

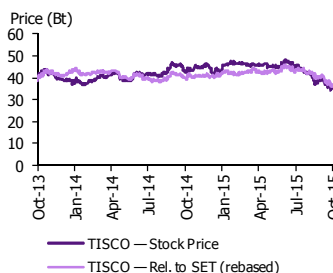
ข้อ

Stock Data

Last close (Oct 9) (Bt)	36.00
12-m target price (Bt)	45.00
Upside (Downside) to TP (%)	25.00
Mkt cap (Btbn)	28.82
Mkt cap (US\$mn)	812

Bloomberg code	TISCO TB
Reuters code	TISCO.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.22
Sector % SET	14.91
Shares issued (mn)	801
Par value (Bt)	0.95
12-m high / low (Bt)	49.3 / 34
Avg. daily 6m (US\$mn)	1.80
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	(10.0)	(20.9)	(15.8)
Relative to SET	(11.0)	(16.8)	(7.4)

Source: SET, SCBS Investment Research

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1003

kittima.sattayapan@scb.co.th

ผลประกอบการไตรมาส 3/58 ได้รับผลกระทบจากการตั้งสำรองสินเชื่อ SSI

การตั้งสำรองสินเชื่อ SSI ได้รับการชดเชยส่วนใหญ่จากการลดค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน กำไรสุทธิไตรมาส 3/58 ของ TISCO ปรับตัวลดลง 26% YoY และ 19% QoQ สู่ 810 ล้านบาท เป็นไปตามที่ตลาดคาด แต่สูงกว่าประมาณการของเราที่ 677 ล้านบาท เพราะต้นทุนเงินทุนและค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานต่ำกว่าคาด ผลประกอบการไตรมาส 3/58 เป็นไปตามที่ผู้บริหารให้ข้อมูล โดยสะท้อนถึง: 1) การตั้งสำรองเพิ่ม 1.4-1.5 พันล้านบาทสำหรับสินเชื่อ SSI นอกเหนือจากการตั้งสำรองตามปกติที่ 1.3-1.4% ของสินเชื่อรวม เนื่องจากสินเชื่อ SSI ถูกจัดชั้นใหม่เป็น NPL; 2) สินเชื่อหดตัวลง 4.8% QoQ และ 10% ในช่วง 9 เดือนแรกปี 58 โดยเกิดจากสินเชื่อรถยนต์ที่หดตัวอย่างต่อเนื่อง, การชำระคืนสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่, และการตัดจำหน่ายสินเชื่อที่ปล่อยให้แก่ SSI UK จำนวน 100 ล้านดอลลาร์สหรัฐเป็นหนี้สูญ; 3) NIM ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น 0.34% QoQ หลักๆ เกิดจากต้นทุนเงินทุนที่ลดลง 0.31% QoQ; 4) รายได้ที่มีใช้ดอกเบี้ยในระดับทรงตัว QoQ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากค่าธรรมเนียมในการชำระคืนสินเชื่อ ก่อนกำหนดและค่าธรรมเนียมการขายประกันผ่านธนาคาร; และ 5) การลดค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานลง 35% QoQ เพื่อลดผลกระทบจากการตั้งสำรองเพิ่มสำหรับสินเชื่อ SSI ทั้งนี้ TISCO ได้ตัดจำหน่ายสินเชื่อที่ปล่อยให้แก่ SSI UK จำนวน 100 ล้านดอลลาร์สหรัฐเป็นหนี้สูญ และ NPL ปรับเพิ่มขึ้น 704 ล้านบาท (10%) QoQ โดยทั้งหมดเกิดจากการจัดชั้นสินเชื่อที่ปล่อยให้แก่ SSI ประเทศไทยจำนวน 821 ล้านบาทเป็น NPL ถ้าตัดผลกระทบของสินเชื่อ SSI ออกไป NPL ของ TISCO จะลดลง 2% QoQ หลักๆ เกิดจากสินเชื่อรถยนต์ และสำรองตามปกติของ TISCO จะอยู่ที่ 1.3-1.4% ของสินเชื่อรวม ต่ำกว่าระดับ 1.5% ในช่วงครึ่งแรกปี 58

Figure 1: Quarterly results

P & L (Bt mn)	3Q14	2Q15	3Q15	%YoY ch	%QoQ ch	9M14	9M15	% YoY ch	% full year
Interest income	4,670	4,263	4,176	(11)	(2)	14,361	12,813	(11)	77
Interest expense	2,214	1,815	1,559	(30)	(14)	7,262	5,349	(26)	79
Net interest income	2,456	2,448	2,617	7	7	7,099	7,465	5	76
Non-interest income	1,485	1,446	1,456	(2)	1	4,256	4,444	4	76
Operating expenses	1,440	1,434	928	(36)	(35)	4,081	3,862	(5)	71
Pre-provision profit	2,501	2,461	3,145	26	28	7,274	8,047	11	78
Less Provision	1,138	1,244	2,166	90	74	3,534	4,381	24	83
Pre-tax profit	1,363	1,217	979	(28)	(20)	3,740	3,666	(2)	73
Income tax	277	243	197	(29)	(19)	747	732	(2)	73
MI and equity	2	30	27	1,262	(9)	22	72	228	NA
Net profit	1,089	1,004	810	(26)	(19)	3,015	3,006	(0)	74
EPS (Bt)	1.36	1.25	1.01	(26)	(19)	3.77	3.75	(0)	74
B/S (Bt mn)	3Q14	2Q15	3Q15	%YoY ch	%QoQ ch	9M14	9M15	%YoY ch	% full year
Gross loans	267,576	249,341	237,260	(11)	(5)	267,576	237,260	(11)	NM
Deposits	207,075	184,354	162,105	(22)	(12)	207,075	162,105	(22)	NM
BVPS (Bt)	30.76	32.90	33.55	9	2	30.76	33.55	9	NM
Ratios (%)	3Q14	2Q15	3Q15	%YoY ch*	%QoQ ch*	9M14	9M15	YoY ch*	% full year
Yield on earn. asset	5.92	5.72	5.79	(0.13)	0.07	5.75	5.73	(0.02)	NM
Cost of funds	3.13	2.77	2.46	(0.67)	(0.31)	3.22	2.69	(0.53)	NM
Net interest margin	3.12	3.29	3.63	0.52	0.34	2.84	3.34	0.49	NM
Cost to income	36.5	36.8	22.8	(13.74)	(14.02)	35.94	32.43	(3.51)	NM
NPLs/total loans	2.42	2.86	3.30	0.89	0.44	2.42	3.30	0.89	NM
LLR/NPLs	105.2	107.2	74.1	(31.10)	(33.04)	105.2	74.1	(31.10)	NM

Source: SCBS Investment Research

Note: * Percentage points

Valuation ต่ำมาก เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” TISCO ปัจจุบันหุ้น TISCO ซื้อขายที่ PER ระดับต่ำมากที่สุด 8 เท่า ทั้งๆ ที่ความจริงแล้วถ้าไม่มีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นสอดคล้องกับความเป็นจริงในการตั้งสำรองสำหรับสินเชื่อรถยนต์ลดลง บวกกับ NIM จะปรับตัวดีขึ้นเพราะต้นทุนเงินทุนลดลง

Forecasts and valuation

FY Dec	Unit	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Pre-provision profit	(Btmn)	8,390	8,676	9,329	8,176	8,307
Net profit	(Btmn)	4,249	4,250	4,079	4,682	4,883
PPP/Sh	(Bt)	10.48	10.84	11.65	10.21	10.37
EPS	(Bt)	5.31	5.31	5.09	5.85	6.10
BVPS	(Bt)	28.71	32.14	35.23	39.30	43.41
DPS	(Bt)	2.00	2.00	1.78	1.99	1.92
PER	(x)	6.78	6.78	7.07	6.16	5.90
P/PPP	(x)	3.44	3.32	3.09	3.53	3.47
EPS growth	(%)	4.26	0.02	(4.01)	14.78	4.28
PBV	(x)	1.25	1.12	1.02	0.92	0.83
ROE	(%)	20.63	17.45	15.13	15.69	14.75
Dividend yields	(%)	5.56	5.56	4.95	5.52	5.34

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	6,435	6,762
Net interest income	8,968	9,540	9,876	9,131	9,168
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	9,246	9,420
Tax	1,064	1,043	1,001	1,150	1,199
Equities & minority interest	107	(27)	(75)	(80)	(86)
Core pre-provision profit	8,390	8,676	9,329	8,176	8,307
Provision	4,141	4,426	5,250	3,494	3,424
Core net profit	4,249	4,250	4,079	4,682	4,883
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	4,249	4,250	4,079	4,682	4,883
EPS (Bt)	5.31	5.31	5.09	5.85	6.10
DPS (Bt)	2.00	2.00	1.78	1.99	1.92

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Cash	1,131	1,180	1,209	1,345	1,411
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	6,594	7,018
Net loans	286,332	256,390	227,362	226,868	238,089
Total assets	359,263	317,657	284,237	283,963	294,578
Deposits	264,641	205,384	176,918	172,318	178,461
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	252,407	259,729
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	31,463	34,755
BVPS (Bt)	28.71	32.14	35.23	39.30	43.41

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	3.24	3.20
ROE (%)	20.63	17.45	15.13	15.69	14.75
Asset Quality					
NPLs/Total Loans(%)	1.76	2.61	3.42	3.42	3.42
LLR/NPLs(%)	128.01	102.97	76.66	82.86	84.00
Provision expense/Total loans (%)	1.42	1.68	2.25	1.50	1.40
Liquidity					
Loans/Deposits & borrowings (%)	94.63	97.04	99.57	101.56	103.86
Efficiency					
Cost to income ratio (%)	35.84	36.64	34.69	39.08	40.04
Capital Fund					
Capital adequacy ratio(%)	13.38	16.80	17.27	18.62	19.21
Tier-1(%)	9.15	12.56	12.59	13.93	14.72
Tier-2(%)	4.22	4.24	4.68	4.69	4.49

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	4Q14	2,014	1Q15	2Q15	3Q15
Interest & dividend income	4,530	18,891	4,374	4,263	4,176
Interest expense	2,089	9,351	1,974	1,815	1,559
Net interest income	2,441	9,540	2,400	2,448	2,617
Non-interest income	1,501	5,757	1,542	1,446	1,456
Non-interest expenses	1,524	5,605	1,501	1,434	928
Earnings before tax & provision	2,418	9,692	2,441	2,461	3,145
Tax	297	1,043	292	243	197
Equities & minority interest	(5)	(27)	(15)	(30)	(27)
Core pre-provision profit	2,127	8,676	2,164	2,248	2,975
Provision	892	4,426	972	1,244	2,166
Core net profit	1,234	4,250	1,192	1,004	810
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	1,234	4,250	1,192	1,004	810
EPS (Bt)	1.54	5.31	1.49	1.25	1.01

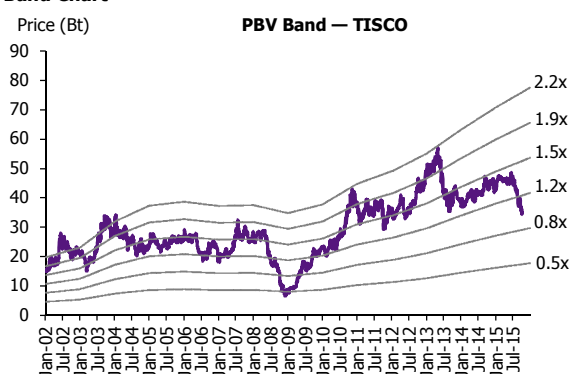
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	4Q14	2,014	1Q15	2Q15	3Q15
Cash	1,180	1,180	1,082	1,022	955
Interbank assets	38,058	38,058	30,057	37,003	34,880
Investments	15,003	15,003	15,673	9,298	8,805
Gross loans	262,784	262,784	254,437	249,341	237,260
Accrued interest receivable	556	556	546	554	530
Loan loss reserve	6,950	6,950	7,096	7,650	5,813
Net loans	256,390	256,390	247,887	242,245	231,976
Total assets	317,657	317,657	302,207	297,279	283,639
Deposits	205,384	205,384	200,149	184,354	162,105
Interbank liabilities	10,897	10,897	11,305	12,917	9,207
Borrowings	65,406	65,406	52,927	62,733	76,438
Total liabilities	291,833	291,833	275,215	270,833	256,679
Minority interest	93	93	99	104	100
Paid-up capital	8,007	8,007	8,007	8,007	8,007
Total Equities	25,731	25,731	26,893	26,342	26,860
BVPS (Bt)	32.14	32.14	33.59	32.90	33.55

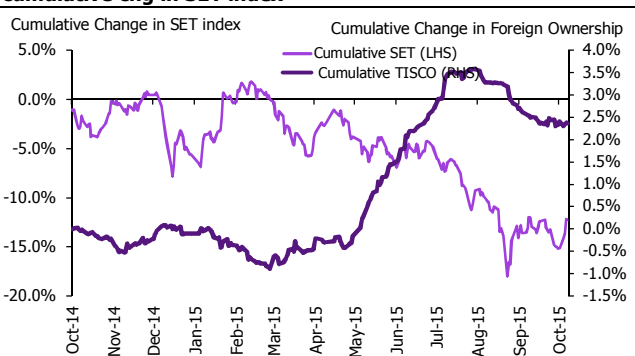
Financial Ratios

	4Q14	2,014	1Q15	2Q15	3Q15
YoY loan growth	(10.05)	(10.05)	(8.78)	(9.12)	(11.33)
YoY fee & insurance income growth	2.55	(4.13)	0.72	4.02	(5.82)
Yield on earn'g assets (%)	5.80	5.62	5.68	5.72	5.79
Cost on int-bear'g liab (%)	3.00	3.08	2.89	2.77	2.46
Net interest margin(%)	3.12	2.84	3.12	3.29	3.63
Cost to income ratio (%)	38.66	36.64	38.07	36.81	22.79
NPLs/Total Loans(%)	2.57	2.57	2.65	2.86	3.30
LLR/NPLs(%)	102.97	102.97	105.24	107.18	74.14
Provision expense/Total loans (%)	1.36	6.74	1.53	2.00	3.65

PBV Band Chart



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



Source: SET, SCBS Investment Research

12-Month Cumulative directors trade

NA

Figure 2: Valuation summary (Closing price as of Oct 9, 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	30.75	30.0	(0.2)	13.2	13.5	11.8	19	(3)	14	1.4	1.2	1.1	11	10	9	2.3	2.2	2.5
BBL	Buy	166.50	190.0	18.0	8.8	9.9	9.5	1	(12)	4	1.0	0.9	0.8	12	9	9	3.9	3.9	3.8
KBANK	Buy	184.50	225.0	24.4	9.6	10.7	8.7	12	(10)	22	1.7	1.5	1.3	19	15	16	2.2	2.4	2.7
KKP	Neutral	31.75	34.0	12.1	10.2	9.9	9.3	(41)	2	7	0.7	0.7	0.7	7	7	8	4.9	5.0	5.4
KTB	Buy	17.60	22.0	29.4	7.2	8.3	7.6	0	(13)	10	1.1	1.0	0.9	16	12	13	5.1	4.4	4.9
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	6.9	(45)	14	3	0.8	0.7	0.7	10	11	11	5.0	5.0	5.0
TISCO	Buy	36.00	45.0	30.0	6.8	7.1	6.2	0	(4)	15	1.1	1.0	0.9	17	15	16	5.6	5.0	5.5
TMB	Sell	2.60	2.4	(5.6)	11.9	14.0	11.6	66	(15)	21	1.6	1.5	1.4	15	11	12	2.5	2.1	2.6
Average					10.3	10.6	9.6	4	(10)	14	1.3	1.1	1.0	14	12	12	3.6	3.6	3.9

Source: SCBS Investment Research

CG Rating 2014 Companies with CG Rating

★★★★	BAFS, BCP, BTS, CPN, EGO, GRAMMY, HANA, INTUCH, IRPC, IUL, 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, BLA, BMCL, BROOK, CENTEL, CFRESH, CIMBT, CK, ONT, 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, MCOT, 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, TNITY, TNL, TOG, TRC, TRUE, TSTE, TSTH, TTA, TTW, TVO, UAC, VGI, VNT, WAGDAL
★★★	25, 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, CCE, CGD, CGS, CHOW, CI, CKP, CM, CMB, CSC, CSP, CSS, DCC, DEMCO, DNA, EA, ESSO, FE, FORTH, FPI, GENCO, GL, GLOBAL, GLOW, GOLD, HDTPOT, HTC, HTECH, HYDRO, IFS, IHL, INET, IRC, JRPC, 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, PKO, PPM, PPP, PREB, PRG, PRIN, PTG, QLT, QTC, RCL, SABINA, SALEE, SCBUJ, SCC, SCG, SEAFCO, SEAOL, SFP, SIAM, SIRI, SKR, SMG, SMK, SMP, SMT, SOLAR, SPC, SPG, 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, TNDT, TPC, TPCORP, TRT, TRU, TSC, TTCL, TUF, TVD, TWFP, UMI, UP, UPF, UPOK, 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.