

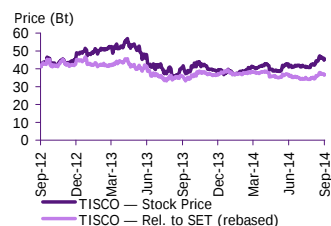
ชื่อ

Stock Data

Last close (Sep 19) (Bt)	46.00
12-m target price (Bt)	50.00
Upside (Downside) to TP (%)	8.70
Mkt cap (Btbn)	36.83
Mkt cap (US\$mn)	1,145

Bloomberg code	TISCO TB
Reuters code	TISCO.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.26
Sector % SET	17.86
Shares issued (mn)	801
Par value (Bt)	10
12-m high / low (Bt)	47.5 / 36
Avg. daily 6m (US\$mn)	1.64
Foreign limit / actual (%)	49 / 47
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

นักวิเคราะห์การลงทุนประจำฝ่ายพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1003

kittima.sattayapan@scb.co.th

ผ่านจุดเลวร้ายไปแล้ว

กำไรของ TISCO มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น 17% ในปี 2558 แม้กระทั่งในกรณีที่ตลาดสินเชื่อรถยนต์ไม่ฟื้นตัว ปัจจัยสำคัญที่จะช่วยกระตุ้นให้กำไรปรับตัวเพิ่มขึ้น คือ ความจำเป็นในการตั้งสำรองลดน้อยลง เนื่องจากราคารถมือสองอยู่ในระดับที่มีเสถียรภาพแล้ว และนับถึงตอนนี้ลูกหนี้สินเชื่รถมือสองส่วนใหญ่ก็ชำระคืนหนี้ไปได้มากกว่าครึ่งแล้ว นอกจากนี้รายได้ที่มีใช้ดอกเบี้ยที่มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นของ TISCO ได้รับแรงหนุนจากตลาดทุนที่ดี ก็จะเป็นปัจจัยอีกอย่างหนึ่งที่ช่วยสนับสนุนให้กำไรปรับตัวเพิ่มขึ้น เราคาดว่าอัตราดอกเบี้ยจะปรับขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 58 แต่จะส่งผลกระทบต่อ NIM ของ TISCO น้อยที่สุด เนื่องจากการปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นน่าจะเป็นไปในลักษณะทยอยปรับขึ้น และเป็นสิ่งที่มีการคาดการณ์กันในช่วงกว้างแล้ว ซึ่งจะช่วยให้ผู้บริหารมีเวลามากพอในการปรับตัว ราคาหุ้น TISCO ปรับขึ้นช้ากว่าหุ้นอื่นๆ ในกลุ่มธนาคารอย่างมาก และสะท้อนปัจจัยลบมากเกินไป โดยซื้อขายที่ PE เพียง 8 เท่า และ PBV เพียง 1.3 เท่าในปี 2558

NPL ผ่านจุดเลวร้ายไปแล้ว เราเชื่อว่าสถานการณ์เลวร้ายของ NPL ที่เกิดจากสินเชื่รถมือสองจบลงแล้ว เพราะเหตุผล 2 ประการ ประการแรก ราคารถมือสองอยู่ในระดับที่มีเสถียรภาพแล้ว หลังจากการร่วงลง 30-40% ในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา ประการที่สอง NPL จากสินเชื่รถมือสองเกือบทั้งหมดเกิดจากสินเชื่อที่ปล่อยไปในปี 2555 และงวดครึ่งแรกปี 56 ซึ่งหมายความว่านับถึงตอนนี้ลูกหนี้สินเชื่รถมือสองที่ยังเหลืออยู่ น่าจะชำระคืนหนี้ไปได้มากกว่าครึ่งแล้ว ทั้งนี้ลูกหนี้สินเชื่รถมือสองได้ทิ้งรถไปเพราะราคารถมือสองปรับตัวลดลงมาก ไม่ใช่เป็นเพราะไม่สามารถชำระหนี้ได้ และด้วยเหตุที่หนี้ส่วนที่เหลืออยู่น่าจะต่ำกว่าราคาตลาด ดังนั้นจึงน่าจะมีความเสี่ยงน้อยลงที่ลูกหนี้เหล่านี้จะทิ้งรถไป

กำไรจะเติบโต 17% ในปี 2558 แม้สินเชื่เติบโตต่ำ เราคาดว่ากำไรของ TISCO จะเพิ่มขึ้น 17% ในปี 2558 บนสมมติฐานว่าสินเชื่เติบโตน้อยมาก ปัจจัยสำคัญที่จะช่วยกระตุ้นให้กำไรเพิ่มขึ้น คือ ความจำเป็นในการตั้งสำรองลดน้อยลง ซึ่งเราคาดว่าค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่รวมของ TISCO ปรับลดลงจากระดับสูงผิดปกติที่ 1.7% ในงวดครึ่งแรกปี 57 สู่ 1.6% ในงวดครึ่งหลังปี 57 (1.65% ในปี 2557), 1.4% ในปี 2558, 1.3% ในปี 2559 สู่ระดับปกติที่ 1.2% ในปี 2560 ในขณะที่เดียวกัน รายได้ที่มีใช้ดอกเบี้ยก็มีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้นจากที่มีอัตราเติบโต -2% ในปี 2557 สู่ 10% ในปี 2558 และ 12% ในปี 2559 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากธุรกิจ bancassurance และที่สำคัญกว่านั้นคือการฟื้นตัวดีขึ้นอย่างมากของตลาดทุนในงวดครึ่งหลังปี 57 ซึ่งมีแนวโน้มที่จะเกิดขึ้นต่อเนื่องไปจนถึงปี 2558 เราคาดการณ์ไว้แล้วถึงตลาดรถยนต์ที่ฟื้นตัวดีขึ้นเล็กน้อย ซึ่งสะท้อนในสมมติฐานอัตราการขยายตัวของสินเชื่ 0% ในปี 2557 และ 6% ในปี 2558 ที่เราคาดการณ์ไว้สำหรับ TISCO

แรงกดดันที่ NIM ได้รับการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยจะมีน้อยลง TISCO รายงานส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิ (NIM) ที่น่าประทับใจในไตรมาส 2/57 ที่ 2.95% (+0.26% QoQ) ส่งผลทำให้ NIM เฉลี่ยในงวดครึ่งแรกปี 57 อยู่ที่ 2.76% เราคาดว่า NIM ของ TISCO จะขยับขึ้นอีกสู่ 2.98% ในงวดครึ่งหลังปี 57 และงวดครึ่งแรกปี 58 โดยได้รับปัจจัยหนุนจาก: 1) ต้นทุนทางการเงินที่ลดลงอีก 2) สภาพคล่องส่วนเกินที่ลดลง และ 3) การเปลี่ยนมาเน้นปล่อยสินเชื่อกลุ่มที่ให้ผลตอบแทนสูงขึ้น (สินเชื่รถยนต์ใหม่และสินเชื่ไฟแนนซ์รถยนต์) เราคาดว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะปรับขึ้น 0.50% ในปี 2558 โดยจะทยอยปรับขึ้นในงวดครึ่งหลังปี 58 เนื่องจากการขึ้นอัตราดอกเบี้ยเป็นสิ่งที่มีการคาดการณ์กันไว้ในวงกว้างแล้ว ดังนั้นเราเชื่อว่า TISCO จะมีเวลามากพอในการลดผลกระทบดังกล่าว เราใช้สมมติฐาน NIM ของ TISCO ที่ 2.70% ในงวดครึ่งหลังปี 58 และ NIM เฉลี่ยทั้งปี 2558 ที่ 2.80% ทรงตัวจากระดับที่เราคาดการณ์ไว้ในปี 2557 ก่อนที่จะลดลงสู่ 2.66% ในปี 2559

หุ้น laggard ของกลุ่มธนาคาร ราคาหุ้น TISCO ปรับตัว underperform ดัชนีกลุ่มธนาคารอยู่ 13% YTD (+25% YTD เทียบกับดัชนีกลุ่มธนาคารที่ +38% YTD) และปัจจุบันซื้อขายที่ PE ต่ำสุดในกลุ่มธนาคาร (8 เท่าในปี 2558) และ PBV มี discount จาก ROE มากที่สุด (PBV 1.3 เท่า เทียบกับ ROE 18%) เราคาดว่ากำไรที่มีแนวโน้มเติบโตอย่างแข็งแกร่งที่ระดับ 17% ในปี 2557 จะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยกระตุ้นให้ราคาหุ้นปรับขึ้น

Forecasts and valuation

FY Dec	Unit	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Pre-provision profit	(Bt mn)	5,627	8,390	8,922	9,140	9,662
Net profit	(Bt mn)	3,705	4,249	4,101	4,805	5,234
PPP/Sh	(Bt)	7.73	10.48	11.14	11.42	12.07
EPS	(Bt)	5.09	5.31	5.12	6.00	6.54
BVPS	(Bt)	25.00	28.71	31.94	35.94	40.37
DPS	(Bt)	2.40	2.00	2.00	2.10	2.22
PER	(x)	9.04	8.67	8.98	7.67	7.04
P/PPP	(x)	5.95	4.39	4.13	4.03	3.81
EPS growth	(%)	13.42	4.26	(3.48)	17.14	8.93
PBV	(x)	1.84	1.60	1.44	1.28	1.14
ROE	(%)	21.54	20.63	16.89	17.68	17.13
Dividend yields	(%)	5.22	4.35	4.35	4.57	4.83

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	19,685	20,134	21,664
Interest expense	8,166	10,304	9,943	10,387	11,705
Net interest income	7,044	8,968	9,742	9,747	9,958
Non-interest income	4,715	5,933	5,804	6,394	7,172
Non-interest expenses	5,024	5,340	5,524	5,724	6,085
Earnings before tax & provision	6,736	9,561	10,022	10,416	11,045
Tax	1,081	1,064	1,040	1,216	1,323
Equities & minority interest	28	107	60	60	60
Core pre-provision profit	5,627	8,390	8,922	9,140	9,662
Provision	1,922	4,141	4,820	4,336	4,428
Core net profit	3,705	4,249	4,101	4,805	5,234
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	3,705	4,249	4,101	4,805	5,234
EPS (Bt)	5.09	5.31	5.12	6.00	6.54
DPS (Bt)	2.40	2.00	2.00	2.10	2.22

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Cash	1,046	1,131	1,289	1,443	1,598
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	292,151	309,680	340,648
Accrued interest receivable	353	536	536	536	536
Loan loss reserve	5,122	6,354	10,444	14,050	17,748
Net loans	243,547	286,332	282,242	296,166	323,436
Total assets	290,497	359,263	340,115	353,640	380,529
Deposits	219,823	264,641	241,882	251,073	273,168
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	314,313	324,634	347,971
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	25,571	28,775	32,327
BVPS (Bt)	25.00	28.71	31.94	35.94	40.37

Key Assumptions and Financial Ratios

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Growth					
YoY loan growth	34.21	17.65	-	6.00	10.00
YoY fee & insurance income growth	44.65	25.70	0.70	8.21	12.51
Profitability					
Yield on earn'g assets (%)	6.01	5.99	5.64	5.75	5.80
Cost on int-bear'g liab (%)	3.55	3.51	3.17	3.38	3.63
Spread (%)	2.46	2.48	2.47	2.37	2.17
Net interest margin(%)	2.78	2.79	2.79	2.78	2.67
ROE (%)	21.54	20.63	16.89	17.68	17.13
Asset Quality					
NPLs/Total Loans(%)	1.30	1.77	2.51	2.60	2.48
LLR/NPLs(%)	165.28	127.95	142.67	174.47	209.89
Provision expense/Total loans (%)	0.77	1.42	1.65	1.40	1.30
Liquidity					
Loans/Deposits & borrowings (%)	100.25	94.63	102.16	104.92	107.37
Efficiency					
Cost to income ratio (%)	42.72	35.84	35.53	35.47	35.52
Capital Fund					
Capital adequacy ratio(%)	12.79	13.38	16.00	16.80	17.03
Tier-1(%)	8.51	9.15	11.95	12.93	13.45
Tier-2(%)	4.28	4.22	4.05	3.88	3.58

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
	-	-	-	-	-

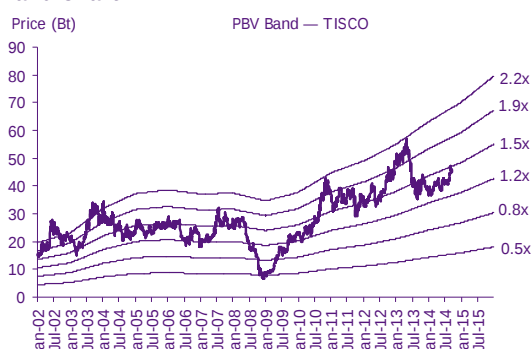
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	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

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

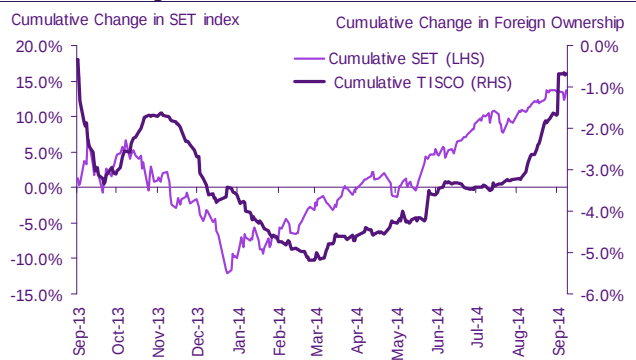
PBV Band Chart



12-Month Cumulative directors trade

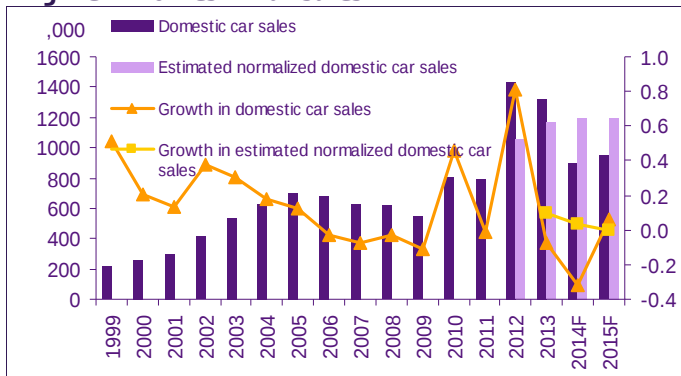
NA

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



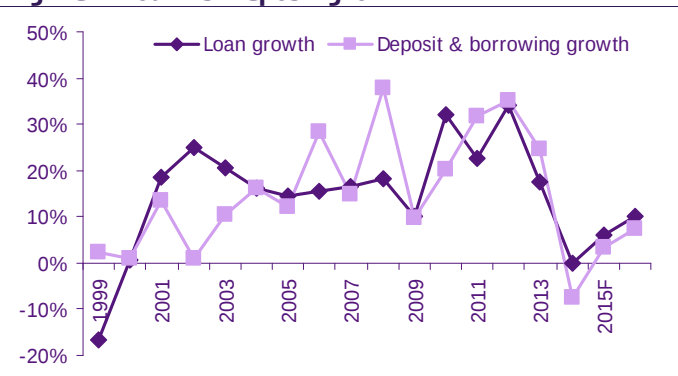
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Domestic car sales



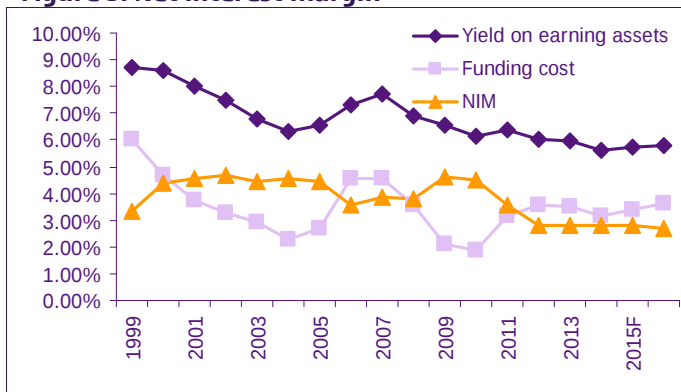
Source: Toyota (Thailand) and SCBS Investment Research

Figure 2: Loan vs. deposit growth



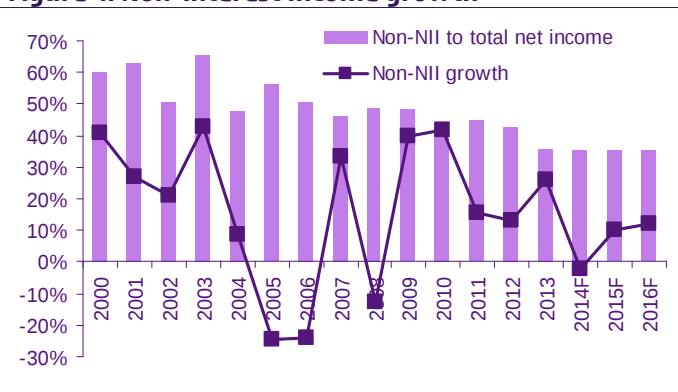
Source: TISCO and SCBS Investment Research

Figure 3: Net interest margin



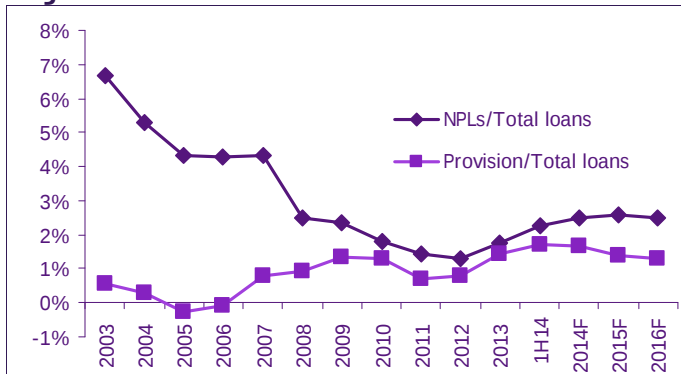
Source: TISCO and SCBS Investment Research

Figure 4: Non-interest income growth



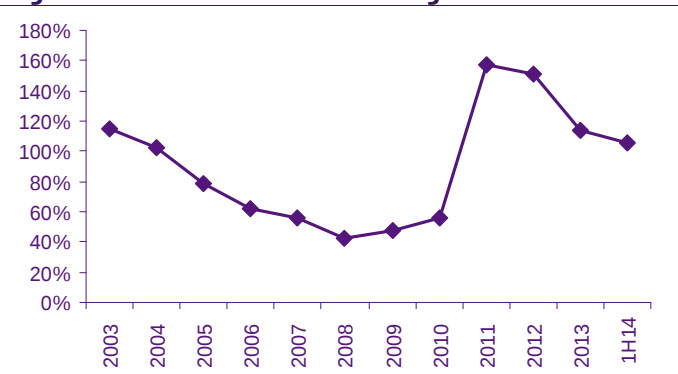
Source: TISCO and SCBS Investment Research

Figure 5: NPLs vs. Provision relative to total loans



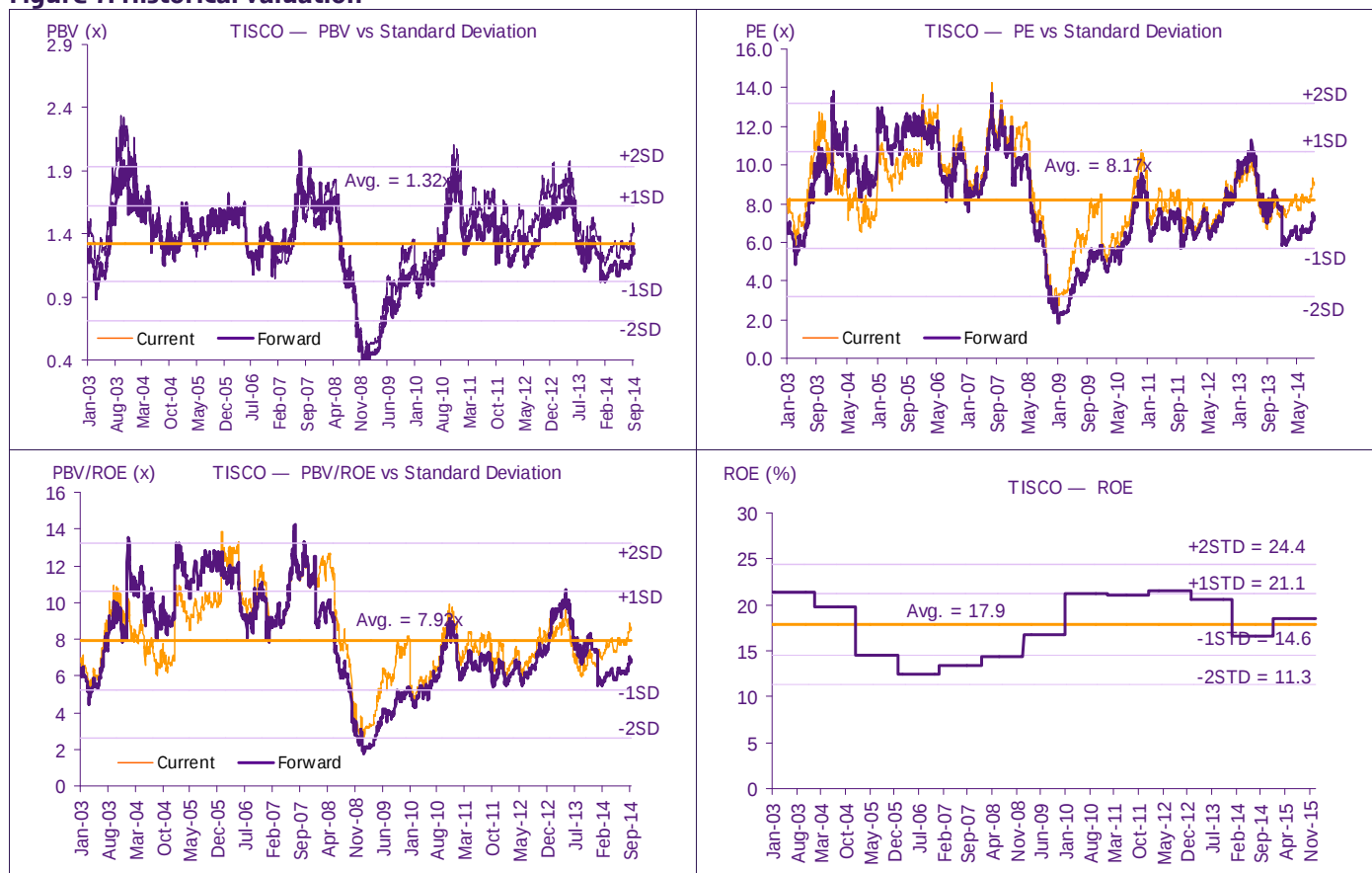
Source: TISCO and SCBS Investment Research

Figure 6: Loan loss reserve coverage



Source: TISCO and SCBS Investment Research

Figure 7: Historical valuation



Source: SCBS Investment Research