

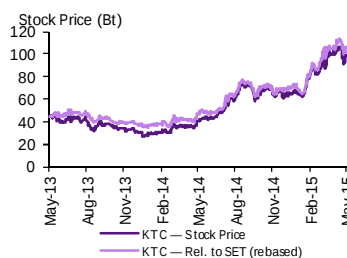
NEUTRAL

Stock Data

Last close (May 20) (Bt)	97.75
12-m target price (Bt)	88.00
Upside (Downside) to TP (%)	(9.97)
Mkt cap (Btbn)	25.20
Mkt cap (US\$m)	751

Bloomberg code	KTC.TB
Reuters code	KTC.BK
Risk rating	H
Mkt cap (%) SET	0.18
Sector % SET	1.66
Shares issued (mn)	258
Par value (Bt)	10
12-m high / low (Bt)	111 / 39.3
Avg. daily 6m (US\$m)	3.16
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	(2.3)	17.1	144.4
Relative to SET	0.9	23.5	125.5

Source: SET, SCBS Investment Research

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1003

kittima.sattavapan@scb.co.th

การเติบโตของกำไรสุทธิกำลังชะลอตัวลงสู่ภาวะปกติ

การจ่ายผ่านบัตรเครดิตเพิ่มสูงขึ้นเกินคาด ทำให้เราได้ปรับประมาณการณัขึ้น อย่างไรก็ตาม ผลประโยชน์ที่ได้จากการลดอัตราดอกเบี้ยจะถูกหักลบกับรายได้ค่าธรรมเนียมการติดตามหนี้ที่ลดลง การที่บริษัทได้เปลี่ยนมา **outsource** การติดตามหนี้อาจจะทำให้ประสิทธิภาพในการติดตามหนี้ลดลง และสินเชื่อที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้เพิ่มมากขึ้น เราคงคำแนะนำ ถือ สำหรับ KTC

การใช้จ่ายผ่านบัตรเครดิตสูงขึ้น KTC มีการใช้จ่ายผ่านบัตรเครดิตในไตรมาส 1/58 เพิ่มขึ้น 11% YoY สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 8% เราจึงปรับประมาณการณ์การเติบโตของรายได้ค่าธรรมเนียมเพิ่มเป็น 12% จาก 10% การใช้จ่ายยังคงเติบโตต่อเนื่องในเดือน เมษายน-พฤษภาคม โดยสาเหตุที่ผลประกอบการในไตรมาส 1/58 ดีกว่าคาด มาจากการทำการตลาดที่มากขึ้น ซึ่งเน้นการท่องเที่ยวและการใช้จ่ายในเรื่องการรับประทานอาหาร ในปีนี้ KTC มีแผนจะขยายฐานลูกค้าไปอีก 14 จังหวัดหลัก และกระตุ้นการใช้จ่ายผ่านการตลาดเชิงรุกโดยมีการเปลี่ยนโฉมหน้าของแบรนด์ใหม่ในครึ่งปีหลังของปี 2558

คงเป้าหมายการเติบโตของสินเชื่อบริษัทบุคคลที่ 15% KTC คาดว่าสินเชื่อบริษัทบุคคลจะเติบโตได้ 15% ในปีนี้ (เทียบกับปีที่แล้วที่ 10%) แม้ว่าในไตรมาส 1/58 จะยังไม่เติบโต แต่ในไตรมาส 2/58 คาดว่าจะกระโดดขึ้นจากปัจจัยของฤดูกาล KTC ได้มีการให้บริการออนไลน์อย่างเต็มรูปแบบเพื่อลูกค้าในส่วนของสินเชื่อส่วนบุคคล ซึ่งเป็นปัจจัยหลักที่จะช่วยให้สินเชื่อบริษัทบุคคลเติบโตขึ้น

ลดดอกเบี้ยส่งผลบวก เพื่อช่วยลดต้นทุนทางการเงิน ปัจจุบันกสวส่งผลให้มีการปรับลดดอกเบี้ยลงเหลือ 1.25% เราได้ปรับประมาณการ NIM เพิ่มขึ้น 0.05% อยู่ที่ 4.05% (+0.05% YoY) ในประมาณการณปี 2558

Outsource การติดตามหนี้ มีความเสี่ยงที่อาจทำให้ **NPL เพิ่มขึ้น** การที่บริษัทได้เปลี่ยนมา outsource การติดตามหนี้จะทำให้ประสิทธิภาพในการติดตามหนี้ลดลง และสินเชื่อที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้เพิ่มมากขึ้น ประเมินการของเราที่คาดว่าค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อจะลดลงเหลือ 8.2% ในปี 2558 จาก 9.1% ในปี 2557 ขออาจมีความเสี่ยง จากการ outsource การติดตามหนี้ ตั้งแต่เดือนพฤษภาคม 2558

ลดค่าธรรมเนียมในการติดตามหนี้ ตั้งแต่เดือนพฤษภาคม KTC ปรับลดค่าใช้จ่ายการจัดเก็บหนี้หนึ่งเหลือ 180 บาทต่อรายการ จาก 250 บาทต่อรายการ ส่งผลให้รายได้จากการจัดเก็บหนี้ลดลง 20 ล้านบาทต่อเดือน

ค่าใช้จ่ายในการตลาดจะเร่งตัวขึ้น ในปี 2558 KTC จะใช้เงินมากขึ้นในการทำการตลาดเพื่อจะบรรลุเป้าหมายการเติบโตให้ได้ โดยประมาณการการเติบโตของค่าใช้จ่ายจากการดำเนินงานอยู่ที่ 14% ในปี 2558 จาก 13% ในปี 2557 ซึ่งมีค่าใช้จ่ายในการทำการตลาดอยู่ที่ 20% เราเชื่อว่าการเพิ่มค่าใช้จ่ายในการทำการตลาดจะทำให้รายได้ลดลง QoQ ไปตลอดทั้งปี

ปรับปรุงประมาณการณั้และมูลค่า เราปรับเพิ่มประมาณการปี 2558 ขึ้น 2% จากการใช้จ่ายผ่านบัตรเครดิตที่มากขึ้น และประมาณการณั้ NIM ซึ่งในส่วนนี้จะถูกชดเชยด้วยการลดค่าใช้จ่ายการเก็บหนี้หนึ่ง เราปรับราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้นเล็กน้อยจาก 85 บาท สู่ 88 บาท (PBV xปี 2558 ที่ 2.6 เท่า โดยอิงกับ ROE ระยะยาว 24%, อัตราการเติบโตระยะยาว 3%, และ cost of equity 11%)

เรายังคงแนะนำ กือ สำหรับ KTC ซึ่งไม่ค่อยน่าดึงดูด โดยมูลค่า PBV 2.9 เท่า ซึ่งคาดหวังว่ารายได้จะกลับมาเติบโตปกติที่ 10-15% ในไม่กี่ปีถัดไป โดยถูกจำกัดไว้ด้วยค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานและการตั้งสำรอง KTC ให้บริการในกลุ่มลูกค้าที่มีรายได้ปานกลางถึงสูงซึ่งค่อนข้างอิ่มตัวแล้ว

Forecasts and valuation

FY Dec	Unit	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Pre-provision profit	(Bt mn)	6,373	6,744	6,996	7,692	8,415
Net profit	(Bt mn)	1,283	1,755	2,068	2,303	2,536
PPP/Sh	(Bt)	24.72	26.16	27.14	29.83	32.64
EPS	(Bt)	4.97	6.81	8.02	8.93	9.83
BVPS	(Bt)	23.77	28.58	33.84	39.57	45.83
DPS	(Bt)	2.00	2.75	3.21	3.57	3.93
PER	(x)	19.65	14.36	12.19	10.94	9.94
P/PPP	(x)	3.95	3.74	3.60	3.28	2.99
EPS growth	(%)	403.11	36.83	17.81	11.38	10.11
PBV	(x)	4.11	3.42	2.89	2.47	2.13
ROE	(%)	22.66	26.01	25.69	24.33	23.03
Dividend yields	(%)	2.05	2.81	3.28	3.65	4.02

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	6,574	7,219	7,944
Interest expense	1,865	1,764	1,756	1,939	2,146
Net interest income	3,863	4,416	4,818	5,280	5,798
Non-interest income	7,616	8,156	8,839	9,783	10,719
Non-interest expenses	4,750	5,377	6,144	6,795	7,468
Earnings before tax & provision	6,729	7,195	7,513	8,268	9,049
Tax	356	451	517	576	634
Equities & minority interest	0	0	0	0	0
Core pre-provision profit	6,373	6,744	6,996	7,692	8,415
Provision	5,090	4,989	4,929	5,390	5,880
Core net profit	1,283	1,755	2,068	2,303	2,536
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	1,283	1,755	2,068	2,303	2,536
EPS (Bt)	4.97	6.81	8.02	8.93	9.83
DPS (Bt)	2.00	2.75	3.21	3.57	3.93

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Cash	1,624	735	777	787	771
Gross loans	51,208	55,007	60,108	66,130	72,590
Loan loss reserve	4,494	4,884	5,130	5,399	5,693
Net loans	46,714	50,123	54,978	60,730	66,897
Total assets	51,905	54,495	59,403	65,179	71,344
S-T borrowings	11,208	15,908	16,658	17,458	18,208
L-T borrowings	20,400	21,480	24,280	27,780	31,580
Total liabilities	45,776	47,127	50,677	54,977	59,527
Paid-up capital	2,578	2,578	2,578	2,578	2,578
Total Equities	6,128	7,368	8,726	10,202	11,817
BVPS (Bt)	23.77	28.58	33.84	39.57	45.83

Key Financial Ratios

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Yield on earn'g assets (%)	11.54%	11.64%	11.70%	11.70%	11.70%
Cost on int-bear'g liab (%)	4.77%	4.36%	4.05%	4.10%	4.15%
Spread (%)	6.77%	7.28%	7.65%	7.60%	7.55%
Net interest margin(%)	7.78%	8.32%	8.37%	8.37%	8.36%
Cost to income ratio (%)	35.60%	37.51%	39.86%	39.97%	40.01%
Provision expense/Total loans (%)	9.94%	9.07%	8.20%	8.15%	8.10%
NPLs (Bt mn)	1,534	1,342	1,396	1,437	1,481
NPLs/ Total Loans(%)	3.00%	2.44%	2.32%	2.17%	2.04%
LLR/NPLs(%)	293%	364%	368%	376%	385%
ROA (%)	2.54%	3.30%	3.63%	3.70%	3.71%
ROE (%)	22.66%	26.01%	25.69%	24.33%	23.03%

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15
Interest & dividend income	1,481	1,523	1,570	1,607	1,568
Interest expense	435	441	448	440	422
Net interest income	1,047	1,081	1,122	1,166	1,146
Non-interest income	1,888	1,991	2,054	2,224	2,137
Non-interest expenses	1,250	1,257	1,382	1,487	1,433
Earnings before tax & provision	1,684	1,815	1,793	1,903	1,850
Tax	94	118	130	109	151
Equities & minority interest	0	0	0	0	0
Core pre-provision profit	1,591	1,696	1,663	1,794	1,698
Provision	1,236	1,225	1,159	1,369	1,124
Core net profit	355	471	504	425	574
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	355	471	504	425	574
EPS (Bt)	1.38	1.83	1.96	1.65	2.23

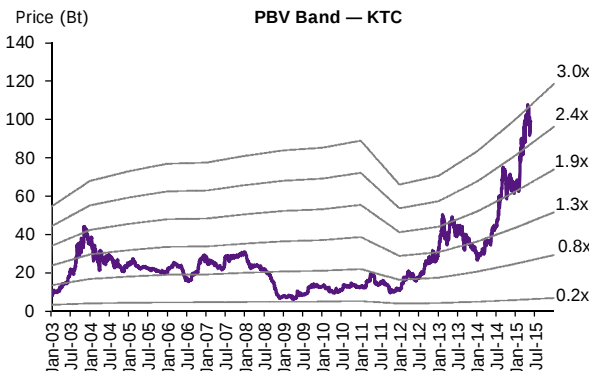
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15
Cash	788	593	564	735	559
Gross loans	49,600	50,816	51,731	55,007	53,359
Loan loss reserve	4,657	4,735	4,726	4,884	4,747
Net loans	44,943	46,081	47,005	50,123	48,612
Total assets	49,078	49,934	50,852	54,495	52,548
S-T borrowings	9,686	9,318	8,838	15,908	15,384
L-T borrowings	20,400	18,250	17,950	21,480	20,118
Total liabilities	42,594	43,495	43,909	47,127	44,606
Paid-up capital	2,578	2,578	2,578	2,578	2,578
Total Equities	6,484	6,439	6,943	7,368	7,942
BVPS (Bt)	25.1	25.0	26.9	28.6	30.8

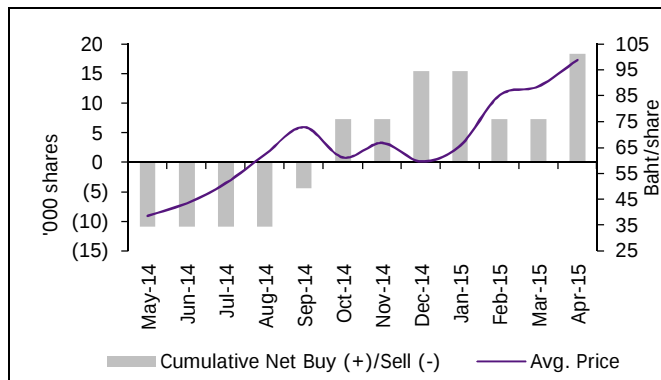
Key Financial Ratios

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15
Yield on earn'g assets (%)	11.89%	12.27%	12.38%	12.16%	11.69%
Cost on int-bear'g liab (%)	4.50%	4.61%	4.55%	4.27%	4.14%
Spread (%)	7.39%	7.66%	7.83%	7.90%	7.54%
Net interest margin(%)	8.40%	8.71%	8.85%	8.83%	8.54%
Cost to income ratio (%)	37.11%	35.79%	38.15%	38.83%	38.69%
Provision expense/Total loans (%)	9.96%	9.65%	8.96%	9.96%	2.11%
NPLs (Bt mn)	1,482	1,426	1,391	1,342	1,268
NPLs/ Total Loans(%)	2.99%	2.81%	2.69%	2.44%	2.38%
LLR/NPLs(%)	314%	332%	340%	364%	0%
ROA (%)	2.81%	3.81%	4.00%	3.23%	4.29%
ROE (%)	22.52%	29.16%	30.14%	23.74%	30.01%

PBV Band Chart

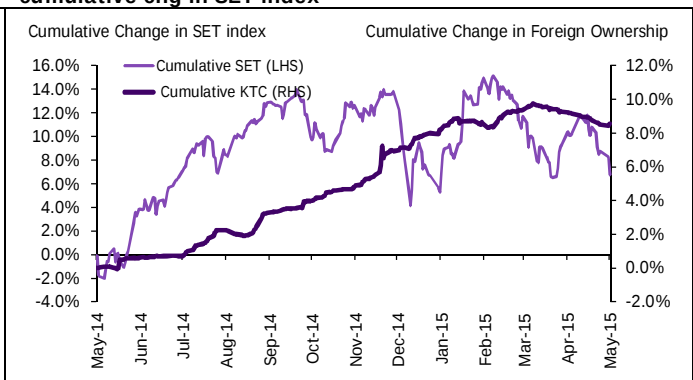


12-Month Cumulative directors trade



Source: SEC

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 May 20, 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
AEONTS	Buy	95.50	130.0	39.8	10.7	9.5	8.3	(3)	12	15	2.5	2.1	1.8	25	24	23	3.3	3.7	4.2
KTC	Neutral	97.75	88.0	(6.7)	14.4	12.2	10.9	37	18	11	3.4	2.9	2.5	26	26	24	2.8	3.3	3.7
Average					12.5	10.8	9.6	17	15	13	2.9	2.5	2.1	25	25	24	3.1	3.5	3.9

Source: SCBS Investment Research

ข้อจำกัดความรับผิดชอบ (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, PITTEP, PTTGC, QH, SCC, SGP, SIRI, SRICHA, STEC, STPI, THAI, TICON, TISCO, TMB, TOP, TPIPL, TRUE, TTA, UV

นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวอย่างรอบคอบก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ ความเห็น ช่าง บท วิจัย 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 หรือความเสียหายที่เป็นผลสืบเนื่อง อันมีเหตุมาจากการใช้หรือการเชื่อถือในข้อมูลดังกล่าว ซึ่งรวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบร่วมกับข้อมูลและความเห็นอื่น ๆ รวมทั้งพิจารณาขนาดของเงินลงทุนในการตัดสินใจลงทุน โดยข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ได้รับมาจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ ซึ่ง SCBS ไม่สามารถรับรองถึงความถูกต้อง ความสมบูรณ์ และ/หรือ ความครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าวได้

SCBS ลงนามสิทธิในการใช้ดุลพินิจแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว ทั้งนี้ เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นเพื่อเฉพาะบุคคลตามที่กำหนดไว้เท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใด ๆ เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

CG Rating 2014 Companies with CG Rating
BAFS, BCP, BTS, CPN, EGCO, GRAMMY, HANA, INTUCH, IRPC, IVL, KBANK, KKP, KTB, MINT, PSL, PTT, PITTEP, PTTGC, SAMART, SAMTEL, SAT, SC, SCB, SE-ED, SIM, SPALI, TISCO, TMB, TOP
AAV, ACAP, ADVANC, ANAN, AOT, ASIMAR, ASK, ASP, BANPU, BAY, BBL, BECL, BIGC, BKI, BIA, BMCL, BROOK, CENTEL, CFRESH, CIMBT, CK, CNT, CPF, CSL, DELTA, DRT, DTAC, DTC, EASTW, EE, ERW, GBX, GC, GFPT, GUNKUL, HEMRAJ, HMPRO, ICC, KCE, KSL, LANNA, LH, LHBANK, LOXLEY, LPN, MACO, MC, MCOOT, NBC, NCH, NINE, NKL, NMG, NSI, OCC, OFM, PAP, PE, PG, PHOL, PWM, PMS, PR, PRANDA, PS, PT, QH, RATCH, ROBINS, RS, S & J, SAMCO, SCC, SINGER, SIS, SITHAI, SNC, SNP, SPI, SSF, SSI, SSSC, STA, SVI, TCAP, TF, THAI, THANI, THCOM, TIP, TIPOO, TK, TKT, TNITY, TNL, TOG, TRC, TRUE, TSTE, TSTH, TTA, TTW, TVO, UAC, VGI, VNT, WAOAL
ZS, AF, AH, AHC, AIT, AJ, AKP, AKR, AMANAH, AMARIN, AMATA, AP, APCO, APCS, AQUA, ARIP, AS, ASIA, AYUD, BEAUTY, BEC, BFT, BH, BJC, BICI, BOL, BTNC, BWG, CCE, CGD, CGS, CHOW, CI, CKP, CM, CMR, CSC, CSP, CSS, DCC, DEMCO, DNA, EA, ESSO, FE, FORTH, FPI, GENCO, GL, GLOBAL, GLOW, GOLD, HDTPOT, HTC, HTECH, HYDRO, IFS, IHL, INET, IRC, IRCP, ITD, KBS, KGI, KKC, KTC, L&E, LRH, LST, MAJOR, MAKRO, MATCH, MBK, MBKET, MEGA, MFC, MFE, MJD, MODERN, MONO, MOONG, MPG, MTI, NC, NTV, NUSA, NWR, NYT, OGC, OISHI, PACE, PATO, PB, PDI, PIDO, PPM, PPP, PREB, PRG, PRIN, PTG, QLT, QTC, RCL, SABINA, SALEE, SCBUJ, SCC, SCG, SEAFO, SEAOL, SFP, SIAM, SIRI, SMG, SMK, SMP, SMT, SOLAR, SPC, SPG, SPPT, SST, STANLY, STEC, STPI, SUC, SWC, SYMC, SYNEC, SYNTAC, TASCO, TBSP, TEAM, TFD, TRI, THANA, THIP, THREL, TIC, TICON, TIW, TKS, TLUXE, TML, TMT, TNDT, TPC, TPCORP, TRT, TRU, TSC, TTCL, TUF, TVD, TWFP, UMI, UP, UPF, UPOIC, UT, UV, UWC, VIH, WAVE, 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 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.