

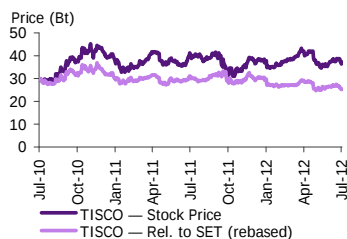
ผลการดำเนินงานไตรมาส 2/55 ดีกว่าคาดทุกด้าน

Stock Data

Last close (Jul 11) (Bt)	37.75
12-m target price (Bt)	47.00
Upside (Downside) to TP (%)	24.50
Mkt cap (Btbn)	27.48
Mkt cap (US\$m)	866

Bloomberg code	TISCO.TB
Reuters code	TISC.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.27
Sector % SET	18.62
Shares issued (mn)	728
Par value (Bt)	10
12-m high / low (Bt)	43.8 / 29.5
Avg. daily 6m (US\$m)	4.03
Foreign limit / actual (%)	49 / 49
Free float (%)	77.6
Dividend policy (%)	50

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performances

	1M	3M	12M
Absolute	0.7	-6.8	-2.6
Relative to SET	-3.1	-9.8	-14.4

Source: SET, SCBS Investment Research

Source: SET, SCBS Investment Research

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

0-2949-1003

kittima.sattayapan@scb.co.th

■ **กำไรสุทธิไตรมาส 2/55 สูงกว่าคาดเล็กน้อย กำไรสุทธิไตรมาส 2 ปี 2555 ของ TISCO เพิ่มขึ้น 7% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน และ 10% จากไตรมาสก่อนหน้า** สู้จำนวน 920 ล้านบาท สูงกว่าประมาณการของเราที่ 852 ล้านบาทอยู่ 8% การขยายตัวของสินเชื่อ ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิ และรายได้ที่มีของดอกเบี้ยดีกว่าคาด แต่ค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญสูงกว่าคาด ประเด็นสำคัญ:

1. อัตราการเติบโตของสินเชื่อ: +5% จากไตรมาสก่อนหน้า (เทียบกับ +5.2% ในไตรมาส 1 ปี 2555) ดีกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ การขยายตัวของสินเชื่อในไตรมาส 2 ปี 2555 ไม่ได้เกิดจากสินเชื่อเช่าซื้อ (+6.2% จากไตรมาสก่อนหน้า) เพียงอย่างเดียวเท่านั้น แต่ยังเกิดจากสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่ (+12.7% จากไตรมาสก่อนหน้า) และสินเชื่อ SME (+23.6% จากไตรมาสก่อนหน้า) ด้วย ซึ่งสร้างความแปลกใจแก่เราพอสมควร การปรับตัวเพิ่มขึ้นของสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่เกิดจากกลุ่มสาธารณูปโภคและการบริการ อัตราการขยายตัวของสินเชื่อช่วง 6 เดือนแรกปี 2555 อยู่ที่ระดับ 13.5% เราปรับประมาณการอัตราการขยายตัวของสินเชื่อปี 2555 ของ TISCO เพิ่มขึ้นจาก 25% สู่ 28% เนื่องจากคาดการณ์ถึงการขยายสินเชื่อได้ดีต่อเนื่องในงวดครึ่งหลังปี 2555
2. ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิ: ดีกว่าคาด โดยเพิ่มขึ้น 0.23% จากไตรมาสก่อนหน้า สู่ระดับ 3.01% ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ที่ก่อให้เกิดรายได้ปรับตัวเพิ่มขึ้น 0.23% จากไตรมาสก่อนหน้า สูงกว่าคาด ต้นทุนเงินทุนอยู่ในระดับทรงตัวโดยเพิ่มขึ้นเพียง 0.01% จากไตรมาสก่อนหน้า
3. รายได้ที่มีโชดดอกเบี้ย: ดีกว่าคาด โดยเพิ่มขึ้น 18% จากไตรมาสก่อนหน้า หลักๆ เกิดจากกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน (146 ล้านบาท) และรายได้อื่น รายได้ค่าธรรมเนียมอยู่ในระดับทรงตัวจากไตรมาสก่อนหน้า ดีกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ก่อนหน้านี้ว่าจะปรับตัวลดลงจากไตรมาสก่อนหน้า โดยส่วนใหญ่เกิดจากค่าธรรมเนียมเกี่ยวกับสินเชื่อ และ bancassurance เราปรับประมาณการอัตราเติบโตของรายได้ค่าธรรมเนียมเพิ่มขึ้นจาก 20% เป็น 29%
4. อัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้: ลดลงอย่างมากจากระดับ 51.6% ในไตรมาส 1 ปี 2555 สู่ระดับ 44.4% ในไตรมาส 2 ปี 2555 ดีกว่าคาด ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานอยู่ในระดับทรงตัวจากไตรมาสก่อนหน้า โดยมีสาเหตุมาจากการเปลี่ยนแปลงมาตรฐานบัญชีสำหรับค่าใช้จ่ายในการส่งเสริมธุรกิจจากเดิมที่ใช้เกณฑ์เงินสดมาตัดจำหน่ายแทน
5. คุณภาพสินทรัพย์: อัตราส่วน NPL ต่อสินเชื่อรวมปรับตัวลดลงจากระดับ 1.45% ณ ไตรมาส 1 ปี 2555 มาอยู่ที่ระดับ 1.31% สะท้อนถึงการบริหารสินเชื่อที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้โดยมีประสิทธิภาพและการตัดจำหน่ายหนี้สูญ ค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญเพิ่มขึ้น 119% จากไตรมาสก่อนหน้า สูงกว่าคาด ซึ่งเป็นผลมาจากการตัดจำหน่ายหนี้สูญเพิ่มมากขึ้น LLR coverage (อัตราการตั้งสำรองเผื่อหนี้สูญ) เพิ่มขึ้นจากระดับ 160% ณ ไตรมาส 1 ปี 2555 มาอยู่ที่ระดับ 171% เราเชื่อว่า TISCO ถือโอกาสนำกำไรพิเศษมาตั้งสำรองเพื่อเพิ่ม LLR coverage

ปรับราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้น เราปรับราคาเป้าหมายของ TISCO เพิ่มขึ้นจาก 46 บาท สู่ 47 บาท (PBV ปี 2555 และปี 2556 เฉลี่ยที่ 1.8 เท่า) เนื่องจากเราปรับประมาณการกำไรปี 2555-2556 เพิ่มขึ้นอีก 4-6% เพื่อสะท้อนถึงผลการดำเนินงานไตรมาส 2 ปี 2555 ที่ดีกว่าคาด เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” TISCO เพราะราคาหุ้นต่ำกว่ามูลค่าทางปัจจัยพื้นฐานอยู่ค่อนข้างมาก โดย PBV/ROE ต่ำสุดในกลุ่มธนาคาร และผลการดำเนินงานมีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้นโดยคาดว่าจะมี ROE ปี 2555 สูงเป็นอันดับ 3 ในกลุ่มธนาคาร

Forecasts and valuation

FY Dec	Unit	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Pre-provision profit	(Bt mn)	4,822	4,550	5,218	5,863	6,437
Net profit	(Bt mn)	2,888	3,267	3,450	3,885	4,233
PPP/Sh	(Bt)	6.62	6.25	7.17	8.05	8.84
EPS	(Bt)	3.97	4.49	4.74	5.34	5.81
BVPS	(Bt)	20.30	22.25	24.64	27.61	30.76
DPS	(Bt)	2.25	2.35	2.37	2.67	2.91
PER	(x)	9.51	8.41	7.97	7.07	6.49
P/PPP	(x)	5.70	6.04	5.27	4.69	4.27
EPS growth	(%)	45.05	13.11	5.60	12.62	8.95
PBV	(x)	1.86	1.70	1.53	1.37	1.23
ROE	(%)	21.23	21.09	20.21	20.43	19.92
Dividend yields	(%)	5.96	6.23	6.28	7.07	7.70

Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Quarterly results

P & L (Bt mn)	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	% YoY ch	% QoQ ch	1H11	1H12	% YoY ch	% full year
Net interest income	1,875	1,741	1,459	1,566	1,729	(8)	10	3,707	3,294	(11)	47
Non-interest income	1,021	1,092	1,112	1,243	1,467	44	18	1,961	2,710	38	53
Operating expenses	1,343	1,258	1,100	1,448	1,420	6	(2)	2,577	2,868	11	49
Pre-provision profit	1,553	1,576	1,471	1,360	1,776	14	31	3,091	3,136	1	50
Less Provision	328	302	302	269	589	79	119	680	857	26	48
Pre-tax profit	1,225	1,274	1,169	1,091	1,187	(3)	9	2,411	2,279	(5)	50
Income tax	358	370	480	248	261	(27)	5	711	509	(28)	49
MI and Equity	(4)	(5)	(13)	(6)	(6)	(68)	(2)	(9)	(13)	(46)	NA
Net profit	863	899	676	837	920	7	10	1,692	1,757	4	51
EPS (Bt)	1.19	1.23	0.93	1.15	1.26	7	10	2.32	2.41	4	51
B/S (Bt mn)	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	% YoY ch	% QoQ ch	1H11	1H12	% YoY ch	% full year
Gross loans	174,979	181,738	185,014	194,561	209,970	20	8	174,979	209,970	20	NM
Deposits	35,018	37,914	37,979	41,696	81,428	133	95	35,018	81,428	133	NM
BVPS (Bt)	20.02	21.15	22.25	23.48	22.18	11	(6)	20.02	22.18	11	NM
Ratios (%)	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	% YoY ch*	% QoQ ch*	1H11	1H12	YoY ch*	% full year
Yield on earn. asset	6.16	6.60	6.29	6.07	6.30	0.15	0.23	6.25	6.27	0.02	NM
Cost of funds	2.60	3.48	3.92	3.65	3.66	1.06	0.01	2.47	3.70	1.23	NM
Net interest margin	3.84	3.47	2.75	2.79	3.01	(0.82)	0.23	4.05	2.94	(1.11)	NM
Cost to income	46.37	44.39	42.78	51.57	44.43	(1.94)	(7.14)	45.46	47.77	2.30	NM
NPLs/total loans	1.62	1.25	1.41	1.45	1.31	(0.31)	(0.13)	1.62	1.31	(0.31)	NM
LLR/NPLs	162.46	203.00	169.56	160.39	170.75	8.29	10.36	162.46	170.75	8.29	NM

Source: SCBS Investment Research

Note: * Percentage points

CG Rating 2011 Companies with CG Rating under SCBS's Coverage

★★★★	ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BBL, BCP, BMCL, CPF, CSL, EGO, HEMRAJ, IRPC, KBANK, KK, KTB, LPN, MCOT, PS, PSL, PTT, PTTEP, QH, RATCH, SAT, SCB, SCC, TISCO, TMB, TOP
★★★★	AMATA, AP, ASP, BEC, BECL, BH, BIGC, BIA, BTS, CK, CPALL, DELTA, DRT, DTAC, GPPT, GLOW, HANA, HMPRO, INTUCH, KCE, KEST, LH, IVL, MAJOR, MAKRO, OISHI, PHATRA, SCCC, SMT, SPALI, SIRI, STANLY, STEC, SVI, TCAP, THAI, THCOM, TRUE, TTA, TTV
★★★	AEONTS, AH, CCET, DCC, ESSO, ITD, KH, KTC, RCL, ROJANA, TICON, TPIPL
★★	AAV, BGH, BLS, CPNRF, LHBANK, POPF, QHPF, SAMART, SAMTEL, SSI, TFUND, TLOGIS, WHAPF
N/A	PTTGC is the merged entity of PTTC and PTAR

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.

