

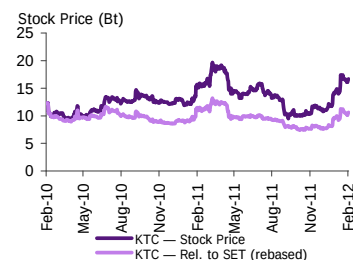
ขาย

Stock Data

Last close (Feb 28) (Bt)	16.50
12-m target price (Bt)	14.00
Upside (Downside) to TP (%)	(15.15)
Mkt cap (Btbn)	4.25
Mkt cap (US\$mn)	140

Bloomberg code	KTC TB
Reuters code	KTC.BK
Risk rating	H
Mkt cap (%) SET	0.05
Sector % SET	0.86
Shares issued (mn)	258
Par value (Bt)	10
12-m high / low (Bt)	19.8 / 9.5
Avg. daily 6m (US\$mn)	1.59
Foreign limit / actual (%)	49 / 3
Free float (%)	41.2
Dividend policy (%)	30

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	10.7	58.7	9.3
Relative to SET	3.8	36.8	-5.2

Source: SET, SCBS Investment Research

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

0-2949-1003

kittima.sattayapan@scb.co.th

คาดขาดทุนต่อเนื่องในไตรมาส 1/55

- ผลกระทบจากน้ำท่วมจะส่งผลทำให้ KTC มีขาดทุนต่อเนื่องในไตรมาส 1/55
- อัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ที่ลดลงเป็นปัจจัยสำคัญที่จะช่วยสนับสนุนให้ความสามารถในการทำกำไรปรับตัวเพิ่มขึ้น
- เราปรับราคาเป้าหมายของ KTC เพิ่มขึ้นจาก 10 บาท เป็น 14 บาท หลังจากปรับประมาณการกำไรเพิ่มขึ้นอีก 40% ในปี 2555 และ 95% ในปี 2556 เพื่อสะท้อนถึงนโยบายลดต้นทุนของบริษัท

คงคำแนะนำ “ขาย” และปรับราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้น เราปรับราคาเป้าหมายของ KTC เพิ่มขึ้นจาก 10 บาท เป็น 14 บาท หลังจากปรับประมาณการกำไรเพิ่มขึ้นอีก 40% ในปี 2555 และ 95% ในปี 2556 เพื่อสะท้อนถึงนโยบายลดต้นทุนของบริษัท เราปรับ PBV เป้าหมายเพิ่มขึ้นจาก 0.5 เท่า เป็น 0.7 เท่า เพื่อสะท้อนถึง ROE ที่มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นหลังจาก KTC นำนโยบายลดต้นทุนมาใช้ อย่างไรก็ตาม เรายังคงคำแนะนำ “ขาย” KTC และมองว่าราคาหุ้นที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นมาแล้วถึง 52% นับตั้งแต่ต้นปี 2555 ไม่สมเหตุสมผลกับการฟื้นตัวของธุรกิจหลังสถานการณ์น้ำท่วมคลี่คลาย โดยน่าจะได้รับแรงกระตุ้นจากการเก็งกำไรในประเด็นควบรวมกับ KTB (KTB ถือหุ้น KTC อยู่ 49.45%) ซึ่งไม่เป็นความจริง ดังนั้นเราจึงคงคำแนะนำ “ขาย” KTC

ผลกระทบจากน้ำท่วมจะส่งผลทำให้มีขาดทุนต่อเนื่องในไตรมาส 1/55 ผู้บริหารคาดการณ์ว่า KTC จะมีขาดทุนต่อเนื่องในไตรมาส 1 ปี 255 โดยมีความเสี่ยงจากการตั้งค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญสำหรับลูกหนี้ที่ได้รับผลกระทบจากน้ำท่วม หลังจากบริษัทมีขาดทุนสุทธิจำนวนมากถึง 1.62 พันล้านบาทในปี 2554 ซึ่งไม่ใช่เรื่องที่น่าแปลกใจแต่อย่างใด ผู้บริหารคาดว่า KTC จะถึงจุดคุ้มทุนในไตรมาส 2 ปี 255 และกลับมาทำกำไรในงวดครั้งหลังปี 2555

ต้นทุนสินค้าลดลง KTC คาดว่าต้นทุนสินค้าของบริษัทจะลดลงจากระดับ 11.86% ในปี 2554 สู่ระดับประมาณ 10% ในปี 2555 เนื่องจากบริษัทตั้งค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญสำหรับลูกหนี้ที่ได้รับผลกระทบจากน้ำท่วมส่วนใหญ่ไปแล้วในไตรมาส 4 ปี 2554 บริษัทจะตั้งค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญสำหรับ NPL ที่เกิดจากน้ำท่วมเต็มจำนวนในไตรมาส 1 ปี 2555

อัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ที่ลดลงเป็นปัจจัยสำคัญที่จะช่วยสนับสนุนให้ความสามารถในการทำกำไรปรับตัวเพิ่มขึ้น KTC ตั้งเป้าลดอัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ของบริษัทลงจากระดับ 46% ในปี 2554 (52% ถ้าไม่รวมค่าใช้จ่ายพิเศษเกี่ยวกับคะแนนสะสมแลกของรางวัลจำนวน 838 ล้านบาท) สู่ระดับ 40% ภายในปี 2556 เพื่อผลักดันให้บริษัทมีกำไรสุทธิสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ประมาณ 650 ล้านบาทเหมือนในปี 2548 KTC กำลังปรับเปลี่ยนระบบการปฏิบัติงานในส่วนที่ซ้ำซ้อน (เช่น การติดตามหนี้สิน) มาใช้พนักงานของบริษัทแทนเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพและลดต้นทุน เราปรับประมาณการอัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ในปี 2555-2556 ของ KTC ลดลง 2% สู่ระดับ 44% ในปี 2555 และ 43% ในปี 2556 ก่อนหน้านี้ KTC ได้บันทึกค่าใช้จ่ายพิเศษเกี่ยวกับคะแนนสะสมแลกของรางวัลจำนวน 838 ล้านบาทอันเป็นผลมาจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการตลาดและการนำมาตรฐานการบัญชี IFRIC 13 มาใช้ก่อนกำหนด ทั้งนี้มีการเร่งใช้สิทธิแลกของรางวัลจากบัตรเครดิต KTC-Royal Orchid Plus เนื่องจากบริษัทได้มีการเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการตลาด โดยเปลี่ยนจากไมล์สะสมให้เป็นคะแนนสะสม (Forever Rewards) แทน

ต้นทุนเงินทุนสูงขึ้น KTC คาดว่าต้นทุนเงินของบริษัทจะเพิ่มขึ้นจากระดับ 4.9% ในปี 2554 สู่ระดับ 5.2% ในปี 2555 บริษัทวางแผนออกหุ้นกู้มูลค่าราว 1 หมื่นล้านบาทในปีนี้เพื่อทดแทนหุ้นกู้ที่ครบกำหนดไถ่ถอน ต้นทุนของหุ้นกู้มูลค่า 1 หมื่นล้านบาทซึ่งจะครบกำหนดไถ่ถอนในปีนี้อยู่ที่ระดับ 5.5% ผลขาดทุนจำนวนมากในไตรมาส 4 ปี 2554 ส่งผลให้อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนปรับเพิ่มขึ้นอย่างมากจากระดับ 6.3 เท่า ณ ไตรมาส 3 ปี 2554 สู่ระดับ 8.7 เท่า ณ ไตรมาส 4 ปี 2554 เนื่องจากอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนของ KTC ใกล้ถึงระดับเพดานที่กำหนดไว้ในเงื่อนไขการออกหุ้นกู้ที่ 10 เท่าแล้ว ดังนั้นเราเชื่อว่าสถานการณ์เช่นนี้จะสร้างแรงกดดันให้บริษัทมีต้นทุนในการออกหุ้นกู้ชุดใหม่สูงขึ้น

Forecasts and valuation

FY Dec	Unit	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Pre-provision profit	(Bt mn)	4,297	3,990	5,139	5,267	5,620
Net profit	(Bt mn)	224	(1,621)	170	430	530
PPP/Sh	(Bt)	16.67	15.47	19.93	20.43	21.80
EPS	(Bt)	0.87	(6.29)	0.66	1.67	2.06
BVPS	(Bt)	25.36	18.86	19.52	20.92	22.31
DPS	(Bt)	0.45	-	0.26	0.67	0.82
PER	(x)	18.98	(2.62)	25.04	9.90	8.03
P/PPP	(x)	0.99	1.07	0.83	0.81	0.76
EPS growth	(%)	156.77	(823.24)	110.48	152.97	23.31
PBV	(x)	0.65	0.88	0.85	0.79	0.74
ROE	(%)	3.50	(28.44)	3.44	8.25	9.51
Dividend yields	(%)	2.73	-	1.60	4.04	4.98

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2010	2011F	2012F	2013F	2014F
Interest & dividend income	5,645	5,746	5,764	5,892	6,385
Interest expense	1,944	1,941	2,060	2,182	2,342
Net interest income	3,701	3,804	3,704	3,710	4,043
Non-interest income	6,535	6,752	7,223	7,445	7,622
Non-interest expenses	5,734	6,542	5,704	5,704	5,818
Earnings before tax & provision	4,501	4,014	5,223	5,452	5,847
Tax	204	24	84	184	227
Equities & minority interest	-	-	-	-	-
Core pre-provision profit	4,297	3,990	5,139	5,267	5,620
Provision	4,073	5,611	4,969	4,837	5,090
Core net profit	224	(1,621)	170	430	530
Extra item	-	-	-	-	-
Net profit	224	(1,621)	170	430	530
EPS (Bt)	0.87	(6.29)	0.66	1.67	2.06
DPS (Bt)	0.45	-	0.26	0.67	0.82

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2010	2011F	2012F	2013F	2014F
Cash	778	755	922	1,064	1,185
Gross loans	48,026	47,310	49,692	53,749	58,172
Loan loss reserve	3,250	4,390	4,638	4,880	5,134
Net loans	44,775	42,920	45,054	48,870	53,037
Total assets	48,541	47,443	49,907	54,034	58,502
Interbank liabilities	15,344	19,730	19,730	20,165	20,770
Borrowings	24,020	19,500	21,200	23,800	26,400
Total liabilities	42,002	42,581	44,875	48,641	52,750
Paid-up capital	2,578	2,578	2,578	2,578	2,578
Total Equities	6,539	4,862	5,032	5,394	5,752
BVPS (Bt)	25.36	18.86	19.52	20.92	22.31

Key Financial Ratios

	2010	2011F	2012F	2013F	2014F
Profitability					
Yield on earn'g assets (%)	11.69	11.86	11.68	11.21	11.24
Cost on int-bear'g liab (%)	4.81	4.94	5.14	5.14	5.14
Spread (%)	6.88	6.92	6.54	6.07	6.10
Net interest margin (%)	7.76	7.95	7.60	7.14	7.19
ROA (%)	0.46	(3.38)	0.35	0.83	0.94
ROE (%)	3.50	(28.44)	3.44	8.25	9.51
Asset Quality					
NPLs (Bt mn)	2,030	2,127	2,328	2,604	2,914
NPLs / Total Loans (%)	2.2	2.3	2.4	2.5	2.6
LLR/NPLs (%)	160.1	206.3	199.2	187.4	176.2

Efficiency

Cost to income ratio (%)	56.0	62.0	52.2	51.1	49.9
--------------------------	------	------	------	------	------

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
Interest & dividend income	1,448	1,419	1,446	1,443	1,437
Interest expense	473	470	465	480	526
Net interest income	975	949	981	963	911
Non-interest income	1,756	1,650	1,707	1,686	1,709
Non-interest expenses	1,488	1,402	1,463	1,464	2,214
Earnings before tax & provision	1,243	1,197	1,225	1,186	406
Tax	89	46	44	44	(110)
Equities & minority interest	-	-	-	-	-
Core pre-provision profit	1,154	1,152	1,181	1,141	516
Provision	1,010	1,091	1,131	1,101	2,288
Core net profit	144	60	50	41	(1,773)
Extra item	-	-	-	-	-
Net profit	144	60	50	41	(1,773)
EPS (Bt)	0.56	0.23	0.20	0.16	(6.87)

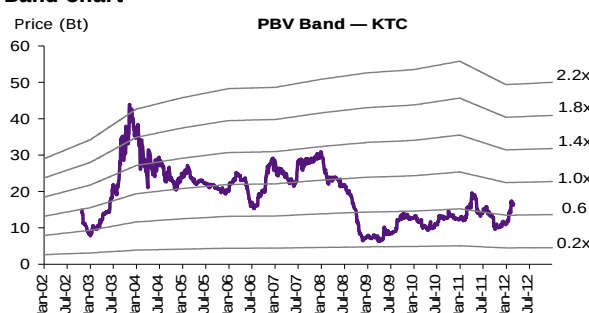
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
Cash	778	527	767	584	755
Gross loans	48,026	46,500	47,645	47,627	47,310
Loan loss reserve	3,250	3,364	3,630	3,818	4,390
Net loans	44,775	43,135	44,016	43,809	42,920
Total assets	49,172	47,613	48,800	48,613	48,068
Interbank liabilities	15,344	14,881	21,856	26,443	19,730
Borrowings	24,020	23,020	17,520	12,720	19,500
Total liabilities	42,002	40,388	41,628	41,400	42,581
Paid-up capital	2,578	2,578	2,578	2,578	2,578
Total Equities	6,539	6,593	6,544	6,588	4,862
BVPS (Bt)	25.36	25.57	25.38	25.55	18.86

Main Assumptions

	2010	2011F	2012F	2013F	2014F
Loan growth (%)	1.65	-1.47	4.97	8.07	8.14
Yield on earning assets (%)	11.69	11.86	11.68	11.21	11.24
Cost of funds (%)	4.81	4.94	5.14	5.14	5.14
Net interest margin (%)	7.76	7.95	7.60	7.14	7.19
Non-interest income growth (%)	3.25	3.32	6.98	3.08	2.38
Cost to income ratio (%)	56.02	61.97	52.20	51.13	49.87
Provision expense/Total loans (%)	8.48	11.86	10.00	9.00	8.75
NPLs/Total loans (%)	2.16	2.31	2.40	2.48	2.57

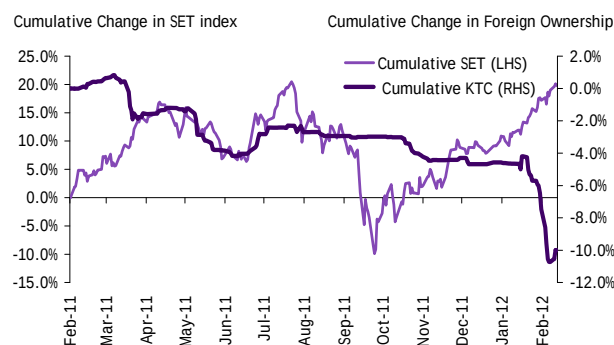
PBV Band Chart



12-Month Cumulative directors trade

N.A.

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



Source: SET, SCBS Investment Research

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

★★★★	ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BBL, BCP, BMCL, CPF, CSI, 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, BIGG, BIA, BTS, CK, CPALL, DELTA, DRT, DTAC, GPPT, GLOW, HANA, HMPRO, INTUCH, KCE, KEST, LH, IWL, MAJOR, MAKRO, PHATRA, SCCC, SMT, SPALI, SIRI, STANLY, STEC, SVI, TCAP, THAI, TRUE, TTA, TTW
★★★★	AEON'S, AH, CCEI, DCC, ESSO, ITO, KH, KTC, RLI, ROJANA, TICON, TPIPL
★★★★	BGH, BLS, CPNIF, LHBANK, POPP, QHPF, SAMART, SAMTEL, SSI, TFUND, TLOGIS, WHAPF
N/A	PTTGC is the merged entity of PTTC and PTTAR

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 confirm nor certify the accuracy of such survey result.