



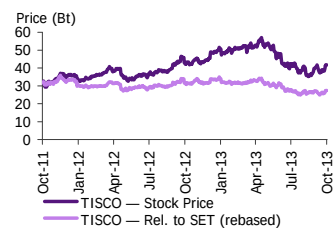
NEUTRAL

Stock Data

Last close (Oct 15) (Bt)	41.00
12-m target price (Bt)	46.00
Upside (Downside) to TP (%)	12.20
Mkt cap (Btbn)	32.83
Mkt cap (US\$mn)	1,050

Bloomberg code	TISCO TB
Reuters code	TISC.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.26
Sector % SET	17.46
Shares issued (mn)	801
Par value (Bt)	10
12-m high / low (Bt)	60.8 / 34.5
Avg. daily 6m (US\$mn)	4.03
Foreign limit / actual (%)	49 / 43
Free float (%)	79.1
Dividend policy (%)	50

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	1.2	0.0	-9.9
Relative to SET	-0.2	-0.4	-19.9

Source: SET, SCBS Investment Research

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

0-2949-1003

kittima.sattayapan@scb.co.th

ปัจจัยกดดันยังไม่หมดไป

- คาด NPL ยังเพิ่มขึ้นและตั้งสำรองสูงต่อเนื่องอย่างน้อยไปจนถึงไตรมาส 1/57 และอัตราการขยายตัวของสินเชื่อจะชะลอตัวลงในปี 2557

- ตั้งเป้าขยายฐานเงินฝากลูกค้ารายย่อยเพื่อทำ cross-selling แต่จะทำให้ NIM ลดลง

NPL ยังเพิ่มขึ้นต่อเนื่องอย่างน้อยไปจนถึงไตรมาส 1/56 แม้ NPL เพิ่มขึ้นในไตรมาส 3/56 โดยส่วนใหญ่เกิดจากสินเชื่อรถยนต์มือสอง แต่ก็เพิ่มขึ้นในอัตราที่ชะลอตัวลงที่ 3% (129 ล้านบาท) QoQ ต่ำกว่าที่เพิ่มขึ้น 20% (665 ล้านบาท) QoQ ในไตรมาส 2/56 และ 10% (305 ล้านบาท) QoQ ในไตรมาส 1/56 อย่างมาก ตัวเลข NPL โดยรวมถูกบิดเบือนโดยการตัดจำหน่ายหนี้สูญ ทั้งจากการคำนวณของเราพบว่า ยอดการตัดจำหน่ายหนี้สูญในไตรมาส 3/56 มีจำนวน 976 ล้านบาท เพิ่มขึ้นจาก 582 ล้านบาทในไตรมาส 2/56 และ 377 ล้านบาทในไตรมาส 1/56 การตัดจำหน่ายหนี้สูญเพิ่มขึ้น QoQ ในไตรมาส 3/56 ส่วนหนึ่งเกิดจากการตัดจำหน่ายหนี้สูญในส่วนที่เป็นสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่จำนวน 280 ล้านบาท นอกเหนือจากการตัดจำหน่ายหนี้สูญจำนวนมากในส่วนของสินเชื่อรถยนต์ ถ้าหากยอดการตัดจำหน่ายหนี้สูญบวกกลับเข้ามา NPL จะเพิ่มขึ้น 27% (1.1 พันล้านบาท) QoQ ในไตรมาส 3/56 เทียบกับที่เพิ่มขึ้น 37% (1.25 พันล้านบาท) QoQ ในไตรมาส 2/56 และ 22% (682 ล้านบาท) QoQ ในไตรมาส 1/56 TISCO คาดว่าแรงกดดันที่ทำให้ NPL ปรับตัวเพิ่มขึ้นน่าจะลดน้อยลงไปในไตรมาส 4/56 และหมดไปในไตรมาส 1/57 เมื่อสถานการณ์อุปทานรถยนต์ใหม่ล้นตลาดคลี่คลายลง TISCO คาดว่าบริษัทตัวแทนจำหน่ายรถยนต์จะเคลียร์สต็อกรถยนต์ส่วนเกินหมดภายในไตรมาส 1/57 และราคารถยนต์มือสองจะฟื้นตัวภายในสิ้นปี 2556 หรือต้นปี 2557

มีแนวโน้มตั้งสำรองสูงไปจนถึงปี 2557 TISCO ตั้งเป้าตั้งสำรองที่ ~1.2% ของสินเชื่อรวมในปี 2556 และปี 2557 ซึ่งสูงกว่าระดับปกติที่ 1.1% ซึ่งบ่งบอกว่าค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญจะอยู่ที่ระดับ ~1.3% ของสินเชื่อรวมในไตรมาส 4/56 (เทียบกับ 1.09% ในไตรมาส 3/56) TISCO คาดว่าต้นทุนสินเชื่อจะอยู่ในระดับสูงผิดปกติต่อเนื่องในไตรมาส 1/57 ก่อนที่สถานการณ์ที่ปรับตัวแปลงของสินเชื่อรถยนต์จะสิ้นสุดลง เราปรับประมาณการค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญในปี 2556 และปี 2557 ของ TISCO เล็กน้อยเพื่อสะท้อนเป้าหมายใหม่ดังกล่าว LLR coverage (อัตราการจัดสำรองเผื่อหนี้สูญ) ของ TISCO ปรับตัวลดลงอย่างมากจาก 145% ณ ไตรมาส 2/56 สู่ 136% ณ ไตรมาส 3/56 เท่ากับค่าเฉลี่ยของกลุ่มธนาคาร เราคาดว่า TISCO จะกลับมาเพิ่ม LLR coverage ในไตรมาส 4/56 และปี 2557

ยืนยันอัตราการขยายตัวของสินเชื่อชะลอตัวลงในปี 2557 TISCO ยืนยันมุมมองของตลาดที่ว่าอัตราการขยายตัวของสินเชื่อจะชะลอตัวลงในปี 2557 ธนาคารตั้งเป้าขยายสินเชื่อ 10-15% (เทียบกับประมาณการของ SCBS ที่ 13%) ในปี 2557 ชะลอตัวลงจาก 15-20% (เทียบกับประมาณการของ SCBS ที่ 17%) ในปี 2556 อัตราการขยายตัวของสินเชื่อที่ชะลอตัวลงในปี 2557 ส่วนใหญ่จะเกิดจากสินเชื่อรถยนต์และสินเชื่อ floor-plan ที่ปล่อยให้กับบริษัทตัวแทนจำหน่ายรถยนต์ TISCO ชะลอการปล่อยสินเชื่อรถยนต์มือสองและสินเชื่อ floor-plan ในปี 2556 โดยใช้มาตรฐานการวิเคราะห์สินเชื่อที่เข้มงวดมากขึ้น ธนาคารคาดว่าจะคงอัตราการขยายตัวของสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่ไว้ที่ 15-20% และสินเชื่อส่วนบุคคลไว้ที่ ~30% ในปี 2557 เท่ากับปี 2556

เพิ่มสภาพคล่องส่วนเกินเพื่อขยายฐานเงินฝากลูกค้ารายย่อย สินทรัพย์ระหว่างธนาคารและเงินลงทุนของ TISCO ปรับตัวเพิ่มขึ้น 29% QoQ (1.16 หมื่นล้านบาท) ในไตรมาส 3/56 สะท้อนถึงสภาพคล่องส่วนเกินที่สูงขึ้น ทั้งนี้แม้ TISCO คาดว่าอัตราการขยายตัวของสินเชื่อจะชะลอตัวลง แต่ธนาคารก็เร่งระดมเงินฝาก (+8% หรือ 1.9 หมื่นล้านบาท QoQ) โดยส่วนใหญ่เป็นเงินฝากออมทรัพย์ในไตรมาส 3/56 เนื่องจากธนาคารตั้งเป้าขยายฐานเงินฝากลูกค้ารายย่อยเพื่อสนับสนุนแผนทำ cross sell ผลิตภัณฑ์ bancassurance และกองทุนรวม แต่จะสร้างแรงกดดันของต้นทุนต่อส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิ (NIM) เราคาดว่า NIM จะหดตัวลง 0.11% ในปี 2557 จากที่เพิ่มขึ้น 0.11% ในปี 2556

คงคำแนะนำ Neutral เรายังคงคำแนะนำ Neutral สำหรับ TISCO และคงราคาเป้าหมายไว้ไม่เปลี่ยนแปลง เรามองว่าราคาหุ้น TISCO ต่ำกว่ามูลค่าเล็กน้อย แต่ยังคงมีความเสี่ยงที่อัตราการขยายตัวของสินเชื่อและคุณภาพสินทรัพย์จะปรับตัวลดลงโดยมีสาเหตุมาจากปัจจัยลบที่คอยกดดันอัตราการขยายตัวของสินเชื่อและคุณภาพสินทรัพย์

Forecasts and valuation

FY Dec	Unit	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Pre-provision profit	(Btmn)	4,550	5,627	7,699	8,092	8,680
Net profit	(Btmn)	3,267	3,705	4,212	4,174	4,434
PPP/Sh	(Bt)	6.25	7.73	9.62	10.11	10.84
EPS	(Bt)	4.49	5.09	5.26	5.21	5.54
BVPS	(Bt)	22.25	25.00	27.56	30.37	33.51
DPS	(Bt)	2.35	2.40	2.40	2.40	2.49
PER	(x)	9.14	8.05	7.79	7.86	7.40
P/PPP	(x)	6.56	5.30	4.26	4.06	3.78
EPS growth	(%)	13.11	13.42	3.36	(0.90)	6.22
PBV	(x)	1.84	1.64	1.49	1.35	1.22
ROE	(%)	21.09	21.54	20.92	18.00	17.34
Dividend yields	(%)	5.73	5.85	5.85	5.85	6.08

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	19,242	22,060	24,774
Interest expense	5,461	8,166	10,267	12,178	14,064
Net interest income	6,907	7,044	8,975	9,881	10,711
Non-interest income	4,165	4,715	5,985	6,174	6,687
Non-interest expenses	4,935	5,024	6,058	6,769	7,459
Earnings before tax & provision	6,138	6,736	8,902	9,286	9,938
Tax	1,562	1,081	1,083	1,074	1,138
Equities & minority interest	26	28	120	120	120
Core pre-provision profit	4,550	5,627	7,699	8,092	8,680
Provision	1,283	1,922	3,486	3,918	4,246
Core net profit	3,267	3,705	4,212	4,174	4,434
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	3,267	3,705	4,212	4,174	4,434
EPS (Bt)	4.49	5.09	5.26	5.21	5.54
DPS (Bt)	2.35	2.40	2.40	2.40	2.49

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Cash	903	1,046	1,147	1,257	1,382
Interbank assets	30,722	31,196	37,124	40,836	44,920
Investments	3,706	7,016	7,016	7,016	7,016
Gross loans	185,014	248,316	290,529	328,298	370,977
Accrued interest receivable	266	353	353	353	353
Loan loss reserve	4,428	5,122	8,608	12,526	16,772
Net loans	180,851	243,547	282,274	316,125	354,558
Total assets	220,709	290,497	335,328	373,083	415,815
Deposits	37,979	219,823	253,127	287,552	326,587
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	313,022	348,524	388,745
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	22,068	24,320	26,832
BVPS (Bt)	22.25	25.00	27.56	30.37	33.51

Key Assumptions and Financial Ratios

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Growth					
YoY loan growth	22.51	34.21	17.00	13.00	13.00
YoY fee & insurance income growth	11.29	44.65	28.79	4.95	8.68
Profitability					
Yield on earn'g assets (%)	6.35	6.01	6.20	6.21	6.20
Cost on int-bear'g liab (%)	3.14	3.55	3.65	3.82	3.96
Spread (%)	3.21	2.46	2.55	2.39	2.25
Net interest margin(%)	3.55	2.78	2.89	2.78	2.68
ROE (%)	21.09	21.54	20.92	18.00	17.34
Asset Quality					
NPLs/Total Loans(%)	1.45	1.30	1.08	1.09	1.10
LLR/NPLs(%)	169.56	165.28	273.57	349.66	411.61
Provision expense/Total loans (%)	0.69	0.77	1.20	1.19	1.14
Liquidity					
Loans/Deposits & borrowings (%)	100.89	100.25	101.01	101.94	102.74
Efficiency					
Cost to income ratio (%)	44.57	42.72	40.49	42.16	42.87
Capital Fund					
Capital adequacy ratio(%)	14.92	12.79	13.93	13.53	13.11
Tier-1(%)	9.89	8.51	10.21	10.19	10.12
Tier-2(%)	5.03	4.28	3.72	3.34	2.99

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13
Interest & dividend income	3,940	4,241	4,467	4,766	4,944
Interest expense	2,117	2,313	2,364	2,537	2,627
Net interest income	1,823	1,928	2,103	2,229	2,317
Non-interest income	1,209	1,333	1,761	1,456	1,318
Non-interest expenses	1,268	1,425	1,843	1,388	1,400
Earnings before tax & provision	1,763	1,836	2,022	2,297	2,235
Tax	271	300	284	303	293
Equities & minority interest	8	7	35	25	32
Core pre-provision profit	1,485	1,529	1,703	1,969	1,910
Provision	532	533	940	810	778
Core net profit	953	996	763	1,159	1,132
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	953	996	763	1,159	1,132
EPS (Bt)	1.31	1.37	1.05	1.45	1.41
	-	-	-	-	-

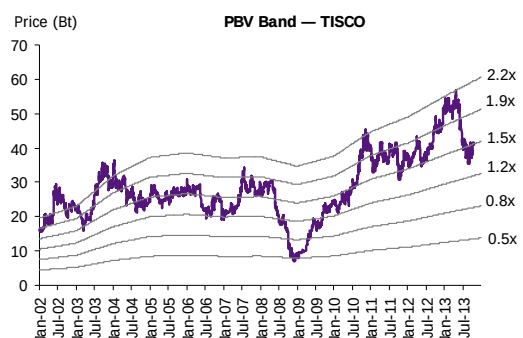
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13
Cash	880	1,046	1,015	983	1,153
Interbank assets	35,618	31,196	41,625	32,376	41,605
Investments	5,008	7,016	6,703	7,640	9,991
Gross loans	228,212	248,316	266,785	280,558	284,855
Accrued interest receivable	298	353	351	394	384
Loan loss reserve	4,882	5,122	5,685	5,913	5,715
Net loans	223,628	243,547	261,451	275,039	279,524
Total assets	272,808	290,497	319,010	323,969	338,391
Deposits	181,590	219,823	248,914	238,093	257,217
Interbank liabilities	13,536	13,971	16,455	18,911	15,559
Borrowings	49,626	27,877	21,916	34,728	33,734
Total liabilities	255,470	272,117	299,482	303,525	316,756
Minority interest	125	184	225	238	269
Paid-up capital	7,279	7,279	7,279	8,007	8,007
Total Equities	17,213	18,196	19,303	20,207	21,366
BVPS (Bt)	23.65	25.00	26.52	25.24	26.69

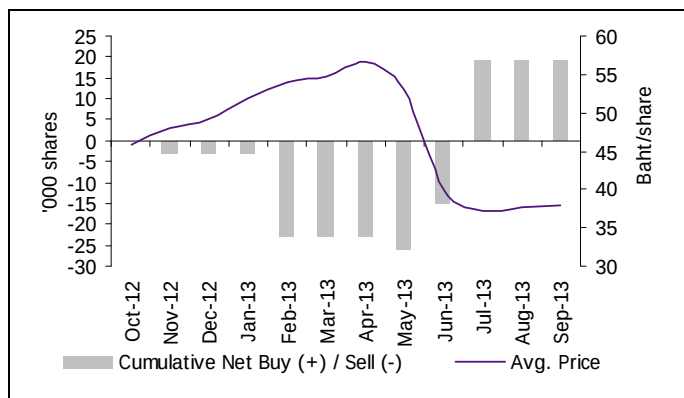
Financial Ratios

	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13
YoY loan growth	20.00	25.57	34.21	37.12	33.62
YoY fee & insurance income growth	26.73	33.02	44.65	72.67	51.66
Yield on earn'g assets (%)	6.27	5.99	6.01	5.94	6.08
Cost on int-bear'g liab (%)	3.70	3.53	3.55	3.44	3.54
Net interest margin(%)	2.94	2.79	2.78	2.80	2.85
Cost to income ratio (%)	42.63	42.35	42.72	47.68	42.79
NPLs/Total Loans(%)	1.31	1.19	1.25	1.28	1.45
LLR/NPLs(%)	170.75	180.01	165.28	167.01	145.33
Provision expense/Total loans (%)	1.63	2.44	3.10	1.41	2.50

PBV Band Chart

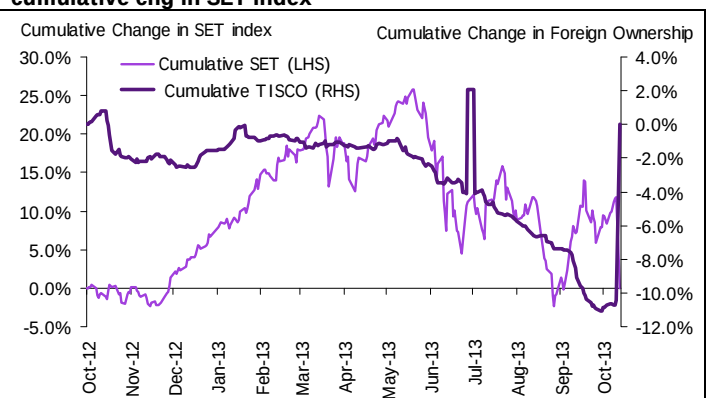


12-Month Cumulative directors trade



Source: SEC

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



Source: SET, SCBS Investment Research

Disclaimer

บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBS”) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) ใบหุ้นสามัญของ ADVANC, BANPU, BAY, BBL, BCP, BEC, BGH, BJC, BTS, CK, DTAC, GLOBAL, HMPRO, INTUCH, IVL, JAS, KBANK, KKP, KTB, PS, PTT, PTTEP, PTTGC, SCC, TCAP, THAI, TISCO, TMB, TOP, TRUE

นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวอย่างรอบคอบก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ ความเห็น ชั่ว เทวจริย เทวเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจนำไปตีความว่า เป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายซึ่งหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน ลูกจ้าง และตัวแทนของ SCBS จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใด ๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา ความเสียหายพิเศษ หรือความเสียหายที่เป็นผลสืบเนื่อง อันมีเหตุมาจากการใช้หรือการเชื่อถือในข้อมูลดังกล่าว ซึ่งรวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบร่วมกับข้อมูลและความเห็นอื่น ๆ รวมทั้งพิจารณาตนเองในการตัดสินใจลงทุน โดยข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ได้รับมาจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ ซึ่ง SCBS ไม่สามารถรับรองถึงความถูกต้อง ความสมบูรณ์ และ/หรือ ความครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าวได้

SCBS ลงนามสิทธิในการใช้ข้อมูลนี้แต่เพียงผู้เดียวในการเปิดเผยเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว ทั้งนี้ เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้เฉพาะบุคคลตามที่กำหนดไว้เท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พับพับซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใด ๆ เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

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, MCO, PS, PSL, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, SAMART, SAMTEL, SAT, SCB, SCC, SIM, 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, SCC, SMT, SPALL, STANLY, STEC, SVI, TCAP, THCOM, THRE, TICON, TRUE, TTW, TUF
★★★	AEONTS, AH, BLA, CCE, JIMART, KTC, LHBANK, MAJOR, RCL, ROJINA, SIRI, TPIPL
N/A	AAV, BCH, BGH, CPNRF, NOK, 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 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.

