ASPS

อัตรากำไรขั้นต้นและอัตรากำไรสุทธิของ BAM ปี 2559 – 9M62



ที่มา : BAM/ ฝ่ายวิจัย ASPS

ความสามารถในการทำกำไรอยู่ในระดับสูง

บริษัทฯ มีกำไรขั้นต้น ในงวด 9M62 เท่ากับ 7.7 พันล้านบาท คิดเป็น gross margin เท่ากับ 83.4% เพิ่มขึ้นจาก 79.5% ในงวด 9M61 โดยบริษัทฯ ยังสามารถรักษา gross margin ไว้ได้ในระดับที่สูงกว่า 80% อย่างต่อเนื่อง ตามการเติบโตขึ้นของรายได้จากธุรกิจบริหารจัดการสินทรัพย์ด้วยคุณภาพ ขณะที่ต้นทุนดอกเบี้ยจ่ายเฉลี่ยของบริษัทยังอยู่ในระดับต่ำเพียง 3.1%

ขณะที่ cost to income ratio งวด 9M62 ของบริษัทฯ ปรับตัวลดลงมาที่ 28.2% จาก 32.2% ในงวด 9M61 จากรายได้รวมงวด 9M62 ที่เพิ่มขึ้นถึง 45.5% yoy หักล้างค่าใช้จ่ายโบนัสพนักงาน ค่าใช้จ่ายพนักงานที่เพิ่มขึ้นตามประกาศคณะกรรมการแรงงานรัฐวิสาหกิจสัมพันธ์ เรื่อง มาตรฐานขั้นต่ำของสภาพการจ้างในรัฐวิสาหกิจ และการเพิ่มขึ้นของภาษีธุรกิจเฉพาะจากการรับชำระหนี้ของลูกหนี้รายใหญ่รายหนึ่ง ไปได้ทั้งหมด

โดยรวมแล้วกำไรสุทธิ ในงวด 9M62 เท่ากับ 4.9 พันล้านบาท เพิ่มขึ้นถึง 46.4% yoy โดยมี net margin เท่ากับ 52.7% เพิ่มขึ้นเล็กน้อยจาก 51.6% ในงวด 9M61 ถือว่าสูงกว่มากเมื่อเทียบกับ net margin ของคู่แข่งในตลาดฯ ที่ทำธุรกิจใกล้เคียงกัน คือ CHAYO และ JMT ที่มี net margin ในงวด 9M62 เท่ากับ 37.7% และ 25.9% ตามลำดับ

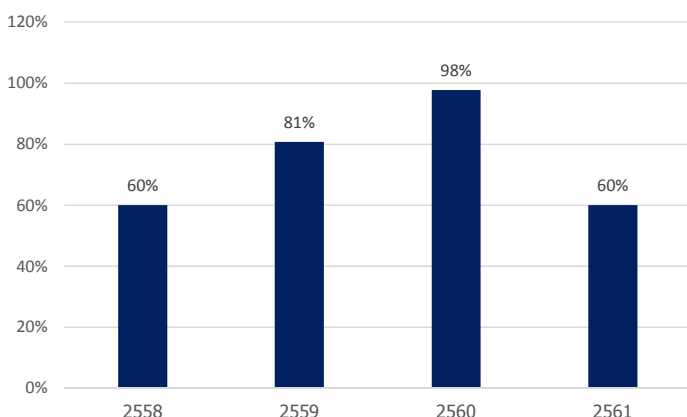
ทั้งนี้ กำไรสุทธิของ BAM ยังได้รับการยกเว้นภาษีเงินได้นิติบุคคลสำหรับกำไรที่ได้จากการบริหารจัดการสินทรัพย์ด้วยคุณภาพและสินทรัพย์รอการขาย จากการที่กองทุนฟื้นฟูฯ เป็นผู้ถือหุ้นของบริษัทฯ ทั้งทางตรงและทางอ้อมไม่น้อยกว่า 95% ซึ่งสิทธิประโยชน์ดังกล่าวจะหมดลงหลังจากการเสนอขายหุ้น IPO ในครั้งนี้ ซึ่งจะส่งผลให้ค่าใช้จ่ายภาษีเงินได้เพิ่มขึ้นในอนาคต

ภาคสัดส่วน IBD/E จะลดลงมาที่ 1.8 เท่า ณ สิ้นปี 2562

สำหรับสถานะทางการเงิน พบว่าสัดส่วนหนี้สินที่มีดอกเบี้ยจ่ายต่อทุนของ BAM เท่ากับ 1.72 เท่า ณ สิ้นงวด 9M62 ทั้งนี้จากมติที่ประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้น เมื่อวันที่ 12 พ.ย. 62 ที่มีมติให้บริษัทฯ จ่ายเงินปันผลระหว่างกาลก่อนการเสนอขายหุ้น IPO เป็นจำนวนเงิน 1.3 หมื่นล้านบาท จากกำไรสะสมของบริษัทฯ โดยคิดเป็นเงินปันผล 4.75 บาทต่อหุ้น ทำให้เมื่อหักเงินปันผลจำนวนดังกล่าวออกจากกำไรสะสม จะทำให้สัดส่วนหนี้สินที่มีดอกเบี้ยจ่ายต่อทุนของ BAM ณ สิ้นงวด 9M62 เพิ่มขึ้นเป็น 2.45 เท่า

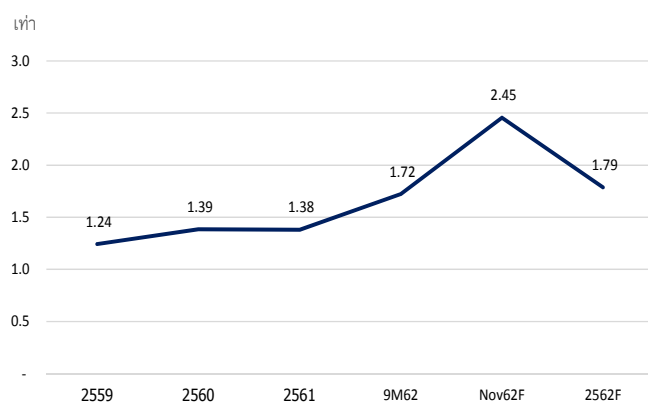
ทั้งนี้ ภายหลังจากการระดมทุน IPO จะทำให้สัดส่วนหนี้สินที่มีดอกเบี้ยจ่ายต่อทุนของบริษัทฯ ลดลงเหลือ 1.90 เท่า โดยหนี้สินส่วนใหญ่ของบริษัทฯ ได้แก่ ตราสารหนี้และเงินกู้ยืม ซึ่งเป็นแหล่งเงินทุนสำคัญที่บริษัทฯ ใช้ในการซื้อสินทรัพย์ด้วยคุณภาพและทรัพย์สินรอการขาย โดยหากพิจารณาแผนการใช้จ่ายเงินเพิ่มทุน IPO จะเห็นว่าสัดส่วนกว่า 90% เป็นการนำเงินไปชำระคืนเงินกู้เพื่อลดต้นทุนทางการเงินเป็นหลัก ซึ่งจะทำให้คาดการณ์สัดส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยจ่ายต่อทุน (IBD/E) ณ สิ้นปี 2562 ภายหลังชำระหนี้สินราว 4.5 พันล้านบาท ตามแผนแล้ว จะลดลงมาที่ 1.79 เท่า โดยบริษัทฯ มีนโยบายในการปันผลไม่น้อยกว่า 40% ของกำไรสุทธิ ซึ่งในปี 2558-61 ที่ผ่านมามีบริษัทฯ มีการปันผลออกมาไม่ต่ำกว่า 60% ของกำไรสุทธิของทุกปี

สัดส่วนเงินปันผลจ่ายต่อกำไรสุทธิของ BAM ในปี 2558 - 2561



ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASPS

คาดการณ์สัดส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยจ่ายต่อทุนปี 2559-62



ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASPS

ราคา IPO คิดเป็น Trailing PER ที่ 8.4 เท่า สะท้อนแนวโน้มการลดลงของกำไรสุทธิในปี 2563

การกำหนดราคาเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุน IPO เท่ากับ 17.50 บาท หากเทียบกับข้อมูล EPS ย้อนหลัง 4 ไตรมาส (1 ต.ค.61 – 30 ก.ย.62) ที่ 2.09 บาท (Fully Diluted) คิดเป็น Trailing PER เท่ากับ 8.4 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของบริษัทบริหารสินทรัพย์ในกลุ่มที่ฝ่ายวิจัยศึกษา ได้แก่ JMT และ CHAYO ที่ 29.5 เท่า และ 27.3 เท่า ตามลำดับ สะท้อนแนวโน้มกำไรสุทธิปี 2563 ที่จะลดลง จากการเสียชีวิตประโยชน์ทางภาษี และแนวโน้มการเติบโตของผลการดำเนินงานในอนาคตในระดับต่ำกว่าคู่แข่งในอุตสาหกรรม เพราะฐานกำไรสุทธิของ BAM อยู่ในระดับสูงกว่าคู่แข่งมาก

เปรียบเทียบ BAM และคู่แข่งในอุตสาหกรรมบริหารหนี้

	BAM	JMT	CHAYO
จำนวนหุ้น (ล้านหุ้น)	3,245*	888	630
ราคาพาร์ (บาท)	5.00	0.50	0.50
มูลค่าตามราคาตลาด (ล้านบาท)	56,788	19,536	3,213
ธุรกิจบริหารสินทรัพย์ด้วยคุณภาพและสินทรัพย์รอการขาย			
สินทรัพย์ด้วยคุณภาพ - สุทธิ (ล้านบาท)	79,136	7,238	862
สินทรัพย์รอการขาย - สุทธิ (ล้านบาท)	23,245	103	74
มูลค่าหนี้ด้วยคุณภาพภายใต้การบริหาร (ล้านบาท)	n.m.	157,243	42,173
ธุรกิจรับจ้างติดตามหนี้			
อัตราค่านายหน้าเฉลี่ย	n.m.	9.9%	4.1%
กระแสเงินสดที่จัดเก็บได้จากธุรกิจรับจ้างติดตามหนี้	n.m.	2,191	1,170
อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไร (งวด 9M62)			
อัตรากำไรขั้นต้น	83.4%	60.3%	67.3%
Cost to income ratio	28.2%	17.5%	19.0%
อัตรากำไรสุทธิ	52.7%	25.9%	37.7%
ROE	15.2%	19.2%	13.9%
ประมาณการกำไรสุทธิปี 2562 และ Valuation			
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	6,774**	661	118
% เติบโต (yoy)	n.m.	37.8%	37.9%
EPS (บาท)	2.09	0.74	0.19
% เติบโต (yoy)	n.m.	37.8%	22.6%
ราคาปิด (บาท) - 12/12/62	17.50	22.00	5.10
PER (x)	8.4	29.5	27.3
PBV (x)	1.4	5.4	3.2
DPS	n.m.	0.56	0.07
Dividend yields	n.m.	2.5%	1.5%

* จำนวนหุ้นที่รวมการใช้สิทธิ Greenshoe ทั้งหมด

** กำไรสุทธีย้อนหลัง 4 ไตรมาสล่าสุด

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASPS

ประเด็นความเสี่ยงที่สำคัญ

1. **ความเสี่ยงที่บริษัทฯ อาจไม่สามารถเรียกเก็บเงินจากลูกหนี้และไม่สามารถสร้างรายได้และกระแสเงินสดจากการบริหารจัดการสินทรัพย์ด้อยคุณภาพของบริษัทฯ** ได้ตามเป้าหมายที่ประมาณการไว้ ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อฐานะการเงินและผลการดำเนินงานของบริษัทฯ อย่างมีนัยยะ
2. **ความผันผวนของตลาดอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทย** ที่อาจส่งผลกระทบต่อราคาและความต้องการซื้อ กดดันต่อความสามารถในการสร้างรายได้และกระแสเงินสดจากการขายหลักประกันของสินทรัพย์ด้อยคุณภาพและสินทรัพย์รอการขายของบริษัทฯ
3. **ความเสี่ยงจากการที่บริษัทฯ ไม่สามารถจัดหาและเข้าซื้อสินทรัพย์ด้อยคุณภาพและสินทรัพย์รอการขาย ในราคาที่เหมาะสมได้มากเพียงพอ** ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อการเติบโต ความสามารถในการแข่งขัน และผลการดำเนินงานของบริษัทฯ ได้อย่างมีนัยสำคัญ
4. **การบังคับใช้มาตรฐาน TFRS 9 ในปี 2563** ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในการประมาณการผลขาดทุนด้านเครดิตของสินทรัพย์ทางการเงิน การบริหารจัดการสินเชื่อที่เกี่ยวข้องและกระบวนการทางธุรกิจและการเงิน ซึ่งอาจส่งผลให้มีการบันทึกค่าเผื่อการด้อยค่าโดยรวมเพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับงบการเงินปัจจุบัน และกดดันให้ผลการดำเนินงานของบริษัทฯ ลดลงได้
5. **ความเสี่ยงจากการเวนคืนอสังหาริมทรัพย์โดยภาครัฐ** จากพรบ. ว่าด้วยการเวนคืนอสังหาริมทรัพย์ พ.ศ. 2530 ที่ให้อำนาจรัฐในการเวนคืนอสังหาริมทรัพย์เพื่อวัตถุประสงค์ต่างๆ ตามที่เห็นสมควรได้ โดยในอดีตที่ผ่านมา บริษัทฯ เคยได้รับผลกระทบจากการเวนคืนอสังหาริมทรัพย์ทั้งในส่วนที่เป็นทรัพย์สินรอการขาย และหลักประกันของสินทรัพย์ด้อยคุณภาพมาแล้ว แม้ได้รับเงินชดเชยจากภาครัฐ แต่ยังไม่อาจชดเชยกับต้นทุนและค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นกับบริษัทฯ ได้เพียงพอ จึงอาจส่งผลกระทบต่อฐานะการเงินและผลการดำเนินงานของบริษัทฯ ได้
6. **ความเสี่ยงจากการลดสัดส่วนการถือหุ้นในบริษัทฯ ของกองทุนฟื้นฟู** อาจทำให้เกิดการปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือของบริษัทฯ (ปัจจุบัน Fitch rating : AA-) ลงจากเดิม ซึ่งส่งผลกระทบต่อค่าเพิ่มของอัตราดอกเบี้ยจ่าย และกดดันให้ผลการดำเนินงานของบริษัทฯ ลดลงได้