

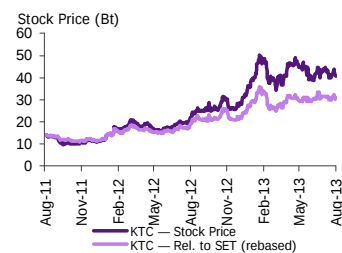
ขาย

Stock Data

Last close (Aug 20) (Bt)	39.00
12-m target price (Bt)	40.00
Upside (Downside) to TP (%)	2.56
Mkt cap (Btbn)	10.06
Mkt cap (US\$mn)	318

Bloomberg code	KTC TB
Reuters code	KTC.BK
Risk rating	H
Mkt cap (%) SET	0.08
Sector % SET	1.03
Shares issued (mn)	258
Par value (Bt)	10
12-m high / low (Bt)	51.5 / 21.8
Avg. daily 6m (US\$mn)	2.62
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	-12.4	-12.8	77.3
Relative to SET	-3.3	4.5	59.4

Source: SET, SCBS Investment Research

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

0-2949-1003

kittima.sattayapan@scb.co.th

ความเสี่ยงขาลงที่สูงขึ้นหักล้างการฟื้นตัวของผลการดำเนินงาน

ปรับประมาณการกำไรปี 2556 เพิ่มขึ้น เพราะปรับประมาณการค่าใช้จ่ายการตลาดลดลง เราปรับประมาณการกำไรสุทธิปี 2556 ของ KTC เพิ่มขึ้น 21% เนื่องจากเราปรับประมาณการค่าใช้จ่ายการตลาดและค่าธรรมเนียมระหว่างสถาบันปี 2556 เพิ่มขึ้นเพื่อสะท้อนผลประกอบการงวดครึ่งแรกปี 56 บริษัทเปิดเผยว่าอัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ (หลังจากหักค่าใช้จ่ายการตลาดและค่าธรรมเนียมระหว่างสถาบัน) ในงวดครึ่งแรกปี 56 อยู่ที่ระดับเพียง 26.7% ซึ่งคิดเป็นค่าใช้จ่ายการตลาดและค่าธรรมเนียมระหว่างสถาบันได้ 715 ล้านบาทในงวดครึ่งแรกปี 56 ต่ำกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ที่ 27% ผู้บริหารวางแผนจะใช้ค่าใช้จ่ายการตลาดเพิ่มมากขึ้นในงวดครึ่งหลังปี 56 ในระดับที่ทำให้บริษัทสามารถรายงานกำไรจากการดำเนินงานได้ ~1 พันล้านบาทในปี 2556 หรือเพิ่มขึ้นเป็นสองเท่าจาก 500 ล้านบาทในงวดครึ่งแรกปี 56 นอกจากนี้ KTC ยังบันทึกกำไรพิเศษจำนวน 307 ล้านบาทจากการขายเงินลงทุนใน VISA International ด้วย เรายังคงสมมติฐานอัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ (หลังจากหักค่าใช้จ่ายการตลาดและค่าธรรมเนียมระหว่างสถาบัน) ในปี 2556 เอาไว้ที่ 27% (ตัวเลขที่บริษัทให้ไว้อยู่ที่ 26-28%) ลดลงอย่างมากจาก 30.1% ในปี 2555 ปัจจัยหลักที่ส่งผลทำให้อัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ปรับตัวลดลง คือ ประโยชน์ที่ได้รับอย่างเต็มที่จากโครงการลดต้นทุนด้วยการปรับเปลี่ยนระบบการปฏิบัติงานในส่วนที่ว่าง (เช่น การติดตามหนี้สิน ศูนย์บริการลูกค้าสัมพันธ์ และบริการ telemarketing) มาใช้พนักงานของบริษัทแทน

มีความกังวลมากขึ้นเกี่ยวกับฐานะการเงินของลูกค้า KTC พบสัญญาณว่าฐานะการเงินของลูกค้าปรับตัวแย่ลง ส่งผลทำให้ต้นทุนสินเชื่อปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจาก 10.3% ในไตรมาส 1/56 สู่ 10.5% ในไตรมาส 2/56 สอดคล้องกับความกังวลที่ ธปท.มีเกี่ยวกับหนี้สินครัวเรือนของประเทศไทยที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ระดับ 80% ของ GDP ดังนั้นเราจึงปรับประมาณการต้นทุนสินเชื่อในปี 2557 และปี 2558 เพิ่มขึ้นอีก 0.10% สู่ 9.7% เทียบกับ 9.6% ในปี 2556 ทั้งนี้ KTC มีต้นทุนสินเชื่อเพิ่มขึ้นอย่างมากจาก 6.5% ในไตรมาส 4/55 สู่ 10.3% ในไตรมาส 1/56 ซึ่งเป็นผลมาจากการจัดชั้น NPL อย่างเข้มงวดมากขึ้น โดยปรับวันสรุปยอดบัญชีการรอบบิลเป็นระบบงวดเดือน บริษัทคาดว่าค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญในงวดครึ่งหลังปี 56 จะไม่สูงกว่างวดครึ่งแรกปี 56 เพราะไม่มีผลกระทบทางบัญชี

มีแนวโน้มขยายสินเชื่อได้ไม่ถึงเป้าที่ตั้งไว้ในปี 2556 ก่อนหน้านี้ KTC วางแผนกลับมาขยายธุรกิจ ในไตรมาส 1/56 แต่ปัญหาที่เกิดขึ้นในระบบไอทีใหม่ (ระบบบิลลิ่ง) ส่งผลทำให้แผนดังกล่าวล่าช้า บริษัทยังคงเป้าหมายสินเชื่อ 10% ในปี 2556 อัตราการขยายตัวของสินเชื่อในงวดครึ่งแรกปี 56 ที่ระดับ 1% สะท้อนถึงความเสี่ยงที่ KTC จะขยายสินเชื่อในปี 2556 ได้ไม่ถึงระดับที่เราคาดการณ์ไว้ที่ 5% และเป้าที่บริษัทวางไว้ที่ 10%

ความเสี่ยงขาลงจาก พ.ร.บ.บัตรเครดิต ปัจจุบันร่าง พ.ร.บ.บัตรเครดิตกำลังอยู่ในพิจารณาของสภาฯ โดยในร่างฉบับล่าสุด การคิดดอกเบี้ยจะเริ่มต้นนับจากวันครบกำหนดชำระเงินไม่ใช่วันที่ทำการการ ซึ่งหมายความว่าจะไม่มีการคิดดอกเบี้ยในเดือนแรก หลักเกณฑ์นี้ถูกนำมาใส่เพิ่มใน พ.ร.บ.บัตรเครดิต หลังจากผ่านการพิจารณาครั้งแรก ถ้า พ.ร.บ.บัตรเครดิตมีผลบังคับใช้ ก็จะมีผลกระทบทำให้รายได้ของ KTC ปรับลดลง ~50 ล้านบาท/เดือน

ผลกระทบด้านลบจากผลตอบแทนพันธบัตรที่สูงขึ้น ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลปรับตัวสูงขึ้น เพราะความกังวลเกี่ยวกับการชะลอมาตรการ QE ของสหรัฐฯ เราคาดว่าผลตอบแทนพันธบัตรจะอยู่ในแนวโน้มขาขึ้นในระยะยาวโดยได้รับปัจจัยหนุนจากการยุติมาตรการ QE ของสหรัฐฯ ซึ่งจะส่งผลกระทบทำให้ KTC มีต้นทุนในการออกหุ้นกู้ชุดใหม่สูงขึ้นในระยะยาว เราคาดว่าต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้นจะส่งผลกระทบทำให้ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิลดลง 0.17% ในปี 2557 และ 0.10% ในปี 2558

คงคำแนะนำ “ขาย” เราปรับราคาเป้าหมายของ KTC ลดลงจาก 43 บาท สู่ 40 บาท เนื่องจากเราปรับ PBV เป้าหมายลดลงจาก 1.7 เท่า สู่ 1.6 เท่า เพื่อสะท้อนความเสี่ยงขาลงที่สูงขึ้น ทั้งนี้แม้เราคาดว่าผลการดำเนินงานของ KTC จะฟื้นตัวดีขึ้นมากในปี 2556 จากการควบคุมต้นทุนอย่างเข้มงวดมากขึ้น แต่เรามองว่า KTC มีความเสี่ยงขาลงมากกว่าขาขึ้น จาก 1) หนี้สินครัวเรือนระดับสูง 2) พ.ร.บ.บัตรเครดิต และ 3) ผลตอบแทนพันธบัตรที่สูงขึ้น

Forecasts and valuation

FY Dec	Unit	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Pre-provision profit	(Bt mn)	3,990	3,786	6,178	6,189	6,498
Net profit	(Bt mn)	(1,621)	255	1,335	1,051	1,080
PPP/Sh	(Bt)	15.47	14.68	23.96	24.00	25.20
EPS	(Bt)	(6.29)	0.99	5.18	4.07	4.19
BVPS	(Bt)	18.86	20.13	23.97	25.98	28.53
DPS	(Bt)	-	0.40	2.07	1.63	1.68
PER	(x)	(6.20)	39.44	7.53	9.57	9.31
P/PPP	(x)	2.52	2.66	1.63	1.62	1.55
EPS growth	(%)	(822.87)	115.72	423.60	(21.30)	2.78
PBV	(x)	2.07	1.94	1.63	1.50	1.37
ROE	(%)	(28.44)	5.07	23.48	16.32	15.37
Dividend yields	(%)	-	1.03	5.31	4.18	4.30

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Interest & dividend income	5,746	5,583	5,689	5,922	6,180
Interest expense	1,941	1,941	1,901	2,031	2,139
Net interest income	3,804	3,642	3,789	3,891	4,041
Non-interest income	6,752	7,039	8,081	7,914	8,187
Non-interest expenses	6,542	6,565	5,353	5,353	5,460
Earnings before tax & provision	4,014	4,116	6,517	6,452	6,768
Tax	24	330	339	263	270
Equities & minority interest	0	0	0	0	0
Core pre-provision profit	3,990	3,786	6,178	6,189	6,498
Provision	5,611	3,531	4,843	5,139	5,418
Core net profit	(1,621)	255	1,335	1,051	1,080
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	(1,621)	255	1,335	1,051	1,080
EPS (Bt)	(6.29)	0.99	5.18	4.07	4.19
DPS (Bt)	-	0.40	2.07	1.63	1.68

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Cash	755	1,444	1,886	2,009	2,329
Gross loans	47,310	48,080	50,449	52,975	55,854
Loan loss reserve	4,390	3,528	3,770	4,027	4,298
Net loans	42,920	44,552	46,679	48,948	51,557
Total assets	47,443	49,138	51,837	54,365	57,436
S-T borrowings	19,730	23,549	23,549	23,549	23,549
L-T borrowings	19,500	15,200	16,900	18,900	21,300
Total liabilities	42,581	43,947	45,657	47,667	50,079
Paid-up capital	2,578	2,578	2,578	2,578	2,578
Total Equities	4,862	5,191	6,181	6,697	7,357
BVPS (Bt)	18.86	20.13	23.97	25.98	28.53

Key Financial Ratios

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Yield on earn'g assets (%)	12.05	11.71	12.00	11.90	11.80
Cost on int-bear'g liab (%)	4.94	4.98	4.80	4.90	4.90
Spread (%)	7.11	6.73	7.20	7.00	6.90
Net interest margin(%)	7.98	7.64	7.69	7.52	7.43
Cost to income ratio (%)	52.35	52.01	38.87	38.69	38.01
Provision expense/Total loans (%)	11.86	7.34	9.60	9.70	9.70
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	199	202	205
ROA (%)	-3.38	0.53	2.64	1.98	1.93
ROE (%)	-28.44	5.07	23.48	16.32	15.37

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13
Interest & dividend income	1,384	1,383	1,411	1,378	1,434
Interest expense	488	485	471	464	467
Net interest income	896	898	940	913	967
Non-interest income	1,702	1,735	1,907	2,142	1,953
Non-interest expenses	1,637	1,737	1,751	1,324	1,235
Earnings before tax & provision	960	895	1,096	1,731	1,685
Tax	82	102	124	110	87
Equities & minority interest	0	0	0	0	0
Core pre-provision profit	879	793	972	1,621	1,598
Provision	793	661	780	1,199	1,274
Core net profit	86	132	192	422	324
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	86	132	192	422	324
EPS (Bt)	0.33	0.51	0.75	1.64	1.26

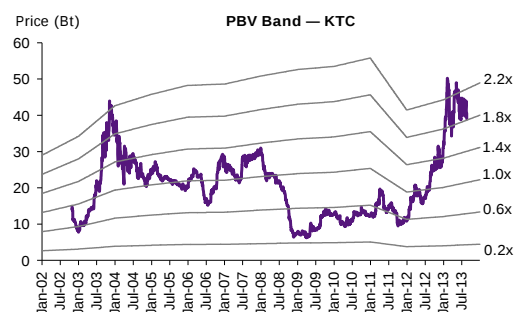
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13
Cash	888	1,313	1,444	1,076	1,118
Gross loans	45,635	45,280	48,080	46,640	48,434
Loan loss reserve	4,079	3,619	3,528	3,956	4,297
Net loans	41,557	41,661	44,552	42,684	44,137
Total assets	46,073	46,043	49,138	46,881	48,438
S-T borrowings	22,367	14,231	23,549	21,410	19,259
L-T borrowings	15,200	22,700	15,200	15,200	18,700
Total liabilities	41,243	41,070	43,947	41,510	42,847
Paid-up capital	2,578	2,578	2,578	2,578	2,578
Total Equities	4,830	4,973	5,191	5,371	5,592
BVPS (Bt)	18.73	19.29	20.13	20.83	21.69

Main Assumptions

	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13
Yield on earn'g assets (%)	12.25	12.33	12.25	11.78	12.21
Cost on int-bear'g liab (%)	5.18	5.20	4.98	4.93	5.01
Spread (%)	7.06	7.13	7.27	6.85	7.20
Net interest margin(%)	7.93	8.01	8.16	7.81	8.24
Cost to income ratio (%)	53.07	55.73	52.77	40.84	36.46
Provision expense/Total loans (%)	6.95	5.84	6.49	10.28	10.52
NPLs (Bt mn)	2,446	1,985	1,807	1,877	1,958
NPLs/ Total Loans(%)	5.36	4.38	3.76	4.03	4.04
LLR/NPLs(%)	167	182	195	211	219
ROA (%)	0.75	1.14	1.62	3.52	2.72
ROE (%)	7.21	10.75	15.13	31.96	23.63

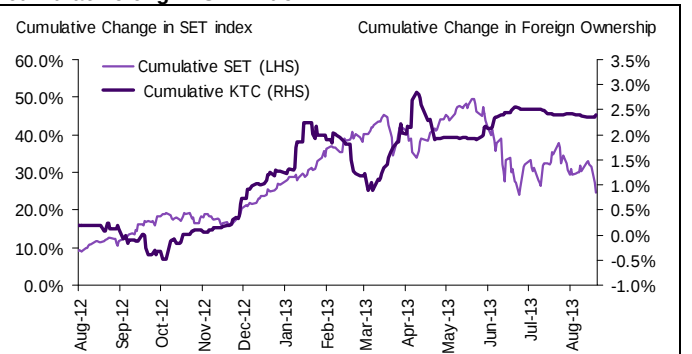
PBV Band Chart



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, KKP, KTB, LPN, MCOT, PS, PSL, PTT, PTTG, OH, 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, ITD, IVL, KCE, LKH, MAKRO, MBKET, MINT, OISHI, PM, SCC, SMT, SPALI, STANLY, STEC, SVI, TCAP, THCOM, THRE, TICON, TRUE, TTW, TUF
AEONTS, AH, BIA, CCEC, JMART, KTC, LHBANK, MAJOR, RCL, ROJINA, SIRI, TPIPL
AAV, BCH, BGH, CPNRF, NOK, NWR, POPF, QHPF, SSI, TRUND, 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 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.