

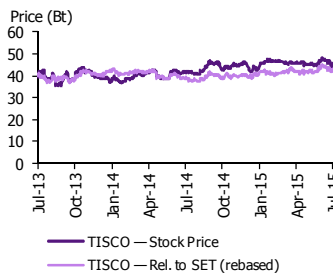
วันอังคารที่ 14 กรกฎาคม พ.ศ. 2558

Stock Data

Last close (Jul 13) (Bt)	45.50
12-m target price (Bt)	53.00
Upside (Downside) to TP (%)	16.48
Mkt cap (Btbn)	36.43
Mkt cap (US\$m)	1,070

Bloomberg code	TISCO.TB
Reuters code	TISCO.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.26
Sector % SET	14.88
Shares issued (mn)	801
Par value (Bt)	10
12-m high / low (Bt)	49.3 / 40.5
Avg. daily 6m (US\$m)	2.06
Foreign limit / actual (%)	49 / 49
Free float (%)	75.0
Dividend policy (%)	50

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	(3.7)	(1.1)	8.3
Relative to SET	(3.0)	4.2	11.1

Source: SET, SCBS Investment Research

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1003

kittima.sattayapan@scb.co.th

ทำไรไตรมาส 2/58 ต่ำกว่าคาด เพราะตั้งสำรองพิเศษตามหลักความระมัดระวัง

กำไรต่ำกว่าที่เราคาดอยู่ 13% จากการตั้งสำรองตามหลักความระมัดระวัง กำไรสุทธิไตรมาส 1/58 เพิ่มขึ้น 1% YoY แต่ลดลง 16% QoQ สู่ 1 พันล้านบาท เนื่องจาก TISCO ตั้งสำรองหนี้สูญและหนี้สงสัยจะสูญพิเศษซึ่งเป็นรายการที่เกิดขึ้นครั้งเดียวจำนวน ~300 ล้านบาท เพื่อบริการรับความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจ อัตราส่วนค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อบริการปรับเพิ่มขึ้นจาก 1.53% ในไตรมาส 1/58 สู่ 2% (1.5% ถ้าไม่มีการตั้งค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญพิเศษ) ในไตรมาส 2/58 NPL เพิ่มขึ้น 6% QoQ ส่งผลทำให้อัตราส่วน NPL ต่อสินเชื่อบริการปรับเพิ่มขึ้นจาก 2.65% ณ ไตรมาส 1/58 สู่ 2.86% ณ ไตรมาส 2/58 LLR coverage ขยับขึ้นจาก 105% ณ ไตรมาส 1/58 สู่ 107% ณ ไตรมาส 2/58 สินเชื่อหดตัวลงอย่างต่อเนื่อง (-2% QoQ) โดยสินเชื่อรถยนต์ยังคงเป็นตัวถ่วง สภาพคล่องส่วนเกินที่ลดลงส่งผลทำให้ NIM ปรับเพิ่มขึ้น 0.17% QoQ โดยเกิดจากต้นทุนทางการเงินที่ลดลง (-0.12% QoQ) และผลตอบแทนที่สูงขึ้นจากสินทรัพย์ที่ก่อให้เกิดรายได้ (+0.04% QoQ) รายได้ที่มีโชดตกเบี่ยงลดลง 6% QoQ เพราะกำไรจากเงินลงทุนลดลง อย่างไรก็ดี รายได้ค่าธรรมเนียมเพิ่มขึ้น 5% QoQ โดยได้รับแรงหนุนจากค่าธรรมเนียมธุรกิจพาณิชย์และค่าธรรมเนียมบริหารสินทรัพย์

Figure 1: Quarterly results

P & L (Bt mn)	2014	1Q15	2Q15	%YoY ch	%QoQ ch	1H14	1H15	% YoY ch	% full year
Interest income	4,773	4,374	4,263	(11)	(3)	9,690	8,637	(11)	51
Interest expense	2,396	1,974	1,815	(24)	(8)	5,048	3,789	(25)	52
Net interest income	2,377	2,400	2,448	3	2	4,642	4,848	4	50
Non-interest income	1,413	1,542	1,446	2	(6)	2,772	2,988	8	51
Operating expenses	1,355	1,501	1,434	6	(4)	2,642	2,934	11	51
Pre-provision profit	2,435	2,441	2,461	1	1	4,772	4,902	3	51
Less Provision	1,220	972	1,244	2	28	2,396	2,215	(8)	55
Pre-tax profit	1,215	1,469	1,217	0	(17)	2,376	2,687	13	47
Income tax	239	292	243	2	(17)	470	535	14	47
MI and equity	16	15	30	88	104	20	45	124	NA
Net profit	992	1,192	1,004	1	(16)	1,926	2,196	14	48
EPS (Bt)	1.24	1.49	1.25	1	(16)	2.41	2.74	14	48
B/S (Bt mn)	2014	1Q15	2Q15	%YoY ch	%QoQ ch	1H14	1H15	%YoY ch	% full year
Gross loans	274,355	254,437	249,341	(9)	(2)	274,355	249,341	(9)	NM
Deposits	226,737	200,149	184,354	(19)	(8)	226,737	184,354	(19)	NM
BVPS (Bt)	29.19	33.59	32.90	13	(2)	29.19	32.90	13	NM
Ratios (%)	2014	1Q15	2Q15	%YoY ch*	%QoQ ch*	1H14	1H15	YoY ch*	% full year
Yield on earn. asset	5.91	5.68	5.72	(0.18)	0.04	5.71	5.65	(0.06)	NM
Cost of funds	3.29	2.89	2.77	(0.52)	(0.12)	3.28	2.80	(0.48)	NM
Net interest margin	2.94	3.12	3.29	0.35	0.17	2.74	3.17	0.43	NM
Cost to income	35.8	38.1	36.8	1.05	(1.26)	35.63	37.44	1.81	NM
NPLs/total loans	2.32	2.65	2.86	0.54	0.21	2.32	2.86	0.54	NM
LLR/NPLs	104.8	105.2	107.2	2.34	1.93	104.8	107.2	2.34	NM

Source: SCBS Investment Research

Note: * Percentage points

ปรับประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายลดลงเล็กน้อย เราปรับประมาณการกำไรสุทธิปี 2558 ของ TISCO ลดลง 3% และปรับราคาเป้าหมายลดลงจาก 54 บาท สู่ 53 บาท (1.4 เท่าของประมาณการ BVPS กลางปี 2559) หลังจากรวมค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญพิเศษจำนวน 300 ล้านบาทเข้ามาในประมาณ และปรับประมาณการอัตราการขยายตัวของสินเชื่อดังกล่าว -2% สู่ -8% (เทียบกับ -5% YTD) กำไรสุทธิช่วงครึ่งแรกปี 58 คิดเป็น 48% ของประมาณการกำไรสุทธิปี 2558 ที่เราปรับใหม่ เราคาดว่ากำไรเติบโตของกำไรในช่วงครึ่งหลังปี 58 และปี 2559 จะได้รับปัจจัยหนุนจากการตั้งสำรองลดลงเพราะขาดทุนจากการถดถอยลงและไม่มีการตั้งสำรองพิเศษ

Valuation ต่ำมาก เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” TISCO ปัจจุบัน TISCO ซื้อขายที่ PER ระดับต่ำมากที่สุดที่ 8 เท่า ทั้งๆ ที่ความจริงแล้วกำไรมีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้นจากการตั้งสำรองน้อยลง เนื่องจากขาดทุนจากรถยนต์น้อยลง บวกกับ NIM จะปรับตัวดีขึ้นเพราะต้นทุนทางการเงินลดลง

Forecasts and valuation

FY Dec	Unit	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Pre-provision profit	(Btmn)	8,390	8,676	8,554	8,269	8,508
Net profit	(Btmn)	4,249	4,250	4,558	4,783	5,109
PPP/Sh	(Bt)	10.48	10.84	10.68	10.33	10.63
EPS	(Bt)	5.31	5.31	5.69	5.97	6.38
BVPS	(Bt)	28.71	32.14	36.14	40.13	44.48
DPS	(Bt)	2.00	2.00	1.99	2.03	2.01
PER	(x)	8.57	8.57	7.99	7.62	7.13
P/PPP	(x)	4.34	4.20	4.26	4.41	4.28
EPS growth	(%)	4.26	0.02	7.25	4.94	6.82
PBV	(x)	1.58	1.42	1.26	1.13	1.02
ROE	(%)	20.63	17.45	16.67	15.67	15.08
Dividend yields	(%)	4.40	4.40	4.38	4.46	4.42

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	16,918	16,549	17,176
Interest expense	10,304	9,351	7,268	7,137	7,566
Net interest income	8,968	9,540	9,650	9,412	9,610
Non-interest income	5,933	5,757	5,814	6,115	6,606
Non-interest expenses	5,340	5,605	5,808	6,103	6,475
Earnings before tax & provision	9,561	9,692	9,656	9,424	9,741
Tax	1,064	1,043	1,132	1,188	1,268
Equities & minority interest	107	(27)	(30)	(33)	(36)
Core pre-provision profit	8,390	8,676	8,554	8,269	8,508
Provision	4,141	4,426	3,996	3,486	3,399
Core net profit	4,249	4,250	4,558	4,783	5,109
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	4,249	4,250	4,558	4,783	5,109
EPS (Bt)	5.31	5.31	5.69	5.97	6.38
DPS (Bt)	2.00	2.00	1.99	2.03	2.01

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	3Q14	4Q14	2,014	1Q15	2Q15
Interest & dividend income	4,670	4,530	18,891	4,374	4,263
Interest expense	2,214	2,089	9,351	1,974	1,815
Net interest income	2,456	2,441	9,540	2,400	2,448
Non-interest income	1,485	1,501	5,757	1,542	1,446
Non-interest expenses	1,440	1,524	5,605	1,501	1,434
Earnings before tax & provision	2,501	2,418	9,692	2,441	2,461
Tax	277	297	1,043	292	243
Equities & minority interest	(2)	(5)	(27)	(15)	(30)
Core pre-provision profit	2,227	2,127	8,676	2,164	2,248
Provision	1,138	892	4,426	972	1,244
Core net profit	1,089	1,234	4,250	1,192	1,004
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	1,089	1,234	4,250	1,192	1,004
EPS (Bt)	1.36	1.54	5.31	1.49	1.25

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Cash	1,131	1,180	1,259	1,454	1,569
Interbank assets	53,242	38,058	38,058	37,297	36,551
Investments	11,490	15,003	10,502	10,502	10,502
Gross loans	292,151	262,784	241,761	249,014	261,465
Accrued interest receivable	536	556	556	556	556
Loan loss reserve	6,354	6,950	8,447	9,433	10,333
Net loans	286,332	256,390	233,871	240,137	251,688
Total assets	359,263	317,657	290,796	296,580	307,589
Deposits	264,641	205,384	177,246	178,771	185,117
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	336,444	291,833	261,764	264,360	271,885
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	28,939	32,127	35,611
BVPS (Bt)	28.71	32.14	36.14	40.13	44.48

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	3Q14	4Q14	2,014	1Q15	2Q15
Cash	1,012	1,180	1,180	1,082	1,022
Interbank assets	29,405	38,058	38,058	30,057	37,003
Investments	12,167	15,003	15,003	15,673	9,298
Gross loans	267,576	262,784	262,784	254,437	249,341
Accrued interest receivable	425	556	556	546	554
Loan loss reserve	6,809	6,950	6,950	7,096	7,650
Net loans	261,191	256,390	256,390	247,887	242,245
Total assets	310,505	317,657	317,657	302,207	297,279
Deposits	207,075	205,384	205,384	200,149	184,354
Interbank liabilities	12,332	10,897	10,897	11,305	12,917
Borrowings	56,759	65,406	65,406	52,927	62,733
Total liabilities	285,791	291,833	291,833	275,215	270,833
Minority interest	86	93	93	99	104
Paid-up capital	8,007	8,007	8,007	8,007	8,007
Total Equities	24,628	25,731	25,731	26,893	26,342
BVPS (Bt)	30.76	32.14	32.14	33.59	32.90

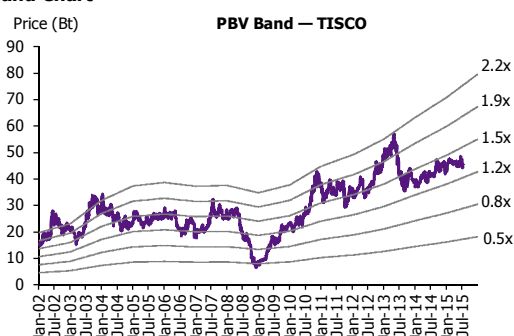
Key Assumptions and Financial Ratios

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Growth					
YoY loan growth	17.65	(10.05)	(8.00)	3.00	5.00
YoY fee & insurance income growth	25.70	(4.13)	1.24	5.01	8.26
Profitability					
Yield on earn'g assets (%)	5.99	5.62	5.58	5.64	5.67
Cost on int-bear'g liab (%)	3.51	3.08	2.73	2.84	2.96
Spread (%)	2.48	2.54	2.85	2.80	2.71
Net interest margin(%)	2.79	2.84	3.18	3.21	3.18
ROE (%)	20.63	17.45	16.67	15.67	15.08
Asset Quality					
NPLs/Total Loans(%)	1.76	2.61	3.07	3.13	3.13
LLR/NPLs(%)	128.01	102.97	113.76	120.99	126.22
Provision expense/Total loans (%)	1.42	1.68	1.65	1.40	1.30
Liquidity					
Loans/Deposits & borrowings (%)	94.63	97.04	100.84	103.21	105.59
Efficiency					
Cost to income ratio (%)	35.84	36.64	37.56	39.31	39.93
Capital Fund					
Capital adequacy ratio(%)	13.38	16.80	16.96	17.86	18.49
Tier-1(%)	9.15	12.56	12.40	13.40	14.22
Tier-2(%)	4.22	4.24	4.56	4.45	4.27

Financial Ratios

	3Q14	4Q14	2,014	1Q15	2Q15
YoY loan growth	(6.07)	(10.05)	(10.05)	(8.78)	(9.12)
YoY fee & insurance income growth	4.20	2.55	(4.13)	0.72	4.02
Yield on earn'g assets (%)	5.92	5.80	5.62	5.68	5.72
Cost on int-bear'g liab (%)	3.13	3.00	3.08	2.89	2.77
Net interest margin(%)	3.12	3.12	2.84	3.12	3.29
Cost to income ratio (%)	36.53	38.66	36.64	38.07	36.81
NPLs/Total Loans(%)	2.42	2.57	2.57	2.65	2.86
LLR/NPLs(%)	105.24	102.97	102.97	105.24	107.18
Provision expense/Total loans (%)	1.70	1.36	6.74	1.53	2.00

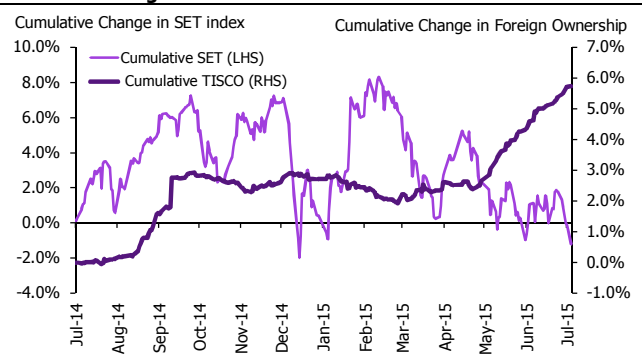
PBV Band Chart



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 Jul 13, 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	33.00	32.0	(1.1)	14.1	15.3	11.1	19	(7)	37	1.5	1.2	1.1	11	10	11	2.1	2.0	2.7
BBL	Buy	179.00	208.0	19.9	9.4	10.3	9.6	1	(9)	8	1.1	1.0	0.9	12	10	10	3.7	3.7	3.9
KBANK	Buy	191.50	225.0	19.8	9.9	11.1	8.7	12	(11)	29	1.8	1.6	1.4	19	15	17	2.1	2.3	2.6
KKP	Neutral	33.25	40.0	25.4	10.6	9.8	8.9	(41)	9	10	0.8	0.8	0.7	7	8	8	4.7	5.1	5.6
KTB	Buy	17.90	22.0	27.4	7.5	8.2	7.4	(2)	(9)	12	1.1	1.0	0.9	15	13	13	5.0	4.5	5.0
LHBANK	Sell	1.85	1.3	(28.4)	20.3	21.9	21.1	30	(7)	4	1.5	1.5	1.4	8	7	7	0.2	1.4	1.4
TCAP	Buy	33.00	44.0	38.2	8.2	7.3	7.1	(45)	13	3	0.8	0.8	0.7	10	11	10	4.8	4.8	4.8
TISCO	Buy	45.50	53.0	20.9	8.6	8.0	7.6	0	7	5	1.4	1.3	1.1	17	17	16	4.4	4.4	4.5
TMB	Sell	2.34	2.5	9.3	10.7	12.2	11.0	66	(12)	11	1.5	1.4	1.2	15	12	12	2.8	2.5	2.7
Average					10.9	11.4	10.1	3	(7)	17	1.3	1.2	1.1	13	12	12	3.4	3.5	3.8

Source: SCBS Investment Research

ข้อจำกัดความรับผิดชอบ (Disclaimer)

บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBS”) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลหลักทรัพย์ (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) ในหุ้นสามัญของ AAV, ADVANC, AOT, AP, BANPU, BBL, BCH, BCP, BDMS, BH, BJCHI, BLAND, BMCL, BTS, CENTEL, CK, DTAC, EGCO, GFPT, GUNKUL, HANA, ICHI, INTUCH, IRPC, ITD, IVL, JAS, KBANK, KCE, KTB, KTC, LPN, MAJOR, MINT, PS, PSL, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, SAWAD, SCC, SGP, SIRI, STEC, STPI, SVI, THAI, TMB, TOP, TRUE, TTA, TTCL, UV

นักลงทุนควรศึกษาข้อมูลในหนังสือเวียนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวอย่างรอบคอบก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ ความเห็น ข่าวก่อนหน้านี้ บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBS”) ไม่รับประกันความถูกต้องของข้อมูลดังกล่าว และข้อมูลดังกล่าวอาจเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลาโดยไม่แจ้งให้ทราบล่วงหน้า ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBS”) ไม่รับประกันความถูกต้องของข้อมูลดังกล่าว และข้อมูลดังกล่าวอาจเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลาโดยไม่แจ้งให้ทราบล่วงหน้า ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBS”) ไม่รับประกันความถูกต้องของข้อมูลดังกล่าว และข้อมูลดังกล่าวอาจเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลาโดยไม่แจ้งให้ทราบล่วงหน้า ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBS”) ไม่รับประกันความถูกต้องของข้อมูลดังกล่าว และข้อมูลดังกล่าวอาจเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลาโดยไม่แจ้งให้ทราบล่วงหน้า

SCBS สงวนสิทธิ์ในการใช้ข้อมูลเพื่อการซื้อขายหลักทรัพย์โดยไม่ได้รับอนุญาตจาก SCBS ทั้งนี้ เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นเพื่อเป็นข้อมูลเท่านั้น ไม่ควรใช้เพื่อการตัดสินใจลงทุน และหากมีการเปลี่ยนแปลงข้อมูลใดๆ บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBS”) ไม่สามารถรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นได้

CG Rating 2014 Companies with CG Rating
BASF, 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, ADVANC, 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, GFPT, GUNKUL, HEMRAI, HMPRO, ICC, KCE, KSL, LANNA, LH, LHBANK, LOXLEY, LPN, MACO, MC, MKOT, NBC, NCH, NINE, NKL, NMG, NSI, OCC, OFM, PAP, PE, PG, PHOL, PJW, 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, TF, THAI, THANI, THCOM, TIP, TIPCO, TK, TKT, TINTY, 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, AVUD, BEAUTY, BEC, BFT, BH, BJ, BJC, BICI, 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, MFE, MJD, MODERN, MONO, MOONG, MPG, MTI, NC, NTV, NUSA, NWR, NYT, OGC, OISHI, PACE, PATO, PB, PDI, PICD, PPM, PPP, PREB, PRG, PRIN, PTG, QLT, QTC, RCL, SABINA, SALEE, SCBLF, SCC, SCG, SEACO, SEADIL, SFP, SIAM, SIRI, SKR, SMG, SMK, SMPK, SMT, SOLAR, SPC, SPGC, SPPT, SST, STANLY, STEC, STPI, SUC, SWC, SYMC, SYNEX, SYNTEC, TASCO, TBSP, TEAM, TFD, TFI, THANA, THIP, THREL, TIC, TICON, TIW, TKS, TLUXE, TMI, TMT, TNDI, TPC, TPCORP, TRT, TRU, TSC, TTCL, TUF, TVD, TVFP, UMI, UP, UPP, UPOK, UT, UV, UVVC, VIH, WAVE, WHA, WIN, WINNER, YUASA, ZMCO
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.