

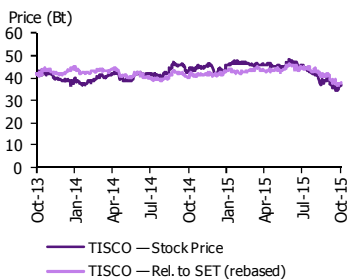
ข้อ

Stock Data

Last close (Oct 14) (Bt)	37.00
12-m target price (Bt)	45.00
Upside (Downside) to TP (%)	21.62
Mkt cap (Btbn)	29.62
Mkt cap (US\$m)	835

Bloomberg code	TISCO TB
Reuters code	TISCO.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.22
Sector % SET	15.14
Shares issued (mn)	801
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	49.3 / 34
Avg. daily 6m (US\$m)	1.82
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	(5.1)	(17.8)	(15.4)
Relative to SET	(7.5)	(13.0)	(6.9)

Source: SET, SCBS Investment Research

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1003

kittima.sattayapan@scb.co.th

ทำไมเราจะฟื้นตัวดีขึ้นจากการตั้งสำรองลดลง

กำไรของ TISCO มีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้น เนื่องจากการตั้งสำรองสำหรับสินเชื่อบริษัทลดลงบวกกับต้นทุนเงินทุนที่ลดลงจะช่วยให้ NIM ปรับตัวดีขึ้น เรายังมองไม่เห็นปัจจัยที่จะช่วยกระตุ้นให้สินเชื่อเติบโตไปจนถึงปี 2560 อย่างไรก็ดี ประเด็นกดดันเกี่ยวกับ SSI สะท้อนในราคาหุ้นไปเรียบร้อยแล้ว และปัจจุบันหุ้น TISCO ก็ซื้อขายที่ valuation ต่ำมาก เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” TISCO ด้วยราคาเป้าหมาย 45 บาท

NPL และตั้งสำรองสำหรับสินเชื่อบริษัทลดลง ในงานประชุมสรุปผลประกอบการไตรมาส 3/58 TISCO ยืนยันการลดค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญตามปกติลงสู่ 1.3-1.4% ของสินเชื่อรวมในปี 2559 เทียบกับ 1.5% (2.46% ถ้ารวมการตั้งสำรองสำหรับสินเชื่อ SSI เข้ามาด้วย) ในช่วง 9 เดือนแรกปี 58 NPL เพิ่มขึ้น 704 ล้านบาท (10% QoQ) ในไตรมาส 3/58 โดยทั้งหมดเกิดจากการจัดชั้นสินเชื่อจำนวน 821 ล้านบาทที่ปล่อยให้แก่ SSI ประเทศไทยเป็น NPL ถ้าตัดรายการนี้ออกไป NPL จะหดตัวลง 2% QoQ หลักๆ เกิดจากสินเชื่อรถยนต์ และค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญตามปกติจะอยู่ที่ 1.3-1.4% ของสินเชื่อรวมต่ำกว่า 1.5% ในช่วงครึ่งแรกปี 58 LLR coverage เทียบกับ NPL ปรับตัวลดลงจาก 107% ณ ไตรมาส 2/58 สู่ 74% ณ ไตรมาส 3/58 อันเป็นผลมาจากการจัดชั้นสินเชื่อ 4.4 พันล้านบาทที่ปล่อยให้แก่ SSI (3.6 พันล้านบาทสำหรับ SSI UK และ 821 ล้านบาทสำหรับ SSI ประเทศไทย) เป็น NPL และการตัดจำหน่ายสินเชื่อ SSI UK เป็นหนี้สูญ แม้ TISCO กล่าวว่า LLR coverage เทียบกับ NPL หลังหักมูลค่าหลักประกันที่ 153% เพียงพอ และไม่มีควมจำเป็นต้องเพิ่ม LLR coverage แต่เราคาดการณ์ตามหลักระมัดระวังว่าค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อรวมจะอยู่ที่ 1.5% ในไตรมาส 4/58 และปี 2559 เนื่องจากเราเชื่อว่า TISCO จะค่อยๆ เพิ่ม LLR coverage อีกครั้ง

NIM จะทำจุดสูงสุดในไตรมาส 4/58 ต้นทุนเงินทุนที่ลดลงทำให้ TISCO คาดว่าส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิ (NIM) จะปรับตัวเพิ่มขึ้นอีก ~0.10% QoQ ในไตรมาส 4/58 หลังจากเพิ่มขึ้นอย่างน่าประทับใจถึง +0.34% QoQ ในไตรมาส 3/58 และ +0.17% QoQ ในไตรมาส 2/58 ต้นทุนเงินทุนที่ลดลงส่วนใหญ่เกิดจากการชะลอแคมเปญเงินฝากออกทรัพย์ (“บัญชีเงินฝากออมทรัพย์ไดมอนด์”) อย่างไรก็ตาม TISCO มองว่าต้นทุนเงินทุนไม่น่าจะลดลงอีกในปี 2559 และคาดว่า NIM จะทำจุดสูงสุดในไตรมาส 4/58 โดยจะอยู่ในระดับดังกล่าวต่อเนื่องไปถึงปี 2559 เราคาดว่า NIM จะอยู่ในระดับทรงตัวในปี 2559

สินเชื่อจะกลับมาเติบโตอย่างมากในปี 2560 TISCO คาดว่าสินเชื่อจะอยู่ในระดับทรงตัวในปี 2559 ก่อนที่จะกลับมาเติบโตอย่างมากในปี 2560 เมื่อมีการชำระคืนสินเชื่อที่ปล่อยไปจำนวนมากในปี 2555-2556 จนหมด สินเชื่อในช่วง 9 เดือนแรกปี 59 หดตัวลง 10% (หรือ 2.3 หมื่นล้านบาท) เทียบกับประมาณการทั้งปีของเราที่ -11% สินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่อลดลง 19% หรือ 1 หมื่นล้านบาท YTD โดยครึ่งหนึ่งเกิดจากการชำระคืนสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่อรายหนึ่งก่อนกำหนด เนื่องจากลูกค้าต้องการโยกไปตลาดตราสารหนี้เพื่อใช้ประโยชน์จากผลตอบแทนพันธบัตรระดับต่ำ สินเชื่อ SME ลดลง 14% หรือ 3.3 พันล้านบาท YTD และสินเชื่อรายย่อยหดตัวลง 7% หรือ 1.2 หมื่นล้านบาท YTD หลักๆ เกิดจากสินเชื่อรถยนต์ TISCO คาดว่าสินเชื่อรถยนต์จะหดตัวน้อยลงในไตรมาส 4/58 เนื่องจากค่ายรถยนต์ที่มี TISCO เป็นพันธมิตรให้บริการสินเชื่อรถยนต์รายหลักทยอยขยายได้เพิ่มขึ้น เรายังคงประมาณการอัตราการขยายตัวของสินเชื่อไว้ที่ -11% ในปี 2558, 0% ในปี 2559, และ 5% ในปี 2560

ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานจะกลับคืนสู่ระดับปกติในไตรมาส 4/58 และปี 2559 TISCO ยืนยันว่าค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานจะกลับคืนสู่ระดับปกติในไตรมาส 4/58 และปี 2559 หลังจาก TISCO ลดค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานลง 35% QoQ ในไตรมาส 3/58 เพื่อลดผลกระทบจากการตั้งสำรองสินเชื่อ SSI TISCO โอนกลับรายการโบนัสค้างจ่ายในไตรมาส 3/58 ส่งผลทำให้อัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ลดลงสู่ 23% ในไตรมาส 3/58 เทียบกับระดับปกติที่ 37% เราคาดว่าอัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้จะเพิ่มขึ้นจาก 34% ในปี 2558 สู่ 40% ในปี 2559

Valuation ต่ำมาก เรายังแนะนำ “ซื้อ” TISCO ปัจจุบันหุ้น TISCO ซื้อขายที่ PER ระดับต่ำมากที่ 7 เท่า ทั้งๆ ที่ความจริงแล้วกำไรมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นสอดคล้องกับความจำเป็นในการตั้งสำรองสำหรับสินเชื่อรถยนต์น้อยลง บวกกับ NIM จะปรับตัวดีขึ้นเพราะต้นทุนเงินทุนลดลง

Forecasts and valuation

FY Dec	Unit	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Pre-provision profit	(Btmn)	8,390	8,676	9,471	8,209	8,389
Net profit	(Btmn)	4,249	4,250	4,221	4,715	4,965
PPP/Sh	(Bt)	10.48	10.84	11.83	10.25	10.48
EPS	(Bt)	5.31	5.31	5.27	5.89	6.20
BVPS	(Bt)	28.71	32.14	35.41	39.45	43.65
DPS	(Bt)	2.00	2.00	1.85	2.00	1.95
PER	(x)	6.97	6.97	7.02	6.28	5.97
P/PPP	(x)	3.53	3.41	3.13	3.61	3.53
EPS growth	(%)	4.26	0.02	(0.66)	11.70	5.31
PBV	(x)	1.29	1.15	1.04	0.94	0.85
ROE	(%)	20.63	17.45	15.61	15.73	14.92
Dividend yields	(%)	5.41	5.41	4.99	5.41	5.28

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	16,880	15,723	16,093
Interest expense	10,304	9,351	6,762	6,221	6,544
Net interest income	8,968	9,540	10,119	9,503	9,549
Non-interest income	5,933	5,757	5,720	5,885	6,365
Non-interest expenses	5,340	5,605	5,407	6,100	6,390
Earnings before tax & provision	9,561	9,692	10,432	9,287	9,523
Tax	1,064	1,043	1,036	1,159	1,220
Equities & minority interest	107	-27	-75	-80	-86
Core pre-provision profit	8,390	8,676	9,471	8,209	8,389
Provision	4,141	4,426	5,250	3,494	3,424
Core net profit	4,249	4,250	4,221	4,715	4,965
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	4,249	4,250	4,221	4,715	4,965
EPS (Bt)	5.31	5.31	5.27	5.89	6.20
DPS (Bt)	2.00	2.00	1.85	2.00	1.95

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	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Cash	1,131	1,180	1,166	1,113	1,212
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	284,194	283,732	294,379
Deposits	264,641	205,384	176,733	171,961	178,066
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	255,750	252,050	259,334
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	28,351	31,588	34,951
BVPS (Bt)	28.71	32.14	35.41	39.45	43.65

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

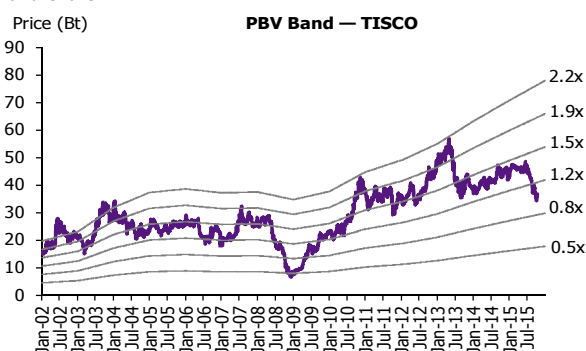
Key Assumptions and Financial Ratios

	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)	(0.89)	3.80	8.38
Profitability					
Yield on earn'g assets (%)	5.99	5.62	5.65	5.59	5.61
Cost on int-bear'g liab (%)	3.51	3.08	2.57	2.57	2.69
Spread (%)	2.48	2.54	3.08	3.02	2.92
Net interest margin(%)	2.79	2.84	3.39	3.38	3.33
ROE (%)	20.63	17.45	15.61	15.73	14.92
Asset Quality					
NPLs/Total Loans(%)	1.76	2.61	3.33	3.33	3.33
LLR/NPLs(%)	128.01	102.97	78.64	85.00	86.17
Provision expense/Total loans (%)	1.42	1.68	2.25	1.50	1.40
Liquidity					
Loans/Deposits & borrowings (%)	94.63	97.04	99.65	101.72	104.04
Efficiency					
Cost to income ratio (%)	35.84	36.64	34.14	39.65	40.15
Capital Fund					
Capital adequacy ratio(%)	13.38	16.80	17.31	18.67	19.28
Tier-1(%)	9.15	12.56	12.63	13.98	14.79
Tier-2(%)	4.22	4.24	4.68	4.69	4.49

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

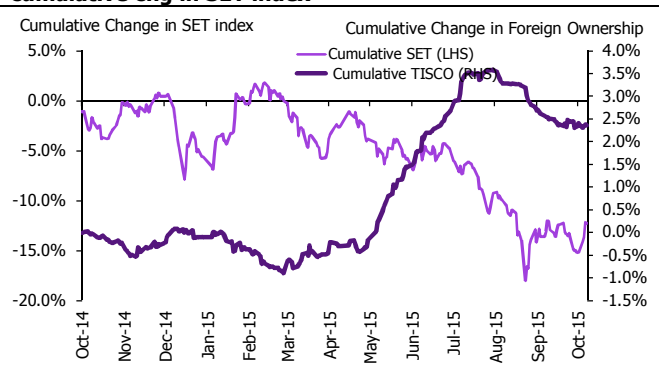
PBV Band Chart



12-Month Cumulative 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 Oct 14, 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	35.75	30.0	(14.2)	15.3	15.7	13.8	19	(3)	14	1.7	1.3	1.3	11	10	9	2.0	1.9	2.2
BBL	Buy	167.00	190.0	17.7	8.8	9.9	9.6	1	(12)	4	1.0	0.9	0.8	12	9	9	3.9	3.9	3.8
KBANK	Buy	183.00	225.0	25.4	9.5	10.6	8.7	12	(10)	22	1.7	1.5	1.3	19	15	16	2.2	2.5	2.7
KKP	Neutral	32.00	34.0	11.2	10.2	10.0	9.3	(41)	2	7	0.7	0.7	0.7	7	7	8	4.9	5.0	5.4
KTB	Buy	17.70	22.0	28.7	7.3	8.4	7.6	0	(13)	10	1.1	1.0	0.9	16	12	13	5.1	4.4	4.8
LHBank	Sell	1.62	1.4	(11.4)	17.8	13.7	12.8	30	29	7	1.3	1.2	1.2	8	9	9	0.2	2.2	2.3
TCAP	Buy	32.50	42.0	34.2	8.1	7.1	6.9	(45)	14	3	0.8	0.8	0.7	10	11	11	4.9	4.9	4.9
TISCO	Buy	37.00	45.0	26.6	7.0	7.0	6.3	0	(1)	12	1.2	1.0	0.9	17	16	16	5.4	5.0	5.4
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					10.5	10.7	9.5	4	(10)	14	1.3	1.2	1.1	14	12	12	3.5	3.6	3.9

Source: SCBS Investment Research

CG Rating 2014 Companies with CG Rating

▲▲▲▲	BAFS, BCP, BTS, CPN, EGO, 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, 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, SNC, SNP, SSI, 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, BICI, BOL, BTNC, BWG, CCET, 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, IRCP, ITD, KBS, KGI, KKC, KTC, L&E, LRH, LST, MAJOR, MAKRO, MATCH, MBK, MBKET, MEGA, MFC, MFEI, MID, 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, SCCG, SCG, SEAFCO, SEAOL, SFP, SIAM, SIRI, SKR, SMG, SMK, SMPK, SMT, SOLAR, SPC, SPGG, SPPT, SST, STANLY, STEC, STPI, SUC, SWC, SYMC, SYNEX, SYNTEC, TASCO, TBSP, TEAM, TFD, TFI, THANA, THIP, THREL, TIC, TICON, TIW, TK, 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.