

วันจันทร์ที่ 20 เมษายน พ.ศ. 2558

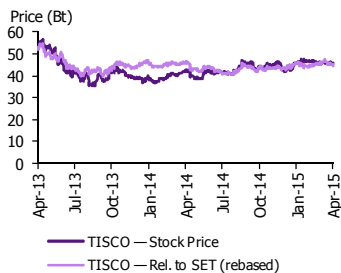
ชื่อ

Stock Data

Last close (Apr 17) (Bt)	45.50
12-m target price (Bt)	55.00
Upside (Downside) to TP (%)	20.88
Mkt cap (Btbn)	36.43
Mkt cap (US\$m)	1,126

Bloomberg code	TISCO TB
Reuters code	TISCO.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.25
Sector % SET	16.76
Shares issued (mn)	801
Par value (Bt)	10
12-m high / low (Bt)	48.3 / 37.8
Avg. daily 6m (US\$m)	1.65
Foreign limit / actual (%)	49 / 49
Free float (%)	74.3
Dividend policy (%)	50

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	0.6	(1.6)	6.4
Relative to SET	(1.7)	(3.6)	(4.3)

Source: SET, SCBS Investment Research

กิตติมา สัตย์พันธ์, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ตัวแทนหลักทรัพย์

0-2949-1003

kittima.sattayapan@scb.co.th

ผลประกอบการไตรมาส 1/58 เป็นไปตามคาด

ผลประกอบการเป็นไปตามคาด โดยกำไรสุทธิไตรมาส 1/58 เพิ่มขึ้น 28% YoY แต่ลดลง 3% QoQ สู่ 1.19 พันล้านบาท สินเชื่อหดตัวอย่างต่อเนื่อง (-6% QoQ) โดยมีสินเชื่อบริการตั้งเป็นตัวแทน NIM อยู่ในระดับที่ค่อนข้างทรงตัว QoQ รายได้ที่มีขีดดอกเบี้ยมีโมเมนตัมที่ดีต่อเนื่อง โดยเติบโต 13% YoY และ 3% QoQ หลักๆ ได้รับปัจจัยกระตุ้นจากค่าธรรมเนียมจากการบริหารสินทรัพย์ ยอด NPL อยู่ในระดับทรงตัว QoQ TISCO ตั้งสำรองเพิ่มขึ้น QoQ เพื่อเพิ่ม LLR coverage

Figure 1: Quarterly results

P & L (Bt mn)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	%YoY ch	%QoQ ch
Interest income	4,917	4,773	4,670	4,530	4,374	(11)	(3)
Interest expense	2,652	2,396	2,214	2,089	1,974	(26)	(5)
Net interest income	2,265	2,377	2,456	2,441	2,400	6	(2)
Non-interest income	1,359	1,413	1,485	1,501	1,542	13	3
Operating expenses	1,287	1,355	1,440	1,524	1,501	17	(2)
Pre-provision profit	2,338	2,435	2,501	2,418	2,441	4	1
Less Provision	1,176	1,220	1,138	892	972	(17)	9
Pre-tax profit	1,162	1,215	1,363	1,526	1,469	27	(4)
Income tax	231	239	277	297	292	26	(2)
MI and equity	4	16	2	5	15	268	169
Net profit	935	992	1,089	1,234	1,192	28	(3)
EPS (Bt)	1.17	1.24	1.36	1.54	1.49	28	(3)
B/S (Bt mn)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	%YoY ch	%QoQ ch
Gross loans	278,932	274,355	267,576	262,784	254,437	(9)	(3)
Deposits	227,613	226,737	207,075	205,384	200,149	(12)	(3)
BVPS (Bt)	29.91	29.19	30.76	32.14	33.59	12	5
Ratios (%)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	%YoY ch*	%QoQ ch*
Yield on earn. asset	5.77	5.91	5.92	5.80	5.68	(0.09)	(0.12)
Cost of funds	3.43	3.29	3.13	3.00	2.89	(0.54)	(0.10)
Net interest margin	2.66	2.94	3.12	3.12	3.12	0.46	(0.01)
Cost to income	35.5	35.8	36.5	38.7	38.1	2.57	(0.58)
NPLs/total loans	1.92	2.32	2.42	2.57	2.65	0.73	0.08
LLR/NPLs	120.4	104.8	105.2	103.0	105.2	(15.13)	2.28

Source: SCBS Investment Research

Note: * Percentage points

ตั้งสำรองลดลง ปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนผลการดำเนินงานปี 2558 ผลการดำเนินงานของ TISCO จะได้รับปัจจัยกระตุ้นจากค่าเผื่อนั้นสงสัยจะสูญต่อสินเชื่อบริการที่ลดลงในปี 2558 จากการกลับมาตั้งสำรองตามปกติเพราะตลาดรถยนต์มือสองและสินเชื่อรถยนต์มือสองกลับคืนสู่ภาวะปกติ ราคาตลาดของรถยนต์มือสองทรงตัวในปี 2557 หลังจากร่วงลง 30-40% ในปี 2555-2556 ทั้งนี้ NPL รถยนต์มือสองเกือบทั้งหมดเกิดจากสินเชื่อที่ปล่อยในปี 2555 ถึงงวดครึ่งแรกปี 56 ซึ่งหมายความว่าลูกค้ามีแนวโน้มที่รถน้อยลงมากเพราะชำระคืนสินเชื่อไปมากกว่าครึ่งหนึ่งแล้ว TISCO คาดว่าค่าเผื่อนั้นสงสัยจะสูญต่อสินเชื่อบริการจะลดลงอย่างมากสู่ระดับต่ำกว่า 1.5% ในปี 2558 แต่ยังไม่คิดว่าจะกลับคืนสู่ระดับปกติที่ 1.2% ราคาตลาดค่าเผื่อนั้นสงสัยจะสูญต่อสินเชื่อบริการของ TISCO จะลดลงจาก 1.68% ในปี 2557 สู่ 1.4% ในปี 2558 หลังจากนั้นก็จะลดลงสู่ 1.3% ในปี 2559 และกลับสู่ระดับปกติที่ 1.2% ในปี 2560

ปรับประมาณการอัตราการขยายตัวของสินเชื่อบริการ เราปรับประมาณการอัตราการขยายตัวของสินเชื่อปี 2558 ของ TISCO ลดลงจาก 3% สู่ 1% เพื่อสะท้อนผลประกอบการไตรมาส 1/58

Valuation ต่ำมาก เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" TISCO ปัจจุบัน TISCO ซื้อขายที่ PER ระดับต่ำมากที่สุดที่ 7.8 เท่า สะท้อนถึงความกังวลที่มากขึ้นต่อการปรับตัวแย่งของธุรกิจสินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์ ซึ่งกำลังเริ่มฟื้นตัวขึ้นจากภาวะตกต่ำในปี 2557

Forecasts and valuation

FY Dec	Unit	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Pre-provision profit	(Btmn)	8,390	8,676	8,545	8,709	9,094
Net profit	(Btmn)	4,249	4,250	4,697	5,086	5,516
PPP/Sh	(Bt)	10.48	10.84	10.67	10.88	11.36
EPS	(Bt)	5.31	5.31	5.87	6.35	6.89
BVPS	(Bt)	28.71	32.14	36.32	40.62	45.35
DPS	(Bt)	2.00	2.00	2.05	2.16	2.17
PER	(x)	8.57	8.57	7.76	7.16	6.60
P/PPP	(x)	4.34	4.20	4.26	4.18	4.01
EPS growth	(%)	4.26	0.02	10.52	8.29	8.46
PBV	(x)	1.58	1.42	1.25	1.12	1.00
ROE	(%)	20.63	17.45	17.14	16.51	16.03
Dividend yields	(%)	4.40	4.40	4.51	4.75	4.77

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Interest & dividend income	19,272	18,891	17,922	18,611	19,665
Interest expense	10,304	9,351	8,337	8,809	9,503
Net interest income	8,968	9,540	9,584	9,802	10,162
Non-interest income	5,933	5,757	5,842	6,146	6,640
Non-interest expenses	5,340	5,605	5,748	6,015	6,385
Earnings before tax & provision	9,561	9,692	9,678	9,932	10,418
Tax	1,064	1,043	1,166	1,262	1,368
Equities & minority interest	107	(27)	(33)	(38)	(45)
Core pre-provision profit	8,390	8,676	8,545	8,709	9,094
Provision	4,141	4,426	3,848	3,623	3,578
Core net profit	4,249	4,250	4,697	5,086	5,516
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	4,249	4,250	4,697	5,086	5,516
EPS (Bt)	5.31	5.31	5.87	6.35	6.89
DPS (Bt)	2.00	2.00	2.05	2.16	2.17

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15
Interest & dividend income	4,917	4,773	4,670	4,530	4,374
Interest expense	2,652	2,396	2,214	2,089	1,974
Net interest income	2,265	2,377	2,456	2,441	2,400
Non-interest income	1,359	1,413	1,485	1,501	1,542
Non-interest expenses	1,287	1,355	1,440	1,524	1,501
Earnings before tax & provision	2,338	2,435	2,501	2,418	2,441
Tax	231	239	277	297	292
Equities & minority interest	(4)	(16)	(2)	(5)	(15)
Core pre-provision profit	2,111	2,212	2,227	2,127	2,164
Provision	1,176	1,220	1,138	892	972
Core net profit	935	992	1,089	1,234	1,192
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	935	992	1,089	1,234	1,192
EPS (Bt)	1.17	1.24	1.36	1.54	1.49

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Cash	1,131	1,180	1,237	1,263	1,306
Interbank assets	53,242	38,058	38,058	37,297	36,551
Investments	11,490	15,003	15,003	15,003	15,003
Gross loans	292,151	262,784	265,412	278,682	298,190
Accrued interest receivable	536	556	556	556	556
Loan loss reserve	6,354	6,950	8,299	9,422	10,501
Net loans	286,332	256,390	257,669	269,817	288,245
Total assets	359,263	317,657	319,072	330,569	348,385
Deposits	264,641	205,384	205,384	212,367	225,215
Interbank liabilities	16,703	10,897	10,897	10,897	10,897
Borrowings	44,084	65,406	62,500	62,500	62,500
Total liabilities	336,044	291,833	289,901	297,956	311,984
Minority interest	231	93	93	93	93
Paid-up capital	8,007	8,007	8,007	8,007	8,007
Total Equities	22,987	25,731	29,078	32,520	36,308
BVPS (Bt)	28.71	32.14	36.32	40.62	45.35

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15
Cash	1,087	1,094	1,012	1,180	1,082
Interbank assets	29,521	29,404	29,405	38,058	30,057
Investments	16,527	17,792	12,167	15,003	15,673
Gross loans	278,932	274,355	267,576	262,784	254,437
Accrued interest receivable	407	424	425	556	546
Loan loss reserve	6,459	6,674	6,809	6,950	7,096
Net loans	272,880	268,105	261,191	256,390	247,887
Total assets	326,987	323,612	310,505	317,657	302,207
Deposits	227,613	226,737	207,075	205,384	200,149
Interbank liabilities	11,885	14,883	12,332	10,897	11,305
Borrowings	53,626	48,452	56,759	65,406	52,927
Total liabilities	302,966	300,164	285,791	291,833	275,215
Minority interest	76	74	86	93	99
Paid-up capital	8,007	8,007	8,007	8,007	8,007
Total Equities	23,945	23,374	24,628	25,731	26,893
BVPS (Bt)	29.91	29.19	30.76	32.14	33.59

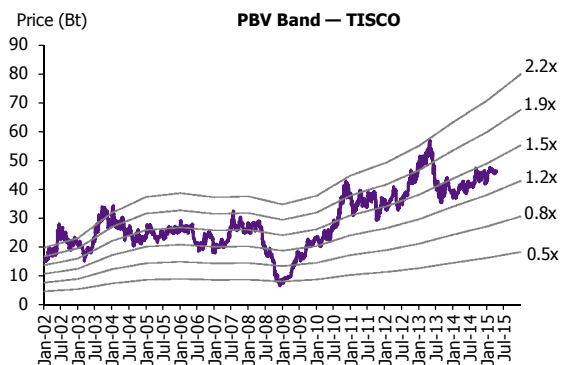
Key Assumptions and Financial Ratios

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Growth					
YoY loan growth	17.65	(10.05)	1.00	5.00	7.00
YoY fee & insurance income growth	25.70	(4.13)	2.10	5.02	8.28
Profitability					
Yield on earn'g assets (%)	5.99	5.62	5.65	5.73	5.78
Cost on int-bear'g liab (%)	3.51	3.08	2.98	3.12	3.25
Spread (%)	2.48	2.54	2.68	2.61	2.53
Net interest margin(%)	2.79	2.84	3.02	3.02	2.99
ROE (%)	20.63	17.45	17.14	16.51	16.03
Asset Quality					
NPLs/Total Loans(%)	1.76	2.61	2.80	2.80	2.75
LLR/NPLs(%)	128.01	102.97	111.77	120.85	128.28
Provision expense/Total loans (%)	1.42	1.68	1.45	1.30	1.20
Liquidity					
Loans/Deposits & borrowings (%)	94.63	97.04	99.08	101.39	103.64
Efficiency					
Cost to income ratio (%)	35.84	36.64	37.26	37.72	38.00
Capital Fund					
Capital adequacy ratio(%)	13.38	16.80	15.41	16.01	16.38
Tier-1(%)	9.15	12.56	11.28	12.04	12.64
Tier-2(%)	4.22	4.24	4.13	3.97	3.74

Financial Ratios

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15
YoY loan growth	4.55	(2.21)	(6.07)	(10.05)	(8.78)
YoY fee & insurance income growth	(21.47)	3.47	4.20	2.55	0.72
Yield on earn'g assets (%)	5.77	5.91	5.92	5.80	5.68
Cost on int-bear'g liab (%)	3.43	3.29	3.13	3.00	2.89
Net interest margin(%)	2.66	2.94	3.12	3.12	3.12
Cost to income ratio (%)	35.50	35.75	36.53	38.66	38.07
NPLs/Total Loans(%)	1.92	2.32	2.42	2.57	2.65
LLR/NPLs(%)	120.37	104.84	105.24	102.97	105.24
Provision expense/Total loans (%)	1.69	1.78	1.70	1.36	1.53

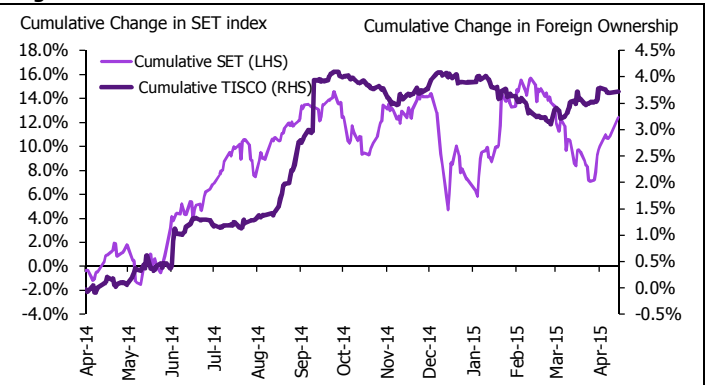
PBV Band Chart



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 2: Valuation summary (Closing price as of Apr 17, 2015)

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)		
					14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F	14A	15F	16F
BAY	Sell	43.50	33.0	(22.4)	18.6	16.9	13.4	19	10	26	2.0	1.6	1.5	11	12	12	1.6	1.8	2.2
BBL	Buy	187.50	250.0	37.4	9.9	9.3	8.6	1	6	8	1.1	1.0	1.0	12	11	11	3.6	4.0	4.3
KBANK	Buy	234.00	270.0	17.3	12.1	11.1	9.9	12	9	12	2.2	1.9	1.6	19	18	18	1.7	1.9	2.1
KKP	Neutral	39.50	40.0	5.9	12.6	10.7	9.3	(41)	18	15	0.9	0.9	0.8	7	8	9	4.0	4.7	5.4
KTB	Buy	23.40	27.0	19.5	9.9	8.9	8.0	(2)	11	10	1.4	1.3	1.2	15	15	15	3.8	4.2	4.6
LHBANK	Sell	1.92	1.3	(30.2)	21.1	19.6	18.6	30	8	5	1.6	1.4	1.4	8	8	8	0.2	2.0	2.1
TCAP	Buy	33.75	44.0	34.1	8.4	7.5	7.1	(45)	12	5	0.8	0.8	0.7	10	11	10	3.6	3.7	3.9
TISCO	Buy	45.50	55.0	25.4	8.6	7.8	7.2	0	11	8	1.4	1.3	1.1	17	17	17	4.4	4.5	4.7
TMB	Sell	2.88	3.0	6.5	13.2	12.8	11.5	66	3	11	1.8	1.6	1.5	15	13	14	2.3	2.3	2.6
Average					12.6	11.5	10.3	3	9	12	1.5	1.4	1.2	13	13	13	2.9	3.3	3.6

Source: SCBS Investment Research

ข้อจำกัดความรับผิด (Disclaimer)

บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) ในหุ้นสามัญของ AAV, ADVANC, AOT, BANPU, BBL, BCH, BCP, BDMS, BJCHI, BLAND, BMCL, BTS, CENTEL, CK, DTAC, EGCO, INTUCH, IRPC, ITD, IVL, KBANK, KCE, KTB, LPN, MINT, PS, PSL, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, SCC, SGP, SIRI, SRICHA, STEC, STPI, THAI, TICON, TISCO, TMB, TOP, TPIPL, TRUE, TTA, UV

นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวอย่างรอบคอบก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ ความเห็น ช่าง บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจนำไปตีความว่า เป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายซึ่งหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน ลูกจ้าง และตัวแทนของ SCBS จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใด ๆ ที่ความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการตัดสินใจ ความเสียหายพิเศษ หรือความเสียหายที่เป็นพลผลเนื่อง อันมีเหตุจากการใช้หรือการเชื่อถือในข้อมูลดังกล่าว ซึ่งรวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบร่วมกับข้อมูลและความเห็นอื่น ๆ รวมถึงวิจารณญาณของตนเองในการตัดสินใจลงทุน โดยข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ได้รับมาจากแหล่งข้อมูล SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ ซึ่ง SCBS ไม่สามารถรับรองถึงความถูกต้อง ความสมบูรณ์ และ/หรือ ความครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าวได้

SCBS ลงนามสิทธิในการใช้ข้อมูลเพียงผู้เดียวในการเปิดเผยต่อข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว ทั้งนี้ เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นเฉพาะบุคคลตามที่กำหนดไว้เท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ตัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือเผยแพร่โดยไม่ได้รับอนุญาตจาก SCBS ก่อน

CG Rating 2014 Companies with CG Rating

▲▲▲▲ BANS, BCP, BTS, CPN, EGCO, GRAMMY, HANA, INTUCH, IRPC, IVL, KBANK, KKP, KTB, MINT, PSL, PTT, PTTEP, PTTGC, SAMART, SAMTEL, SAT, SC, SE-ED, SIM, SPALL, TISCO, TMB, TOP
 ▲▲▲▲ AAV, ACAP, ADVANC, ANANI, AOT, ASIMAR, ASK, ASP, BANPU, BAY, BBL, BKCL, BKG, BKI, BLA, BMCL, BROOK, CENTEL, CRESH, CMBI, CK, CHT, CPN, CSI, DELTA, DRT, DTAC, DTC, EASTW, EE, ERW, GBX, GC, GFPT, GUNKUL, HEMRAJ, HMPRO, ICC, KCE, KSL, LANNA, LH, LHBANK, LOXLEY, LPN, MACO, MC, MCOI, NBC, NCH, NINE, NKL, NMG, NSI, OCC, OFM, PAP, PE, PG, PHOL, PAM, PM, PPS, PR, PRANDA, PS, PT, QH, RATCH, ROBINS, RS, S & J, SAMCO, SCC, SINGER, SIS, SITHAI, SNC, SNP, SPI, SSF, SSI, SSSC, STA, SVI, TCAP, TE, THAI, THANI, THCOM, TIP, TIPCO, TK, TKT, TNITY, TNL, TOG, TRC, TRUE, TSTE, TSTH, TTA, TTW, TVO, UAC, VGI, VNT, WAOAL
 ▲▲▲ 2S, AF, AH, AHC, AIT, AJ, AKP, AKR, AMANAH, AMARIN, AMATA, AP, APCO, APCS, AQUA, ARIP, AS, ASIA, AYUD, BEAUTY, BEC, BFT, BH, BJK, 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, HDIPT, HFC, HEGH, HYDRO, JFS, JHL, INET, IRC, IRCP, ITD, KBS, KGI, KKC, KTC, L&E, LRH, LST, MAJOR, MAKRO, MATCH, MBK, MBKET, MEGA, MFC, MFEC, MJD, MODERN, MONO, MOONG, MPG, MTI, NC, NTV, NUSA, NWR, NYI, OGC, OISHI, PACE, PATO, PB, PDI, PKD, PPM, PPP, PREB, PRG, PRIN, PTS, QLT, QTC, RCL, SABINA, SALEE, SCRIF, SCC, SCG, SEAFG, SEADL, SFP, SIAM, SIRI, SKR, SIMS, SMK, SMPK, SMT, SOLAR, SPC, SPCG, SPPT, SST, STANLY, STEC, STPI, SUC, SWC, SYMC, SYNEX, SYNTEC, TASC, TBSP, TEAM, TFD, TH, THANA, THP, THREL, TIC, TICON, TIV, TKS, TLUXE, TML, TMT, TNDI, TPC, TPCORP, TRI, TRU, TSC, TTCL, TUF, TVD, TWFP, UMI, UP, UPF, UPOK, UT, UV, UWV, VIH, WAVE, WHA, WIN, WINNER, YJASA, ZMCO

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 based 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.