

NEUTRAL

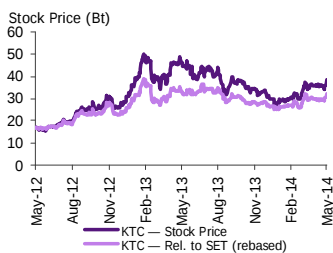
วางแผนชิงรุกท่ามกลางสิ่งแวดล้อมที่ท้าทายมาก

Stock Data

Last close (May 15) (Bt)	38.75
12-m target price (Bt)	40.00
Upside (Downside) to TP (%)	3.23
Mkt cap (Btbn)	9.99
Mkt cap (US\$mn)	308

Bloomberg code	KTC TB
Reuters code	KTC.BK
Risk rating	H
Mkt cap (%) SET	0.08
Sector % SET	1.05
Shares issued (mn)	258
Par value (Bt)	10
12-m high / low (Bt)	47.3 / 26
Avg. daily 6m (US\$mn)	0.64
Foreign limit / actual (%)	49 / 3
Free float (%)	35.8
Dividend policy (%)	30

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	7.6	27.0	-15.8
Relative to SET	8.2	21.3	-2.3

Source: SET, SCBS Investment Research

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

0-2949-1003

kittima.sattayapan@scb.co.th

ออกแคมเปญการตลาดที่ท้าทายในขณะที่การใช้จ่ายอุปโภคบริโภคชะลอตัว KTC กำลังถูกกดดันจากการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนที่ชะลอตัวลงโดยมีสาเหตุมาจากสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมือง ดังเห็นได้จากรายได้ค่าธรรมเนียม (47% ของรายได้สุทธิทั้งหมด) ที่ลดลง 8% YoY และสินเชื่อที่หดตัวลง 3.1% QoQ (ส่วนหนึ่งเกิดจากปัจจัยฤดูกาล) ในไตรมาส 1/57 อย่างไรก็ตาม บริษัทยังคงยืนยันเป้าที่จะเพิ่มการใช้จ่ายผ่านบัตรเครดิตอีก 15% และขยายสินเชื่ออีก 15% ในปีนี้ เราเชื่อว่าเป้าของบริษัทท้าทายเกินไปและยังคงประมาณการปี 2557 ของเราไว้เหมือนเดิมโดยคาดว่าจะรายได้ค่าธรรมเนียมจะเติบโต 2% (เทียบกับ 10% ในปี 2556) และสินเชื่อโต 4% (เทียบกับ 7% ในปี 2556) ทั้งนี้เพื่อให้บรรลุเป้าหมายระดับสูงของบริษัท KTC จึงวางแผนออกแคมเปญการตลาดเชิงรุก โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงครึ่งหลังปี 57 สำหรับธุรกิจบัตรเครดิต (สร้างส่วนแบ่งรายได้ 65%) นั้น KTC ได้ออกแคมเปญ "KTC Friday Delight" โดยเสนอผลประโยชน์พิเศษแก่ผู้ถือบัตร KTC ในวันศุกร์สุดท้ายของทุกๆ เดือนในปีนี้ ในขณะที่สินเชื่อบุคคล (31% ของสินเชื่อรวม) KTC ได้ออกแคมเปญช่วยเหลือหนี้ของลูกค้าที่ชำระหนี้ตรงตามกำหนด (เรียกว่า "points for 0% interest" มีผลตั้งแต่วันที่ 1 เม.ย.-30 มิ.ย.) และออกแคมเปญดึงดูดลูกค้าใหม่ เช่น แคมเปญ "Buffet" ที่เปิดโอกาสให้ลูกค้าใหม่สามารถถอนเงินสดได้ไม่จำกัดด้วยจำนวนเงินขั้นต่ำ 18,000 บาท และคิดอัตราดอกเบี้ยเพียง 4.99 บาทใน 2 รอบบิลแรก มีผลตั้งแต่วันที่ 1 ก.พ. - 31 พ.ค. 2557

คุณภาพสินทรัพย์ดีกว่าคาด KTC คาดว่าจะสามารถลดการตั้งสำรองลงในปีนี้หลังจากนำกำไรจากเงินลงทุนจำนวน 307 ล้านบาทมาตั้งสำรองพิเศษในปี 2556 NPL ที่เกิดขึ้นใหม่ (รวมการตัดจำหน่าย NPL) และค่าใช้จ่ายตั้งสำรองลดลงในไตรมาส 1/57 ซึ่งเป็นสิ่งที่เราไม่ได้คาดการณ์ไว้ ดังนั้นเราจึงปรับประมาณการต้นทุนสินเชื่อปี 2557 ของเราลดลง 0.10% สู่ 9.9% (เทียบกับ 9.96% ในไตรมาส 1/57 และ 9.94% ในปี 2556) ความกังวลเกี่ยวกับเศรษฐกิจชะลอตัวและหนี้ครัวเรือนสูงทำให้เราคาดว่า KTC จะตั้งสำรองเพิ่มขึ้นเล็กน้อยอีก 3% ในปีนี้ แทนที่จะตั้งสำรองลดลงตามเป้าของ CEO

NIM เพิ่มขึ้น ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิ (NIM) ในไตรมาส 1/57 ของ KTC เพิ่มขึ้น 0.39% QoQ ดีกว่าคาด ดังนั้นเพื่อสะท้อนถึง NIM ในไตรมาส 1/57 และการคาดการณ์ว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะปรับลดลงอีก 0.50% ในงวดครึ่งแรกปี 57 (ลดลงมาแล้ว 0.25% ในไตรมาส 1/57) เราจึงปรับประมาณการ NIM ปี 2557 เพิ่มขึ้นอีก 0.08% สู่ 8.06% เพิ่มขึ้น 0.28% YoY การเปลี่ยนแปลงนโยบายสินเชื่อส่วนบุคคลเพิ่มมากขึ้นจะช่วยหนุนให้ผลตอบแทนปรับตัวเพิ่มขึ้น เราคาดว่าต้นทุนทางการเงินจะลดลง 0.25% ในปี 2557 เนื่องจากต้นทุนของบริษัทยืมค่า 7.8 พันล้านบาท (1.8 พันล้านบาท อัตราดอกเบี้ย 4.9% และ 6 พันล้านบาท อัตราดอกเบี้ย 5.5%) จะถูกรีไฟแนนซ์ในปีนี้ โดยคาดว่าต้นทุนจะปรับลดลง

ติดตามหนี้ให้กับ KTB KTC กับ KTB หันมาร่วมมือกันมากขึ้นเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงาน โดยตั้งแต่เดือน เม.ย.ปี 57 KTB ได้จ้างให้ KTC ทำหน้าที่ติดตามหนี้ในส่วนสินเชื่อรายย่อยเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพการติดตามหนี้และลดต้นทุนของธนาคาร ความร่วมมือดังกล่าวจะช่วย KTC มีรายได้เพิ่มขึ้น และเพื่อสะท้อนถึงปัจจัยดังกล่าว เราจึงปรับประมาณการรายได้อื่นของ KTC เพิ่มขึ้น นอกจากนี้ KTC ยังมีบริการใหม่เพื่ออำนวยความสะดวกให้แก่ลูกค้าสินเชื่อบ้านของ KTC โดยสามารถใช้บัตรเครดิตของบริษัทมาทำการชำระรายเดือนได้โดยอัตโนมัติ

อัตราส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้ทรงตัว ปีนี้จะเป็นปีที่เห็นผลอย่างเต็มที่ของการประหยัดต้นทุนที่เกิดจากโครงการปรับโครงสร้างองค์กรและการปรับปรุงประสิทธิภาพการดำเนินงานเป็นเวลา 2 ปีที่แล้วเสร็จในปีที่แล้ว แต่ประโยชน์ดังกล่าวจะถูกหักล้างโดยค่าใช้จ่ายการตลาดที่เพิ่มขึ้นจากการออกแคมเปญเชิงรุกมากขึ้นและจะทำให้อัตราส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้ทรงตัวในปี

ความเสี่ยงด้านกฎหมายเลื่อนออกไป - ไม่ได้อยู่ในประมาณการ แต่สะท้อนในราคาเป้าหมายบางส่วน การขาดรัฐบาลที่มีอำนาจตัดสินใจส่งผลทำให้ พ.ร.บ.บัตรเครดิตที่แต่เดิมคาดว่าจะมีผลบังคับใช้ในเดือน ก.ค. 2557 เลื่อนการบังคับใช้ออกไป ซึ่งหมายความว่า KTC จะยังไม่ได้รับความเสี่ยงจากกฎหมายนี้เป็นเวลาอย่างน้อย 1 ปี ในร่าง พ.ร.บ.บัตรเครดิตฉบับล่าสุด การคิดดอกเบี้ยจะเริ่มนับจากวันครบกำหนดชำระเงินแทนวันที่รายการ ซึ่งหมายความว่า จะไม่มีการคิดดอกเบี้ยในเดือนแรกหลักเกณฑ์นี้ถูกนำมาใส่เพิ่มใน พ.ร.บ.บัตรเครดิตหลังจากผ่านการพิจารณาครั้งแรก การบังคับใช้ พ.ร.บ.นี้จะส่งผลทำให้ประมาณการกำไรปี 2557 ที่เราทำไว้สำหรับ KTC ปรับลดลง 479 ล้านบาท หรือ 37% ประเด็นนี้ยังคงเป็นปัจจัยกดดันและแม้เรายังไม่ได้นำความเสี่ยงนี้เข้ามาไว้ในประมาณการกำไรของเรา แต่เราก็นำความเสี่ยงนี้บางส่วนมาใช้ในการคำนวณราคาเป้าหมายโดยใช้ PBV เป้าหมายลดลงเนื่องจากผลกระทบมีมากจนไม่สามารถมองข้ามไปได้

Figure 1: Simulation of impact from the Credit Card Act

	KTC	AEONTS
Credit card loans at 2014F	35,935	22,486
Total loans at 2014F	53,172	63,029
Credit card loans/Total loans at 2014F	68%	36%
Full-year impact on revenue for 2014F	599	375
Full-year impact on bottom line for 2014F	479	300
2014F core earnings	1,304	2,714
Full-year impact on bottom line/2014F earnings	37%	11%

Source: SCBS Investment Research

คงคำแนะนำ **Neutral** และปรับราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้น เราปรับราคาเป้าหมายของ KTC เพิ่มขึ้นจาก 35 บาท สู่ 40 บาท (PBV ปี 2557 ที่ 1.5 เท่า) หลังจากปรับประมาณการกำไรปี 2557 เพิ่มขึ้น 21% เพื่อสะท้อนผลกระทบจากการไตรมาส 1/57 ที่ดีกว่าคาด และเพื่อสะท้อนเป้าหมายของผู้บริหาร ปัจจุบันหุ้น KTC ซื้อขายต่ำกว่ามูลค่าที่ PER 8 เท่าในปี 2557 แต่เรายังคงคำแนะนำ **Neutral** เพราะบริษัท (แม้ว่ากำลังดำเนินการปรับเปลี่ยนโครงสร้างภายใต้การบริหารงานของ CEO คนใหม่) กำลังประสบกับสิ่งแวดล้อมที่ท้าทายอย่างมาก เพราะเศรษฐกิจจะชะลอตัว หนี้ครัวเรือนสูงที่ระดับมากกว่า 80% ของ GDP และการแข่งขันรุนแรงจากตลาดบัตรเครดิตที่ถึงจุดอิ่มตัว เราค่อนข้างกังวลเกี่ยวกับแผนการเชิงรุกในขณะที่เศรษฐกิจจะชะลอตัวและเกรงว่าแผนการดังกล่าวอาจจะส่งผลทำให้คุณภาพสินทรัพย์ปรับตัวแย่ลงในภายหลัง

Forecasts and valuation

FY Dec	Unit	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Pre-provision profit	(Btmn)	3,786	6,373	6,568	6,996	7,485
Net profit	(Btmn)	255	1,283	1,304	1,402	1,512
Core net profit	(Btmn)	255	1,037	1,304	1,402	1,512
PPP/Sh	(Bt)	14.68	24.72	25.47	27.13	29.03
EPS	(Bt)	0.99	4.97	5.06	5.44	5.86
Core EPS	(Bt)	0.99	4.02	5.06	5.44	5.86
BVPS	(Bt)	20.13	23.77	26.83	30.23	33.91
DPS	(Bt)	0.40	2.00	2.03	2.19	2.36
Core PER	(x)	39.19	9.63	7.66	7.13	6.61
P/PPP	(x)	2.64	1.57	1.52	1.43	1.33
Core EPS growth	(%)	115.72	306.77	25.70	7.53	7.88
PBV	(x)	1.92	1.63	1.44	1.28	1.14
ROE	(%)	5.07	22.66	19.99	19.06	18.29
Dividend yields	(%)	1.03	5.16	5.25	5.64	6.08

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Interest & dividend income	5,583	5,728	6,017	6,357	6,809
Interest expense	1,941	1,865	1,807	1,897	2,026
Net interest income	3,642	3,863	4,210	4,460	4,783
Non-interest income	7,039	8,140	8,116	8,536	8,984
Non-interest expenses	6,565	5,274	5,432	5,649	5,904
Earnings before tax & provision	4,116	6,729	6,894	7,346	7,863
Tax	330	356	326	350	378
Equities & minority interest	0	0	0	0	0
Core pre-provision profit	3,786	6,373	6,568	6,996	7,485
Provision	3,531	5,090	5,264	5,594	5,973
Core net profit	255	1,283	1,304	1,402	1,512
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	255	1,283	1,304	1,402	1,512
EPS (Bt)	0.99	4.97	5.06	5.44	5.86
DPS (Bt)	0.40	2.00	2.03	2.19	2.36

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Cash	1,444	1,624	1,796	1,928	2,097
Gross loans	48,080	51,208	53,172	57,083	60,946
Loan loss reserve	3,528	4,494	4,757	5,037	5,335
Net loans	44,552	46,714	48,415	52,047	55,610
Total assets	49,138	51,905	53,793	57,570	61,319
S-T borrowings	13,049	11,208	11,208	11,208	11,208
L-T borrowings	15,200	20,400	21,500	24,400	27,200
Total liabilities	43,947	45,776	46,876	49,776	52,576
Paid-up capital	2,578	2,578	2,578	2,578	2,578
Total Equities	5,191	6,128	6,916	7,794	8,743
BVPS (Bt)	20.13	23.77	26.83	30.23	33.91

Key Financial Ratios

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Yield on earn'g assets (%)	11.71%	11.54%	11.89%	11.89%	11.89%
Cost on int-bear'g liab (%)	4.98%	4.77%	4.52%	4.52%	4.52%
Spread (%)	6.73%	6.77%	7.37%	7.37%	7.37%
Net interest margin(%)	7.64%	7.78%	8.07%	8.09%	8.10%
Cost to income ratio (%)	52.01%	38.03%	38.44%	37.93%	37.38%
Provision expense/Total loans (%)	7.34%	9.94%	9.90%	9.80%	9.80%

NPLs (Bt mn)	1,807	1,534	1,611	1,691	1,776
NPLs/ Total Loans(%)	3.76%	3.00%	3.03%	2.96%	2.91%
LLR/NPLs(%)	195%	293%	295%	298%	300%
ROA (%)	0.53%	2.54%	2.47%	2.52%	2.54%
ROE (%)	5.07%	22.66%	19.99%	19.06%	18.29%

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14
Interest & dividend income	1,378	1,434	1,464	1,452	1,481
Interest expense	464	467	472	462	435
Net interest income	913	967	992	990	1,047
Non-interest income	2,142	1,953	1,959	2,087	1,888
Non-interest expenses	1,324	1,235	1,374	1,340	1,250
Earnings before tax & provision	1,731	1,685	1,577	1,736	1,684
Tax	110	87	85	74	94
Equities & minority interest	0	0	0	0	0
Core pre-provision profit	1,621	1,598	1,492	1,662	1,591
Provision	1,199	1,274	1,183	1,433	1,236
Core net profit	422	324	308	229	355
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	422	324	308	229	355
EPS (Bt)	1.64	1.26	1.20	0.89	1.38

Balance Sheet (Btmn)

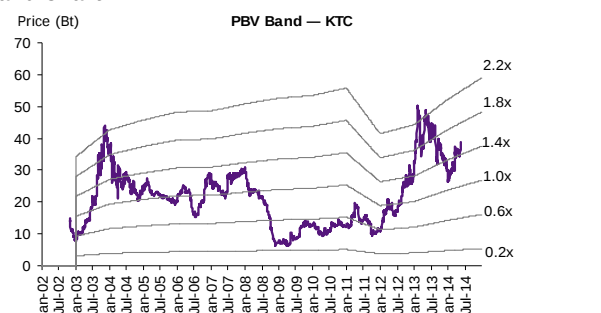
FY December 31	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14
Cash	1,076	1,118	761	1,624	788
Gross loans	46,640	48,434	48,781	51,208	49,600
Loan loss reserve	3,956	4,297	4,422	4,494	4,657
Net loans	42,684	44,137	44,359	46,714	44,943
Total assets	46,881	48,438	48,233	51,905	49,078
S-T borrowings	10,910	11,759	7,014	11,208	9,686
L-T borrowings	15,200	18,700	21,400	20,400	20,400
Total liabilities	41,510	42,847	42,333	45,776	42,594
Paid-up capital	2,578	2,578	2,578	2,578	2,578
Total Equities	5,371	5,592	5,900	6,128	6,484
BVPS (Bt)	20.83	21.69	22.88	23.77	25.15

Main Assumptions

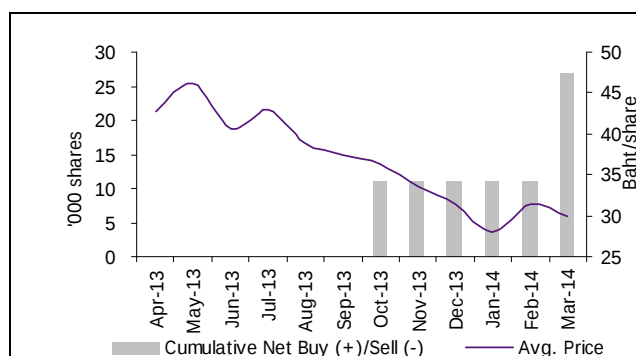
	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14
Yield on earn'g assets (%)	11.78%	12.21%	12.19%	11.75%	11.89%
Cost on int-bear'g liab (%)	4.93%	5.01%	4.95%	4.73%	4.50%
Spread (%)	6.85%	7.20%	7.23%	7.02%	7.39%
Net interest margin(%)	7.81%	8.24%	8.26%	8.01%	8.40%
Cost to income ratio (%)	40.84%	36.46%	40.15%	37.88%	37.10%
Provision expense/Total loans (%)	10.28%	10.52%	9.70%	11.20%	9.96%

NPLs (Bt mn)	1,877	1,958	1,879	1,534	1,482
NPLs/ Total Loans(%)	4.03%	4.04%	3.85%	3.00%	2.99%
LLR/NPLs(%)	211%	219%	235%	293%	314%
ROA (%)	3.52%	2.72%	2.55%	1.83%	0.00%
ROE (%)	31.96%	23.63%	21.47%	15.20%	0.00%

PBV Band Chart

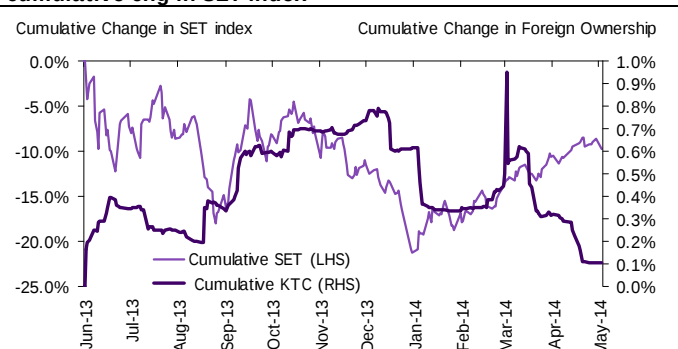


12-Month Cumulative directors trade



Source: SEC

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



Source: SET, SCBS Investment Research

[illegible]