

ขาย

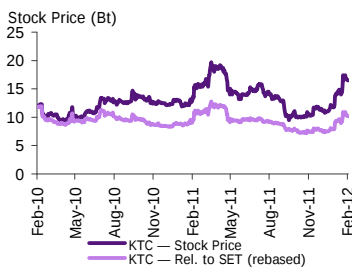
ผลการดำเนินงานไตรมาส 4/54 น่าผิดหวังมาก

Stock Data

Last close (Feb 24) (Bt)	16.10
12-m target price (Bt)	10.00
Upside (Downside) to TP (%)	(37.89)
Mkt cap (Btbn)	4.15
Mkt cap (US\$mn)	137

Bloomberg code	KTC TB
Reuters code	KTC.BK
Risk rating	H
Mkt cap (%) SET	0.04
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)	1.48
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	14.2	56.3	2.5
Relative to SET	5.2	31.9	-11.8

Source: SET, SCBS Investment Research

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

0-2949-1003

kittima.sattayapan@scb.co.th

ผลการดำเนินงานไตรมาส 4/54 แย่กว่าคาดมาก ผลการดำเนินงานไตรมาส 4 ปี 2554 ของ KTC ปรับตัวแยกลง 1,333% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน และ 4,450% จากไตรมาสก่อนหน้า สู่ขาดทุนสุทธิจำนวนมากถึง 1.78 พันล้านบาท แย่กว่าประมาณการของเราที่คาดว่าจะมีขาดทุนสุทธิ 789 ล้านบาทอย่างมาก โดยมีสาเหตุหลักมาจากค่าเผื่อนหนี้สงสัยจะสูญ ภาษีเงินได้ และค่าใช้จ่ายพิเศษเกี่ยวกับคะแนนสะสมแลกของรางวัลอันเป็นผลมาจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการตลาดและการนำมาตรฐานการบัญชี IFRIC 13 มาใช้ก่อนกำหนด แม้เรารวมเอารายการเหล่านี้เข้ามาในไว้ในประมาณการของเราแล้ว แต่จำนวนที่แท้จริงสูงกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ ผลการดำเนินงานปี 2554 เปลี่ยนมามีขาดทุนสุทธิจำนวน 1.62 พันล้านบาท แย่ลง 823% จากปี 2553 ประเด็นสำคัญคือ:

1. การขยายตัวของสินเชื่อ: เป็นไปตามคาด โดยลดลง 0.7% จากไตรมาสก่อนหน้า ส่งผลทำให้ KTC มีอัตราการขยายตัวของสินเชื่อทั้งปี 2554 ที่ -1.5% การหดตัวของสินเชื่อส่วนใหญ่เกิดจากสินเชื่อบัตรเครดิต
2. ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิ: เป็นไปตามคาด โดยลดลง 0.42% จากไตรมาสก่อนหน้า สู่ระดับ 7.78% ในไตรมาส 4 ปี 2554 โดยมีสาเหตุหลักมาจากต้นทุนเงินทุนปรับตัวเพิ่มขึ้น 0.48% จากไตรมาสก่อนหน้า
3. รายได้ที่มีใช้ดอกเบี้ย: เป็นไปตามคาด โดยเพิ่มขึ้น 1% จากไตรมาสก่อนหน้า
4. อัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้: แย่กว่าคาดมาก โดยเพิ่มขึ้นจากระดับ 46.78% ในไตรมาส 3 ปี 2554 สู่ระดับ 70.37% ในไตรมาส 4 ปี 2554 โดยส่วนใหญ่เกิดจากค่าใช้จ่ายพิเศษเกี่ยวกับคะแนนสะสมแลกของรางวัลอันเป็นผลมาจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการตลาดและการนำมาตรฐานการบัญชี IFRIC 13 มาใช้ก่อนกำหนด ทั้งนี้การเร่งใช้สิทธิแลกของรางวัลจากบัตรเครดิต KTC-Royal Orchid Plus เนื่องจากบริษัทได้มีการเปลี่ยนแปลงนโยบายทางการตลาด โดยเปลี่ยนจากไมล์สะสมให้เป็นคะแนนสะสม (Forever Rewards) แทน
5. อัตรากาสิโน: สูงกว่าคาด เพราะบริษัทโอนกลับรายการสินทรัพย์ภาษีเงินได้รอการตัดบัญชีจำนวน 404 ล้านบาท อันเป็นผลมาจากการลดอัตรากาสิโนเงินได้นิติบุคคลลงจาก 30% เหลือ 23% ในปี 2555 และ 20% ตั้งแต่ปี 2556 เป็นต้นไป
6. คุณภาพสินทรัพย์: บริษัทตั้งค่าเผื่อนหนี้สงสัยจะสูญเพิ่มขึ้น 108% จากไตรมาสก่อนหน้า สู่จำนวน 2.2 พันล้านบาท มากกว่าคาด โดยคิดเป็นต้นทุนสินเชื่อเฉลี่ยทั้งปีที่ระดับ 19.35% การตัดจำหน่ายหนี้สูญจำนวนมากส่งผลทำให้ NPL ปรับตัวลดลงจากระดับ 5.27% ของสินเชื่อรวม ณ ไตรมาส 3 ปี 2554 สู่ระดับ 4.7% ณ ไตรมาส 4 ปี 2554

คงคำแนะนำ “ขาย” และคงราคาเป้าหมายไว้เท่าเดิม เรายังคงคำแนะนำ “ขาย” KTC และคงราคาเป้าหมายไว้ที่ 10 บาท (PBV ปี 2555 ที่ 0.5 เท่า) เนื่องจากราคาหุ้นที่ปรับขึ้นมาแล้วถึง 52% ตั้งแต่ต้นปี 2555 ไม่สมเหตุสมผลกับการฟื้นตัวหลังน้ำท่วม โดยน่าจะได้รับปัจจัยหนุนจากการเก็งกำไรในประเด็นควบรวมกับ KTB (KTB ถือหุ้น KTC อยู่ 49.45%) ทั้งนี้แม้ธุรกิจของ KTC ฟื้นตัวดีขึ้นหลังน้ำท่วม แต่บริษัทก็ยังมีความสามารถในการทำกำไรต่ำ โดยมี ROE อยู่ที่ประมาณ 2-6% เนื่องจากบริษัทประสบกับภาวะตลาดบัตรเครดิตอึดอัดและการแข่งขันสูงขึ้นจากธนาคาร

Forecasts and valuation

FY Dec	Unit	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Pre-provision profit	(Bt mn)	4,297	3,990	4,864	4,693	4,886
Net profit	(Bt mn)	224	(1,621)	121	221	325
PPP/Sh	(Bt)	16.67	15.47	18.86	18.20	18.95
EPS	(Bt)	0.87	(6.29)	0.47	0.86	1.26
BVPS	(Bt)	25.36	18.86	19.33	20.00	20.91
DPS	(Bt)	0.45	-	0.19	0.34	0.50
PER	(x)	18.52	(2.56)	34.30	18.79	12.75
P/PPP	(x)	0.97	1.04	0.85	0.88	0.85
EPS growth	(%)	156.77	(823.24)	107.47	82.55	47.30
PBV	(x)	0.63	0.85	0.83	0.81	0.77
ROE	(%)	3.50	(28.44)	2.46	4.36	6.17
Dividend yields	(%)	2.80	-	1.17	2.13	3.14

Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Quarterly results

P & L (Bt mn)	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	% YoY ch	% QoQ ch	2010	2011	% YoY ch	% full year
Net interest income	975	949	981	963	911	(7)	(5)	3,701	3,804	3	100
Non-interest income	1,756	1,650	1,707	1,686	1,709	(3)	1	6,535	6,752	3	100
Operating expenses	1,488	1,402	1,463	1,464	2,214	49	51	5,734	6,542	14	100
Pre-provision profit	1,243	1,197	1,225	1,186	406	(67)	(66)	4,501	4,014	(11)	100
Less Provision	1,010	1,091	1,131	1,101	2,288	127	108	4,073	5,611	38	100
Pre-tax profit	232	106	95	85	(1,882)	(910)	(2,309)	428	(1,597)	(473)	100
Income tax	89	46	44	44	(110)	(224)	(347)	204	24	(88)	100
Net profit	144	60	50	41	(1,773)	(1,333)	(4,450)	224	(1,621)	(823)	100
EPS (Bt)	0.56	0.23	0.20	15.80%	(6.87)	(1,333)	(4,450)	0.87	(6.29)	(823)	100
B/S (Bt mn)	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	% YoY ch	% QoQ ch	2,010	2011	% YoY ch	% full year
Net loans	44,775	43,135	44,016	43,809	42,920	(4)	(2)	44,775	42,920	(4)	NM.
Liabilities	42,002	40,388	41,628	41,400	42,581	1	3	42,002	42,581	1	NM.
BVPS (Bt)	25.36	25.57	25.38	25.55	18.86	(26)	(26)	25.36	18.86	(26)	NM.
Ratios (%)	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	% YoY ch*	% QoQ ch*	2,010	2011	YoY ch*	% full year
Yield on earn. asset	12.44	12.17	12.45	12.28	12.27	(0.16)	(0.01)	11.85	12.05	0.20	NM.
Cost of funds	4.88	4.87	4.82	4.89	5.37	0.49	0.48	4.81	4.94	0.13	NM.
Net interest margin	8.37	8.14	8.45	8.20	7.78	(0.59)	(0.42)	7.77	7.98	0.21	NM.
Provision/Loans	8.41	9.39	9.49	9.24	19.35	10.93	10.11	8.48	11.86	3.38	NM.
Cost to income	46.45	45.67	46.39	46.78	70.37	23.93	23.59	47.08	52.35	5.27	NM.
D/E(x)	6.42	6.13	6.36	6.28	8.76	2.33	2.47	6.42	8.76	2.33	NM.
NPLs/gross loans	4.02	4.50	4.88	5.27	4.70	0.67	(0.58)	4.02	4.70	0.67	NM.

Source: SCBS Investment Research

Note: * Percentage points

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

ADIAN, AOT, BANPU, BAY, EBL, BCP, BMCL, CPF, CSL, EGCO, 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, BJA, 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
AEONTS, AH, CCET, DCC, ESSO, ITD, KH, KTC, RCL, ROJNA, TICON, TPIPL
N/A BGH, BLS, CPNRF, LHBANK, POPF, QHPF, SAMART, SAMTEL, SSL, TFUND, TLOGIS, WHAPP
PTTGC is the merged entity of PTTCH 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 conform nor certify the accuracy of such survey result.

