



ข้อ

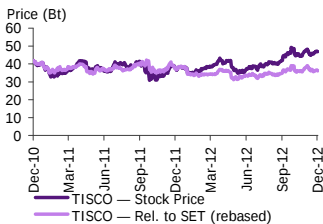
สินเชื่อขยายตัวสูงกว่าเป้า

Stock Data

Last close (Dec 12) (Bt)	47.50
12-m target price (Bt)	55.00
Upside (Downside) to TP (%)	15.79
Mkt cap (Btbn)	34.58
Mkt cap (US\$mn)	1,130

Bloomberg code	TISCO TB
Reuters code	TISC.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.30
Sector % SET	18.85
Shares issued (mn)	728
Par value (Bt)	10
12-m high / low (Bt)	49.3 / 34.3
Avg. daily 6m (US\$mn)	3.28
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	-0.5	6.7	30.1
Relative to SET	-5.3	-0.9	-1.0

Source: SET, SCBS Investment Research

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

0-2949-1003

kittima.sattayapan@scb.co.th

สินเชื่อขยายตัวสูงกว่าเป้า วานนี้ TISCO ประกาศงบดุลเดือน พ.ย. ที่แสดงให้เห็นว่าสินเชื่อขยายตัวสูงอย่างต่อเนื่องที่ระดับ 2.75% MoM ในเดือน พ.ย. (เทียบกับ 2.3% MoM ในเดือน ต.ค.) สอดคล้องกับยอดขายรถยนต์ในประเทศจำนวนมาก สินเชื่อรายย่อยขยายตัว 3% (ส่วนใหญ่เป็นสินเชื่อรถยนต์) สินเชื่อ SME ขยายตัว 6% และสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่ขยายตัว 1% อัตราการขยายตัวของสินเชื่อในช่วง 11 เดือนแรกปี 2555 อยู่ที่ 29.7% มีแนวโน้มสูงกว่าประมาณการทั้งปีของเราที่ 30% เราคาดว่าสินเชื่อจะขยายตัวเร่งขึ้นในเดือน ธ.ค. โดยได้รับปัจจัยหนุนจากงาน Motor Show ดังนั้นเราจึงปรับประมาณการอัตราการขยายตัวของสินเชื่อปี 2555 เพิ่มขึ้นจาก 30% เป็น 33% ส่งผลทำให้ประมาณการกำไรของ TISCO ปรับเพิ่มขึ้น 1% ในปี 2555 และ 3% ในปี 2556 เรายังคงคาดว่ายอดขายของสินเชื่อจะชะลอตัวลงสู่ระดับ 18% ในปี 2556 โดยมีสาเหตุมาจากราคาสูงในปีนั้น เกิดจากยอดขายรถยนต์ในประเทศที่คาดว่าจะมีจำนวนสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 1.4 ล้านคัน หรือ เด็บโต 76% จากปีก่อน และการหมดอายุของมาตรการคินภาษียให้กับผู้ซื้อรถยนต์คันแรก

ความเสี่ยง Downside จาก SSI ความกังวลเกี่ยวกับความสามารถในการชำระหนี้ของ SSI เป็นปัจจัยสำคัญที่คอยกดดันราคาหุ้น TISCO เพราะ TISCO ปลดปล่อยสินเชื่อประมาณ 4 พันล้านบาทให้กับ SSI (1.8% ของสินเชื่อทั้งหมด) แต่นับถึงปัจจุบัน SSI ยังคงจ่ายดอกเบี้ยให้กับ TISCO ตามกำหนด SSI จะเริ่มจ่ายเงินต้นคืนให้กับ TISCO ในไตรมาส 2 ปี 2556 SSI กำลังดำเนินการเพิ่มทุน ซึ่งหากเพิ่มทุนสำเร็จจะช่วยลดความเสี่ยงเกี่ยวกับคุณภาพสินทรัพย์สำหรับเจ้าหนี้ที่มี TISCO รวมอยู่ด้วย SSI คาดว่าจะเพิ่มทุนเสร็จในไตรมาส 1 ปี 2556 บริษัทสามารถเพิ่มทุนได้แล้ว 106 ล้านดอลลาร์สหรัฐ (26%) จากที่ตั้งเป้าไว้ที่ 413 ล้านดอลลาร์สหรัฐผ่านการจัดสรรหุ้นเพิ่มทุนให้กับบุคคลในวงจำกัด (PP) และผู้ถือหุ้นเดิม (rights offering) ณ วันที่ 21 พ.ย. ทั้งนี้ภายในระยะ 2-3 เดือนข้างหน้า SSI ตั้งเป้าว่าจะเพิ่มทุนได้เพิ่มขึ้นเป็น 246 ล้านดอลลาร์สหรัฐ (60% ของเป้าเพิ่มทุนทั้งหมด) ด้วยการขายหุ้นเพิ่มทุนเพิ่มเติมให้กับ Vanomet และ สหวิริยา กรุ๊ป และจะเพิ่มทุนได้เพิ่มขึ้นเป็น 386 ล้านดอลลาร์สหรัฐ (93% ของเป้าเพิ่มทุนทั้งหมด) ถ้า Vanomet แปลงวงเงินกู้ยืมจำนวน 90 ล้านดอลลาร์สหรัฐเป็นทุน และพันธมิตรร่วมทุนรายใหม่จัดตั้งเงินทุนเพิ่มเติมให้กับบริษัทอีก 50 ล้านดอลลาร์สหรัฐ TISCO กล่าวว่าสินเชื่อดังกล่าวมีหลักประกันเต็มจำนวนโดยมูลค่าหลักประกันอยู่ที่ 120-130% ของสินเชื่อ TISCO ตั้งสำรองเผื่อหนี้สงสัยจะสูญส่วนเกิน (excess LLR) ไว้ 2.1 พันล้านบาท โดยมี LLR coverage อยู่ที่ 171% ถ้าสินเชื่อที่ปล่อยให้กับ SSI กลายเป็น NPL LLR coverage ก็จะลดลงจากระดับ 180% สู่ระดับประมาณ 130%

ได้ประโยชน์จากการลดอัตราดอกเบี้ย เนื่องจาก duration สินทรัพย์ของ TISCO ยาวกว่า duration หนี้สิน ดังนั้น TISCO จึงได้รับประโยชน์จากการลดอัตราดอกเบี้ย เราคาดว่าส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิของ TISCO จะเพิ่มขึ้นในไตรมาส 4 ปี 2555 สะท้อนถึงประโยชน์จากการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 0.25% ในเดือน ต.ค. เราคาดว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะปรับลดลงอีก 0.25% ในไตรมาส 1 ปี 2556 (น่าจะเกิดขึ้นในเดือน ม.ค.) ดังนั้นส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิจะปรับตัวเพิ่มขึ้นอีกในไตรมาส 1 ปี 2556 เราคาดการณ์ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิที่ 2.85% (-0.70%) ในปี 2555 และ 2.9% (+0.05%) ในปี 2556

คาดการณ์กำไรไตรมาส 4/55 เราคาดว่ากำไรสุทธิไตรมาส 4 ปี 2555 จะเพิ่มขึ้น 43% YoY และ 1% QoQ สู่จำนวน 965 ล้านบาท สะท้อนถึง: 1) การขายสินเชื่อได้มากขึ้นเพราะงาน Motor Show 2) ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิเพิ่มขึ้น QoQ อันเป็นผลมาจากการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 0.25% ในเดือน ต.ค. 3) รายได้ที่มีใช้ดอกเบี้ยลดลง QoQ เพราะกำไรจากเงินลงทุนและรายได้เงินปันผลลดลง และ 4) การตั้งสำรองทรงตัว QoQ

คงคำแนะนำ "ซื้อ" เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" TISCO ด้วยราคาเป้าหมายเท่าเดิมที่ 55 บาท (1.95 เท่าของมูลค่าทางบัญชีปี 2556) โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการมี ROE สูงสุดในกลุ่มธนาคาร การขายสินเชื่อได้มาก และประโยชน์จากการลดอัตราดอกเบี้ย เราเชื่อว่า TISCO เทรดต่ำกว่ามูลค่าที่ 1.7 เท่าของมูลค่าทางบัญชีปี 2556 เทียบกับ ROE 21.6%

Forecasts and valuation

FY Dec	Unit	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Pre-provision profit	(Bt mn)	4,822	4,550	5,594	6,755	7,376
Net profit	(Bt mn)	2,888	3,267	3,675	4,171	4,658
PPP/Sh	(Bt)	6.62	6.25	7.68	9.28	10.13
EPS	(Bt)	3.97	4.49	5.05	5.73	6.40
BVPS	(Bt)	20.30	22.25	24.95	28.16	31.69
DPS	(Bt)	2.25	2.35	2.52	2.87	3.20
PER	(x)	11.97	10.58	9.41	8.29	7.42
P/PPP	(x)	7.17	7.60	6.18	5.12	4.69
EPS growth	(%)	45.05	13.11	12.50	13.50	11.68
PBV	(x)	2.34	2.13	1.90	1.69	1.50
ROE	(%)	21.23	21.09	21.39	21.58	21.38
Dividend yields	(%)	4.74	4.95	5.31	6.03	6.74

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Interest & dividend income	9,433	12,369	15,466	18,933	21,786
Interest expense	2,571	5,461	8,294	10,003	11,868
Net interest income	6,862	6,907	7,172	8,930	9,918
Non-interest income	3,604	4,165	5,956	6,132	6,655
Non-interest expenses	4,374	4,935	6,402	7,231	8,000
Earnings before tax & provision	6,092	6,138	6,725	7,831	8,573
Tax	1,256	1,562	1,106	1,049	1,171
Equities & minority interest	14	26	26	26	26
Core pre-provision profit	4,822	4,550	5,594	6,755	7,376
Provision	1,933	1,283	1,919	2,585	2,718
Core net profit	2,888	3,267	3,675	4,171	4,658
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	2,888	3,267	3,675	4,171	4,658
EPS (Bt)	3.97	4.49	5.05	5.73	6.40
DPS (Bt)	2.25	2.35	2.52	2.87	3.20

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Cash	903	903	1,076	1,210	1,415
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	246,068	290,360	333,914
Accrued interest receivable	134	266	266	266	266
Loan loss reserve	4,162	4,428	6,347	8,932	11,649
Net loans	146,997	180,851	239,987	281,695	322,531
Total assets	171,408	220,709	283,164	328,468	373,316
Deposits	48,533	37,979	131,407	198,688	259,685
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	264,910	307,880	350,156
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	18,164	20,497	23,070
BVPS (Bt)	20.30	22.25	24.95	28.16	31.69

Key Assumptions and Financial Ratios

	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Growth					
YoY loan growth	32.19	22.51	33.00	18.00	15.00
YoY fee & insurance income growth	47.11	11.29	39.18	8.01	8.16
Profitability					
Yield on earn'g assets (%)	6.16	6.35	6.15	6.16	6.14
Cost on int-bear'g liab (%)	1.89	3.14	3.64	3.59	3.70
Spread (%)	4.27	3.21	2.51	2.57	2.44
Net interest margin (%)	4.48	3.55	2.85	2.90	2.79
ROE (%)	21.23	21.09	21.39	21.58	21.38
Asset Quality					
NPLs/Total Loans (%)	1.79	1.45	1.79	1.65	1.56
LLR/NPLs (%)	156.82	169.56	143.83	186.77	223.27
Provision expense/Total loans (%)	1.28	0.69	0.78	0.89	0.81
Liquidity					
Loans/Deposits & borrowings (%)	108.41	100.89	101.16	101.68	102.09
Efficiency					
Cost to income ratio (%)	41.79	44.57	48.77	48.01	48.27
Capital Fund					
Capital adequacy ratio (%)	17.85	14.92	14.78	14.81	14.21
Tier-1 (%)	11.29	9.89	10.19	10.87	10.75
Tier-2 (%)	6.56	5.03	4.60	3.95	3.46

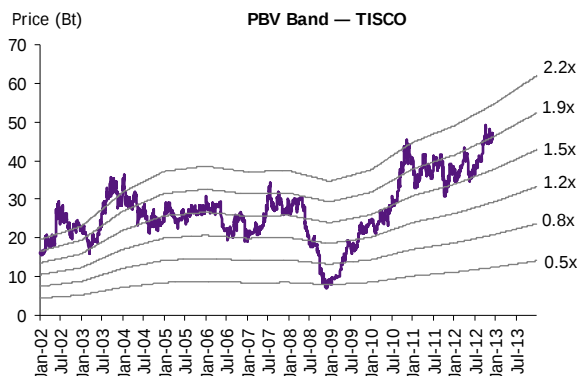
Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12
Interest & dividend income	3,312	3,334	3,413	3,617	3,940
Interest expense	1,570	1,876	1,848	1,888	2,117
Net interest income	1,741	1,459	1,566	1,729	1,823
Non-interest income	1,092	1,112	1,243	1,467	1,704
Non-interest expenses	1,258	1,100	1,448	1,420	1,764
Earnings before tax & provision	1,576	1,471	1,360	1,776	1,763
Tax	370	480	248	261	271
Equities & minority interest	5	13	6	6	8
Core pre-provision profit	1,201	978	1,106	1,508	1,485
Provision	302	302	269	589	532
Core net profit	899	676	837	920	953
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	899	676	837	920	953
EPS (Bt)	1.23	0.93	1.15	1.26	1.31

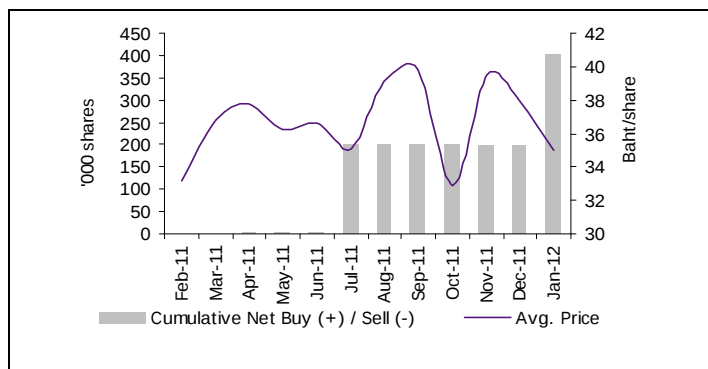
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12
Cash	980	903	871	793	880
Interbank assets	18,749	30,722	30,899	14,520	35,618
Investments	4,482	3,706	4,769	4,354	5,008
Gross loans	181,738	185,014	194,561	209,970	228,212
Accrued interest receivable	176	266	219	243	298
Loan loss reserve	4,616	4,428	4,524	4,714	4,882
Net loans	177,298	180,851	190,256	205,499	223,628
Total assets	206,869	220,709	232,971	230,902	272,808
Deposits	37,914	37,979	41,696	81,428	181,590
Interbank liabilities	12,502	14,479	15,342	12,774	13,536
Borrowings	134,290	145,397	149,943	111,895	49,626
Total liabilities	191,384	204,420	215,785	214,662	255,470
Minority interest	87	90	94	94	125
Paid-up capital	7,279	7,279	7,279	7,279	7,279
Total Equities	15,399	16,199	17,092	16,146	17,213
BVPS (Bt)	21.15	22.25	23.48	22.18	23.65

PBV Band Chart



12-Month Cumulative directors trade



Source: SEC

CG Rating 2011	Companies with CG Rating under SCB's Coverage
AAA	ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BBL, BCP, BMCL, CSL, EGCO, ERW, HEMRAJ, IRPC, KBANK, KK, KTB, LPN, MCOT, PS, PSL, PT, PTTEP, OH, RATCH, ROBINS, SAT, SCC, SCG, TISCO, TM8, TOP
AA	ANATA, AP, ASP, BEC, BCU, BH, BIC, BKA, BLS, CENL, CK, CPALL, CP, DELTA, DRY, DTAC, GFT, GLOW, HANA, HMPRO, INTUCH, KCE, KEST, LH, LVL, MAJOR, MARKO, MINIT, OISHI, PHATRA, SCC, SMT, SPALI, SIRI, STANLY, STEC, SVI, TCAP, THAI, THCOM, TRUE, TTA, TTW
A	AEON'S, AH, CCEI, BCC, ESSO, GUNRUL, LTD, BCH, KTC, KCL, ROJINA, TICON, TPIPL
BBB	AAV, BGI, BLS, CPNRI, LHBANK, POPP, QHPF, SAMART, SAMTEL, SSI, TFUND, TLOGIS, WHA, WHAPF
N/A	PTTGC is the merged entity of PTTC and PTTR

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.