

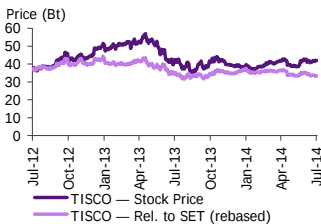
ข้อ

Stock Data

Last close (Jul 15) (Bt)	42.00
12-m target price (Bt)	50.00
Upside (Downside) to TP (%)	19.05
Mkt cap (Btbn)	33.63
Mkt cap (US\$m)	1,047

Bloomberg code	TISCO TB
Reuters code	TISCO.BK
Risk rating	M
12-m target price (Bt)	0.24
Sector % SET	17.68
Shares issued (mn)	801
Par value (Bt)	10
12-m high / low (Bt)	44 / 34.5
Avg. daily 6m (US\$m)	1.73
Foreign limit / actual (%)	49 / 45
Free float (%)	74.3
Dividend policy (%)	50

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	-1.8	-1.2	2.4
Relative to SET	-5.1	-9.1	-2.5

Source: SET, SCBS Investment Research

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1003

kittima.sattayapan@scb.co.th

ใกล้ถึงจุดต่ำสุดหลังจากอุตสาหกรรมยานยนต์ถึงจุดต่ำสุด

NPL มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่องในระยะ 2-3 ไตรมาสข้างหน้า TISCO คาดว่าคุณภาพสินเชื่อบริษัทจะปรับตัวลดลงต่อเนื่องในระยะ 2-3 ไตรมาสข้างหน้า แต่ไม่เมินเต็มจะชะลอตัวลง เนื่องจากจะต้องใช้เวลาระยะหนึ่งในการลดสต็อกรถยนต์ส่วนเกิน NPL ของธนาคารเพิ่มขึ้น 1 พันล้านบาท หรือ 19% QoQ ในไตรมาส 2/57 ส่งผลทำให้อัตราส่วน NPL ต่อสินเชื่อรวมเพิ่มขึ้นจาก 1.89% ในไตรมาส 1/57 สู่ 2.27% NPL ที่เพิ่มขึ้นส่วนใหญ่เกิดจากสินเชื่อรถยนต์มือสอง เพราะธนาคารมีสัดส่วนสินเชื่อรถยนต์ใหม่ที่ได้รับผลตอบแทนสูงเพียงเล็กน้อย ทั้งนี้ตั้งแต่ปี 2556 NPL ที่เกิดจากสินเชื่อรถยนต์มือสองส่วนใหญ่เป็นสินเชื่อที่ปล่อยในปี 2555 และช่วงครึ่งแรกปี 56 โดยประมาณ 90% ของ NPL เหล่านี้เกิดขึ้นเพราะลูกค้าที่รถที่เสื่อมราคาหลังจากราคารถยนต์มือสองปรับตัวลดลงมากถึง 30-40% จากจุดสูงสุดในปี 2555 ไม่ได้เกิดจากความสามารถในการซื้อ เราเชื่อว่าลูกค้าจะมีแนวโน้มที่รถน้อยลงมากเมื่อชำระคืนสินเชื่อมากกว่า 2 ปี (ประมาณครึ่งหนึ่งของสินเชื่อ) ซึ่งหมายความว่า NPL ใหม่จากสินเชื่อที่ปล่อยไปในปี 2555 และช่วงครึ่งแรกปี 56 น่าจะลดน้อยลงในปี 2558 ราคารถยนต์มือสองมีเสถียรภาพในช่วงครึ่งแรกปี 57 แต่ยังไม่มีความมั่นใจที่ชัดเจน TISCO ไม่คิดว่าราคารถยนต์มือสองจะฟื้นตัวจนกว่าจะถึงปลายปี 2558 ในขณะที่เราพบสัญญาณบวกว่าอุปทานรถยนต์ส่วนเกินปรับตัวลดลง เนื่องจากยอดขายรถยนต์เริ่มมีจำนวนสูงกว่ายอดผลิตรถยนต์มาตั้งแต่เดือน เม.ย. แต่ยังเร็วเกินไปที่จะตั้งความหวังว่าราคารถยนต์มือสองจะฟื้นตัวในอนาคตอันใกล้

แต่จะตั้งสำรองลดลงในช่วงครึ่งหลังปี 57 และปี 2558 TISCO พบว่าต้นทุนสินเชื่อ (ค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อรวม) ปรับตัวเพิ่มขึ้นจาก 1.64% ในไตรมาส 1/57 สู่ 1.75% ในไตรมาส 2/57 โดยส่วนใหญ่เป็นการตั้งสำรองเพื่อรองรับขาดทุนจากการขายรถยัด TISCO คาดว่าต้นทุนสินเชื่อจะลดลงเล็กน้อยจาก 1.71% ในช่วงครึ่งแรกปี 57 สู่ระดับประมาณ 1.5-1.6% ในช่วงครึ่งหลังปี 57 และจะลดลงสู่ระดับต่ำกว่า 1.5% ในปี 2558 แต่ยังไม่กลับคืนสู่ระดับปกติที่ 1.2% เราปรับประมาณการต้นทุนสินเชื่อเพิ่มขึ้นเล็กน้อยอีก 0.05% สู่ 1.65% ในปี 2557 และ 1.35% ในปี 2558 เพื่อสะท้อนขาดทุนในระดับสูงอย่างต่อเนื่องจากการขายรถยัดไปจนถึงช่วงครึ่งแรกปี 58

อัตราการขยายตัวของสินเชื่อจะฟื้นตัวดีขึ้น TISCO คาดว่าอัตราการขยายตัวของสินเชื่อจะฟื้นตัวดีขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 57 ดีขึ้นจากระดับติดลบที่ -4.1% ในช่วงครึ่งแรกปี 57 โดยหลักๆ จะได้รับปัจจัยกระตุ้นจากสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่และสินเชื่อรถยนต์ใหม่ TISCO คาดว่าสินเชื่อของธนาคารจะอยู่ในระดับทรงตัวในปี 2557 (SCBS คาดว่าจะเติบโต 1%) TISCO คาดว่ายอดขายรถยนต์ในประเทศจะอยู่ที่ประมาณ 1 ล้านคันในปี 2558 เพิ่มขึ้นจาก 800,000-900,000 คันในปี 2557 คิดเป็นอัตราการขยายตัวของสินเชื่อได้ที่ 7-8% ในปี 2558 (เทียบกับประมาณการของ SCBS ที่ 12%)

NIM จะฟื้นตัวต่อเนื่อง TISCO พบว่า NPL ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างน่าประทับใจที่ +0.26% QoQ สู่ 2.95% ในไตรมาส 2/57 เนื่องจากผลตอบแทนจากสินทรัพย์ที่ก่อให้เกิดรายได้ปรับตัวเพิ่มขึ้น (+0.09% QoQ) และต้นทุนทางการเงินลดลง (-0.17% QoQ) TISCO คาดว่าต้นทุนทางการเงินจะลดลงอีกในไตรมาส 3/57 ผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้นเป็นสิ่งที่ค่อนข้างสร้างเซอร์ไพรส์เชิงบวก ทั้งนี้เป็นเพราะ TISCO ได้เปลี่ยนมาปล่อยสินเชื่อรถยนต์ใหม่ที่มีความเสี่ยงและผลตอบแทนสูงขึ้น และลดสภาพคล่องส่วนเกินลง เราปรับประมาณการ NIM ของ TISCO เพิ่มขึ้น 0.03% สู่ 2.8% (+0.01% YoY) ในปี 2557 และ 2.83% (+0.03% YoY) ในปี 2558 เทียบกับ 2.76% ในช่วงครึ่งแรกปี 57

ยังคงเลือกเป็น top Buy ในฐานะหุ้น laggard play ปัจจุบัน TISCO ซื้อขายที่ PER 6 เท่าในปี 2558 (-1SD ของ PER เฉลี่ยในอดีต) ต่ำสุดในกลุ่มธนาคาร ในขณะที่ ROE อยู่ในระดับสูง (อันดับ 3) และกำไรปี 2558 มีแนวโน้มฟื้นตัวกลับมาเติบโต 24% (จากสถานการณ์เลวร้ายในปี 2557) สูงที่สุดในกลุ่มธนาคาร โดยได้รับปัจจัยหนุนจากต้นทุนสินเชื่อที่กลับมาอยู่ในระดับปกติ และอัตราการขยายตัวของสินเชื่อที่ฟื้นตัวดีขึ้น

Forecasts and valuation

FY Dec	Unit	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Pre-provision profit	(Btmn)	5,627	8,390	8,911	9,492	10,405
Net profit	(Btmn)	3,705	4,249	4,042	5,030	5,778
PPP/Sh	(Bt)	7.73	10.48	11.13	11.85	13.00
EPS	(Bt)	5.09	5.31	5.05	6.28	7.22
BVPS	(Bt)	25.00	28.71	31.86	36.14	41.16
DPS	(Bt)	2.40	2.00	2.00	2.20	2.45
PER	(x)	8.20	7.87	8.27	6.65	5.79
P/PPP	(x)	5.40	3.98	3.75	3.52	3.21
EPS growth	(%)	13.42	4.26	(4.88)	24.46	14.87
PBV	(x)	1.67	1.45	1.31	1.16	1.01
ROE	(%)	21.54	20.63	16.67	18.48	18.67
Dividend yields	(%)	5.75	4.79	4.79	5.27	5.88

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Interest & dividend income	15,211	19,272	19,941	20,810	22,907
Interest expense	8,166	10,304	10,118	10,553	11,928
Net interest income	7,044	8,968	9,823	10,258	10,979
Non-interest income	4,715	5,933	5,726	6,431	7,219
Non-interest expenses	5,024	5,340	5,553	5,864	6,274
Earnings before tax & provision	6,736	9,561	9,996	10,824	11,925
Tax	1,081	1,064	1,025	1,273	1,460
Equities & minority interest	28	107	60	60	60
Core pre-provision profit	5,627	8,390	8,911	9,492	10,405
Provision	1,922	4,141	4,869	4,461	4,627
Core net profit	3,705	4,249	4,042	5,030	5,778
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	3,705	4,249	4,042	5,030	5,778
EPS (Bt)	5.09	5.31	5.05	6.28	7.22
DPS (Bt)	2.40	2.00	2.00	2.20	2.45

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14
Interest & dividend income	4,766	4,944	5,095	4,998	4,858
Interest expense	2,537	2,627	2,776	2,692	2,435
Net interest income	2,229	2,317	2,319	2,306	2,423
Non-interest income	1,456	1,318	1,398	1,369	1,414
Non-interest expenses	1,388	1,401	1,102	1,310	1,363
Earnings before tax & provision	2,297	2,234	2,615	2,365	2,474
Tax	303	293	184	238	246
Equities & minority interest	25	31	13	22	11
Core pre-provision profit	1,969	1,910	2,418	2,105	2,217
Provision	810	778	1,613	1,170	1,225
Core net profit	1,159	1,132	804	935	992
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	1,159	1,132	804	935	992
EPS (Bt)	1.45	1.41	1.00	1.17	1.24
	-	-	-	-	-

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Cash	1,046	1,131	1,392	1,516	1,694
Interbank assets	31,196	53,242	31,945	31,306	30,680
Investments	7,016	11,490	17,490	17,490	17,490
Gross loans	248,316	292,151	295,072	330,481	370,139
Accrued interest receivable	353	536	536	536	536
Loan loss reserve	5,122	6,354	10,485	14,209	18,098
Net loans	243,547	286,332	285,123	316,808	352,576
Total assets	290,497	359,263	343,099	374,355	409,765
Deposits	219,823	264,641	244,925	271,622	301,772
Interbank liabilities	13,971	16,703	16,703	16,703	16,703
Borrowings	27,877	44,084	44,084	44,084	44,084
Total liabilities	272,117	336,044	317,356	345,183	376,576
Minority interest	184	231	231	231	231
Paid-up capital	7,279	8,007	8,007	8,007	8,007
Total Equities	18,196	22,987	25,512	28,941	32,959
BVPS (Bt)	25.00	28.71	31.86	36.14	41.16

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14
Cash	983	1,153	1,131	1,087	1,094
Interbank assets	32,376	41,605	53,242	29,554	29,445
Investments	7,640	9,991	11,490	16,354	17,605
Gross loans	280,558	284,855	292,151	284,655	280,276
Accrued interest receivable	394	384	536	407	424
Loan loss reserve	5,913	5,715	6,354	6,477	6,702
Net loans	275,039	279,524	286,332	278,586	273,998
Total assets	323,969	338,391	359,263	332,807	329,483
Deposits	238,093	257,217	264,641	227,611	226,736
Interbank liabilities	18,911	15,559	16,703	16,419	19,367
Borrowings	34,728	33,734	44,084	54,626	49,452
Total liabilities	303,525	316,756	336,044	308,606	305,776
Minority interest	238	269	231	255	269
Paid-up capital	8,007	8,007	8,007	8,007	8,007
Total Equities	20,207	21,366	22,987	23,946	23,438
BVPS (Bt)	25.24	26.69	28.71	29.91	29.27

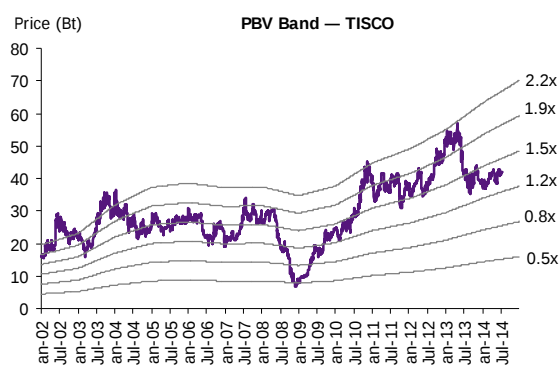
Key Assumptions and Financial Ratios

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Growth					
YoY loan growth	34.21	17.65	1.00	12.00	12.00
YoY fee & insurance income growth	44.65	25.70	(0.79)	12.49	12.77
Profitability					
Yield on earn'g assets (%)	6.01	5.99	5.69	5.75	5.74
Cost on int-bear'g liab (%)	3.55	3.51	3.21	3.31	3.43
Spread (%)	2.46	2.48	2.48	2.44	2.31
Net interest margin(%)	2.78	2.79	2.80	2.83	2.75
ROE (%)	21.54	20.63	16.67	18.48	18.67
Asset Quality					
NPLs/Total Loans(%)	1.30	1.77	1.46	1.46	1.46
LLR/NPLs(%)	165.28	127.95	243.81	295.00	335.48
Provision expense/Total loans (%)	0.77	1.42	1.65	1.35	1.25
Liquidity					
Loans/Deposits & borrowings (%)	100.25	94.63	102.10	104.68	107.02
Efficiency					
Cost to income ratio (%)	42.72	35.84	35.71	35.14	34.48
Capital Fund					
Capital adequacy ratio(%)	12.79	13.38	15.82	15.84	15.91
Tier-1(%)	8.51	9.15	11.81	12.19	12.60
Tier-2(%)	4.28	4.22	4.01	3.65	3.30

Financial Ratios

	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14
YoY loan growth	33.62	24.82	17.65	6.70	(0.10)
YoY fee & insurance income growth	30.95	15.27	(3.92)	(21.47)	3.04
Yield on earn'g assets (%)	6.00	6.02	5.88	5.82	5.91
Cost on int-bear'g liab (%)	3.51	3.51	3.51	3.45	3.28
Net interest margin(%)	2.81	2.82	2.68	2.68	2.95
Cost to income ratio (%)	37.67	38.55	29.66	35.65	35.52
NPLs/Total Loans(%)	1.45	1.47	1.70	1.89	2.27
LLR/NPLs(%)	145.33	136.15	127.95	120.70	105.29
Provision expense/Total loans (%)	1.16	1.09	2.21	1.64	1.75

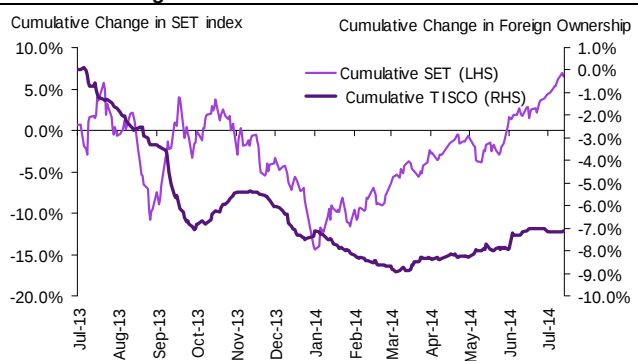
PBV Band Chart



12-Month Cumulative directors trade

NA

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



Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Valuation summary (price as of Jul 15, 2014)

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)		
					13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F
BAY	Sell	47.00	30.0	(34.7)	24.1	20.1	16.8	(18.9)	19.9	19.5	2.35	2.18	1.99	10.1	11.3	12.4	1.7	1.5	1.8
BBL	Buy	199.00	240.0	24.2	10.6	10.6	9.3	8.7	(0.2)	13.6	1.28	1.17	1.08	12.6	11.5	12.0	3.3	3.5	4.0
KBANK	Buy	214.00	245.0	16.4	12.4	11.3	9.8	17.2	10.1	15.1	2.34	1.99	1.70	20.4	19.1	18.8	1.6	1.9	2.3
KKP	Buy	46.25	52.0	17.3	8.8	10.3	8.6	29.3	(14.9)	20.1	1.11	1.06	0.99	13.0	10.5	11.9	5.8	4.8	5.8
KTB	Buy	22.90	25.0	12.9	9.4	10.2	8.8	45.2	(7.1)	15.3	1.55	1.42	1.28	17.4	14.6	15.3	3.8	3.7	4.3
LHBANK	Sell	1.62	1.2	(24.1)	23.1	22.4	20.8	23.3	3.2	7.7	1.37	1.36	1.30	6.1	6.1	6.4	3.6	1.8	1.9
TCAP	Buy	35.75	40.0	15.3	4.9	8.8	7.3	68.4	(43.7)	20.4	0.96	0.90	0.82	20.5	10.6	11.7	4.5	3.4	3.4
TISCO	Buy	42.00	50.0	23.8	7.9	8.3	6.7	4.3	(4.9)	24.5	1.46	1.32	1.16	20.6	16.7	18.5	4.8	4.8	5.2
TMB	Sell	2.58	2.3	(8.8)	19.6	14.5	12.9	354.3	35.2	12.3	1.82	1.66	1.52	9.6	12.0	12.3	1.5	2.1	2.3
Average					13.3	12.8	11.1	21.6	3.2	15.4	1.68	1.53	1.38	15.2	13.3	14.0	3.4	3.1	3.5

Source: SCBS Investment Research

Rating 2013 Companies with CG Rating
ADVANC, AOT, ASIMAR, BAFS, BANPU, BAY, BBL, BCP, BECL, BKL, BROOK, BTS, CIMBT, CK, CPF, CPN, CSL, DRT, DTAC, EASTW, EGCO, ERW, GRAMMY, HANA, HEMRAI, KCC, INTUCH, IRPC, IVL, KBANK, KKP, KTB, LPL, MCOT, MINT, NKL, NOBLE, PAP, PG, PHOL, PR, PRANDA, PS, PSL, PTT, PTTGP, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, RS, S&P, SAMART, SAMTEL, SAT, SC, SCB, SCC, SCSCMG, SE-ED, SIM, SIS, SITHAI, SNC, SPALL, SPI, SSI, SSSC, SVI, SYMC, TCAP, THAI, THCOM, THRE, TIP, TISCO, TKT, TMB, TNITY, TOP, TRC, TRUE, TTW, TVO, UV, VGI, WACOL
2S, ACAP, AF, AHC, AIT, AKP, AMANAH, AMARIN, AMATA, AP, APCO, APCS, ASIA, ASK, ASP, AYUD, BEC, BFT, BH, BIGC, BJC, BLA, BMCL, BWG, CCET, CENTEL, CFRESH, CGS, CHOW, CM, CNT, CPALL, CSC, DCC, DELTA, DTC, ECL, EE, EIC, ESSO, FE, FORTH, GBX, GC, GPPT, GL, GLOW, GOLD, GSTEL, GUNKUL, HMPRO, HTC, IFC, INET, ITD, JAS, JUBILE, KBS, KCE, KGI, KKC, KSL, KWC, L&E, LANINA, LH, LHBANK, LHK, LIVE, LOXLEY, LRH, LST, MACO, MAJOR, MAKRO, MBK, MBKET, MFC, MFE, MODERN, MTI, NBC, NCH, NINE, NMG, NSI, NWR, OCC, OFM, OGC, OISHI, PB, PDI, PE, PF, PJW, PM, PPM, PPP, PREB, PRG, PT, Pylon, QTC, RASA, SABINA, SAMCO, SCCG, SCG, SEAFCO, SFP, SIAM, SINGER, SIRI, SKR, SMT, SNP, SPCG, SPPT, SSF, STANLY, STEC, SUC, SUSCO, SYNTec, TASCO, TCF, TF, TFD, TH, THANA, THANI, THIP, TICON, TIPCO, TK, TLUXE, TMILL, TMT, TNL, TOG, TPC, TPCORP, TPIPL, TRT, TRU, TSC, TSTE, TSTH, TTA, TTCL, TUF, TWFP, TYM, UAC, UMI, UMS, UP, UPOK, UT, VIBHA, VIH, VNG, VNT, YUSA, ZMCO
A, AAV, AEC, AEDNTS, AFC, AGE, AH, AI, AKR, ALUCON, ANAN, ARIP, AS, BAT-3K, BCH, BEAUTY, BGT, BLAND, BOL, BROCK, BSBM, CHARAN, CHUO, CI, CIG, CITY, CMR, CNS, CPL, CRANE, CSP, CSR, CTW, DEMCO, DNA, DRACO, EA, EARTH, EASON, EMC, EPICO, F&D, FNS, FOCUS, FPI, FSS, GENCO, GFM, GJS, GLOBAL, HFT, HTECH, HYDRO, IFS, IHL, ILINK, INOX, IRC, IRCP, IT, JIMART, JMT, JTS, JUTHA, KASET, KC, KCAR, KDH, KTC, KWH, LALIN, LEE, MATCH, MATI, MBAX, MDX, PRINC, MUD, MK, MOONG, MPIC, MSC, NC, NIPPON, NNCL, NTV, OSK, PAE, PATO, PICO, PL, POST, PRECHA, PRIN, Q-CON, QLT, RCI, RCL, ROJNA, RPC, SCBLIF, SCP, SENA, SF, SGP, SIMAT, SLG, SMT, SMK, SOLAR, SPC, SPG, SRICHA, SSC, STA, SUPER, SVOA, SWC, SYNEX, TBSP, TCCE, TEAM, TGCI, TIC, TIES, TIW, TK, TMS, TMD, TMI, TNDT, TNPC, TOPP, TPA, TPP, TR, TTI, TVD, TVI, TWZ, UBSI, UEC, UOBKH, UPF, UWC, VARO, VTE, WAVE, WG, WIN, WORK
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.