



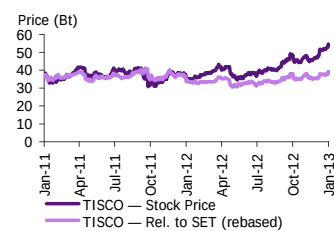
ข้อ

Stock Data

Last close (Jan 15) (Bt)	51.00
12-m target price (Bt)	57.00
Upside (Downside) to TP (%)	11.76
Mkt cap (Btbn)	37.12
Mkt cap (US\$mn)	1,231

Bloomberg code	TISCO TB
Reuters code	TISC.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.31
Sector % SET	18.23
Shares issued (mn)	728
Par value (Bt)	10
12-m high / low (Bt)	54.8 / 34.3
Avg. daily 6m (US\$mn)	3.68
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	6.3	14.0	46.8
Relative to SET	1.5	3.1	7.0

Source: SET, SCBS Investment Research

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

0-2949-1003

kittima.sattayapan@scb.co.th

NII จะกลับมาเติบโตอย่างแข็งแกร่ง; ปรับคำแนะนำขึ้นเป็น “ซื้อ”

NII จะกลับมาเติบโตอย่างแข็งแกร่ง เพราะ NIM มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น แม้การขยายตัวของสินเชื่อชะลอตัวลง แต่ TISCO ก็คาดว่าจะรายได้ที่มีใช้ดอกเบี้ยสุทธิ (NII) จะกลับมาเติบโตอย่างแข็งแกร่งในปี 2556 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิ (NIM) ที่มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น ทั้งนี้แม้อัตราขยายตัวสูง (24% ในปี 2554 และ 34% ในปี 2555) แต่ NII อยู่ในระดับทรงตัวในช่วง 2 ปีที่ผ่านมาเพราะ NIM ปรับตัวลดลงมาก (-0.93% ในปี 2554 และ -0.76% ในปี 2555) ผู้บริหารกล่าวว่ารายได้ดอกเบี้ยสุทธิน่าจะโต 20% ในปี 2556 ถ้าใช้สมมติฐานอนุรักษนิยมว่าสินเชื่อโต 10% และ NIM ไม่เพิ่มขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับประมาณการของเราที่คาดว่า NII จะโต 26% โดยใช้สมมติฐานสินเชื่อโต 18% และ NIM เพิ่มขึ้น 0.08% แนวโน้มการปรับตัวเพิ่มขึ้นของ NIM เกิดจากประโยชน์จากการลดดอกเบี้ย (duration ของสินทรัพย์ > duration ของหนี้สิน) และแผนเพิ่มสัดส่วนสินเชื่อที่ให้ผลตอบแทนสูง (สินเชื่อรถยนต์ใช้แล้วและสินเชื่อรีไฟแนนซ์รถยนต์) ในปี 2556 TISCO ตั้งเป้าสินเชื่อโต 12-15% ในปี 2556 (SCBS คาดโต 18%) เทียบกับ 34% ในปี 2555 โดยคาดว่าจะยอดขายรถยนต์ในประเทศจะปรับตัวลดลงหลังจากทำสถิติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ ~1.45 ล้านคันในปีที่ผ่านมาอันเป็นผลมาจากมาตรการคั่นภาษีรถยนต์คันแรกของรัฐบาล รถยนต์ประมาณ 10,000 คันที่ถูกสั่งซื้อภายใต้มาตรการนี้ในปีที่ผ่านมาจะส่งมอบและมี TISCO เป็นผู้ปล่อยสินเชื่อในงวดครั้งแรกปี 56

ตั้งสำรองเพิ่มขึ้น TISCO คาดว่าจะตั้งสำรองค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญเพิ่มขึ้นเล็กน้อยในปี 2556 โดยต้นทุนสินเชื่อจะอยู่ที่ระดับ 0.90-1.00% สอดคล้องกับการเปลี่ยนมาเน้นปล่อยสินเชื่อที่ให้ผลตอบแทนสูงเพิ่มมากขึ้น และนโยบายของ ธปท. ที่กระตุ้นให้ธนาคารพาณิชย์ตั้งสำรองทั่วไปเพิ่มมากขึ้น เราคาดว่าค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญจะเพิ่มขึ้นจาก 1.9 พันล้านบาท (0.77% ของสินเชื่อรวม) ในปี 2555 เป็น 2.8 พันล้านบาท (0.95% ของสินเชื่อรวม) ในปี 2556 ขณะที่ NPL ที่เพิ่มขึ้น 387 ล้านบาท (14%) QoQ ในไตรมาส 4/55 ส่วนหนึ่งเป็นเพราะการรับรู้เงินให้สินเชื่อรถยนต์ใหม่จำนวนมากเป็นการชั่วคราวส่งผลทำให้ต้องเลื่อนการตัดจำหน่ายหนี้สูญ 200-300 ล้านบาทออกไปเป็นไตรมาส 1/56 ในส่วนของคุณภาพสินเชื่อที่ปล่อยให้กับผู้ซื้อรถยนต์คันแรกนั้น TISCO เปิดเผยว่า NPL ที่เกิดจากสินเชื่อเหล่านี้มีน้อยมากแค่ 0.1% ของสินเชื่อรวม

ไม่มีแผนเพิ่มทุน แต่จะลดอัตราการจ่ายเงินปันผลลง TISCO ยืนยันอีกครั้งว่าไม่มีแผนเพิ่มทุน TISCO มีเงินกองทุนชั้นที่ 1 ที่เป็นส่วนของเจ้าของ (CET1) อยู่ที่ระดับ 9.1% ณ สิ้นปี 2555 สูงกว่าเกณฑ์ขั้นต่ำที่กำหนดไว้ที่ 4.5% สำหรับปี 2556-58 และ 5.125-7% สำหรับปี 2559-62 อย่างมาก TISCO จะพิจารณาลดอัตราการจ่ายเงินปันผลลงก่อนแทนการเพิ่มทุนหากมีความจำเป็น ผู้บริหารเชื่อว่าอัตราการจ่ายเงินปันผล 40-45% จะอยู่ในระดับเหมาะสมเพื่อสนับสนุนให้สินเชื่อขยายตัว 15% เราคาดว่า TISCO จะค่อยๆ ลดอัตราการจ่ายเงินปันผลลงจากระดับ 52% ในปี 2554 สู่ 48% ในปี 2555, 45% ในปี 2556, และ 42% ในปี 2557

ความเสี่ยง downside จาก SSI มีน้อยลง ความเสี่ยงที่ SSI จะฉุดดัชนีราคาหุ้นมีน้อยลงในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา เนื่องจาก SSI เพิ่มขึ้นแล้ว (แม้ต่ำกว่าเป้า) และราคาเหล็ก SLAP ก็ฟื้นตัวดีขึ้น ทั้งนี้จากสินเชื่อทั้งหมด 4 พันล้านบาทที่ปล่อยให้กับ SSI นั้น TISCO จะต้องตั้งสำรอง 6% (240 ล้านบาท) เพราะเป็นสินเชื่อที่เลื่อนกำหนดชำระคืน, 21% (800 ล้านบาท) ถ้ามีการปรับโครงสร้างสินเชื่อใหม่, 19% (760 ล้านบาท) ถ้าสินเชื่อดังกล่าวกลายเป็น NPL TISCO ตั้งสำรองส่วนเกินไว้ 2 พันล้านบาท โดยมี LLR coverage อยู่ที่ 165% มากเกินพอครอบคลุมความเสี่ยงในการตั้งสำรองสำหรับ SSI เพิ่ม มูลค่าหลักประกันเทียบกับสินเชื่อที่ปล่อยให้กับ SSI อยู่ที่ประมาณ 120-130%

ปรับคำแนะนำขึ้นเป็น “ซื้อ” เราปรับคำแนะนำสำหรับ TISCO ขึ้นจาก “Neutral” สู่ “ซื้อ” เพราะเหตุผล 2 ข้อ คือ 1) เราปรับราคาเป้าหมายของ TISCO เพิ่มขึ้นเล็กน้อยเป็น 57 บาท (2 เท่าของ BVPS ปี 2556) หลังจากปรับประมาณการกำไรปี 2556-58 เพิ่มขึ้น 3-6% โดยส่วนใหญ่เกิดจากการปรับ NIM เพิ่มขึ้น และ 2) ราคาหุ้นที่ร่วงลงถึง 4.7% เมื่อวานนี้ส่วนหนึ่งเกิดจากความกังวลมากเกินไปเกี่ยวกับเงินกองทุน

Forecasts and valuation

FY Dec	Unit	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Pre-provision profit	(Bt mn)	4,550	5,627	7,116	8,117	9,172
Net profit	(Bt mn)	3,267	3,705	4,329	4,927	5,479
PPP/Sh	(Bt)	6.25	7.73	9.78	11.15	12.60
EPS	(Bt)	4.49	5.09	5.95	6.77	7.53
BVPS	(Bt)	22.25	25.00	28.50	32.59	37.27
DPS	(Bt)	2.35	2.45	2.68	2.84	3.01
PER	(x)	11.36	10.02	8.57	7.53	6.78
P/PPP	(x)	8.16	6.60	5.22	4.57	4.05
EPS growth	(%)	13.11	13.42	16.85	13.80	11.20
PBV	(x)	2.29	2.04	1.79	1.56	1.37
ROE	(%)	21.09	21.54	22.24	22.16	21.55
Dividend yields	(%)	4.61	4.80	5.25	5.57	5.90

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2014F
Interest & dividend income	12,369	15,211	18,135	21,006	23,952
Interest expense	5,461	8,166	9,244	10,959	12,735
Net interest income	6,907	7,044	8,891	10,046	11,217
Non-interest income	4,165	6,138	6,629	7,402	8,284
Non-interest expenses	4,935	6,447	7,287	8,065	8,926
Earnings before tax & provision	6,138	6,736	8,233	9,383	10,576
Tax	1,562	1,081	1,089	1,239	1,377
Equities & minority interest	26	28	28	28	28
Core pre-provision profit	4,550	5,627	7,116	8,117	9,172
Provision	1,283	1,922	2,786	3,190	3,693
Core net profit	3,267	3,705	4,329	4,927	5,479
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	3,267	3,705	4,329	4,927	5,479
EPS (Bt)	4.49	5.09	5.95	6.77	7.53
DPS (Bt)	2.35	2.45	2.68	2.84	3.01

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2014F
Cash	903	1,046	1,188	1,254	1,455
Interbank assets	30,722	31,196	34,316	37,747	41,522
Investments	3,706	7,016	7,016	7,016	7,016
Gross loans	185,014	248,316	293,012	336,964	387,509
Accrued interest receivable	266	353	353	353	353
Loan loss reserve	4,428	5,122	7,908	11,098	14,790
Net loans	180,851	243,547	285,458	326,220	373,072
Total assets	220,709	290,497	335,744	380,086	431,005
Deposits	37,979	219,823	268,514	314,027	364,272
Interbank liabilities	14,479	13,971	13,971	13,971	13,971
Borrowings	145,397	27,877	20,908	15,681	11,761
Total liabilities	204,420	272,117	314,818	356,181	403,690
Minority interest	90	184	184	184	184
Paid-up capital	7,279	7,279	7,279	7,279	7,279
Total Equities	16,199	18,196	20,742	23,721	27,131
BVPS (Bt)	22.25	25.00	28.50	32.59	37.27

Key Assumptions and Financial Ratios

	2011	2012	2013F	2014F	2014F
Growth					
YoY loan growth	22.51	34.21	18.00	15.00	15.00
YoY fee & insurance income growth	11.29	44.65	12.47	12.78	13.06
Profitability					
Yield on earn'g assets (%)	6.35	6.01	5.84	5.87	5.86
Cost on int-bear'g liab (%)	3.14	3.55	3.27	3.39	3.47
Spread (%)	3.21	2.46	2.57	2.48	2.39
Net interest margin(%)	3.55	2.78	2.86	2.81	2.74
ROE (%)	21.09	21.54	22.24	22.16	21.55
Asset Quality					
NPLs/Total Loans(%)	1.45	1.25	1.18	1.16	1.14
LLR/NPLs(%)	169.56	165.28	227.81	283.77	334.91
Provision expense/Total loans (%)	0.69	0.77	0.95	0.95	0.95
Liquidity					
Loans/Deposits & borrowings (%)	100.89	100.25	101.24	102.20	103.05
Efficiency					
Cost to income ratio (%)	44.57	48.90	46.95	46.22	45.77
Capital Fund					
Capital adequacy ratio(%)	14.92	13.37	14.60	14.32	14.07
Tier-1(%)	9.89	9.22	10.78	10.94	11.10
Tier-2(%)	5.03	4.15	3.83	3.37	2.97

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12
Interest & dividend income	3,334	3,413	3,617	3,940	4,241
Interest expense	1,876	1,848	1,888	2,117	2,313
Net interest income	1,459	1,566	1,729	1,823	1,928
Non-interest income	1,112	1,243	1,467	1,704	1,724
Non-interest expenses	1,100	1,448	1,420	1,764	1,815
Earnings before tax & provision	1,471	1,360	1,776	1,763	1,836
Tax	480	248	261	271	300
Equities & minority interest	13	6	6	8	7
Core pre-provision profit	978	1,106	1,508	1,485	1,529
Provision	302	269	589	532	533
Core net profit	676	837	920	953	996
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	676	837	920	953	996
EPS (Bt)	0.93	1.15	1.26	1.31	1.37

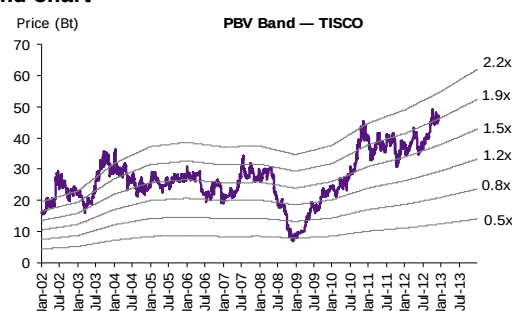
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12
Cash	903	871	793	880	1,046
Interbank assets	30,722	30,899	14,520	35,618	31,196
Investments	3,706	4,769	4,354	5,008	7,016
Gross loans	185,014	194,561	209,970	228,212	248,316
Accrued interest receivable	266	219	243	298	353
Loan loss reserve	4,428	4,524	4,714	4,882	5,122
Net loans	180,851	190,256	205,499	223,628	243,547
Total assets	220,709	232,971	230,902	272,808	290,497
Deposits	37,979	41,696	81,428	181,590	219,823
Interbank liabilities	14,479	15,342	12,774	13,536	13,971
Borrowings	145,397	149,943	111,895	49,626	27,877
Total liabilities	204,420	215,785	214,662	255,470	272,117
Minority interest	90	94	94	125	184
Paid-up capital	7,279	7,279	7,279	7,279	7,279
Total Equities	16,199	17,092	16,146	17,213	18,196
BVPS (Bt)	22.25	23.48	22.18	23.65	25.00

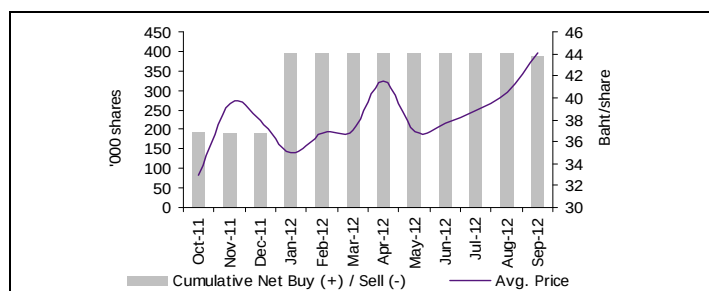
Financial Ratios

	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12
YoY loan growth	22.51	16.12	20.00	25.57	34.21
YoY fee & insurance income growth	(6.67)	23.67	29.89	45.54	81.96
Yield on earn'g assets (%)	6.29	6.07	6.30	6.33	6.11
Cost on int-bear'g liab (%)	3.92	3.65	3.66	3.76	3.65
Net interest margin(%)	2.75	2.79	3.01	2.93	2.78
Cost to income ratio (%)	42.78	51.57	44.43	50.00	49.71
NPLs/Total Loans(%)	1.41	1.45	1.31	1.19	1.25
LLR/NPLs(%)	169.56	160.39	170.75	180.01	165.28
Provision expense/Total loans (%)	0.65	0.55	1.12	0.93	0.86

PBV Band Chart



12-Month Cumulative directors trade

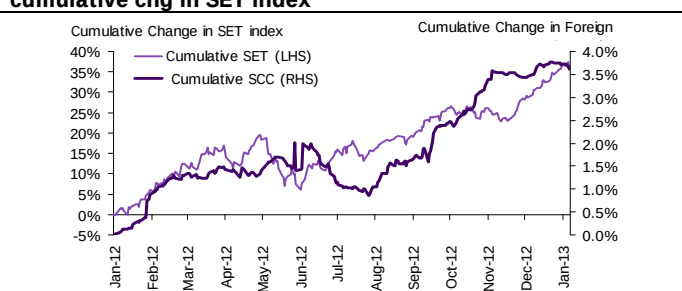


Source: SEC

CG Rating 2012	Companies with CG Rating under SCBS's Coverage
AAA	ADVANC, ADT, BANPU, BAY, BBL, BCP, BCL, BMCC, BJS, CSL, DRI, EGCO, ERW, HEMIRAI, IRPC, KBANK, KK, KTB, LPH, MCOI, PS, PSL, PTT, PTT, PTIG, QH, RATCH, ROBINS, SAMART, SAMTEL, SAT, SCB, SCC, THAI, TISCO, TMB, TOP, TTA
AA	ANATA, AP, ASP, BEC, BHT, BHS, CENTEL, CK, PALL, PIP, POC, DELTA, DIAL, ESSO, GPT, GLOW, GUNKUL, HANA, IMPRO, INTUCH, ITO, IUL, KCE, LH, MAJOR, MBK, MINT, DISH, SCC, SMT, SPALI, STANLY, STEC, SVI, TCAP, THCOM, TICON, TRUE, TIW
A	AEONIS, AH, BHA, CCEI, KTC, LHBANK, MAJOR, ROL, ROINA, SIRI, TPLP
N/A	AAV, BCH, BGH, CPNRF, POPF, QHPF, SSI, TFUND, TLOGIS, WHA, WHAPP

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.

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



Source: SET, SCBS Investment Research