COMPANY UPDATE

บมจ. บัตรกรุงไทย

วันพุธที่ 29 พฤษภาคม พ.ศ. 2556

SCB หลักทรัพย์ไทยพาณิชย์

ขาย

แนวโน้มดีขึ้น แต่ราคาหุ้นยังสูงเกินมูลค่าในภาวะตลาดอิ่มตัว

ปรับประมาณการค่าใช้จ่ายดำเนินงานลดลง เราปรับประมาณการกำไรของ KTC เพิ่มขึ้น 6% ในปี 2556 และ 13% ในปี 2557-58 เนื่องจากเราปรับสมมติฐานอัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ (ไม่รวมค่าใช้จ่าย interchange และค่าใช้จ่ายการตลาด) ลดลงจาก 29% สู่ 27% (เทียบกับ 30% ในปี 2555) เพราะค่าใช้จ่ายดำเนินงานไตรมาส 1/56 ต่ำกว่าคาด อัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ (ไม่รวมค่าใช้จ่าย interchange และค่าใช้จ่ายการตลาด) ในไตรมาส 1/56 อยู่ที่ระดับเพียง 27% ต่ำกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ก่อนหน้านี้อย่างมาก ซึ่งเป็นผลมาจากตั้งสำรองเผื่อการแลกคะแนนของรางวัลลดลงอย่างมากหลังตั้งสำรองไปครบแล้ว และผู้ใช้บัตรก็สะสมคะแนนน้อยลง ปัจจัยหลักที่ส่งผลทำให้อัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ปรับตัวลดลง คือ ประโยชน์ที่ได้รับอย่างเต็มที่จากโครงการลดต้นทุนด้วยการปรับเปลี่ยนระบบการปฏิบัติงานในส่วนที่ว่าจ้าง (เช่น การติดตามหนี้สิน ศูนย์บริการลูกค้าสัมพันธ์ และบริการ telemarketing) มาใช้พนักงานของบริษัทแทน การลดจำนวนสาขาลง (24 สาขา ณ สิ้นปี 2555 จาก 37 สาขา ณ สิ้นปี 2554) และระบบไอทีที่มีประสิทธิภาพมากขึ้นเพราะใช้ระบบไอทีใหม่ อย่างไรก็ตาม ค่าใช้จ่ายการตลาดจะปรับตัวเพิ่มขึ้นจากการจัดแคมเปญการตลาดเพิ่มขึ้นมากเพื่อกระตุ้นการใช้จ่ายผ่านบัตรเครดิต

ตั้งสำรองเพิ่มขึ้นจากการจัดชั้น NPL อย่างเข้มงวดมากขึ้น ต้นทุนสินเชื่อของ KTC เพิ่มขึ้นอย่างมากจาก 6.5% สู่ 10.3% ซึ่งเป็นผลมาจากการจัดชั้น NPL อย่างเข้มงวดมากขึ้น ซึ่งเกี่ยวพันกับการปรับวันสรุปยอดบัญชี (cycle cut) โดยเปลี่ยนการคำนวณจากรอบบิลเป็นระบบงวดเดือน การเปลี่ยนแปลงดังกล่าวส่งผลทำให้อัตราส่วน NPL ต่อสินเชื่อรวมปรับเพิ่มขึ้นจาก 3.8% ในไตรมาส 4/55 สู่ 4% ในไตรมาส 1/56 อย่างไรก็ดี KTC คาดว่า NPL จะลดลงเล็กน้อยในไตรมาส 2/56 อันเป็นผลมาจากการจัดเก็บหนี้ได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้นหลังจากเปลี่ยนมาใช้พนักงานของบริษัทแทนการว่าจ้าง นอกจากนี้ปัญหาเกี่ยวกับระบบบิลลิ่งในระบบไอทีใหม่ของบริษัทที่ส่งผลทำให้ลูกค้าบางส่วนไม่ได้ชำระเงินตามกำหนดในไตรมาส 1/56 ก็ได้รับการแก้ไขเรียบร้อยแล้ว เราคาดว่า KTC จะตั้งสำรองลดลงในช่วงที่เหลือของปีนี้ แต่ค่าใช้จ่ายตั้งสำรองตลอดทั้งปี 2556 น่าจะเพิ่มขึ้นจากการจัดชั้น NPL อย่างเข้มงวดมากขึ้น

แผนขยายธุรกิจล่าช้า ก่อนหน้านี้ KTC วางแผนกลับมาขยายธุรกิจในไตรมาส 1/56 แต่ปัญหาที่เกิดขึ้นในระบบไอทีใหม่ (ระบบบิลลิ่ง) ส่งผลทำให้แผนดังกล่าวล่าช้า บริษัทยังคงเป้าขยายรายได้ 10% ในปี 2556 เราคาดว่าสินเชื่อจะเติบโตในอัตราเร่งขึ้นจาก 2% ในปี 2555 สู่ 5% ในปี 2556 และรายได้ค่าธรรมเนียมจะเติบโตเพิ่มขึ้นจาก 1% ในปี 2555 สู่ 9% ในปี 2556

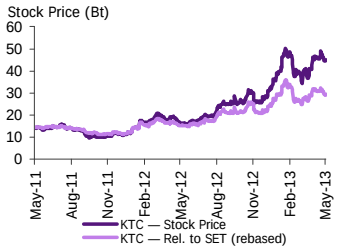
ต้นทุนทางการเงินจะลดลงเล็กน้อย ต้นทุนทางการเงินลดลงในไตรมาส 4/55 และไตรมาส 1/56 และเราคาดว่าต้นทุนทางการเงินจะลดลงต่อไปอีกในไตรมาส 4/56 เนื่องจากหุ้นกู้ต้นทุนสูงจำนวน 7.5 พันล้านบาท (ดอกเบี้ย 6%) จะครบกำหนดไถ่ถอนในเดือน พ.ย. และคาดว่าจะถูกแทนที่ด้วยหุ้นกู้ที่มีต้นทุนถูกลง เราคาดว่าต้นทุนทางการเงินจะลดลง 0.08% สู่ 4.9% ในปี 2556

คงคำแนะนำ "ขาย" แม้ปรับราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้น เราปรับราคาเป้าหมายของ KTC เพิ่มขึ้นจาก 31 บาท (1.4 เท่าของประมาณการ BVPS ปี 2556) สู่ 36 บาท (1.6 เท่าของประมาณการ BVPS ปี 2556) หลังจากเราปรับประมาณการค่าใช้จ่ายดำเนินงานลดลงเพื่อสะท้อนถึงการควบคุมต้นทุนได้ดีกว่าคาด อย่างไรก็ตาม เรายังคงคำแนะนำ "ขาย" KTC เนื่องจากมองว่าราคาหุ้นสูงเกินมูลค่าแล้ว โดยเทรดที่ PBV ปี 2556 ระดับ 2 เท่า เทียบกับ ROE ที่คาดว่าจะอยู่ที่ระดับ ~14% แม้เราคาดการณ์ถึงผลการดำเนินงานที่ฟื้นตัวดีขึ้นมากในปี 2556 จากการควบคุมค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานอย่างเข้มงวดมากขึ้น แต่ KTC ยังมีความสามารถในการทำกำไรต่ำในภาวะที่ตลาดบัตรเครดิตถึงจุดอิ่มตัวและการแข่งขันจากธนาคารสูงขึ้น

Stock Data

Last close (May 28) (Bt)	47.00
12-m target price (Bt)	36.00
Upside (Downside) to TP (%)	(23.40)
Mkt cap (Btbn)	12.12
Mkt cap (US$mn)	405
Bloomberg code	KTC TB
Reuters code	KTC.BK
Risk rating	H
Mkt cap (%) SET	0.09
Sector % SET	1.21
Shares issued (mn)	258
Par value (Bt)	10
12-m high / low (Bt)	51.5 / 15.6
Avg. daily 6m (US$mn)	3.62
Foreign limit / actual (%)	49 / 3
Free float (%)	35.8
Dividend policy (%)	30

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	2.7	20.5	186.6
Relative to SET	0.5	14.6	104.1

Source: SET, SCBS Investment Research

Forecasts and valuation

FY Dec	Unit	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Pre-provision profit	(Bt mn)	3,990	3,786	5,203	5,263	5,545
Net profit	(Bt mn)	(1,621)	255	966	840	909
PPP/Sh	(Bt)	15.47	14.68	20.18	20.41	21.51
EPS	(Bt)	(6.29)	0.99	3.75	3.26	3.53
BVPS	(Bt)	18.86	20.13	22.54	24.30	26.52
DPS	(Bt)	-	0.40	1.50	1.30	1.41
PER	(x)	(7.47)	47.53	12.55	14.43	13.32
P/PPP	(x)	3.04	3.20	2.33	2.30	2.19
EPS growth	(%)	(822.87)	115.72	278.76	(13.01)	8.28
PBV	(x)	2.49	2.33	2.09	1.93	1.77
ROE	(%)	(28.44)	5.07	17.55	13.91	13.88
Dividend yields	(%)	-	0.85	3.19	2.77	3.00

Source: SCBS Investment Research

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA
0-2949-1003
kittima.sattayapan@scb.co.th

Tel. (662) 949-1000
Fax: (662) 949-1030
www.scbs.com

ูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าจะเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด ("บริษัท") มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้ลาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆไปใช้ในทุกกรณี ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆกับบริษัทใดๆที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Interest & dividend income	5,746	5,583	5,666	5,897	6,154
Interest expense	1,941	1,941	1,945	2,082	2,195
Net interest income	**3,804**	**3,642**	**3,721**	**3,815**	**3,959**
Non-interest income	6,752	7,039	7,819	7,872	8,151
Non-interest expenses	6,542	6,565	6,091	6,213	6,338
Earnings before tax & provision	4,014	4,116	5,448	5,473	5,773
Tax	24	330	245	210	227
Equities & minority interest	0	0	0	0	0
Core pre-provision profit	3,990	3,786	5,203	5,263	5,545
Provision	5,611	3,531	4,238	4,423	4,636
Core net profit	**(1,621)**	**255**	**966**	**840**	**909**
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	**(1,621)**	**255**	**966**	**840**	**909**
EPS (Bt)	**(6.29)**	**0.99**	**3.75**	**3.26**	**3.53**
DPS (Bt)	0.00	0.40	1.50	1.30	1.41

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
Interest & dividend income	1,406	1,384	1,383	1,411	1,378
Interest expense	498	488	485	471	464
Net interest income	**908**	**896**	**898**	**940**	**913**
Non-interest income	1,696	1,702	1,735	1,907	2,142
Non-interest expenses	1,439	1,637	1,737	1,751	1,324
Earnings before tax & provision	1,164	960	895	1,096	1,731
Tax	22	82	102	124	110
Equities & minority interest	0	0	0	0	0
Core pre-provision profit	1,143	879	793	972	1,621
Provision	1,298	793	661	780	1,199
Core net profit	**(155)**	**86**	**132**	**192**	**422**
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	**(155)**	**86**	**132**	**192**	**422**
EPS (Bt)	**(0.60)**	**0.33**	**0.51**	**0.75**	**1.64**

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Cash	755	1,444	1,687	1,711	2,006
Gross loans	47,310	48,080	50,449	52,975	55,854
Loan loss reserve	4,390	3,528	3,740	3,961	4,193
Net loans	**42,920**	**44,552**	**46,709**	**49,014**	**51,662**
Total assets	**47,443**	**49,138**	**51,668**	**54,133**	**57,218**
S-T borrowings	19,730	23,549	23,549	23,549	23,549
L-T borrowings	19,500	15,200	17,100	19,100	21,600
Total liabilities	**42,581**	**43,947**	**45,857**	**47,867**	**50,379**
Paid-up capital	2,578	2,578	2,578	2,578	2,578
Total Equities	**4,862**	**5,191**	**5,811**	**6,265**	**6,839**
BVPS (Bt)	**18.86**	**20.13**	**22.54**	**24.30**	**26.52**

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
Cash	565	888	1,313	1,444	1,076
Gross loans	45,992	45,635	45,280	48,080	46,640
Loan loss reserve	4,575	4,079	3,619	3,528	3,956
Net loans	**41,418**	**41,557**	**41,661**	**44,552**	**42,684**
Total assets	**45,743**	**46,073**	**46,043**	**49,138**	**46,881**
S-T borrowings	18,176	22,367	14,231	23,549	21,410
L-T borrowings	19,500	15,200	22,700	15,200	15,200
Total liabilities	**41,014**	**41,243**	**41,070**	**43,947**	**41,510**
Paid-up capital	2,578	2,578	2,578	2,578	2,578
Total Equities	**4,729**	**4,830**	**4,973**	**5,191**	**5,371**
BVPS (Bt)	**18.34**	**18.73**	**19.29**	**20.13**	**20.83**

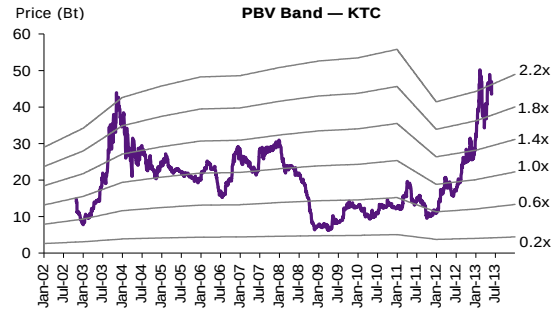
Key Financial Ratios

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Yield on earn'g assets (%)	12.05	11.71	11.95	11.85	11.75
Cost on int-bear'g liab (%)	4.94	4.98	4.90	5.00	5.00
Spread (%)	711.35	672.67	705.00	685.00	675.00
Net interest margin(%)	7.98	7.64	7.55	7.38	7.28
Cost to income ratio (%)	52.35	52.01	45.17	45.13	44.30
Provision expense/Total loans (%)	11.86	7.34	8.40	8.35	8.30
NPLs (Bt mn)	2,439	1,807	1,897	1,992	2,092
NPLs/ Total Loans(%)	5.16	3.76	3.76	3.76	3.74
LLR/NPLs(%)	180	195	197	199	200
ROA (%)	-3.38	0.53	1.92	1.59	1.63
ROE (%)	-28.44	5.07	17.55	13.91	13.88

Main Assumptions

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
Yield on earn'g assets (%)	12.22	12.25	12.33	12.25	11.78
Cost on int-bear'g liab (%)	5.18	5.18	5.20	4.98	4.93
Spread (%)	703.65	706.20	712.81	726.78	684.77
Net interest margin(%)	7.89	7.93	8.01	8.16	7.81
Cost to income ratio (%)	46.40	53.07	55.73	52.77	40.84
Provision expense/Total loans (%)	11.29	6.95	5.84	6.49	10.28
NPLs (Bt mn)	2,904	2,446	1,985	1,807	1,877
NPLs/ Total Loans(%)	6.31	5.36	4.38	3.76	4.03
LLR/NPLs(%)	158	167	182	195	211
ROA (%)	-1.33	0.75	1.14	1.62	3.52
ROE (%)	-12.94	7.21	10.75	15.13	31.96

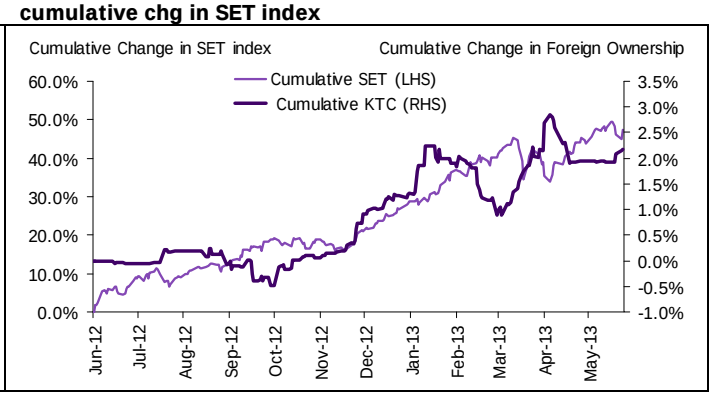
PBV Band Chart



12-Month Cumulative directors trade

NA

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



Source: SET, SCBS Investment Research

CG Rating 2012	Companies with CG Rating under SCBS's Coverage
▲▲▲▲▲	ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BBL, BCP, BECL, BMCL, BTS, CSL, DRT, EGCO, ERW, HEMRAJ, IRPC, KBANK, KK, KTB, LPN, MCOT, PS, PSL, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, SAMART, SAMTEL, SAT, SCB, SCC, THAI, TISCO, TMB, TOP, TTA
▲▲▲▲	AMATA, AP, ASP, BEC, BH, BIGC, CENTEL, CK, CPALL, CPF, DCC, DELTA, DTAC, ESSO, GFPT, GLOW, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, ITD, IVL, KCE, LH, MAKRO, MBKET, MINT, OISHI, PM, SCCC, SMT, SPALI, STANLY, STEC, SVI, TCAP, THCOM, THRE, TICON, TRUE, TTW
▲▲▲	AEONTS, AH, BLA, CCET, JMART, KTC, LHBANK, MAJOR, RCL, ROJNA, SIRI, TPIPL
N/A	AAV, BCH, BGH, CPNRF, NWR, POPF, QHPF, SSI, TFUND, TLOGIS, WHA, WHAPF

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 base 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.