

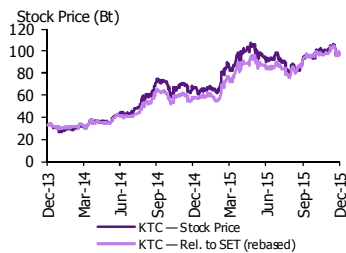
NEUTRAL

Stock Data

Last close (Dec 2) (Bt)	95.75
12-m target price (Bt)	94.00
Upside (Downside) to TP (%)	(1.83)
Mkt cap (Btbn)	24.69
Mkt cap (US\$mnn)	689

Bloomberg code	KTC TB
Reuters code	KTC.BK
Risk rating	H
Mkt cap (%) SET	0.19
Sector % SET	2.01
Shares issued (mn)	258
Par value (Bt)	10.00
12-m high / low (Bt)	111 / 58.3
Avg. daily 6m (US\$mnn)	2.21
Foreign limit / actual (%)	49 / 7
Free float (%)	41.9
Dividend policy (%)	30

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	(4.7)	1.3	41.9
Relative to SET	0.5	4.7	68.9

Source: SET, SCBS Investment Research

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1003

kittima.sattayapan@scb.co.th

ถ้าเราจะเติบโตในอัตราชะลอตัวลงในปี 2559

เราคาดว่ากำไรของ KTC จะเติบโตในอัตราที่ชะลอตัวลงจาก 18% ในปี 2558 สู่ 7% ในปี 2559 เนื่องจาก KTC จะใช้จ่ายด้านการตลาดเพิ่มขึ้นเพื่อกระตุ้นให้รายได้เติบโตตามเป้าหมายไว้ที่ 15% แม้เศรษฐกิจจะชะลอตัว แต่ KTC สามารถควบคุมคุณภาพสินทรัพย์ได้ดีขึ้น โดยอัตราส่วน NPL ต่อสินเชื่อรวมลดลงอย่างต่อเนื่อง และ LLR coverage สูง เราปรับประมาณการกำไรปี 2559 ลดลง 7% แต่คงราคาเป้าหมายไว้ที่ 94 บาท (2.4 เท่าของประมาณการ BVPS ปี 2559) เนื่องจากเราเปลี่ยนมาใช้ราคาเป้าหมายปี 2559 เรายังคงคำแนะนำ “Neutral” สำหรับ KTC เพราะคาดว่ากำไรจะเติบโตน้อยลงและ valuation ไม่น่าสนใจ

กำไรจะเติบโตในอัตราชะลอตัวลงในปี 2559 เพราะค่าใช้จ่ายการตลาดสูงขึ้น KTC คาดว่ากำไรจะเติบโตเพียงเล็กน้อยในปี 2559 เนื่องจากบริษัทวางแผนเพิ่มค่าใช้จ่ายการตลาดเพื่อขยายส่วนแบ่งตลาด, รีแบรนด์, และปรับปรุงระบบการทำงานในปี 2559 นอกจากนี้บริษัทก็จะได้รับผลกระทบจากการลดค่าธรรมเนียมติดตามหนี้ตลอดปีด้วย KTC คาดว่าค่าใช้จ่ายการตลาดที่สูงขึ้นประกอบกับค่าธรรมเนียมติดตามหนี้ที่ลดลงจะส่งผลทำให้อัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ 41-42% จากระดับที่คาดการณ์ไว้ที่ 39-40% ในปี 2558 (ตามการคำนวณของบริษัท) เราคาดว่ากำไรของ KTC จะเติบโตในอัตราที่ชะลอตัวลงจาก 18% ในปี 2558 สู่ 7% ในปี 2559

รายได้ค่าธรรมเนียมติดตามหนี้จะปรับตัวลดลง KTC ต้องลดค่าธรรมเนียมติดตามหนี้ลงจาก 250 บาท/เดือน สู่ 180 บาท/เดือนในเดือน พ.ค. และหลังจากนั้นก็ปรับลดลงสู่ 100 บาท/เดือนในเดือน พ.ย. เพื่อปฏิบัติตามหลักเกณฑ์ใหม่และอยู่ในระดับเดียวกับผู้ประกอบการรายอื่นๆ (ส่วนใหญ่เป็นธนาคาร) การลดค่าธรรมเนียมติดตามหนี้ลงสู่ 100 บาท/เดือน คาดว่าจะผลทำให้รายได้ค่าธรรมเนียมลดลง 20-25 ล้านบาท/เดือน เราคาดว่ารายได้ค่าธรรมเนียมติดตามหนี้จะลดลง 50 ล้านบาท QoQ ในไตรมาส 4/58 และ 300 ล้านบาท YoY ในปี 2559 ซึ่งจะส่งผลทำให้กำไรเติบโตน้อยลงในปี 2559

อัตราการขยายตัวของสินเชื่อตรงตัว KTC คงเป้าอัตราการขยายตัวของสินเชื่อส่วนบุคคลและยอดการใช้ผ่านบัตรเครดิตในปี 2559 ไว้ที่ 15% เท่ากันกับเป้าปี 2558 เรายังคงประมาณการอัตราการขยายตัวของสินเชื่อของ KTC ไว้ที่ 7% ในปี 2558 และปี 2559 แม้อัตราการขยายตัวของสินเชื่อในช่วง 9 เดือนแรกปี 58 อยู่ในระดับต่ำเพียง 1.5% แต่เราคาดว่าจะขยายตัวเพิ่มขึ้นในไตรมาส 4/58 สู่ระดับที่เติบโต 7% ณ สิ้นปี 2558 โดยเกิดจากปัจจัยฤดูกาลและการทำการตลาดเชิงรุกมากขึ้น KTC มั่นใจว่าการทำการตลาดเชิงรุกมากขึ้นจะกระตุ้นให้ยอดการใช้ผ่านบัตรเครดิตเติบโตเพิ่มขึ้นจาก 12% ในช่วง 9 เดือนแรกปี 58 สู่ 15% ในปี 2558

NPL ลดลง และ LLR coverage สูง แม้เศรษฐกิจจะชะลอตัว แต่ KTC สามารถควบคุมคุณภาพสินทรัพย์ได้ดีขึ้น โดยอัตราส่วน NPL ต่อสินเชื่อรวมลดลงอย่างต่อเนื่องมาตั้งแต่ไตรมาส 3/56 NPL อยู่ที่ระดับ 2.2% ของสินเชื่อรวม ณ ไตรมาส 3/58 ต่ำที่สุดในกลุ่มผู้ประกอบการสินเชื่อเพื่อการอุปโภคบริโภค นอกจากนี้ KTC ยังมีอัตราการตั้งสำรองเผื่อหนี้สงสัยจะสูญในระดับสูงที่ 396% ณ ไตรมาส 3/58 ด้วย ซึ่งจะเปิดโอกาสให้บริษัทตั้งสำรองในระดับทรงตัวในไตรมาส 4/58 และต่อเนื่องไปจนถึงปี 2559

ปรับประมาณการกำไรปี 2559 ลดลง เราปรับประมาณการกำไรปี 2559 ของ KTC ลดลง 7% เนื่องจากเราปรับประมาณการค่าใช้จ่ายการตลาดเพิ่มขึ้นตามข้อมูลล่าสุดที่ได้จากบริษัท ขณะที่ราคาเป้าหมายยังคงอยู่ที่ 94 บาท (2.4 เท่าของประมาณการ BVPS ปี 2559) เนื่องจากเราเปลี่ยนมาใช้ราคาเป้าหมายปี 2559

คงคำแนะนำ Neutral เราเชื่อว่าราคาหุ้น KTC ได้เพิ่มมูลค่าแล้วที่ PER ปี 2559 ระดับ 11 เท่า และ PBV ปี 2559 ระดับ 2.4 เท่า เนื่องจากคาดว่ากำไรจะเติบโตในอัตราที่ชะลอตัวลงสู่ 7% ในปี 2559 และ ROE จะลดลงสู่ ~23% KTC ต้องใช้ความพยายามทำการตลาดมากเป็นพิเศษเพื่อกระตุ้นให้รายได้เติบโตอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากบริษัททำธุรกิจสินเชื่อเพื่อการอุปโภคบริโภคโดยมีลูกค้าเป้าหมายเป็นกลุ่มผู้มีรายได้ปานกลางถึงสูงซึ่งเป็นตลาดที่ใกล้ถึงจุดอิ่มตัวแล้วและมีการแข่งขันสูงจากธนาคารพาณิชย์

Forecasts and valuation

FY Dec	Unit	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Pre-provision profit	(Bt mn)	6,373	6,744	7,134	7,313	7,751
Net profit	(Bt mn)	1,283	1,755	2,065	2,208	2,325
PPP/Sh	(Bt)	24.72	26.16	27.67	28.37	30.06
EPS	(Bt)	4.97	6.81	8.01	8.56	9.02
BVPS	(Bt)	23.77	28.58	33.83	39.19	44.79
DPS	(Bt)	2.00	2.75	3.20	3.42	3.61
PER	(x)	19.25	14.07	11.96	11.18	10.62
P/PPP	(x)	3.87	3.66	3.46	3.38	3.19
EPS growth	(%)	403.11	36.83	17.66	6.91	5.34
PBV	(x)	4.03	3.35	2.83	2.44	2.14
ROE	(%)	22.66	26.01	25.67	23.45	21.48
Dividend yields	(%)	2.09	2.87	3.35	3.58	3.77

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	6,617	7,089	7,612
Interest expense	1,865	1,764	1,713	1,814	1,930
Net interest income	3,863	4,416	4,905	5,276	5,683
Non-interest income	7,616	8,156	8,845	9,262	9,984
Non-interest expenses	4,750	5,377	6,100	6,672	7,334
Earnings before tax & provision	6,729	7,195	7,651	7,865	8,333
Tax	356	451	516	552	581
Equities & minority interest	0	0	0	0	0
Core pre-provision profit	6,373	6,744	7,134	7,313	7,751
Provision	5,090	4,989	5,069	5,106	5,426
Core net profit	1,283	1,755	2,065	2,208	2,325
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	1,283	1,755	2,065	2,208	2,325
EPS (Bt)	4.97	6.81	8.01	8.56	9.02
DPS (Bt)	2.00	2.75	3.20	3.42	3.61

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Cash	1,624	735	842	978	1,092
Gross loans	51,208	55,007	58,947	63,035	67,821
Loan loss reserve	4,494	4,884	5,137	5,392	5,664
Net loans	46,714	50,123	53,810	57,643	62,158
Total assets	51,905	54,495	58,301	62,282	66,925
S-T borrowings	11,208	15,908	16,608	17,408	18,208
L-T borrowings	20,400	21,480	23,230	25,030	27,430
Total liabilities	45,776	47,127	49,577	52,177	55,377
Paid-up capital	2,578	2,578	2,578	2,578	2,578
Total Equities	6,128	7,368	8,724	10,105	11,548
BVPS (Bt)	23.77	28.58	33.83	39.19	44.79

Key Financial Ratios

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Yield on earn'g assets (%)	11.54	11.64	11.90	11.90	11.90
Cost on int-bear'g liab (%)	4.77	4.36	4.00	4.00	4.00
Spread (%)	6.77	7.28	7.90	7.90	7.90
Net interest margin(%)	7.78	8.32	8.61	8.65	8.69
Cost to income ratio (%)	35.60	37.51	39.45	40.81	41.68
Provision expense/Total loans (%)	9.94	9.07	8.60	8.10	8.00
NPLs (Bt mn)	1,534	1,342	1,396	1,437	1,481
NPLs/ Total Loans(%)	3.00	2.44	2.37	2.28	2.18
LLR/NPLs(%)	293	364	368	375	383
ROA (%)	2.54	3.30	3.66	3.66	3.60
ROE (%)	22.66	26.01	25.67	23.45	21.48

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15
Interest & dividend income	1,570	1,607	1,568	1,605	1,642
Interest expense	448	440	422	418	389
Net interest income	1,122	1,166	1,146	1,187	1,253
Non-interest income	2,054	2,224	2,137	2,183	2,274
Non-interest expenses	1,382	1,487	1,433	1,434	1,579
Earnings before tax & provision	1,793	1,903	1,850	1,936	1,948
Tax	130	109	151	119	130
Equities & minority interest	0	0	0	0	0
Core pre-provision profit	1,663	1,794	1,698	1,817	1,819
Provision	1,159	1,369	1,124	1,353	1,319
Core net profit	504	425	574	464	499
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	504	425	574	464	499
EPS (Bt)	1.96	1.65	2.23	1.80	1.94

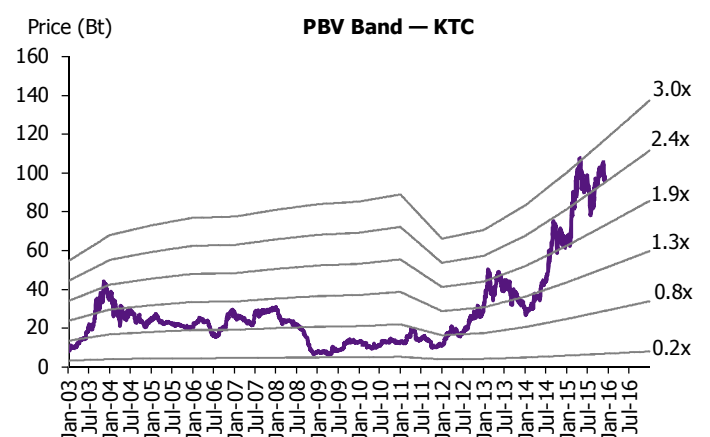
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15
Cash	564	735	559	673	602
Gross loans	51,731	55,007	53,359	54,709	55,803
Loan loss reserve	4,726	4,884	4,747	4,753	4,821
Net loans	47,005	50,123	48,612	49,956	50,982
Total assets	50,852	54,495	52,548	53,827	54,773
S-T borrowings	8,838	15,908	15,384	17,201	15,537
L-T borrowings	17,950	21,480	20,118	17,568	19,338
Total liabilities	43,909	47,127	44,606	46,130	46,576
Paid-up capital	2,578	2,578	2,578	2,578	2,578
Total Equities	6,943	7,368	7,942	7,698	8,197
BVPS (Bt)	26.93	28.58	30.80	29.86	31.79

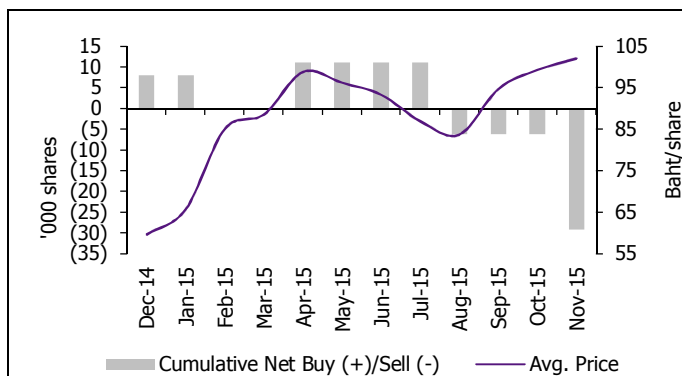
Key Financial Ratios

	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15
Yield on earn'g assets (%)	12.38	12.16	11.69	12.00	11.99
Cost on int-bear'g liab (%)	4.55	4.27	4.14	4.12	3.70
Spread (%)	7.83	7.90	7.54	7.88	8.29
Net interest margin(%)	8.85	8.83	8.54	8.87	9.16
Cost to income ratio (%)	38.15	38.83	38.69	37.85	40.32
Provision expense/Total loans (%)	8.96	9.96	8.43	9.89	9.46
NPLs (Bt mn)	1,391	1,342	1,268	1,210	1,220
NPLs/ Total Loans(%)	2.69	2.44	2.38	2.21	2.19
LLR/NPLs(%)	340	364	375	393	395
ROA (%)	4.00	3.23	4.29	3.49	0.00
ROE (%)	30.14	23.74	30.01	23.75	0.00

PBV Band Chart

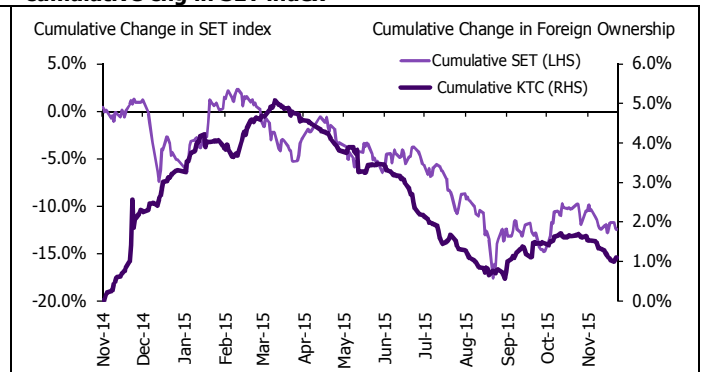


12-Month Cumulative directors trade



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 Dec 2, 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	94.25	125.0	36.5	10.1	9.0	8.1	(3)	12	12	2.3	2.0	1.7	25	24	23	3.5	3.9	4.3
KTC	Neutral	95.75	94.0	1.5	14.1	12.0	11.2	37	18	7	3.4	2.8	2.4	26	26	23	2.9	3.3	3.6
Average					12.1	10.5	9.6	17	15	9	2.8	2.4	2.1	25	25	23	3.2	3.6	4.0

Source: SCBS Investment Research

ข้อจำกัดความรับผิดชอบ (Disclaimer)

บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBS”) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลตลาดหลักทรัพย์ (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) ในหุ้นสามัญของ AAV, ADVANC, AMATA, ANAN, AOT, AP, BANPU, BBL, BCP, BDMS, BH, BJCHI, BLAND, CENTEL, CKP, DTAC, EARTH, GFPT, GLOBAL, GUNKUL, HANA, ICHI, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, KBANK, KCE, KTB, KTC, LPN, MAJOR, MINT, PS, PSL, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, S, SAWAD, SCC, SGP, SPALI, STPI, SVI, THAI, TMB, TOP, TRUE, TTA, TTCL, UNIQ

นักลงทุนควรศึกษาและเข้าใจในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวอย่างรอบคอบก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ ความเห็น ย่อ 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 รวมทั้งวิจารณญาณของตนเองในการตัดสินใจลงทุน โดยข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ได้รับมาจากแหล่งข้อมูล SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ ซึ่ง SCBS ไม่สามารถรับรองถึงความถูกต้อง ความสมบูรณ์ และ/หรือ ความครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าวได้

SCBS สงวนสิทธิในการใช้ดุลพินิจแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว ทั้งนี้ เอกสารฉบับนี้จัดสงให้เฉพาะบุคคลตามที่กำหนดไว้เท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พินิจซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์เชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใด 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, 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, BMLC, BROOK, CENTEL, GRESH, CIMBT, CK, CNT, CP, CSL, DELTA, DRI, DTAC, DTC, EASTW, EE, ERW, GBX, GC, GFPT, 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, PJM, 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, TIPCO, TK, TKT, TNITY, TNL, TOG, TRC, TRUE, TSTE, TSTH, TTA, TTW, TVO, UAC, VGI, VNT, VVCOAL

ZS, AF, AH, AHC, AIT, AJ, AKP, AKR, AMANAH, AMARIN, AMATA, AP, APCO, APCS, AQUA, ARIP, AS, ASIA, AYUD, BEAUTY, BEC, BFT, BH, BJK, BICHI, 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, PKO, PPM, PPP, PREB, PRG, PRIN, PTG, QLT, QTC, RCL, SABINA, SALEE, SCBUJ, SCCG, SCG, SEAFCD, SEAOIL, SFP, SIAM, SIRI, SKR, SMG, SMK, SMPC, SMT, SOLAR, SPC, SPCC, SPPT, SST, STANLY, STEC, STPI, SUC, SVC, SYMC, SYNEK, SYNTec, TASCO, TBSP, TEAM, TFD, TFI, THANA, THIP, THREL, TIC, TICON, TIW, TK, TLUXE, TMI, TMT, TNDT, TPC, TPCORP, TRF, TRU, TSC, TTCL, TUF, TVD, TWFP, UMI, UP, UPG, UPOK, UT, UV, UVG, VHI, WAVE, WHA, WIN, WINNER, YUASA, ZMCO

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.

