

# Fundamental Story

## JMT Network Services Pcl (JMT TB) - BUY

Analyst Meeting

Sarachada Sornsong | Email: Sarachada.sor@thanachartsec.co.th

### การร่วมทุนกับ KBANK

- จัดตั้งบริษัทร่วมทุน (50:50) มูลค่าลงทุน 1 หมื่นลบ. กับ KBANK...
- ...โดยตั้งเป้าซื้อ NPL สูงถึง 1 แสนลบ. ในปี 2025
- คาดจะมีกำไรตั้งแต่การดำเนินงานในปีแรก
- เรียงไม่ได้รวมบริษัทร่วมทุนในประมาณการของเรา

KBANK และ JMT ประสบความสำเร็จในการจัดตั้ง JVAMC, JK (50:50) โดยทุนเริ่มต้น 1.0 หมื่นลบ. ด้วยได้เงินจาก RO และวอร์แรนต์ ประมาณ 1.4 หมื่นลบ. JMT สามารถจัดหาเงินลงทุน 5 พันลบ. โดยใช้กระแสเงินสดภายใน JK ได้ซื้อ NPL จำนวน 3 หมื่นลบ. จาก KBANK แล้วในเดือนมิถุนายน และคาดว่าจะซื้ออีก 2 หมื่นลบ. ในปีนี้ ในช่วงสามปีข้างหน้า กล่าวคือในปี 2025 JK ตั้งเป้าที่จะมี NPL ภายใต้การบริหารสูงถึง 1.0 แสนลบ.

- ตามหลักเกณฑ์ของ JVAMC บริษัทร่วมทุนมีเวลา 15 ปี ในการจัดการกับ NPLs ที่ซื้อ มา อย่างไรก็ตาม เราไม่คิดว่า JMT มองว่าเป็นเพียงโครงการชั่วคราว บริษัทฯ มองว่าดีลนี้จะมาซึ่ง J-curve ใหม่ของกลุ่ม ด้วยมาพร้อมโอกาสในการทำ cross-selling ที่ อาจเกิดขึ้นกับ JMART ซึ่งเป็นบริษัทแม่ซึ่งเป็นบริษัทโฮลดิ้ง
- สำหรับภาพโดยรวม JK จะได้รับ NPL ใหม่ส่วนใหญ่มาจาก KBANK ซึ่งเป็นลูกค้าหลัก ของ JMT เป็นเวลา 15 ปี JMT น่าจะยังคงเข้าร่วมในการประมวลแบบเปิดของธนาคาร อื่นๆ แต่มีแนวโน้มว่าการเข้าซื้อ NPL ใหม่จะผ่านทาง JK เป็นหลัก ในขณะที่ JMT จะ ยังคงเก็บเกี่ยวผลตอบแทนจากการลงทุนที่ผ่านมา ณ 1Q22 JMT ได้ลงทุนรวม 2.6 หมื่นลบ. และมี NPLs ภายใต้การบริหาร 2.43 แสนลบ.
- JMT ได้ประโยชน์อย่างไร?
  - 1) ด้วยมุ่งที่จะแบ่งปันทรัพยากรของทั้งสองฝ่าย JK น่าจะมีค่าใช้จ่ายคงที่เพียง เล็กน้อย ดังนั้น JMT เชื่อว่า JK สามารถทำกำไรได้ในปีแรกของการดำเนินงาน ในขณะที่ JMT น่าจะได้รับค่าธรรมเนียมการบริหารจัดการเป็นประจำจาก JK
  - 2) ด้วยอัตราการได้รับชำระคืนเมื่อเกิดการผิดนัดชำระหนี้ (Recovery rate) เฉลี่ย ของ KBANK จากการจัดการภายใน และการประมวลอยู่ที่ 1-9% สำหรับ NPLs ที่ ไม่มีหลักประกัน และ 40-57% สำหรับ NPLs ที่มีหลักประกัน และความจริงที่ว่า อายุลูกหนี้ (vintage) เฉลี่ยของ 3.0 หมื่นลบ. เหล่านี้ไม่เก่าเท่ากับที่ JMT ได้มา จากการประมวล เราคาดว่าต้นทุนลงทุนอยู่ที่ 8 พันลบ. สำหรับธุรกรรมการซื้อ NPL มูลค่า 3 หมื่นลบ. แรก ซึ่งคิดเป็นต้นทุนการได้มาที่ 27% ของมูลค่าที่ตราไว้ สำหรับ NPL ซึ่งเป็น NPL ที่มีหลักประกันและไม่มีหลักประกันในอัตราส่วน 33:67
  - 3) ต้นทุนการเข้าซื้อสูงกว่าที่ JMT จ่ายไปก่อนหน้านี้ แต่ ROI คาดว่าจะสอดคล้อง กับที่ JMT ทำได้สำเร็จ ขณะที่เราเชื่อว่าอัตราการเก็บเงินสดอาจเร็วกว่า เนื่องจาก อายุลูกหนี้ของสินเชื่อใหม่มากกว่า และมี synergies กับ KBANK

### Key Valuations

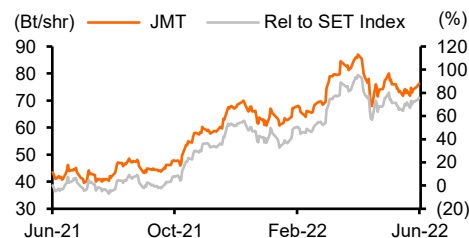
Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Total Income	3,625	4,520	6,046	7,983
Net profit	1,400	2,059	3,081	4,196
Norm profit	1,400	2,059	3,081	4,196
Norm EPS (Bt)	1.1	1.4	2.1	2.9
Norm EPS grw (%)	33.7	24.6	49.6	36.2
Norm PE (x)	67.7	54.3	36.3	26.7
EV/Net cash collection (x)	27.7	24.3	17.8	13.7
P/BV (x)	5.9	4.7	4.5	4.3
Div yield (%)	1.0	1.5	2.2	3.0
ROE (%)	11.3	9.6	12.6	16.4
Net D/E (%)	(5.5)	7.8	33.2	52.2

Source: Thanachart estimates

### Stock Data

Closing price (Bt)	76.25
Target price (Bt)	100.00
Market cap (US\$ m)	3,180.4
Avg daily turnover (US\$ m)	25.7
12M H/L price (Bt)	87.00/39.56

### Price Performance



Source: Bloomberg

## Fundamental Story

- 4) หากใช้การรับรู้รายได้ที่ผ่านมาของ JMT และใช้เป้าอัตรากำไรสุทธิสำหรับบริษัท ร่วมทุนที่ 20-30% เราคาดว่าผลกำไรของบริษัทร่วมทุนสำหรับการลงทุนชุดแรก จำนวน 3 หมื่นลบ. อยู่ที่ 100-150 ลบ. ในปี 2023 และกำไรน่าจะมากขึ้นเป็น 300-450 ลบ. ในปี 2026 เนื่องจากคืนทุนเฉลี่ยในอดีตของ JMT อยู่ที่ 3-5 ปี
  - 5) นอกจากนี้เรายังคาดว่า JMT จะได้รับค่าธรรมเนียมการบริหารจัดการจากบริษัท ร่วมทุน สำหรับธุรกิจวงถวณหนี้ของ JMT จะเรียกเก็บค่าคอมมิชชั่นจากเงินกู้ยืม ที่เรียกเก็บได้สำเร็จ รายได้จากการเก็บหนี้ของ JMT อยู่ที่ 230 ลบ. ในปีที่แล้ว จากยอดหนี้คงค้างจำนวน 3.15 หมื่นลบ. ซึ่งหมายถึงค่าธรรมเนียมการเรียกเก็บ ประมาณ 1% เราสมมติให้ค่าธรรมเนียมการบริหารจัดการอยู่ที่ 0.5% ของ NPL คงค้างมูลค่า 3 หมื่นลบ.ของบริษัทร่วมทุน ซึ่งจะช่วยให้กำไรหลังหักภาษีได้ 120 ลบ. นอกเหนือจาก equity income 50-75 ลบ. จากบริษัทร่วมทุน ประเมินคร่าวๆ บริษัทร่วมทุนจะทำให้มี upside รว 6-7% จากประมาณการกำไรของเราในปี 2023
  - 6) ในเชิงกลยุทธ์ การทำงานร่วมกันช่วยให้ JMT เข้าถึงโปรไฟล์ลูกค้าหนี้ของ KBANK ได้ดีขึ้น จึงสามารถขยายฐานลูกค้าจากปัจจุบันที่มี 4 ล้านคน และคาดว่าจะ สามารถทำ cross sell ผลิตภัณฑ์สินเชื่ออื่นๆ ของกลุ่ม JMART ให้กับลูกค้า เหล่านี้ในอนาคตได้
- เรายังคงชอบบริษัทร่วมทุน และเห็น upside ต่อประมาณการของเรา เนื่องจากเรา ยังไม่ได้รวมการร่วมทุนในประมาณการของเรา ด้วยเงินสดในมือที่มีอยู่จำนวนมาก เราจึง มองว่า JMT ได้รับผลกระทบน้อยที่สุดจากแนวโน้มดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้น ขณะที่ดู เหมือนว่าจะได้ประโยชน์จากการขาย NPL ที่ไหลเข้ามาจากตั้งแต่ 2H22 เนื่องจาก โครงการช่วงเหลือลูกค้าที่ได้รับผลกระทบจากโควิดสิ้นสุดลง
  - ด้วยการรับรู้กำไรที่ชะงักไปช่วงหลังของปี เราจึงคาดว่าเรื่องราวของกำไรจะนำ ตื่นเต้นมากขึ้นในช่วง 2H22

### Ex 1: KBANK's Past NPL Management Returns

NPL management plans	Recovery rate		Time consumption	
	Secured	Unsecured	Secured	Unsecured
1. Internal management	40-57%	1-9%	7-20 years	5 years on average
2. Open auction	47-49%	7-9%	none	none
3. Sell to JK	Fair price plus return from the JV		6-12 years	3-5 years

Sources: Company data, Thanachart estimates

### Ex 2: Our Estimation Of JK's Investment Costs

	Purchased NPLs		Investment costs	
	Bt m	% Mix	Pricing	Bt m
Secured	9,900.00	33%	57.0%	5,643.00
Unsecured	20,100.00	67%	12.0%	2,412.00
<b>Overall</b>	<b>30,000.00</b>	<b>100%</b>	<b>26.7%</b>	<b>8,000.00</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลงแก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

### Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

### Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 77 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2210A, AMAT16C2209A, AMAT16C2206A, AOT16C2209A, AOT16C2206A, AWC16C2207A, BAM16C2206A, BAM16C2207A, BANPU16C2210A, BANP16C2207A, BCH16C2207A, BEC16C2207A, BGRI16C2209A, BLA16C2209A, BLA16C2205A, BLA16C2208A, CBG16C2210A, CBG16C2207A, CENTEL16C2209A, CHG16C2207A, COM716C2211A, COM716C2208A, COM716C2209A, DOHO16C2207A, EA16C2206A, EA16C2207A, EA16C2209A, ESSO16C2209B, ESSO16C2209A, GPSC16C2206A, GPSC16C2207A, GPSC16C2209A, GULF16C2210A, GULF16C2207A, GUNK16C2206A, GUNK16C2207A, GUNK16C2209A, HANA16C2207A, HANA16C2209A, IVL16C2209A, IVL16C2206A, JMART16C2210A, JMART16C2206A, JMT16C2210A, JMT16C2207A, KBAN16C2206A, KBAN16C2208A, KBAN16C2209A, KCE16C2208A, KCE16C2209A, KTC16C2209A, MEGA16C2207A, MINT16C2211A, MINT16C2207A, MTC16C2209A, PTG16C2209A, PTTE16C2209A, PTTG16C2207A, RBF16C2209A, RCL16C2208A, SET5016P2209B, S5016C2206A, S5016C2209A, S5016P2206A, S5016P2206B, S5016P2209A, SAWA16C2209A, SCB16C2208A, SPRC16C2209A, STEC16C2209A, SYNE16C2206A, TOP16C2211A, TOP16C2206A, TTA16C2211A, TTA16C2207A, TTA16C2208A, TU16C2210A, WHA16C2209A (underlying securities are ADVANC, AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CENTEL, CHG, COM7, DOHOME, EA, ESSO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MEGA, MINT, MTC, PTG, PTTEP, PTTGC, RBF, RCL, SET50, SAWAD, SCB, SPRC, STEC, SYNEX, TOP, TTA, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลีลซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีลซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นาง อัคริณี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกึ่งนิรละเมิดของผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลีดิวิเปอเมท จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีดิวิเปอเมท จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกึ่งนิรละเมิดของผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของ บริษัท สาธุอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566" ที่ออกโดย บริษัท สาธุอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)