

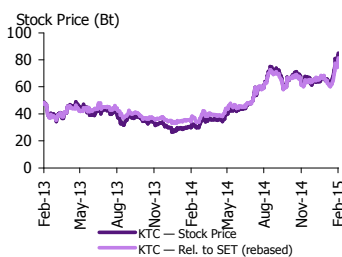
NEUTRAL

Stock Data

Last close (Feb 24) (Bt)	90.00
12-m target price (Bt)	85.00
Upside (Downside) to TP (%)	(5.56)
Mkt cap (Btbn)	23.21
Mkt cap (US\$mn)	712

Bloomberg code	KTC TB
Reuters code	KTC.BK
Risk rating	H
Mkt cap (%) SET	0.16
Sector % SET	1.65
Shares issued (mn)	258
Par value (Bt)	10
12-m high / low (Bt)	90 / 29.5
Avg. daily 6m (US\$mn)	2.45
Foreign limit / actual (%)	49 / 7
Free float (%)	35.0
Dividend policy (%)	30

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	39.5	42.9	185.7
Relative to SET	38.6	42.7	133.0

Source: SET, SCBS Investment Research

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1003

kittima.sattayapan@scb.co.th

ถ้าอะไรจะกลับมาเติบโตตามปกติ; ราคาหุ้นเต็มมูลค่า

เป้าหมายปี 2558: เหมือนเดิม KTC คาดว่ากำไรสุทธิปี 2558 จะเติบโต 10-15% โดยได้รับแรงหนุนจากการใช้จ่ายผ่านบัตรเครดิตที่คาดว่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้น 15% เทียบกับ 7% ในปี 2557 การออกบัตรเครดิตเพิ่ม 400,000 ใบ (+22%) สินเชื่อที่เติบโต 10% (สินเชื่อส่วนบุคคลโต 15%) อัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ในระดับทรงตัวที่ 27% และ NPL ในระดับทรงตัว เป้าการใช้จ่ายผ่านบัตรเครดิตและอัตราเติบโตของสินเชื่อที่ KTC วางไว้ในปี 2558 ไม่เปลี่ยนแปลงไปจากเป้าปี 2557 ที่บริษัทไม่สามารถทำได้สำเร็จ

ค่าใช้จ่ายการตลาดที่เพิ่มขึ้นจะถูกชดเชยด้วยค่าเผื่อนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อรวมที่ลดลง ในปี 2558 KTC จะใช้ค่าใช้จ่ายการตลาดเพิ่มมากขึ้นเพื่อให้รายได้เติบโตตามเป้า บริษัทตั้งงบการตลาดไว้ที่ 2 พันล้านบาทในปี 2558 (เท่ากับปี 2555) เทียบกับที่ใช้ไป 945 ล้านบาทในปี 2557 (จากงบที่ตั้งไว้ 2 พันล้านบาท) ผู้บริหารมั่นใจว่าจะใช้งบทั้งหมดในปีนี้อันจะส่งผลทำให้ยอดการใช้จ่ายผ่านบัตรเครดิตและสินเชื่อส่วนบุคคลเติบโต 15% จาเป้าที่วางไว้ บริษัทกำลังรีแบรนด์บัตรเครดิต โดยคาดว่าจะแล้วเสร็จในงวดครึ่งหลังปี 58 เราคาดว่าค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานจะเติบโตเพิ่มขึ้นจาก 13% ในปี 2557 สู่ 14% ในปี 2558 KTC คาดว่าค่าใช้จ่ายการตลาดที่เพิ่มขึ้นจะถูกชดเชยด้วยค่าเผื่อนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อรวมที่ลดลง LLR ส่วนเกินที่เพิ่มขึ้นในช่วง 2 ปีที่ผ่านมาจะเปิดโอกาสให้บริษัทสามารถลดค่าเผื่อนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อรวมลงได้ในปี 2558 บริษัทไม่มีแผนตั้งสำรองพิเศษในปี 2558 เราคาดว่าค่าเผื่อนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อรวมจะปรับลดลงเล็กน้อยจาก 9.07% ในปี 2557 สู่ 8.35% ในปี 2558

ถ้าอะไรจะกลับมาเติบโตตามปกติ แม้สินเชื่อและรายได้ค่าธรรมเนียมฟื้นตัวขึ้นอันเป็นผลมาจากภาวะเศรษฐกิจที่ปรับตัวดีขึ้น แต่เราคิดว่ากำไรของ KTC จะเติบโตในอัตราที่ชะลอตัวลงจาก 37% ในปี 2557 สู่ ~16% ในปี 2558 โดยเกิดจากประสิทธิภาพการดำเนินงานที่ดีขึ้นในอัตราชะลอตัวลงอันเป็นผลมาจากการปรับโครงสร้างองค์กรที่เริ่มขึ้นในปี 2556 การปรับโครงสร้างองค์กรครั้งนี้ บริษัทได้มีการนำส่วนงานติดตามหนี้กลับมาทำเอง (จากเดิมที่จ้างดำเนินการ) ซึ่งช่วยให้บริษัทตั้งสำรองลดลงจากการติดตามหนี้ได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น นอกจากนี้บริษัทยังดำเนินโครงการประหยัดต้นทุนที่ช่วยให้ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานปรับลดลงด้วย เราคาดว่าต้นทุนทางการเงินจะลดลงได้จำกัด (ได้รับประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ยที่ลดลง) ในปี 2558 เราคาดว่าอัตราขยายตัวของสินเชื่อจะฟื้นตัวดีขึ้นจาก 7% ในปี 2557 สู่ 10% ในปี 2558 และคาดว่ารายได้ค่าธรรมเนียมจะเติบโตเพิ่มขึ้นจาก 9% ในปี 2557 สู่ 12% ในปี 2558

ชอบ AEONTS มากกว่า KTC เรายังคงคำแนะนำ Neutral สำหรับ KTC และปรับราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้นเล็กน้อยจาก 80 บาท สู่ 85 บาท (PBV ปี 2558 ที่ 2.5 เท่า โดยอิงกับ ROE ระยะยาว 23%, อัตราเติบโตระยะยาว 3%, และ cost of equity 11%) เพื่อสะท้อนเป้าหมายปี 2558 ของบริษัท เรามองว่ากำไรของ AEONTS มีแนวโน้มเติบโตสูงกว่า KTC เพราะ AEONTS มีลูกค้าเป้าหมายเป็นกลุ่มผู้มีรายได้ต่ำในประเทศไทยและและกลุ่มประเทศ CLMV ที่ยังมีผู้เข้าไปเจาะตลาดน้อย แต่ KTC มีลูกค้าเป้าหมายเป็นกลุ่มผู้มีรายได้ปานกลางถึงสูงซึ่งเป็นตลาดที่ถึงจุดอิ่มตัวแล้ว โดยเฉพาะตลาดบัตรเครดิตซึ่งมีการแข่งขันสูงจากธนาคารพาณิชย์ นอกจากนี้ AEONTS ยังมีโอกาสขยายสินเชื่อได้เพิ่มขึ้นจากโครงการปล่อยสินเชื่อในไฟแนนซ์ด้วย

Forecasts and valuation

FY Dec	Unit	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Pre-provision profit	(Bt mn)	6,373	6,744	7,075	7,752	8,457
Net profit	(Bt mn)	1,283	1,755	2,038	2,245	2,448
PPP/Sh	(Bt)	24.72	26.16	27.44	30.07	32.80
EPS	(Bt)	4.97	6.81	7.90	8.71	9.49
BVPS	(Bt)	23.77	28.58	33.73	39.27	45.29
DPS	(Bt)	2.00	2.75	3.16	3.48	3.80
PER	(x)	18.09	13.22	11.39	10.34	9.48
P/PPP	(x)	3.64	3.44	3.28	2.99	2.74
EPS growth	(%)	403.11	36.83	16.14	10.13	9.06
PBV	(x)	3.79	3.15	2.67	2.29	1.99
ROE	(%)	22.66	26.01	25.37	23.85	22.45
Dividend yields	(%)	2.22	3.06	3.51	3.87	4.22

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Interest & dividend income	5,728	6,181	6,553	7,208	7,932
Interest expense	1,865	1,764	1,828	2,072	2,350
Net interest income	3,863	4,416	4,725	5,136	5,582
Non-interest income	7,616	8,156	8,989	9,706	10,439
Non-interest expenses	4,750	5,377	6,130	6,528	6,953
Earnings before tax & provision	6,729	7,195	7,584	8,313	9,069
Tax	356	451	510	561	612
Equities & minority interest	0	0	0	0	0
Core pre-provision profit	6,373	6,744	7,075	7,752	8,457
Provision	5,090	4,989	5,037	5,508	6,009
Core net profit	1,283	1,755	2,038	2,245	2,448
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	1,283	1,755	2,038	2,245	2,448
EPS (Bt)	4.97	6.81	7.90	8.71	9.49
DPS (Bt)	2.00	2.75	3.16	3.48	3.80

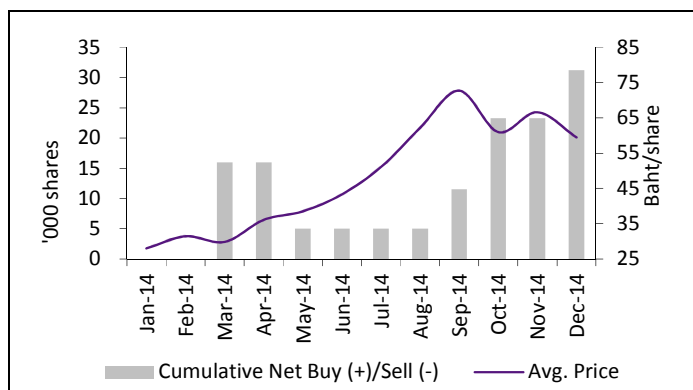
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Cash	1,624	735	843	896	1,005
Gross loans	51,208	55,007	60,317	66,356	72,834
Loan loss reserve	4,494	4,884	5,135	5,411	5,711
Net loans	46,714	50,123	55,182	60,945	67,123
Total assets	51,905	54,495	59,674	65,503	71,803
S-T borrowings	11,208	15,908	16,658	17,458	18,208
L-T borrowings	20,400	21,480	24,580	28,180	32,180
Total liabilities	45,776	47,127	50,977	55,377	60,127
Paid-up capital	2,578	2,578	2,578	2,578	2,578
Total Equities	6,128	7,368	8,697	10,126	11,676
BVPS (Bt)	23.77	28.58	33.73	39.27	45.29

Key Financial Ratios

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Yield on earn'g assets (%)	11.54%	11.64%	11.64%	11.64%	11.64%
Cost on int-bear'g liab (%)	4.77%	4.36%	4.20%	4.35%	4.50%
Spread (%)	6.77%	7.28%	7.44%	7.29%	7.14%
Net interest margin(%)	7.78%	8.32%	8.19%	8.11%	8.02%
Cost to income ratio (%)	35.60%	37.51%	39.44%	38.60%	37.85%
Provision expense/Total loans (%)	9.94%	9.07%	8.35%	8.30%	8.25%
NPLs (Bt mn)	1,534	1,342	1,382	1,424	1,466
NPLs/ Total Loans(%)	3.00%	2.44%	2.29%	2.15%	2.01%
LLR/NPLs(%)	293%	364%	372%	380%	390%
ROA (%)	2.54%	3.30%	3.57%	3.59%	3.57%
ROE (%)	22.66%	26.01%	25.37%	23.85%	22.45%

12-Month Cumulative directors trade



Source: SEC

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14
Interest & dividend income	1,452	1,481	1,523	1,570	1,607
Interest expense	462	435	441	448	440
Net interest income	990	1,047	1,081	1,122	1,166
Non-interest income	1,562	1,888	1,991	2,054	2,224
Non-interest expenses	816	1,250	1,257	1,382	1,487
Earnings before tax & provision	1,736	1,684	1,815	1,793	1,903
Tax	74	94	118	130	109
Equities & minority interest	0	0	0	0	0
Core pre-provision profit	1,662	1,591	1,696	1,663	1,794
Provision	1,433	1,236	1,225	1,159	1,369
Core net profit	229	355	471	504	425
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	229	355	471	504	425
EPS (Bt)	0.89	1.38	1.83	1.96	1.65

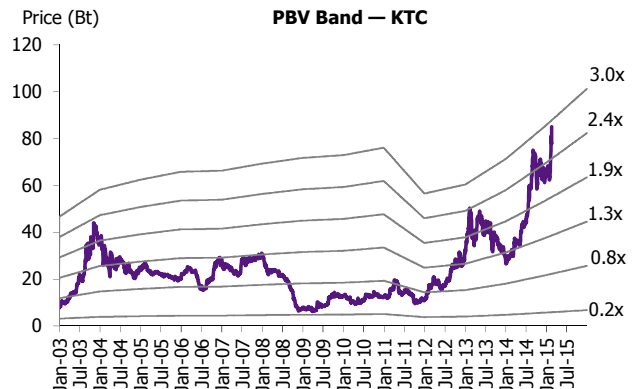
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14
Cash	1,624	788	593	564	735
Gross loans	51,208	49,600	50,816	51,731	55,007
Loan loss reserve	4,494	4,657	4,735	4,726	4,884
Net loans	46,714	44,943	46,081	47,005	50,123
Total assets	51,905	49,078	49,934	50,852	54,495
S-T borrowings	11,208	9,686	9,318	8,838	15,908
L-T borrowings	20,400	20,400	18,250	17,950	21,480
Total liabilities	45,776	42,594	43,495	43,909	47,127
Paid-up capital	2,578	2,578	2,578	2,578	2,578
Total Equities	6,128	6,484	6,439	6,943	7,368
BVPS (Bt)	23.77	25.15	24.97	26.93	28.58

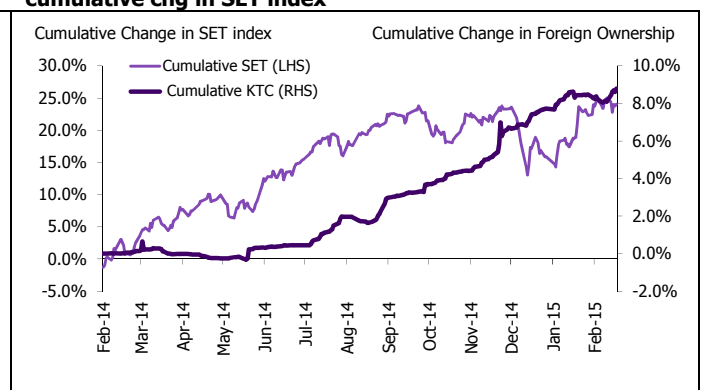
Key Financial Ratios

	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14
Yield on earn'g assets (%)	11.75%	11.89%	12.27%	12.38%	12.16%
Cost on int-bear'g liab (%)	4.73%	4.50%	4.61%	4.55%	4.27%
Spread (%)	7.02%	7.39%	7.66%	7.83%	7.90%
Net interest margin(%)	8.01%	8.40%	8.71%	8.85%	8.83%
Cost to income ratio (%)	27.08%	37.11%	35.79%	38.15%	38.83%
Provision expense/Total loans (%)	11.20%	9.96%	9.65%	8.96%	9.96%
NPLs (Bt mn)	1,534	1,482	1,426	1,391	1,342
NPLs/ Total Loans(%)	3.00%	2.99%	2.81%	2.69%	2.44%
LLR/NPLs(%)	293%	314%	332%	340%	364%
ROA (%)	1.83%	2.81%	3.81%	4.00%	#REF!
ROE (%)	15.20%	22.52%	29.16%	30.14%	1.81%

PBV Band Chart



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



Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Valuation summary (Closing price as of Feb 24, 2015)

	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
AEONTS	Buy	109.50	130.0	21.9	10.9	11.2	9.3	48	(2)	20	3.07	2.61	2.19	31	25	25	3.2	3.2	3.7
KTC	Neutral	90.00	85.0	(2.5)	18.1	13.2	11.4	403	37	16	3.79	3.15	2.67	23	26	25	2.2	3.1	3.5
Average					14.5	12.2	10.4	226	17	18	3.43	2.88	2.43	27	26	25	2.7	3.1	3.6

Source: SCBS Investment Research

CG Rating 2014 Companies with CG Rating

BAFS, BCP, BTS, CPN, EGCO, GRAMMY, HANA, INTUCH, IRPC, IVL, KBANK, KKP, KTB, MINT, PSL, PTT, PTTEP, PTTGC, SAMART, SAMTEL, SAT, SC, SCB, SE-ED, SIM, SPALI, TISCO, TMB, TOP

AAV, ACAP, ADVANG, ANAN, AOT, ASIMAR, ASK, ASP, BANPU, BAY, BBL, BECL, BIGC, BKI, BLA, BMCL, BROOK, CENTEL, CFRESH, CIMBT, CK, CNT, CPF, CSL, DELTA, DRT, DTAC, DTC, EASTW, EE, ERW, GBX, GC, GPPI, GUNKUL, HEMRAJ, HMPRO, ICC, KCE, KSL, LANNA, LH, LHBANK, LOXLEY, LPN, MACO, MC, MCOI, NBC, NCH, NINE, NKO, NMG, NSI, OCC, OFM, PAP, PE, PG, PHOL, PJW, PMI, PPS, PR, PRANDA, PS, PT, QH, RATCH, ROBINS, RS, S & J, SAMCO, SCC, SINGER, SIS, SITHAI, SINC, SNP, SPI, SSF, SSI, SSSC, STA, SVI, TCAP, TF, THAI, THANI, THCOM, TIP, TIPCO, TK, TKT, TWITY, TNL, TOG, TRC, TRUE, TSTE, TSTH, TTA, TTW, TVO, UAC, VGI, VNT, WACOL

ZS, AF, AH, AHC, AIT, AJ, AKP, AKR, AMANAH, AMARIN, AMATA, AP, APCO, APCS, AQUA, ARIP, AS, ASIA, AYUD, BEAUTY, BEC, BFT, BH, BJC, BICHI, BOL, BTNC, BWG, CCET, CGD, CGS, CHOW, CI, CKP, CM, CMR, CSC, CSP, CSS, DCC, DEMCO, DNA, EA, ESSO, FE, FORTH, FPI, GENCO, GL, GLOBAL, GLOW, GOLD, HOTPOT, HTC, HTECH, HYDRO, IFS, IHL, INET, IRC, IRCP, ITD, KBS, KGI, KKC, KTC, L&E, LRH, LST, MAJOR, MAKRO, MATCH, MBK, MBKET, MEGA, MFC, MFEC, MUD, MODERN, MONO, MOONG, MPG, MTI, NC, NTV, NUSA, NWR, NYT, OGC, OISHI, PACE, PATO, PB, PDI, PICO, PPM, PPP, PREB, PRG, PRIN, PTG, QLT, QTC, RCL, SABINA, SALEE, SCBJF, SCCG, SCG, SEAFCD, SEADIL, SFP, SIAM, SIRI, SKR, SMG, SMK, SMPG, SMT, SOLAR, SPC, SPLG, SPPT, SST, STANLY, STEC, STPI, SUC, SWC, SYMC, SYNEX, SYNTec, TASCO, TBSP, TEAM, TFD, THANA, THIP, THREL, TIC, TICON, TIW, TKS, TLUXE, TMI, TMT, TNDI, TPC, TPCORP, TRT, TRU, TSC, TTCL, TUF, TVD, TWFP, UMIL, UP, UPE, UPOK, UT, UV, UVG, VBI, WAIVE, WHA, WIN, WINNER, YUASA, ZMICO

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.

