

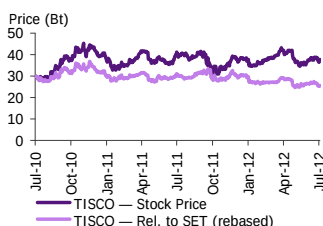


Stock Data

Last close (Jul 12) (Bt)	38.00
12-m target price (Bt)	47.00
Upside (Downside) to TP (%)	23.68
Mkt cap (Btbn)	27.66
Mkt cap (US\$m)	870

Bloomberg code	TISCO TB
Reuters code	TISC.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.28
Sector % SET	18.66
Shares issued (mn)	728
Par value (Bt)	10
12-m high / low (Bt)	43.8 / 29.5
Avg. daily 6m (US\$m)	4.02
Foreign limit / actual (%)	49 / 49
Free float (%)	77.6
Dividend policy (%)	50

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	2.0	-6.2	-3.8
Relative to SET	-1.0	-8.0	-13.1

Source: SET, SCBS Investment Research

កិត្តិយស ស័ក្តិភូមិ. CFA

0-2949-1003

kittima.sattayapan@scb.co.th

Valuation ถูกสุดในกลุ่มธนาคาร และผลการดำเนินงานแข็งแกร่ง

เราเชื่อว่านักลงทุนวิตกกังวลต่อประเด็น SSI/ค่าธรรมเนียมกองทุนฟื้นฟู มากเกินไป จนทำให้ TISCO กลายเป็นหุ้นที่มี Valuation ถูกสุดในกลุ่มธนาคาร สินเชื่อที่ปล่อยให้กับ SSI มีหลักประกันเต็มจำนวน นอกจากนี้ excess LLR ก็มีมากเกินไปครอบคลุมสินเชื่อดังกล่าวด้วย

ในส่วนของค่าธรรมเนียมกองทุนฟื้นฟู นั้น ผลกระทบมีน้อยกว่าที่คาดการณ์ไว้ ดังเห็นได้จากต้นทุนเงินทุนที่ปรับตัวลดลงในงวดครึ่งแรกปี 2555 จากจุดสูงสุดในไตรมาส 4/54 ผลการดำเนินงานมีแนวโน้มที่จะปรับตัวดีขึ้นอีกในงวดครึ่งหลังปี 55 หลังจากผลการดำเนินงานไตรมาส 2/55 ออกมาดีกว่าคาดทุกด้าน

ราคาหุ้นต่ำกว่ามูลค่าทางบัญชีพื้นฐานและเพิ่มขึ้นช้าที่สุดในกลุ่มธนาคาร ราคาหุ้น TISCO อยู่ในระดับทรงตัวมาตั้งแต่ต้นปี 2555 จนถึงปัจจุบัน และ underperform กลุ่มธนาคารอยู่ 16% ซึ่งเราเชื่อว่าเกิดจากความวิตกกังวลของนักลงทุนเกี่ยวกับสินเชื่อที่ TISCO ปลดปล่อยให้กับ SSI และค่าธรรมเนียมกองทุนฟื้นฟูฯ เรามองว่านักลงทุนกังวลเกี่ยวกับเรื่องเหล่านี้มากเกินไป และเปิดโอกาสให้เข้าซื้อ TISCO เนื่องจากตอนนี้ TISCO เป็นหุ้นที่มีราคาถูกที่สุดในกลุ่มธนาคาร โดยเทรดที่ PER ปี 2555 ระดับต่ำสุดที่ 8 เท่า นอกจากนี้ยังเทรดที่ PBV/ROE ต่ำสุดในกลุ่มธนาคารด้วย เราคาดว่า ROE ปี 2555 ของ TISCO จะติดอันดับสูงสุด 3 อันดับแรก (SCB KBANK และ TISCO) ที่ประมาณ 20% แต่เทรดที่ PBV ต่ำสุดในจำนวน 3 ธนาคารดังกล่าว (TISCO เเทรดที่ PBV 1.5 เท่า ส่วน KBANK เเทรดที่ PBV 2.1 เท่า และ SCB เเทรดที่ PBV 2.4 เท่า)

ความกังวลเกี่ยวกับสินเชื่อที่ปล่อยให้กับ SSI สะท้อนในราคาหุ้นแล้ว TISCO ปล่อยสินเชื่อ 4 พันล้านบาท ให้กับ SSI นักลงทุนเริ่มกังวลเกี่ยวกับความสามารถในการชำระหนี้ของ SSI หลังจากบริษัทลงนามในสัญญา รักษาสถานะ (Standstill Agreement) สำหรับเงินกู้ยืมระยะสั้น และราคาหลักทรัพย์ปรับตัวลดลงมาก TISCO กล่าว ว่าสินเชื่อดังกล่าวมีหลักประกันเต็มจำนวนโดยมูลค่าหลักประกันอยู่ที่ 120-130% ของสินเชื่อ TISCO ตั้งสำรอง เผื่อหนี้สงสัยจะสูญส่วนเกิน (excess LLR) ไว้ 2.1 พันล้านบาท โดยมี LLR coverage อยู่ที่ 171% TISCO กล่าว ว่าถ้าสินเชื่อที่ปล่อยให้กับ SSI กลายเป็น NPL LLR coverage ก็จะลดลงจากระดับ 171% สู่ระดับประมาณ 130% ซึ่งสอดคล้องกับการคำนวณของเราโดยใช้สมมติฐานส่วนลด 30% จากมูลค่าหลักประกัน

ได้รับผลกระทบจากค่าธรรมเหี้ยมกองทุนพื้นฟู น้อยกว่าคาด แม้ธนาคารพาณิชย์ต้องนำส่งเงินเข้ากองทุนพื้นฟู เพิ่มขึ้นในอัตรา 0.47% ของเงินฝาก และ 0.46% ของเงินกู้ยืม (จากเดิมที่นำส่ง 0.4% ของเงินฝาก) ตั้งแต่วันที่ 27 ม.ค. 2555 แต่ต้นทุนเงินทุนของ TISCO กลับปรับตัวลดลงจากระดับ 3.92% ในไตรมาส 4 ปี 2554 สู่ระดับ 3.66% ในงวดครึ่งแรกปี 2555 ซึ่งชี้ให้เห็นว่าผลกระทบจากการเพิ่มวงเงินคุ้มครองเงินฝากมีน้อยกว่าคาดมาก TISCO สามารถเพิ่มเงินฝากเพื่อทดแทนตัวแลกเงิน (B/E) ด้วยต้นทุนทั้งหมดต่ำกว่าต้นทุนของตัวแลกเงิน ต้นทุนในการออกตัวแลกเงินของ TISCO ทำจุดสูงสุดที่ 4.2-4.5% ในไตรมาส 4 ปี 2555 ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิปรับตัวเพิ่มขึ้น 0.23% จากไตรมาส 1 ปี 2555 สู่ระดับ 3.01% ในไตรมาส 2 ปี 2555 สะท้อนถึงผลตอบแทนจากการปล่อยสินเชื่อที่สูงขึ้นเพราะสินเชื่อที่ให้ผลตอบแทนสูง (เช่น สินเชื่อรถยนต์มือสอง และสินเชื่อรีไฟแนนซ์รถยนต์) มีสัดส่วนสูงขึ้น ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิงวดครึ่งแรกปี 2555 ที่ระดับ 2.94% ของ TISCO สูงกว่าประมาณการทั้งปีของเราที่ 2.86% (-0.69% จากปีก่อน) สะท้อนถึงแนวโน้มที่เราจะปรับประมาณการส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิปี 2555 เพิ่มขึ้น

มีแนวโน้มปรับประมาณการอัตราการขยายตัวของสินเชื่อเพิ่มขึ้น แม้เราเพิ่งปรับประมาณการอัตราการขยายตัวของสินเชื่อปี 2555 ของ TISCO เพิ่มขึ้นจาก 25% สู่ 28% เพื่อสะท้อนถึงอัตราการขยายตัวของสินเชื่องวดครึ่งแรกปี 2555 ที่ 13.5% ซึ่งสูงกว่าคาด แต่เราก็มียังมีแนวโน้มที่จะปรับประมาณการอัตราการขยายตัวของสินเชื่อเพิ่มขึ้นอีก การขยายตัวของสินเชื่อในไตรมาส 2 ปี 2555 ไม่ได้เกิดจากสินเชื่อเช่าซื้อ (+6.2% จากไตรมาสก่อนหน้า) เพียงอย่างเดียวเท่านั้น แต่ยังเกิดจากสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่ (+12.7% จากไตรมาสก่อนหน้า หลักๆ เกิดจากกลุ่มสาธารณสุขปิโคมและการบริการ) และสินเชื่อ SME (+23.6% จากไตรมาสก่อนหน้า หลักๆ เกิดจากการกลับมาจัดเก็บสินค้าคงคลังเพิ่ม) ด้วย TISCO ยังมีแนวโน้มปล่อยสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่และสินเชื่อ SME ได้เพิ่มอีกในงวดครึ่งหลังปี 2555 และมีแนวโน้มที่จะปล่อยสินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์ได้เพิ่มมากขึ้นด้วย

Forecasts and valuation

FY Dec	Unit	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Pre-provision profit	(Bt mn)	4,822	4,550	5,267	5,910	6,493
Net profit	(Bt mn)	2,888	3,267	3,448	3,933	4,289
PPP/Sh	(Bt)	6.62	6.25	7.24	8.12	8.92
EPS	(Bt)	3.97	4.49	4.74	5.40	5.89
BVPS	(Bt)	20.30	22.25	24.64	27.68	30.87
DPS	(Bt)	2.25	2.35	2.37	2.70	2.95
PER	(x)	9.58	8.47	8.02	7.03	6.45
P/PPP	(x)	5.74	6.08	5.25	4.68	4.26
EPS growth	(%)	45.05	13.11	5.55	14.06	9.05
PBV	(x)	1.87	1.71	1.54	1.37	1.23
ROE	(%)	21.23	21.09	20.20	20.65	20.13
Dividend yields	(%)	5.92	6.18	6.23	7.11	7.75

Source: SCBS Investment Research

หมายเหตุสำคัญ: บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (SCBS) เป็นบริษัทย่อยที่ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (SCB) ถือหุ้นทั้งหมด ข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับ SCB มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Interest & dividend income	9,433	12,369	15,216	18,151	20,685
Interest expense	2,571	5,461	8,163	10,223	11,887
Net interest income	6,862	6,907	7,053	7,928	8,799
Non-interest income	3,604	4,165	5,097	5,381	5,826
Non-interest expenses	4,374	4,935	5,819	6,383	7,027
Earnings before tax & provision	6,092	6,138	6,331	6,927	7,598
Tax	1,256	1,562	1,038	990	1,079
Equities & minority interest	14	26	26	26	26
Core pre-provision profit	4,822	4,550	5,267	5,910	6,493
Provision	1,933	1,283	1,819	1,978	2,204
Core net profit	2,888	3,267	3,448	3,933	4,289
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	2,888	3,267	3,448	3,933	4,289
EPS (Bt)	3.97	4.49	4.74	5.40	5.89
DPS (Bt)	2.25	2.35	2.37	2.70	2.95

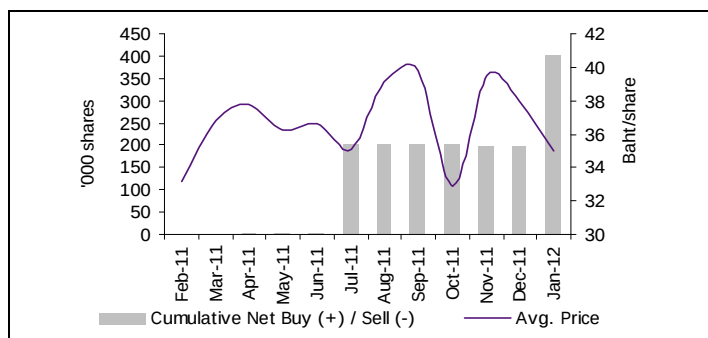
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Cash	903	903	1,264	1,652	2,004
Interbank assets	12,545	30,722	33,795	37,174	40,891
Investments	6,481	3,706	3,706	3,706	3,706
Gross loans	151,025	185,014	236,817	272,340	313,191
Accrued interest receivable	134	266	266	266	266
Loan loss reserve	4,162	4,428	6,247	8,225	10,429
Net loans	146,997	180,851	230,836	264,381	303,028
Total assets	171,408	220,709	274,202	311,596	354,401
Deposits	48,533	37,979	122,672	182,168	241,373
Interbank liabilities	10,843	14,479	14,479	14,479	14,479
Borrowings	90,776	145,397	111,847	86,864	67,402
Total liabilities	156,550	204,420	256,175	291,361	331,844
Minority interest	84	90	90	90	90
Paid-up capital	7,279	7,279	7,279	7,279	7,279
Total Equities	14,773	16,199	17,937	20,145	22,468
BVPS (Bt)	20.30	22.25	24.64	27.68	30.87

Key Assumptions and Financial Ratios

	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Growth					
YoY loan growth	32.19	22.51	28.00	15.00	15.00
YoY fee & insurance income growth	47.11	11.29	26.64	7.81	7.97
Profitability					
Yield on earn'g assets (%)	6.16	6.35	6.16	6.18	6.17
Cost on int-bear'g liab (%)	1.89	3.14	3.65	3.84	3.92
Spread (%)	4.27	3.21	2.51	2.34	2.25
Net interest margin(%)	4.48	3.55	2.86	2.70	2.62
ROE (%)	21.23	21.09	20.20	20.65	20.13
Asset Quality					
NPLs/Total Loans(%)	1.79	1.45	1.66	1.57	1.50
LLR/NPLs(%)	156.82	169.56	159.10	192.09	222.36
Provision expense/Total loans (%)	1.28	0.69	0.77	0.73	0.70
Liquidity					
Loans/Deposits & borrowings (%)	108.41	100.89	100.98	101.23	101.43
Efficiency					
Cost to income ratio (%)	41.79	44.57	47.89	47.96	48.05
Capital Fund					
Capital adequacy ratio(%)	17.85	14.92	15.24	15.56	14.83
Tier-1(%)	11.29	9.89	10.48	11.38	11.16
Tier-2(%)	6.56	5.03	4.76	4.18	3.67

12-Month Cumulative directors trade



Source: SEC

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

ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BBL, BCP, BMCL, CPF, CSL, EGO, HEMRAI, IRPC, KBANK, KK, KTB, LPN, MCOT, PS, PSL, PTT, PTTEP, QH, RATCH, SAT, SCB, SCC, TISCO, TMB, TOP
AMATA, AP, ASP, BEC, BECL, BH, BIGG, BLA, BTS, CK, CPALL, DELTA, DRT, DTAC, GPT, GLOW, HANA, HMPRO, INTUCH, KCE, KEST, LH, IVL, MAJOR, MAKRO, OISHI, PHATRA, SCCG, SMT, SPALI, SIRI, STANLY, STEG, SVI, TCAP, THAI, THCOM, TRUE, TTA, TTV
AEONIS, AH, CCET, DCC, ESSO, ITD, KH, KTC, RCL, ROJANA, TICON, TPIPL
AAV, BGH, BLS, CPNRF, LHBAIK, POPF, QHPF, SAMART, SAMTEL, SSI, TFUND, TLOGIS, WHAPF
PTTC 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.

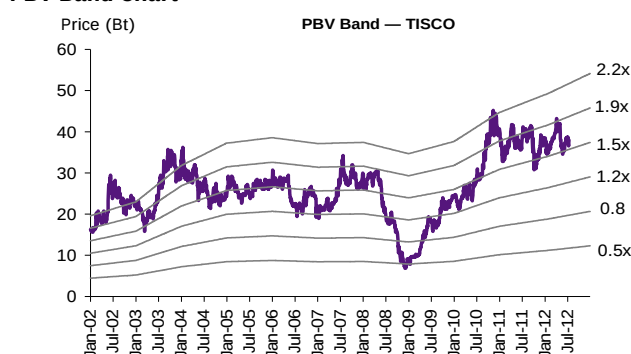
Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
Interest & dividend income	2,712	3,010	3,312	3,334	3,413
Interest expense	881	1,135	1,570	1,876	1,848
Net interest income	1,831	1,875	1,741	1,459	1,566
Non-interest income	940	1,021	1,092	1,112	1,243
Non-interest expenses	1,234	1,343	1,258	1,100	1,448
Earnings before tax & provision	1,538	1,553	1,576	1,471	1,360
Tax	353	358	370	480	248
Equities & minority interest	5	4	5	13	6
Core pre-provision profit	1,180	1,191	1,201	978	1,106
Provision	352	328	302	302	269
Core net profit	828	863	899	676	837
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	828	863	899	676	837
EPS (Bt)	1.14	1.19	1.23	0.93	1.15

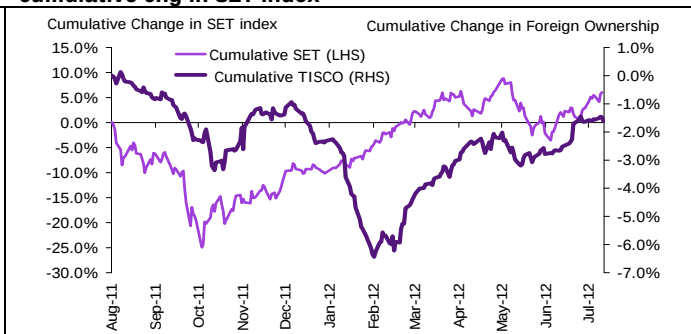
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
Cash	757	849	980	903	871
Interbank assets	21,045	16,882	18,749	30,722	30,899
Investments	6,238	4,421	4,482	3,706	4,769
Gross loans	167,557	174,979	181,738	185,014	194,561
Accrued interest receivable	135	149	176	266	219
Loan loss reserve	4,388	4,605	4,616	4,428	4,524
Net loans	163,304	170,523	177,298	180,851	190,256
Total assets	195,657	198,421	206,869	220,709	232,971
Deposits	44,079	35,018	37,914	37,979	41,696
Interbank liabilities	7,901	13,378	12,502	14,479	15,342
Borrowings	120,752	128,271	134,290	145,397	149,943
Total liabilities	180,127	183,760	191,384	204,420	215,785
Minority interest	83	89	87	90	94
Paid-up capital	7,279	7,279	7,279	7,279	7,279
Total Equities	15,447	14,573	15,399	16,199	17,092
BVPS (Bt)	21.22	20.02	21.15	22.25	23.48

PBV Band Chart



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



Source: SET, SCBS Investment Research