COMPANY UPDATE

บมจ. ทิสโก้ไฟแนนเชียลกรุ๊ป

16 มกราคม 2555

SCB หลักทรัพย์ไทยพาณิชย์

NEUTRAL

ปรับคำแนะนำลงสู่ Neutral เพราะความเสี่ยงจากค่าธรรมเนียมใหม่

ค่าธรรมเนียมที่ ธปท.จะเรียกเก็บเพิ่มเติมส่งผลทำให้ปรับคำแนะนำลงสู่ Neutral เราปรับคำแนะนำสำหรับ TISCO ลงสู่ Neutral เพื่อสะท้อนถึงความเสี่ยง Downside จากค่าธรรมเนียมที่ ธปท.จะเรียกเก็บเพิ่มเติมจากธนาคารพาณิชย์ ถ้าเราใช้สมมติฐานว่าค่าธรรมเนียมใหม่คิดเป็นสัดส่วนประมาณ 0.12% ของเงินฝาก และ 0.35% ของตั๋วแลกเงิน (บี/อี) เราคำนวณได้ว่าการเก็บค่าธรรมเนียมเพิ่มเติมจะส่งผลกระทบต่อประมาณการกำไรในปี 2555-59 และราคาเป้าหมายของ TISCO ประมาณ 10-12% เรายังคงราคาเป้าหมายของ TISCO ไว้เหมือนเดิมในตอนนี้ แต่จะปรับราคาเป้าหมายใหม่ในทันทีที่ทราบรายละเอียดเกี่ยวกับค่าธรรมเนียมใหม่ที่แน่นอน ทั้งนี้แม้ในกรณีที่ตัดความเสี่ยงเกี่ยวกับเรื่องนี้ออกไป แนวโน้มกำไรปี 2555 ของ TISCO ก็ยังดูดีน้อยกว่าในปี 2554 เพราะการขยายตัวของสินเชื่อจะชะลอตัวลง ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิจะหดตัวลง และค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญจะเพิ่มขึ้น

ค่าธรรมเนียมใหม่นำมาซึ่งความเสี่ยง รัฐบาลออกพระราชกำหนดโอนภาระการชำระหนี้และดอกเบี้ยของกองทุนฟื้นฟูจากกระทรวงการคลังให้ ธปท.เป็นผู้รับผิดชอบ ทำให้ ธปท.กำลังพิจารณาเรียกเก็บค่าธรรมเนียมเพิ่มเติมจากธนาคารพาณิชย์ ได้แก่ ค่าธรรมเนียมที่เรียกเก็บจากเงินฝาก และค่าธรรมเนียม 0.35% จากตั๋วแลกเงิน (บี/อี) การเก็บค่าธรรมเนียมเพิ่มเติมจากเงินฝากจะทำให้มีเงินเข้ามาประมาณ 9 พันล้านบาท ใกล้เคียงกับจำนวนเงินที่ธนาคารพาณิชย์จะได้รับจากการลดอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลลงจาก 30% เหลือ 23% ในปี 2555 การเรียกเก็บค่าธรรมเนียมเพิ่มเติม 2 รายการดังกล่าวข้างต้นรวมกันจะส่งผลกระทบต่อกำไรปี 2555 ของ TISCO ประมาณ 10-12% ทำให้เรามีแนวโน้มที่จะปรับประมาณการกำไรของ TISCO ลดลง

การขยายตัวของสินเชื่อจะชะลอตัวลง TISCO ตั้งเป้าขยายสินเชื่อ 12-13% ในปี 2554 หลังจากขยายสินเชื่อได้ 24% ในปี 2555 เรายังคงประมาณการอัตราการขยายตัวของสินเชื่อในปี 2555 ของ TISCO ไว้ที่ระดับ 15% สินเชื่อรถยนต์และสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่จะเป็นส่วนสำคัญที่ช่วยหนุนให้สินเชื่อขยายตัวในปี 2555 แม้เราคาดว่า TISCO จะขยายสินเชื่อรถยนต์ใหม่ได้น้อยลงเพราะมีจำนวนรถยนต์ใหม่ออกสู่ตลาดน้อยหลังจากการผลิตได้รับผลกระทบจากสถานการณ์น้ำท่วม สถานการณ์น้ำท่วมส่งผลกระทบต่อกำลังซื้อรถยนต์ แต่ในเวลาเดียวกันก็ทำให้เกิดความต้องการเปลี่ยนรถยนต์และมีความต้องการซื้อสะสมอยู่ด้วย แนวโน้มของสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่น่าจะยังทรงตัวในปี 2555 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากวัฏจักรการลงทุนและความต้องการฟื้นฟูซ่อมแซม อย่างไรก็ตาม สินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่ของ TISCO จะเติบโตในอัตราที่ชะลอตัวลงโดยมีสาเหตุมาจากฐานที่สูงขึ้นในปีที่ผ่านมา

ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิจะหดตัวลง ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิที่แย่กว่าคาด โดยอยู่ที่ระดับ 2.77% (-0.77% จากไตรมาสก่อนหน้า) มีสาเหตุหลักมาจากสถานการณ์น้ำท่วมและการเร่งระดมทุนผ่านการออกตั๋วแลกเงินที่อัตราดอกเบี้ยแพงที่ 4.25% ลูกค้าที่ได้รับผลกระทบจากน้ำท่วมขอพักชำระหนี้คิดเป็นสัดส่วน 2-3% ของเงินให้สินเชื่อทั้งหมด TISCO กล่าวว่าส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิจะอยู่ที่ระดับประมาณ 3% ถ้าไม่มีผลกระทบจากสถานการณ์น้ำท่วม ทั้งนี้ก่อนที่จะมีการเรียกเก็บค่าธรรมเนียมเพิ่มเติม เราคาดว่าส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิของ TISCO จะฟื้นตัวอย่างช้าๆ ในงวดครึ่งแรกปี 2555 หลังจากอัตราดอกเบี้ยนโยบายปรับลดลงอีก 0.25% (หลังจากปรับลดลง 0.25% เมื่อปลายเดือน พ.ย.) แต่คาดว่าส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิเฉลี่ยในปี 2555 จะยังต่ำกว่าในปี 2554 อยู่ 0.20%

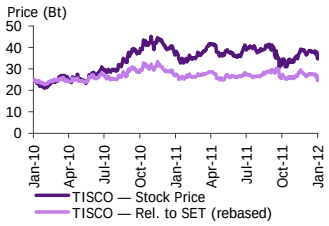
ตั้งค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญเพิ่มขึ้นมากในปี 2555 TISCO ตั้งเป้าต้นทุนสินเชื่อที่ระดับ 0.9-1% ของเงินให้สินเชื่อรวมในปี 2555 โดยตั้งเป้าคงอัตราการตั้งสำรองต่อหนี้สงสัยจะสูญไว้ในระดับทรงตัว ซึ่งสอดคล้องกับประมาณการของเราที่คาดการณ์ต้นทุนสินเชื่อที่ 0.95% หรือคิดเป็นค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญที่เพิ่มขึ้น 56% ผลกระทบจากสถานการณ์น้ำท่วมทำให้ NPL ปรับตัวเพิ่มขึ้น 15% จากระดับ 1.25% ของสินเชื่อรวมในไตรมาส 3 ปี 2554 สู่ระดับ 1.41% ในไตรมาส 4 ปี TISCO ใช้สำรองส่วนเกินบางส่วนมารองรับความจำเป็นในการตั้งสำรองเพิ่ม ส่งผลทำให้อัตราการตั้งสำรองต่อหนี้สงสัยจะสูญปรับลดลงจากระดับ 203% ณ ไตรมาส 3 ปี 2554 สู่ระดับ 170% ธนาคารคาดว่า NPL จะปรับตัวเพิ่มขึ้นอีกในไตรมาส 1 ปี 2555 โดยประเมินว่าผลกระทบจากสถานการณ์น้ำท่วมจะส่งผลทำให้เกิดความเสียหายจากสินเชื่อ 300-500 ล้านบาท

Stock Data

Last close (Jan 13) (Bt)	35.00
12-m target price (Bt)	45.00
Upside (Downside) to TP (%)	28.57
Mkt cap (Btbn)	25.48
Mkt cap (US$mn)	803

Bloomberg code	TISCO TB
Reuters code	TISC.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.30
Sector % SET	16.76
Shares issued (mn)	728
Par value (Bt)	10
12-m high / low (Bt)	42.3 / 29.5
Avg. daily 6m (US$mn)	3.37
Foreign limit / actual (%)	49 / 47
Free float (%)	72.5
Dividend policy (%)	50

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	-4.8	2.9	-7.9
Relative to SET	-6.7	-5.8	-9.0

Source: SET, SCBS Investment Research

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA
0-2949-1003
kittima.sattayapan@scb.co.th

Forecasts and valuation

FY Dec	Unit	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Pre-provision profit	(Bt mn)	4,822	4,558	5,511	6,179	6,777
Net profit	(Bt mn)	2,888	3,267	3,492	4,019	4,393
PPP/Sh	(Bt)	6.62	6.26	7.57	8.49	9.31
EPS	(Bt)	3.97	4.49	4.80	5.52	6.04
BVPS	(Bt)	20.30	22.25	24.81	27.93	31.21
DPS	(Bt)	1.98	2.24	2.40	2.76	3.02
PER	(x)	8.82	7.80	7.30	6.34	5.80
P/PPP	(x)	5.28	5.59	4.62	4.12	3.76
EPS growth	(%)	45.05	13.10	6.90	15.10	9.31
PBV	(x)	1.72	1.57	1.41	1.25	1.12
ROE	(%)	21.23	21.09	20.39	20.94	20.41
Dividend yields	(%)	5.67	6.41	6.85	7.89	8.62

Source: SCBS Investment Research

Tel. (662) 949-1000
Fax: (662) 949-1030
www.scbs.com

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าจะเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด ("บริษัท") มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้ลูกค้าทราบ หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆไปใช้ในทุกกรณี ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้วิจารณญาณในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆกับบริษัทใดๆที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ได้

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Interest & dividend income	9,433	12,376	14,193	16,416	19,001
Interest expense	2,571	5,460	6,312	7,685	9,333
Net interest income	**6,862**	**6,916**	**7,881**	**8,731**	**9,667**
Non-interest income	3,963	4,378	4,257	4,475	4,710
Non-interest expenses	4,733	5,147	5,550	5,990	6,469
Earnings before tax & provision	6,092	6,147	6,588	7,216	7,908
Tax	1,256	1,563	1,051	1,011	1,105
Equities & minority interest	(14)	(26)	(26)	(26)	(26)
Core pre-provision profit	4,822	4,558	5,511	6,179	6,777
Provision	1,933	1,291	2,019	2,160	2,384
Core net profit	**2,888**	**3,267**	**3,492**	**4,019**	**4,393**
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	**2,888**	**3,267**	**3,492**	**4,019**	**4,393**
EPS (Bt)	**3.97**	**4.49**	**4.80**	**5.52**	**6.04**
DPS (Bt)	1.98	2.24	2.40	2.76	3.02

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
Interest & dividend income	2,527	2,712	3,010	3,312	3,342
Interest expense	761	881	1,135	1,570	1,875
Net interest income	**1,766**	**1,831**	**1,875**	**1,741**	**1,468**
Non-interest income	954	997	1,076	1,147	1,158
Non-interest expenses	1,142	1,290	1,398	1,313	1,146
Earnings before tax & provision	1,578	1,538	1,553	1,576	1,480
Tax	287	353	358	370	481
Equities & minority interest	(2)	(5)	(4)	(5)	(13)
Core pre-provision profit	1,289	1,180	1,191	1,201	986
Provision	607	352	328	302	310
Core net profit	**682**	**828**	**863**	**899**	**676**
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	**682**	**828**	**863**	**899**	**676**
EPS (Bt)	**0.94**	**1.14**	**1.19**	**1.23**	**0.93**

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Cash	903	903	1,179	1,456	1,589
Interbank assets	12,545	30,722	33,795	37,174	40,891
Investments	6,481	3,706	3,706	3,706	3,706
Gross loans	**151,025**	**185,014**	**212,766**	**244,681**	**281,383**
Loan loss reserve	4,162	4,428	6,447	8,607	10,990
Net loans	**146,997**	**180,851**	**206,585**	**236,340**	**270,659**
Total assets	**171,408**	**220,709**	**249,865**	**283,358**	**321,617**
Deposits	48,533	37,979	63,615	93,196	128,330
Interbank liabilities	10,843	14,479	14,479	14,479	14,479
Borrowings	90,776	145,397	146,447	147,412	147,412
Total liabilities	**156,550**	**204,420**	**231,717**	**262,937**	**298,812**
Minority interest	84	90	90	90	90
Paid-up capital	7,279	7,279	7,279	7,279	7,279
Total Equities	**14,773**	**16,199**	**18,058**	**20,331**	**22,715**
BVPS (Bt)	**20.30**	**22.25**	**24.81**	**27.93**	**31.21**

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
Cash	903	757	849	980	903
Interbank assets	12,545	21,045	16,882	18,749	30,722
Investments	6,481	6,238	4,421	4,482	3,706
Gross loans	**151,025**	**167,557**	**174,979**	**181,738**	**185,014**
Loan loss reserve	4,162	4,388	4,605	4,616	4,428
Net loans	**146,997**	**163,304**	**170,523**	**177,298**	**180,851**
Total assets	**171,408**	**195,657**	**198,421**	**206,869**	**220,709**
Deposits	48,533	44,079	35,018	37,914	37,979
Interbank liabilities	10,843	7,901	13,378	12,502	14,479
Borrowings	90,776	120,752	128,271	134,290	145,397
Total liabilities	**156,550**	**180,127**	**183,760**	**191,384**	**204,420**
Minority interest	84	83	89	87	90
Paid-up capital	7,279	7,279	7,279	7,279	7,279
Total Equities	**14,773**	**15,447**	**14,573**	**15,399**	**16,199**
BVPS (Bt)	**20.30**	**21.22**	**20.02**	**21.15**	**22.25**

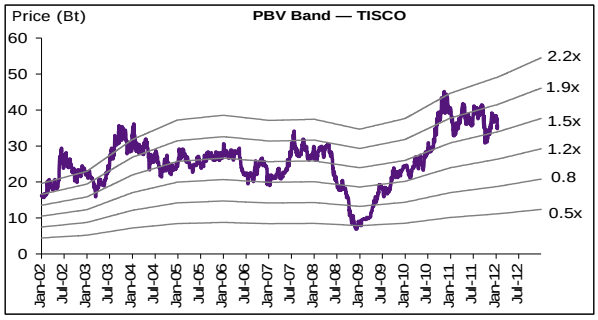
Key Financial Ratios

	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Profitability					
Yield on loans (%)	6.63	6.82	6.55	6.63	6.70
Yield on earn'g assets (%)	6.16	6.36	6.04	6.13	6.21
Cost on deposits (%)	1.54	3.02	2.29	2.54	2.79
Cost on int-bear'g liab (%)	1.89	3.14	2.99	3.20	3.42
Spread (%)	4.27	3.22	3.05	2.92	2.79
Net interest margin(%)	4.48	3.55	3.36	3.26	3.16
ROA (%)	1.86	1.67	1.48	1.51	1.45
Pre-provision ROE (%)	35.45	29.43	32.17	32.19	31.49
ROE (%)	21.23	21.09	20.39	20.94	20.41
Asset Quality					
NPLs (Bt mn)	2,654	2,612	3,926	4,246	4,613
NPLs/ Total Loans(%)	1.76	1.41	1.85	1.74	1.64
LLR/NPLs(%)	156.8	169.6	164.2	202.7	238.3
Liquidity					
Loans / Deposits (%)	311.2	487.1	334.5	262.5	219.3
Efficiency					
Cost to income ratio (%)	43.7	45.6	45.7	45.4	45.0
Capital Fund					
Capital adequacy ratio(%)	17.85	16.41	15.85	16.67	15.99
Tier-1(%)	11.29	11.31	11.35	12.72	12.51
Tier-2(%)	6.56	5.10	4.49	3.95	3.47

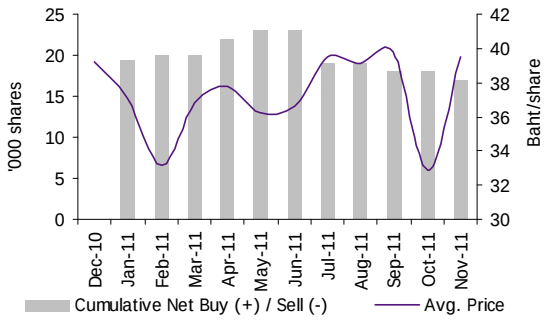
Main Assumptions

	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Loan growth (%)	32.19	22.51	15.00	15.00	15.00
Yield on earning assets (%)	6.16	6.36	6.04	6.13	6.21
Cost of funds (%)	1.89	3.14	2.99	3.20	3.42
Net interest margin (%)	4.48	3.55	3.36	3.26	3.16
Non-interest income growth (%)	37.95	10.46	(2.77)	5.14	5.24
Cost to income ratio (%)	43.72	45.58	45.72	45.36	45.00
Provision expense/Total loans (%)	1.28	0.70	0.95	0.88	0.85
NPLs/Total loans (%)	1.76	1.41	1.85	1.74	1.64

PBV Band Chart

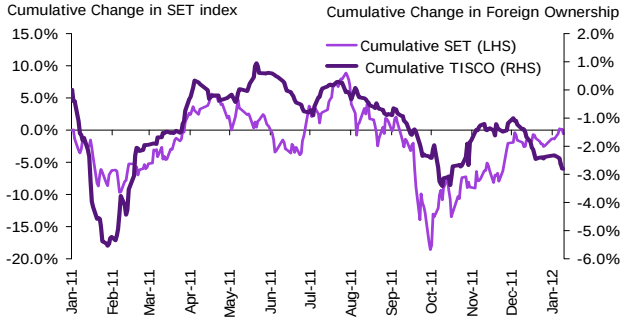


12-Month Cumulative directors trade



Source: SEC

12 Month cumulative chg in foreign ownership versus cumulative chg in SET index



Source: SET, SCBS Investment Research

CG Rating 2011	Companies with CG Rating under SCBS's Coverage
▲▲▲▲▲	ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BBL, BCP, BMCL, CPF, CSL, EGCO, HEMRAJ, IRPC, KBANK, KK, KTB, LPN, MCOT, PS, PSL, PTT, PTTEP, QH, RATCH, SAT, SCB, SCC, TISCO, TMB, TOP
▲▲▲▲	AMATA, AP, ASP, BEC, BECL, BH, BIGC, BLA, BTS, CK, CPALL, DELTA, DRT, DTAC, GFPT, GLOW, HANA, HMPRO, INTUCH, KCE, KEST, LH, IVL, MAJOR, MAKRO, PHATRA, SCCC, SMT, SPALI, SIRI, STANLY, STEC, SVI, TCAP, THAI, TRUE, TTA, TTW
▲▲▲	AEONTS, AH, CCET, DCC, ESSO, ITD, KH, KTC, RCL, ROJNA, TICON, TPIPL
N/A	BGH, BLS, CPNRF, LHBANK, POPF, QHPF, SAMART, SAMTEL, SSI. TFUND, TLOGIS, WHAPF
	PTTGC is the merged entity of PTTCH and PTTAR

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 a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not base on inside information.
The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. SCB Securities Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.