

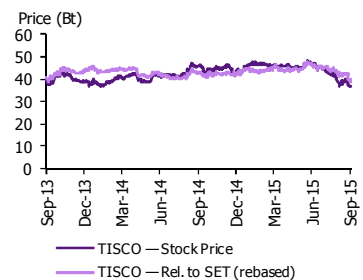
ข้อ

Stock Data

Last close (Sep 23) (Bt)	36.75
12-m target price (Bt)	45.00
Upside (Downside) to TP (%)	22.45
Mkt cap (Btbn)	29.42
Mkt cap (US\$m)	813

Bloomberg code	TISCO TB
Reuters code	TISCO.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.23
Sector % SET	14.89
Shares issued (mn)	801
Par value (Bt)	10
12-m high / low (Bt)	49.3 / 36
Avg. daily 6m (US\$m)	1.73
Foreign limit / actual (%)	49 / 48
Free float (%)	75.0
Dividend policy (%)	50

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	(3.3)	(20.5)	(19.7)
Relative to SET	(8.5)	(12.3)	(7.0)

Source: SET, SCBS Investment Research

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1003

kittima.sattayapan@scb.co.th

สถานการณ์เลวร้ายสะท้อนในราคาหุ้นแล้ว; แนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้น

TISCO จะตั้งสำรองเต็มจำนวนสำหรับสินเชื่อ 4.4 พันล้านบาทที่ปล่อยให้แก่ SSI ซึ่งจะส่งผลทำให้ LLR coverage และสำรองส่วนเกินปรับตัวลดลง อย่างไรก็ตาม การลดค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานและการชำระคืนสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่รายหนึ่งก่อนกำหนดจะช่วยลดผลกระทบดังกล่าว เราปรับประมาณการกำไรของ TISCO ลดลง และปรับราคาเป้าหมายลงสู่ 45 บาท แต่ยังคงคำแนะนำ “ซื้อ”

การตั้งสำรองสินเชื่อ SSI จะส่งผลทำให้ LLR coverage และสำรองส่วนเกินปรับตัวลดลง TISCO จะตั้งสำรองเพิ่ม 1.4-1.5 พันล้านบาทสำหรับสินเชื่อจำนวน 4.4 พันล้านบาทที่ปล่อยให้แก่ SSI (821 ล้านบาท) และบริษัทอยู่ในประเทศอังกฤษ (100 ล้านดอลลาร์สหรัฐ) ในไตรมาส 3/58 ซึ่งจะส่งผลทำให้ TISCO ตั้งสำรองครบ 100% สำหรับสินเชื่อ 100 ล้านดอลลาร์สหรัฐที่ปล่อยให้แก่ SSI UK (เทียบกับ 58% ณ ไตรมาส 2/58) และตั้งสำรอง 30% สำหรับสินเชื่อ 820 ล้านบาทที่ปล่อยให้แก่ SSI สินเชื่อ SSI UK จะถูกตัดจำหน่ายเป็นหนี้สูญเพื่อให้สามารถนำค่าใช้จ่ายตั้งสำรองมาหักภาษีได้ ซึ่งจะส่งผลทำให้ NPL เพิ่มขึ้นเล็กน้อยเนื่องจากสินเชื่อ SSI คิดเป็นสัดส่วน ~0.34% ของสินเชื่อทั้งหมด การตัดจำหน่ายสินเชื่อ SSI UK เป็นหนี้สูญจะส่งผลทำให้ LLR coverage ปรับลดลงจาก 107% ณ ไตรมาส 2/58 สู่ ~74% และสำรองส่วนเกินจะลดลงจาก 3.5 พันล้านบาท ณ ไตรมาส 2/58 สู่ 872 ล้านบาท ณ ไตรมาส 3/58 ผู้บริหารเปิดเผยว่า TISCO ไม่จำเป็นต้องกลับมาเพิ่ม LLR coverage และสำรองส่วนเกิน แต่เราใช้สมมติฐานตามหลักอนุรักษนิยมมากกว่า TISCO โดยไม่เพียงแต่ปรับประมาณการค่าใช้จ่ายตั้งสำรองในปี 2558 เพิ่มขึ้นเพื่อสะท้อนขนาดหนี้ที่สูงขึ้นจากสินเชื่อ SSI เท่านั้น แต่ยังปรับประมาณการค่าใช้จ่ายตั้งสำรองในปี 2559 และปี 2560 เพิ่มขึ้นเพื่อให้ครอบคลุมการกลับมาปรับ LLR coverage เพิ่มเติม เราปรับประมาณการอัตราส่วนค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อรวมเพิ่มขึ้นอีก 0.6% สู่ 2.25% ในปี 2558 รวมถึงปรับขึ้นอีก 0.1% สู่ 1.5% ในปี 2559 และ 1.4% ในปี 2560 อย่างไรก็ตาม ค่าใช้จ่ายตั้งสำรองตามปกติจะลดลงจากการปรับตัวลดลงของ NPL จากสินเชื่อเช่าซื้อ TISCO คาดว่าจะกันสำรองตามปกติ ~1.3% ของสินเชื่อรวมในช่วงครึ่งหลังปี 58 และปี 2559

ลดค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานเพื่อลดผลกระทบ TISCO เปิดเผยในงานประชุมนักวิเคราะห์ว่า จะลดค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานลงชั่วคราว (ส่วนใหญ่เป็นค่าใช้จ่ายพนักงาน) ในอัตรา 30% QoQ (หรือ ~400 ล้านบาท) ในไตรมาส 3/58 เพื่อลดผลกระทบจากการตั้งสำรองเพิ่มสำหรับสินเชื่อ SSI ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานจะกลับคืนสู่ระดับปกติในไตรมาส 4/58 และปี 2559

ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยจากเงินให้สินเชื่อจะกว้างขึ้น TISCO คาดว่าส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยจากเงินให้สินเชื่อจะกว้างขึ้น ~0.4% QoQ สู่ระดับเกือบ 4% ในไตรมาส 3/58 ซึ่งจะช่วยลดผลกระทบจากการตั้งสำรองเพิ่มสำหรับสินเชื่อ SSI TISCO ได้ประโยชน์จากสภาวะอัตราดอกเบี้ยต่ำ และคาดว่าส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยจากเงินให้สินเชื่อจะต่ำสุดในไตรมาส 4/58

รายได้พิเศษจะช่วยลดผลกระทบได้อีกจากหนี้ TISCO จะบันทึกรายได้พิเศษ ~100 ล้านบาทจากการชำระคืนสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่จำนวน 5 พันล้านบาทก่อนกำหนดในเดือน ส.ค. มากกว่ารายได้ 50 ล้านบาทจากการคิดค่าปรับ 1% จากการชำระคืนสินเชื่อก่อนกำหนด นอกจากนี้ TISCO ก็จะโอนค่าใช้จ่ายตั้งสำรองเกี่ยวกับสินเชื่อดังกล่าว ~60 ล้านบาทกลับมาเป็นรายได้ด้วย (ลูกค้าต้องการโยกไปตลาดตราสารหนี้เพื่อรับประโยชน์จากผลตอบแทนพันธบัตรระดับต่ำ)

ปรับประมาณการอัตราการขยายตัวของสินเชื่อปี 2558 และปี 2559 ลดลง เราปรับประมาณการอัตราการขยายตัวของสินเชื่อปี 2558 ลดลงจาก -11% สู่ -8% เพื่อสะท้อนถึงการชำระคืนสินเชื่อจำนวน 5 พันล้านบาทก่อนกำหนดในเดือน ส.ค. และการตัดจำหน่ายสินเชื่อที่ปล่อยให้แก่ SSI UK จำนวน 3.6 พันล้านบาทเป็นหนี้สูญ สำหรับปี 2559 เราปรับประมาณการอัตราการขยายตัวของสินเชื่อลดลงจาก 2% สู่ 0% การชำระคืนสินเชื่อเช่าซื้อน่าจะปรับตัวลดลงในปี 2559 และปี 2560 เนื่องจากสินเชื่อที่ปล่อยไปในปี 2555-56 ครบกำหนดชำระคืนแล้ว ในขณะที่สินเชื่อใหม่น่าจะค่อยๆ กลับคืนมา แต่ไม่มากพอที่จะช่วยสนับสนุนให้สินเชื่อเติบโตจนกว่าจะถึงปี 2560

คาดการณ์กำไรไตรมาส 3/58 เราคาดว่ากำไรไตรมาส 3/58 จะลดลง 38% YoY และ 33% QoQ สู่ 677 ล้านบาท โดยอิงกับข้อมูลจาก TISCO ดังนี้: TISCO จะตั้งสำรองเพิ่ม 1.4-1.5 พันล้านบาทสำหรับสินเชื่อ SSI นอกเหนือจากการตั้งสำรองตามปกติที่ 1.3% ของสินเชื่อรวม, สินเชื่อหดตัวลง -8% ในช่วง 8 เดือนแรกปี 58, NIM ปรับตัวดีขึ้นมาก, รายได้พิเศษ 100 ล้านบาท, และค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานลดลง 30% QoQ

คงคำแนะนำ “ซื้อ” แต่ปรับราคาเป้าหมายลดลงจาก 53 บาท สู่ 45 บาท (1.2 เท่าของประมาณการ BVPS กลางปี 2559) หลังจากปรับประมาณการกำไรลดลง 10% ในปี 2558 และ 4-6% ในปี 2559-60 ราคาหุ้น TISCO ปรับตัวลดลงมากเกินไปจากความกังวลเรื่องสินเชื่อ SSI โดยปัจจุบันซื้อขายที่ PER ระดับต่ำที่ 7 เท่า และ PBV ระดับต่ำที่ 1 เท่า เทียบกับประมาณการ ROE ในปี 2558 ที่ 15% เราคาดว่าจะเห็นกำไรฟื้นตัวในปี 2559-60 โดยได้รับแรงหนุนจากการฟื้นตัวของสินเชื่อรถยนต์ทั้งในแง่ของคุณภาพสินทรัพย์และอัตราการขยายตัวของสินเชื่อ

Forecasts and valuation

FY Dec	Unit	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Pre-provision profit	(Btbn)	8,390	8,676	9,329	8,141	8,195
Net profit	(Btbn)	4,249	4,250	4,079	4,648	4,771
PPP/Sh	(Bt)	10.48	10.84	11.65	10.17	10.24
EPS	(Bt)	5.31	5.31	5.09	5.80	5.96
BVPS	(Bt)	28.71	32.14	35.23	39.25	43.24
DPS	(Bt)	2.00	2.00	1.78	1.97	1.88
PER	(x)	6.93	6.92	7.21	6.33	6.17
P/PPP	(x)	3.51	3.39	3.15	3.61	3.59
EPS growth	(%)	4.26	0.02	(4.01)	13.93	2.66
PBV	(x)	1.28	1.14	1.04	0.94	0.85
ROE	(%)	20.63	17.45	15.13	15.59	14.45
Dividend yields	(%)	5.44	5.44	4.85	5.37	5.11

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	16,630	15,566	15,931
Interest expense	10,304	9,351	6,753	6,478	6,902
Net interest income	8,968	9,540	9,876	9,087	9,029
Non-interest income	5,933	5,757	5,826	6,048	6,543
Non-interest expenses	5,340	5,605	5,448	5,932	6,291
Earnings before tax & provision	9,561	9,692	10,255	9,203	9,281
Tax	1,064	1,043	1,001	1,142	1,171
Equities & minority interest	107	(27)	(75)	(80)	(86)
Core pre-provision profit	8,390	8,676	9,329	8,141	8,195
Provision	4,141	4,426	5,250	3,494	3,424
Core net profit	4,249	4,250	4,079	4,648	4,771
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	4,249	4,250	4,079	4,648	4,771
EPS (Bt)	5.31	5.31	5.09	5.80	5.96
DPS (Bt)	2.00	2.00	1.78	1.97	1.88

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	1,209	1,466	1,669
Interbank assets	53,242	38,058	38,058	38,058	37,297
Investments	11,490	15,003	10,502	10,502	10,502
Gross loans	292,151	262,784	232,905	232,905	244,551
Accrued interest receivable	536	556	556	556	556
Loan loss reserve	6,354	6,950	6,100	3,494	818
Net loans	286,332	256,390	227,362	229,968	244,289
Total assets	359,263	317,657	284,237	287,184	301,036
Deposits	264,641	205,384	176,918	175,573	185,054
Interbank liabilities	16,703	10,897	10,897	10,897	10,897
Borrowings	44,084	65,406	57,000	57,000	57,000
Total liabilities	336,044	291,833	255,935	255,662	266,323
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	28,209	31,429	34,621
BVPS (Bt)	28.71	32.14	35.23	39.25	43.24

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

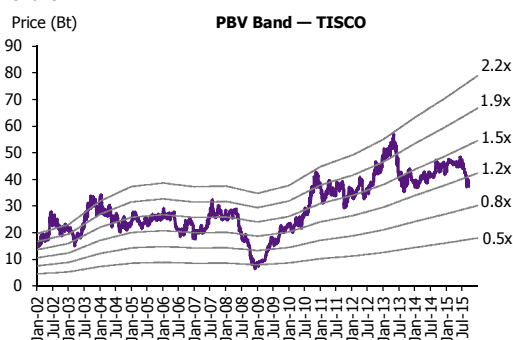
Key Assumptions and Financial Ratios

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Growth					
YoY loan growth	17.65	(10.05)	(11.37)	0.00	5.00
YoY fee & insurance income growth	25.70	(4.13)	2.54	3.38	8.38
Profitability					
Yield on earn'g assets (%)	5.99	5.62	5.57	5.53	5.55
Cost on int-bear'g liab (%)	3.51	3.08	2.57	2.65	2.78
Spread (%)	2.48	2.54	3.00	2.88	2.77
Net interest margin(%)	2.79	2.84	3.31	3.23	3.15
ROE (%)	20.63	17.45	15.13	15.59	14.45
Asset Quality					
NPLs/Total Loans(%)	1.76	2.61	3.19	3.35	3.35
LLR/NPLs(%)	128.01	102.97	82.16	44.81	10.00
Provision expense/Total loans (%)	1.42	1.68	2.25	1.50	1.40
Liquidity					
Loans/Deposits & borrowings (%)	94.63	97.04	99.57	100.14	101.03
Efficiency					
Cost to income ratio (%)	35.84	36.64	34.69	39.20	40.40
Capital Fund					
Capital adequacy ratio(%)	13.38	16.80	17.27	18.38	18.73
Tier-1(%)	9.15	12.56	12.59	13.76	14.35
Tier-2(%)	4.22	4.24	4.68	4.63	4.38

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

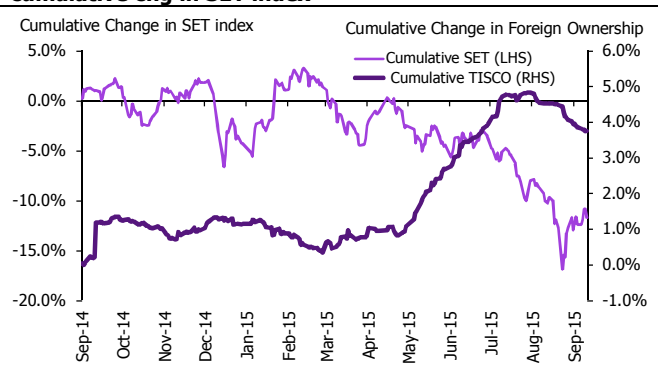
PBV Band Chart



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 1: Valuation summary (Closing price as of Sep 23, 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	31.00	30.0	(1.0)	13.3	13.6	12.0	19	(3)	14	1.4	1.2	1.1	11	10	9	2.3	2.2	2.5
BBL	Buy	163.00	205.0	29.8	8.6	9.4	8.8	1	(9)	7	1.0	0.9	0.8	12	10	10	4.1	4.0	4.2
KBANK	Buy	182.50	225.0	25.8	9.5	10.6	8.3	12	(11)	27	1.7	1.5	1.3	19	15	17	2.2	2.5	2.7
KKP	Neutral	30.25	34.0	17.7	9.7	9.4	8.6	(41)	3	9	0.7	0.7	0.7	7	7	8	5.2	5.3	5.8
KTB	Buy	17.10	22.0	33.4	7.2	7.7	7.1	(2)	(7)	8	1.0	1.0	0.9	15	13	13	5.3	4.8	5.2
LHBANK	Sell	1.60	1.3	(16.8)	17.6	15.5	15.2	30	14	1	1.3	1.2	1.2	8	8	8	0.2	1.9	2.0
TCAP	Buy	32.25	42.0	35.2	8.0	7.1	7.1	(45)	13	1	0.8	0.7	0.7	10	11	10	5.0	5.0	5.0
TISCO	Buy	36.75	45.0	27.3	6.9	7.2	6.3	0	(4)	14	1.1	1.0	0.9	17	15	16	5.4	4.9	5.4
TMB	Sell	2.48	2.4	(1.0)	11.4	13.4	11.0	66	(15)	21	1.6	1.4	1.3	15	11	12	2.6	2.2	2.7
Average					10.1	10.3	9.2	3	(7)	14	1.2	1.1	1.0	13	12	12	3.7	3.7	4.1

Source: SCBS Investment Research

CG Rating 2014 Companies with CG Rating

★★★★	BAFS, BCP, BTS, CPN, EGCO, GRAMMY, HANA, INTUCH, IRPC, IWL, 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, GPPT, 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, PJW, PM, PPS, PR, PRANDA, PS, PT, QH, RATCH, ROBINS, RS, S & J, SAMCO, SCC, SINGER, SIS, SITHAI, SNG, SNP, SPI, SSF, SSI, SSSC, STA, SVI, TCAP, TF, THAI, THANI, THCOM, TIP, TPCO, TK, TKT, TMT, TNG, TOG, TRC, TRUE, TSTE, TSTH, TTA, TTW, TVO, UAC, VGI, VNT, VACOAL
★★★	ZS, AF, AH, AHC, AIT, AJ, AKP, AKR, AMANAH, AMARIN, AMATA, AP, APCO, APCS, AQUA, ARIP, AS, ASIA, AYUD, BEAUTY, BEC, BFT, BH, BJK, BUCHI, BOL, BTNC, BWG, CCET, CGD, CGS, CHOW, CI, OXP, 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, SALLEE, SCBUJ, SCCG, SCG, SEAFCD, SEADIL, SFP, SIAM, SIRI, SKR, SMG, SMIK, SMPG, SMT, SOLAR, SPC, SPCG, 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, TNDY, TPC, TPCORP, TRT, TRU, TSC, TTCL, TUF, TVD, TWFP, UMI, UP, UPF, UPOK, UT, UV, UVVC, VIB, WAVE, WHA, WIN, WINNER, YUASA, ZMRC

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.