

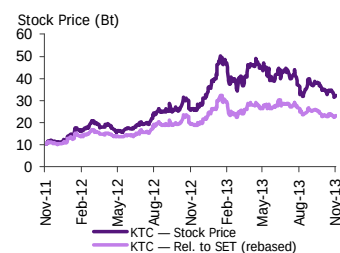
NEUTRAL

Stock Data

Last close (Nov 27) (Bt)	32.75
12-m target price (Bt)	37.00
Upside (Downside) to TP (%)	12.98
Mkt cap (Btbn)	8.44
Mkt cap (US\$m)	263

Bloomberg code	KTC TB
Reuters code	KTC.BK
Risk rating	H
Mkt cap (%) SET	0.07
Sector % SET	0.98
Shares issued (mn)	258
Par value (Bt)	10
12-m high / low (Bt)	51.5 / 25.5
Avg. daily 6m (US\$m)	1.14
Foreign limit / actual (%)	49 / 4
Free float (%)	35.8
Dividend policy (%)	30

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	-5.8	0.0	26.0
Relative to SET	-0.5	-7.1	19.2

Source: SET, SCBS Investment Research

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

0-2949-1003

kittima.sattayapan@scb.co.th

ราคาหุ้นต่ำกว่ามูลค่า แต่มีความเสี่ยงด้านกฎหมายสูง

ความเสี่ยงด้านกฎหมายสูง ปัจจุบันร่าง พ.ร.บ.บัตรเครดิตกำลังอยู่ในการพิจารณาของสภาฯ โดยในร่าง พ.ร.บ.บัตรเครดิตฉบับล่าสุด การคิดดอกเบี้ยจะเริ่มนับจากวันครบกำหนดชำระเงินแทนวันที่ทำรายการ ซึ่งหมายความว่าหากไม่มีการคิดดอกเบี้ยในเดือนแรก หลักเกณฑ์นี้ถูกนำมาใส่เพิ่มใน พ.ร.บ.บัตรเครดิตหลังจากผ่านการพิจารณาครั้งแรก ผู้บริหาร KTC เปิดเผยว่า ถ้า พ.ร.บ.นี้มีผลบังคับใช้ ก็จะทำให้ส่งผลกระทบต่อรายได้ของ KTC ปรับลดลง ~500 ล้านบาท/ปี และคาดว่า พ.ร.บ.นี้จะมีผลบังคับใช้ในวันที่ 1 ก.ค. 2557 ดังนั้นจะมีผลกระทบครึ่งปีจำนวน 250 ล้านบาทในปี 2557 และอีก 250 ล้านบาทในปี 2558 เราจึงปรับประมาณการกำไรของ KTC ลดลง 10% ในปี 2557 และ 12% ในปี 2558 เพื่อสะท้อนหลักเกณฑ์ใหม่นี้

กำไรจากการดำเนินงานปี 2557 จะอยู่ในระดับทรงตัว แม้ KTC จะได้รับผลกระทบด้านลบจาก พ.ร.บ.บัตรเครดิต แต่บริษัทก็ยังคงตั้งเป้ากำไรจากการดำเนินงานในระดับทรงตัวที่ 1 พันล้านบาทในปี 2557 เท่ากับปี 2556 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการตั้งเป้าขยายสินเชื่อ 15% และค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่ลดลง ทั้งนี้ KTC บันทึกกำไรพิเศษจำนวน 307 ล้านบาทจากกำไรจากเงินลงทุนในปี 2556 ซึ่งจะไม่เกิดขึ้นซ้ำอีกในปี 2557

คาดการณ์กำไรไตรมาส 4/56 ลดลง QoQ ผู้บริหารคาดว่ากำไรไตรมาส 4/56 จะปรับตัวลดลง QoQ โดยมีสาเหตุมาจากค่าใช้จ่ายการตลาดระดับสูง แม้โดยปกติแล้วไตรมาสสุดท้ายของปีจะเป็นช่วงที่มีการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคสูง เราคาดการณ์กำไรสุทธิไตรมาส 4/56 ที่ ~260 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 35% YoY และลดลง 16% QoQ

ผลกระทบด้านลบจากผลตอบแทนพันธบัตรที่สูงขึ้น ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลปรับตัวสูงขึ้นเพราะความกังวลเกี่ยวกับการชะลอมาตรการ QE ของสหรัฐฯ เราคาดว่าผลตอบแทนพันธบัตรจะอยู่ในแนวโน้มขาขึ้นในระยะยาวโดยได้รับปัจจัยหนุนจากการยุติมาตรการ QE ของสหรัฐฯ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อ KTC มีต้นทุนในการออกหุ้นกู้ชุดใหม่สูงขึ้นในระยะยาว KTC คาดว่าอันดับความน่าเชื่อถือของบริษัทจะถูกปรับเพิ่มขึ้นหลังจากผลการดำเนินงานฟื้นตัวดีขึ้นมากในปี 2556 ซึ่งน่าจะช่วยลดผลกระทบจากผลตอบแทนพันธบัตรที่สูงขึ้น

คงคำแนะนำ Neutral เราปรับราคาเป้าหมายของ KTC ลดลงจาก 40 บาท สู่ 37 บาท (1.5 เท่าของประมาณการ BVPS เฉลี่ยปี 2556 และปี 2557) เพื่อสะท้อนความเสี่ยงเกี่ยวกับกฎหมาย เราเชื่อว่าราคาหุ้น KTC ต่ำกว่ามูลค่า แต่ยังมีความเสี่ยงของหนี้ครัวเรือนระดับสูง การแข่งขันรุนแรงจากธนาคารพาณิชย์ ตลาดบัตรเครดิตถึงจุดอิ่มตัว และที่สำคัญที่สุดคือความเสี่ยงเกี่ยวกับกฎหมาย

Forecasts and valuation

FY Dec	Unit	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Pre-provision profit	(Bt mn)	3,990	3,786	6,240	6,313	6,684
Net profit	(Bt mn)	(1,621)	255	1,314	1,015	1,036
PPP/Sh	(Bt)	15.47	14.68	24.20	24.48	25.93
EPS	(Bt)	(6.29)	0.99	5.10	3.94	4.02
BVPS	(Bt)	18.86	20.13	23.89	25.79	28.23
DPS	(Bt)	-	0.40	2.04	1.57	1.61
PER	(x)	(5.21)	33.12	6.43	8.32	8.15
P/PPP	(x)	2.12	2.23	1.35	1.34	1.26
EPS growth	(%)	(822.87)	115.72	415.39	(22.77)	2.04
PBV	(x)	1.74	1.63	1.37	1.27	1.16
ROE	(%)	(28.44)	5.07	23.15	15.85	14.87
Dividend yields	(%)	-	1.22	6.22	4.81	4.91

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	5,805	6,040	6,309
Interest expense	1,941	1,941	1,891	2,047	2,198
Net interest income	3,804	3,642	3,915	3,993	4,110
Non-interest income	6,752	7,039	8,141	8,104	8,475
Non-interest expenses	6,542	6,565	5,476	5,531	5,642
Earnings before tax & provision	4,014	4,116	6,579	6,566	6,943
Tax	24	330	339	254	259
Equities & minority interest	0	0	0	0	0
Core pre-provision profit	3,990	3,786	6,240	6,313	6,684
Provision	5,611	3,531	4,927	5,298	5,649
Core net profit	-1,621	255	1,314	1,015	1,036
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	-1,621	255	1,314	1,015	1,036
EPS (Bt)	-6.29	0.99	5.10	3.94	4.02
DPS (Bt)	0.00	0.40	2.04	1.57	1.61

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Cash	755	1,444	1,533	1,641	1,916
Gross loans	47,310	48,080	50,789	54,617	58,236
Loan loss reserve	4,390	3,528	3,774	4,039	4,321
Net loans	42,920	44,552	47,015	50,578	53,915
Total assets	47,443	49,138	51,707	55,396	59,025
S-T borrowings	19,730	13,049	13,049	13,049	13,049
L-T borrowings	19,500	15,200	16,800	20,000	23,000
Total liabilities	42,581	43,947	45,547	48,747	51,747
Paid-up capital	2,578	2,578	2,578	2,578	2,578
Total Equities	4,862	5,191	6,160	6,649	7,279
BVPS (Bt)	18.86	20.13	23.89	25.79	28.23

Key Financial Ratios

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Yield on earn'g assets (%)	12.05	11.71	12.20	11.90	11.60
Cost on int-bear'g liab (%)	4.94	4.98	4.78	4.88	4.88
Spread (%)	7.11	6.73	7.42	7.02	6.72
Net interest margin(%)	7.98	7.64	7.92	7.58	7.28
Cost to income ratio (%)	52.35	52.01	39.27	39.10	38.16
Provision expense/Total loans (%)	11.86	7.34	9.70	9.70	9.70
NPLs (Bt mn)	2,439	1,807	1,897	1,992	2,092
NPLs/ Total Loans(%)	5.16	3.76	3.74	3.65	3.59
LLR/NPLs(%)	180	195	199	203	207
ROA (%)	-3.38	0.53	2.61	1.90	1.81
ROE (%)	-28.44	5.07	23.15	15.85	14.87

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13
Interest & dividend income	1,383	1,411	1,378	1,434	1,464
Interest expense	485	471	464	467	472
Net interest income	898	940	913	967	992
Non-interest income	1,735	1,907	2,142	1,953	1,959
Non-interest expenses	1,737	1,751	1,324	1,235	1,374
Earnings before tax & provision	895	1,096	1,731	1,685	1,577
Tax	102	124	110	87	85
Equities & minority interest	0	0	0	0	0
Core pre-provision profit	793	972	1,621	1,598	1,492
Provision	661	780	1,199	1,274	1,183
Core net profit	132	192	422	324	308
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	132	192	422	324	308
EPS (Bt)	0.51	0.75	1.64	1.26	1.20

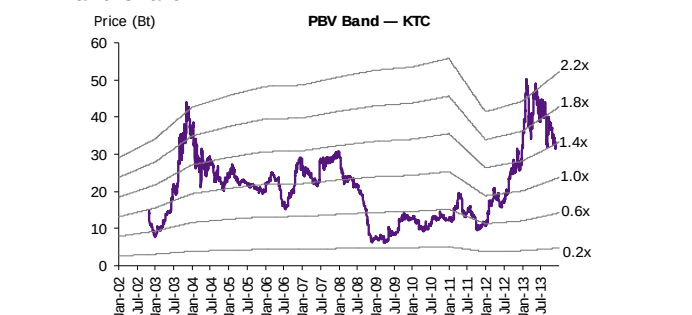
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13
Cash	1,313	1,444	1,076	1,118	761
Gross loans	45,280	48,080	46,640	48,434	48,781
Loan loss reserve	3,619	3,528	3,956	4,297	4,422
Net loans	41,661	44,552	42,684	44,137	44,359
Total assets	46,043	49,138	46,881	48,438	48,233
S-T borrowings	14,231	13,049	10,910	11,759	7,014
L-T borrowings	22,700	15,200	15,200	18,700	21,400
Total liabilities	41,070	43,947	41,510	42,847	42,333
Paid-up capital	2,578	2,578	2,578	2,578	2,578
Total Equities	4,973	5,191	5,371	5,592	5,900
BVPS (Bt)	19.29	20.13	20.83	21.69	22.88

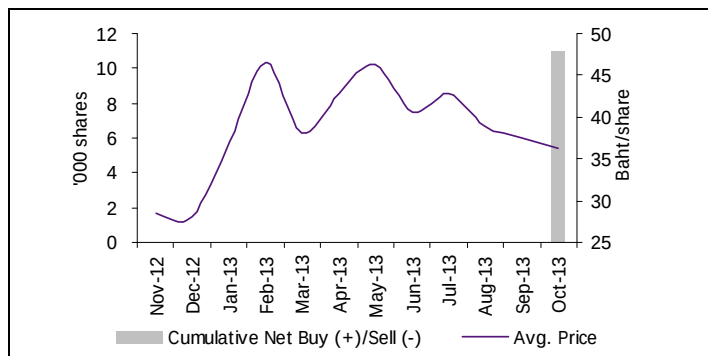
Main Assumptions

	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13
Yield on earn'g assets (%)	12.33	12.25	11.78	12.21	12.19
Cost on int-bear'g liab (%)	5.20	4.98	4.93	5.01	4.95
Spread (%)	7.13	7.27	6.85	7.20	7.23
Net interest margin(%)	8.01	8.16	7.81	8.24	8.26
Cost to income ratio (%)	55.73	52.77	40.84	36.46	40.15
Provision expense/Total loans (%)	5.84	6.49	10.28	10.52	9.70
NPLs (Bt mn)	1,985	1,807	1,877	1,958	1,879
NPLs/ Total Loans(%)	4.38	3.76	4.03	4.04	3.85
LLR/NPLs(%)	182	195	211	219	235
ROA (%)	1.14	1.62	3.52	2.72	2.55
ROE (%)	10.75	15.13	31.96	23.63	21.47

PBV Band Chart

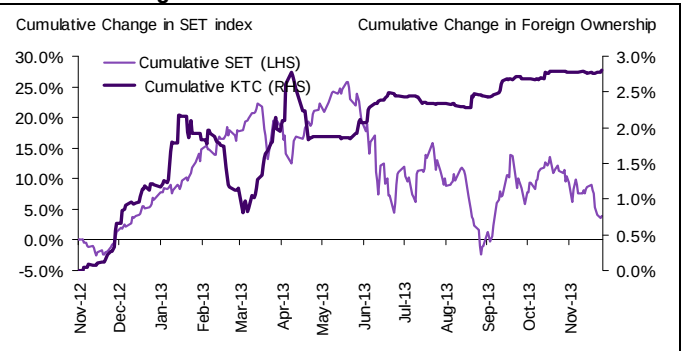


12-Month Cumulative directors trade



Source: SEC

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



Source: SET, SCBS Investment Research

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

ADVANC, ADI, BANPU, BAY, BBL, BCP, BECL, BMCL, BJS, CSL, DRY, EGCO, ERW, HEMRAJ, IRPC, KBANK, KKP, KTB, LPN, MCOI, PS, PSL, PTT, PTTG, 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, GPT, 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, TUF, UAC
ALON'S, AGE, AH, BLA, CLET, JMART, KTC, LHBANK, MAJOR, RCL, ROJNA, SRI, THPL
ANY, BCI, BSH, CPBIF, CA, NOK, NWN, POPF, QHPT, SSI, TFCO, TUDIGS, VHA, WHARF

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.