



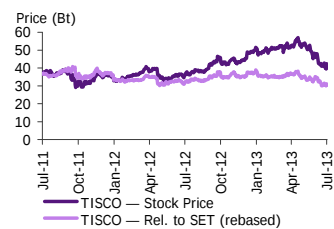
NEUTRAL

Stock Data

Last close (Jul 15) (Bt)	42.25
12-m target price (Bt)	50.00
Upside (Downside) to TP (%)	18.34
Mkt cap (Btbn)	33.83
Mkt cap (US\$mn)	1,086

Bloomberg code	TISCO TB
Reuters code	TISC.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.27
Sector % SET	17.26
Shares issued (mn)	801
Par value (Bt)	10
12-m high / low (Bt)	60.8 / 38
Avg. daily 6m (US\$mn)	3.84
Foreign limit / actual (%)	49 / 47
Free float (%)	79.1
Dividend policy (%)	50

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	-12.0	-22.8	6.3
Relative to SET	-11.0	-19.3	-11.3

Source: SET, SCBS Investment Research

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

0-2949-1003

kittima.sattayapan@scb.co.th

ใช้ความระมัดระวังในการปล่อยสินเชื่อมากขึ้นเพราะสภาพแวดล้อมไม่เอื้อ

- **NPL** ที่เพิ่มขึ้นส่งผลทำให้ปรับประมาณการค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญเพิ่มขึ้นและปรับราคาเป้าหมายลดลง
- อัตราการขยายตัวของสินเชื่อมีแนวโน้มชะลอตัวลงต่อเนื่องอันเป็นผลมาจากการใช้ความระมัดระวังในการปล่อยสินเชื่อมากขึ้นเพื่อควบคุมคุณภาพสินทรัพย์และประโยชน์จากมาตรการลดต้นทุนทั้งหมด
- มีความเสี่ยงที่ **NIM** จะปรับตัวลดลง เพราะอัตราดอกเบี้ยมีแนวโน้มปรับขึ้นในระยะยาว

NPL เพิ่มขึ้น TISCO พบว่า NPL ปรับตัวเพิ่มขึ้นมาตั้งแต่ไตรมาส 4/55 โดยส่วนใหญ่เกิดจากสินเชื่อรถยนต์โดยเฉพาะรถยนต์ใช้แล้ว NPL ปรับตัวเพิ่มขึ้นในอัตราที่น่าเป็นห่วงที่ 20% QoQ ในไตรมาส 2/56 ส่งผลทำให้อัตราส่วน NPL ต่อสินเชื่อรวมปรับตัวเพิ่มขึ้นจาก 1.28% ณ ไตรมาส 1/56 มาอยู่ที่ 1.45% NPL ที่เพิ่มขึ้นมีสาเหตุมาจากราคารถยนต์ใช้แล้วปรับตัวลดลง 40% จากจุดสูงสุดหลังนำท่วมอันเป็นผลมาจากมาตรการคิณภูมิให้แก่ผู้ซื้อรถยนต์คันแรก เหตุการณ์ดังกล่าวส่งผลทำให้ขายรถยนต์ที่ยึดมาได้ช้าลงและมีการตัดจำหน่าย NPL ในขณะที่มี NPL ใหม่เพิ่มมากขึ้นโดยส่วนใหญ่เกิดจากสินเชื่อรถยนต์ใช้แล้วที่ปล่อยไปเมื่อปี 2555 TISCO กล่าวว่ารารถยนต์ใช้แล้วปรับตัวลงถึงจุดต่ำสุดไปแล้วตั้งแต่ไตรมาส 1/56 และคาดว่าจะใช้เวลาประมาณ 4-5 เดือนจึงจะฟื้นคืนกลับสู่ภาวะปกติ ซึ่งจะช่วยลดแรงกดดันด้าน NPL

ปรับประมาณการค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญเพิ่มขึ้น NPL ที่เพิ่มขึ้นทำให้ TISCO ปรับเป้าต้นทุนสินเชื่อปี 2556 เพิ่มขึ้นเป็น 1.1-1.2% ของสินเชื่อรวม จากเป้าเดิมที่ 1% ดังนั้นเราจึงปรับประมาณการต้นทุนสินเชื่อเพิ่มขึ้นจาก 1% เป็น 1.2% ในปี 2556 และจาก 0.9% เป็น 1.1% ในปี 2557-58 ส่งผลทำให้ประมาณการกำไรปรับลดลง 6% ในปี 2556, 8% ในปี 2557, และ 9% ในปี 2558

ชะลอการปล่อยสินเชื่อรถยนต์ใช้แล้ว ความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์ที่สูงขึ้นส่งผลทำให้ TISCO ชะลอการปล่อยสินเชื่อรถยนต์ใช้แล้วด้วยการใช้เกณฑ์อนุมัติสินเชื่อที่มีความเข้มงวดมากขึ้นและประเมินราคารถยนต์ใช้แล้วใหม่ เราคาดว่าอัตราการขยายตัวของสินเชื่อจะชะลอตัวลงอย่างต่อเนื่องในงวดครึ่งหลังปี 56 และปี 2557 เพราะประโยชน์จากมาตรการลดต้นทุนหมดลงและใช้ความระมัดระวังในการปล่อยสินเชื่อมากขึ้นเพื่อควบคุมคุณภาพสินทรัพย์โดยเฉพาะรถยนต์ใช้แล้ว เราปรับประมาณการอัตราการขยายตัวของสินเชื่อลดลงจาก 20% สู่ 19% (เทียบกับ 13% ในงวดครึ่งแรกปี 56) ในปี 2556 และจาก 18% สู่ 16% ในปี 2557

มีความเสี่ยงที่ NIM จะปรับตัวลดลงในระยะยาว TISCO สามารถรักษาสัดส่วนอัตราดอกเบี้ยสุทธิ (NIM) เอาไว้ได้ที่ระดับ ~2.8% ในงวดครึ่งแรกปี 56 อัตราดอกเบี้ยทรงตัวและการมีสัดส่วนสินเชื่อ SME ในระดับสูงทำให้เราคาดว่า NIM จะปรับตัวเพิ่มขึ้น 0.09% ในปี 2556 อย่างไรก็ตาม เรามองว่า NIM มีความเสี่ยงที่จะปรับตัวลดลงในระยะยาว (ตั้งแต่ปี 2557 เป็นต้นไป) จากการแข่งขันระดมเงินฝากที่รุนแรงมากขึ้นซึ่งจะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยปรับเพิ่มขึ้น ทำให้เราคาดว่า NIM จะปรับลดลง 0.10% ในปี 2557

ลดราคาเป้าหมาย; คงคำแนะนำ Neutral เราปรับราคาเป้าหมายของ TISCO ลดลงจาก 58 บาท (2 เท่าของประมาณการ BVPS ปี 2556) สู่ 50 บาท (1.7 เท่าของประมาณการ BVPS เฉลี่ยในปี 2556 และปี 2557) โดยหลักๆ เกิดจากการปรับสมมติฐานค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญเพิ่มขึ้นเพราะมีความกังวลมากขึ้นเกี่ยวกับคุณภาพสินทรัพย์ ราคาหุ้นปัจจุบันสะท้อนความกังวลดังกล่าวรวมถึงแนวโน้มการขยายสินเชื่อได้น้อยลงและความเสี่ยงที่ NIM จะปรับตัวลดลงจากการขึ้นอัตราดอกเบี้ยไปบ้างแล้ว ดังนั้นเราจึงคงคำแนะนำ Neutral สำหรับ TISCO

Forecasts and valuation

FY Dec	Unit	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Pre-provision profit	(Btmn)	4,550	5,627	7,656	8,192	9,040
Net profit	(Btmn)	3,267	3,705	4,070	4,401	4,633
PPP/Sh	(Bt)	6.25	7.73	9.56	10.23	11.29
EPS	(Bt)	4.49	5.09	5.08	5.50	5.79
BVPS	(Bt)	22.25	25.00	27.63	30.68	33.97
DPS	(Bt)	2.35	2.40	2.45	2.50	2.31
PER	(x)	9.41	8.30	8.31	7.69	7.30
P/PPP	(x)	6.76	5.47	4.42	4.13	3.74
EPS growth	(%)	13.11	13.42	(0.14)	8.12	5.28
PBV	(x)	1.90	1.69	1.53	1.38	1.24
ROE	(%)	21.09	21.54	20.19	18.85	17.90
Dividend yields	(%)	5.56	5.68	5.80	5.92	5.48

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Interest & dividend income	12,369	15,211	18,588	21,696	24,931
Interest expense	5,461	8,166	9,631	11,656	13,835
Net interest income	6,907	7,044	8,957	10,039	11,096
Non-interest income	4,165	6,138	7,316	7,708	8,598
Non-interest expenses	4,935	6,447	7,448	8,305	9,345
Earnings before tax & provision	6,138	6,736	8,824	9,442	10,349
Tax	1,562	1,081	1,048	1,130	1,188
Equities & minority interest	26	28	120	120	120
Core pre-provision profit	4,550	5,627	7,656	8,192	9,040
Provision	1,283	1,922	3,586	3,792	4,407
Core net profit	3,267	3,705	4,070	4,401	4,633
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	3,267	3,705	4,070	4,401	4,633
EPS (Bt)	4.49	5.09	5.08	5.50	5.79
DPS (Bt)	2.35	2.40	2.45	2.50	2.31

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13
Interest & dividend income	3,617	3,940	4,241	4,467	4,766
Interest expense	1,888	2,117	2,313	2,364	2,537
Net interest income	1,729	1,823	1,928	2,103	2,229
Non-interest income	1,467	1,704	1,724	2,152	1,673
Non-interest expenses	1,420	1,764	1,815	1,843	1,606
Earnings before tax & provision	1,776	1,763	1,836	2,413	2,297
Tax	261	271	300	284	303
Equities & minority interest	6	8	7	35	25
Core pre-provision profit	1,508	1,485	1,529	2,094	1,969
Provision	589	532	533	940	810
Core net profit	920	953	996	1,154	1,159
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	920	953	996	1,154	1,159
EPS (Bt)	1.26	1.31	1.37	1.58	1.45
	-	-	-	-	-

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Cash	903	1,046	1,564	1,905	2,462
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	295,496	342,775	397,619
Accrued interest receivable	266	353	353	353	353
Loan loss reserve	4,428	5,122	8,708	12,499	16,906
Net loans	180,851	243,547	287,141	330,628	381,065
Total assets	220,709	290,497	337,804	385,146	440,005
Deposits	37,979	219,823	255,545	299,371	350,413
Interbank liabilities	14,479	13,971	13,971	13,971	13,971
Borrowings	145,397	27,877	34,500	34,500	34,500
Total liabilities	204,420	272,117	315,440	360,343	412,571
Minority interest	90	184	238	238	238
Paid-up capital	7,279	7,279	8,007	8,007	8,007
Total Equities	16,199	18,196	22,125	24,564	27,196
BVPS (Bt)	22.25	25.00	27.63	30.68	33.97

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13
Cash	793	880	1,046	1,015	983
Interbank assets	14,520	35,618	31,196	41,625	32,376
Investments	4,354	5,008	7,016	6,703	7,640
Gross loans	209,970	228,212	248,316	266,785	280,558
Accrued interest receivable	243	298	353	351	394
Loan loss reserve	4,714	4,882	5,122	5,685	5,913
Net loans	205,499	223,628	243,547	261,451	275,039
Total assets	230,902	272,808	290,497	319,010	323,969
Deposits	81,428	181,590	219,823	248,914	238,093
Interbank liabilities	12,774	13,536	13,971	16,455	18,911
Borrowings	111,895	49,626	27,877	21,916	34,728
Total liabilities	214,662	255,470	272,117	299,482	303,525
Minority interest	94	125	184	225	238
Paid-up capital	7,279	7,279	7,279	7,279	8,007
Total Equities	16,146	17,213	18,196	19,303	20,207
BVPS (Bt)	22.18	23.65	25.00	26.52	25.24

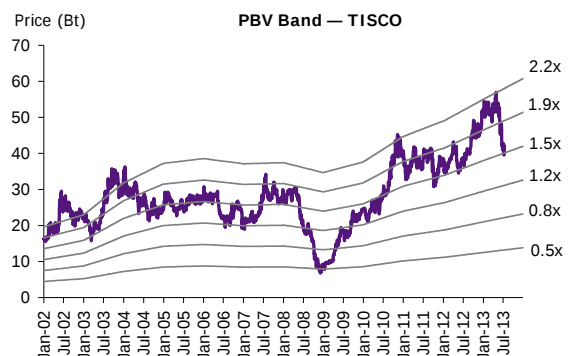
Key Assumptions and Financial Ratios

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Growth					
YoY loan growth	22.51	34.21	19.00	16.00	16.00
YoY fee & insurance income growth	11.29	44.65	22.44	7.16	12.78
Profitability					
Yield on earn'g assets (%)	6.35	6.01	5.96	5.99	5.98
Cost on int-bear'g liab (%)	3.14	3.55	3.41	3.58	3.71
Spread (%)	3.21	2.46	2.56	2.41	2.28
Net interest margin(%)	3.55	2.78	2.87	2.77	2.66
ROE (%)	21.09	21.54	20.19	18.85	17.90
Asset Quality					
NPLs/Total Loans(%)	1.45	1.30	1.06	1.05	1.03
LLR/NPLs(%)	169.56	165.28	276.75	348.20	411.96
Provision expense/Total loans (%)	0.69	0.77	1.21	1.11	1.11
Liquidity					
Loans/Deposits & borrowings (%)	100.89	100.25	101.88	102.67	103.30
Efficiency					
Cost to income ratio (%)	44.57	48.90	45.77	46.79	47.45
Capital Fund					
Capital adequacy ratio(%)	14.92	12.79	13.75	13.08	12.48
Tier-1(%)	9.89	8.51	10.08	9.86	9.67
Tier-2(%)	5.03	4.28	3.67	3.21	2.80

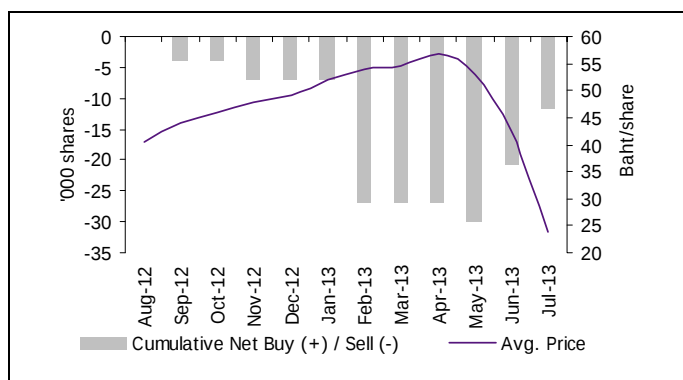
Financial Ratios

	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13
YoY loan growth	16.12	20.00	25.57	34.21	37.12
YoY fee & insurance income growth	23.67	26.73	33.02	44.65	72.67
Yield on earn'g assets (%)	6.07	6.27	5.99	6.01	5.94
Cost on int-bear'g liab (%)	3.65	3.70	3.53	3.55	3.44
Net interest margin(%)	2.79	2.94	2.79	2.78	2.80
Cost to income ratio (%)	51.57	47.77	48.59	48.90	43.30
NPLs/Total Loans(%)	1.45	1.31	1.19	1.25	1.28
LLR/NPLs(%)	160.39	170.75	180.01	165.28	167.01
Provision expense/Total loans (%)	0.55	1.63	2.44	3.10	1.41

PBV Band Chart

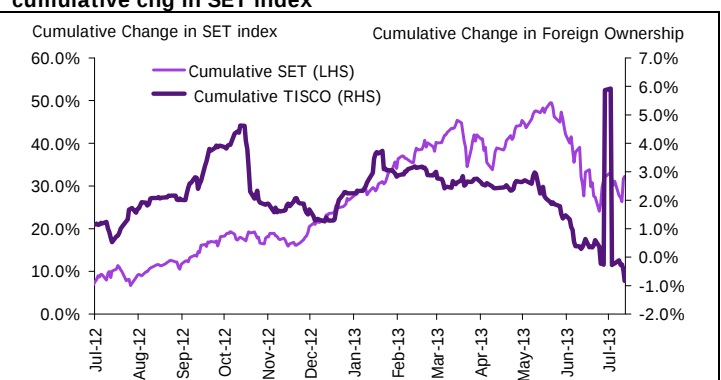


12-Month Cumulative directors trade



Source: SEC

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



Source: SET, SCBS Investment Research

Disclaimer

บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBS”) ทำหน้าที่เป็นผู้ออกหลักทรัพย์ (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) ในหุ้นสามัญของ ADVANC, BANPU, BAY, BBL, BCP, BEC, BGH, BJC, BTS, DTAC, HMPRO, IFL, JAS, KBANK, KK, KTB, PS, PTTEP, PTTGC, SCC, TCAP, THAI, TISCO, TMB, TOP

นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวอย่างรอบคอบก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ ความเห็น ข่าว บทวิเคราะห์ บทความราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจนำไปตีความว่า เป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน ลูกจ้าง และตัวแทนของ SCBS จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใด ๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา ความเสียหายพิเศษ หรือความเสียหายที่เป็นผลสืบเนื่อง อันมีเหตุมาจากการใช้หรือการเชื่อถือในข้อมูลดังกล่าว ซึ่งรวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบร่วมกับข้อมูลและความเห็นอื่น ๆ รวมทั้งพิจารณาของตนเองในการตัดสินใจลงทุน โดยข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ได้รับมาจากแหล่งข้อมูล SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ ซึ่ง SCBS ไม่สามารถรับรองถึงความถูกต้อง ความสมบูรณ์ และ/หรือ ความครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าวได้

SCBS สงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลพินิจแต่เพียงผู้เดียวในการเก็บเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว ทั้งนี้ เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้เฉพาะบุคคลตามที่กำหนดไว้เท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใด ๆ เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

CG Rating 2012 Companies with CG Rating under SCBS's Coverage

ADVANC, ADI, BANPU, BAY, BBL, BCP, BEC, BMCL, BJS, CSL, DRI, EGCO, ERW, HEMRAJ, IRPC, KBANK, KK, KTB, LPH, MCO, PS, PSL, PTI, 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, GFT, GLOW, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, ITO, IVL, KCE, LH, MAKRO, MBKET, MINT, OISHI, PM, SCC, SMT, SPALL, STANLY, STEC, SVI, TCAP, THCOM, THRE, TICON, TRUE, TTW
AEON'S, AH, BIA, CCET, JMART, KTC, LHBANK, MAJOR, RCL, ROJANA, SRI, TPIPL
AAV, BCI, BHT, CPBIF, NOK, NWN, POPF, QHP, SSI, TFUND, TLOGIS, VWA, WHARF
N/A

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.

