

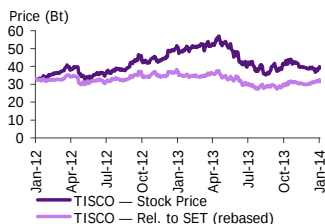
วันพฤหัสบดีที่ 16 มกราคม พ.ศ. 2557

Stock Data

Last close (Jan 15) (Bt)	38.50
12-m target price (Bt)	48.00
Upside (Downside) to TP (%)	24.68
Mkt cap (Btbn)	30.83
Mkt cap (US\$mn)	938

Bloomberg code	TISCO.TB
Reuters code	TISC.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.27
Sector % SET	16.64
Shares issued (mn)	801
Par value (Bt)	10
12-m high / low (Bt)	60.8 / 34.5
Avg. daily 6m (US\$m)	2.78
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	0.0	-6.1	-23.0
Relative to SET	4.0	7.7	-14.6

Source: SET, SCBS Investment Research

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

0-2949-1003

kittima.sattayapan@scb.co.th

แนวโน้มมะลอต้วนานขึ้น แต่สะท้อนในราคาหุ้นมากเกินไปแล้ว

อัตราการขยายตัวของสินเชื่อก็จะชะลอลดตัวลงมากในปี 2557 TISCO คาดว่าอัตราการขยายตัวของสินเชื่อก็จะชะลอลดตัวลงจาก 18% ในปี 2556 สู่ระดับสิบต้นๆ ในปี 2557 เรายังคงประมาณการอัตราการขยายตัวของสินเชื่อปี 2557 ของเราไว้ที่ 10% เมื่อพิจารณาความเสี่ยงของสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมือง TISCO คาดว่าสินเชื่อรถยนต์ (65% ของสินเชื่อทั้งหมด) จะเติบโตเพียงตัวเลขหลักเดียว ชะลอลดตัวลงมาจาก 16% ในปี 2556 ซึ่งเป็นผลมาจากการปรับตัวลดลงของยอดขายรถยนต์ในประเทศจากระดับสูงสุดที่ประมาณ 1.3 ล้านคันในปี 2556 เพราะขาดปัจจัยสนับสนุนจากโครงการรถคันแรก และมาตรฐานการวิเคราะห์สินเชื่อรถมือสองที่เข้มงวดมากขึ้นหลังจากการรถมือสองปรับตัวลดลงแรงถึง 30% ในปีที่ผ่านมา ธนาคารตั้งเป้าสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่เติบโตเป็นตัวเลขสองหลักในปี 2557 (เทียบกับ 25% ในปี 2556) โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการเบิกสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่ตามกำหนด ธนาคารตั้งเป้าขยายสินเชื่อเพื่อการอุปโภคบริโภคอย่างน้อย 20% ในปี 2557 จาก 35% ในปี 2556

NIM มีแนวโน้มปรับขึ้นได้อีก เนื่องจากสินเชื่อ 65% ของ TISCO เป็นสินเชื่อรถยนต์ที่คิดอัตราดอกเบี้ยคงที่ ดังนั้นธนาคารจะได้รับประโยชน์จากการลดอัตราดอกเบี้ย ซึ่งมีความเป็นไปได้สูงที่จะเกิดขึ้นจากความพยายามของ ธปท.ที่จะรับมือกับเศรษฐกิจชะลอตัว ซึ่งเริ่มเห็นผลกระทบจากสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองแล้ว TISCO คาดว่าส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิ (NIM) จะอยู่ในระดับทรงตัวในปี 2557 อย่างไรก็ตาม แนวโน้มดังกล่าวจะถูกหักล้างโดยแรงกดดันขาลงจากแผนออกแคมเปญเงินฝากที่น่าดึงดูดอย่างต่อเนื่องของธนาคารเพื่อขยายฐานเงินฝากรายย่อย เราคาดว่า NIM จะลดลงเล็กน้อยในอัตรา 0.03% ในปี 2557

คาดการณ์สำรองลดลงหลังจากทำจุดสูงสุดในไตรมาส 4/56 TISCO คาดว่าต้นทุนสินเชื่อจะลดลงในปี 2557 หลังจากธนาคารสร้างเซอร์ไพรส์ด้วยการตั้งสำรองเพิ่มขึ้นมากในไตรมาส 4/56 TISCO เชื่อว่าการตั้งสำรองค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญจำนวน 1.6 พันล้านบาทในไตรมาส 4/56 (ต้นทุนสินเชื่อ 2.2%) มีจำนวนสูงสุดแล้ว ซึ่งประกอบด้วยเงินกันสำรองโดยเฉพาะสำหรับการผิฉัดชำระหนี้สูงขึ้นจำนวน 1.4 พันล้านบาท (ต้นทุนสินเชื่อ 1.9%) และเงินกันสำรองทั่วไปจำนวน 230 ล้านบาท (ต้นทุนสินเชื่อ 0.3%) เงินกันสำรองเผื่อหนี้สงสัยจะสูญส่วนเกิน (LLR) ของธนาคารปรับตัวเพิ่มขึ้น 11% หรือ 228 ล้านบาท QoQ สู่จำนวน 2.35 พันล้านบาทในไตรมาส 4/56 อย่างไรก็ตาม LLR coverage ลดลงจาก 136% ณ ไตรมาส 3/56 สู่ 128% ณ ไตรมาส 4/56 ผู้บริหารเปิดเผยว่าธนาคารจะกันเงินสำรองหนี้ตามปกติที่ระดับประมาณ 1.1-1.2% ของสินเชื่อรวมในปี 2557 เมื่อรวมความเสี่ยงขาลงจากสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองเข้ามา เราจึงปรับประมาณการต้นทุนสินเชื่อปี 2557 เพิ่มขึ้นจาก 1.25% สู่ 1.35%

NPL ยังไม่ลดลง NPL เพิ่มขึ้น 18% หรือ 769 ล้านบาท QoQ ในไตรมาส 4/56 แยกว่าคาด โดยส่วนใหญ่เกิดจากสินเชื่อบริษัท โดยส่วนหนึ่งเกิดจากการเลื่อนการตัดจำหน่ายจากการขายรถยัดได้ช้าลง และความคลาดเคลื่อนทางเทคนิคเนื่องจากวันตัดรอบบัญชีอยู่ในช่วงวันหยุดยาวปลายสัปดาห์ ถ้าบวกยอดการตัดจำหน่ายกลับคืนมา NPL จะเพิ่มขึ้น 907 ล้านบาท QoQ ในไตรมาส 4/56 ลดลงเล็กน้อยจาก 1.1 พันล้านบาทในไตรมาส 3/56 และ 1.25 พันล้านบาทในไตรมาส 2/56 แม้ราคารถมือสองดูเหมือนจะปรับลงถึงจุดต่ำสุดไปแล้วในไตรมาส 4/56 แต่สถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองในปัจจุบันอาจจะส่งผลทำให้การลดสต็อกรถยนต์ใหม่ส่วนเกินทำได้ช้า ซึ่งหมายความว่าราคารถมือสองจะฟื้นตัวช้าลงโดยอาจจะฟื้นตัวในงวดครึ่งหลังปี 57 และส่งผลทำให้ NPL เลื่อนการปรับตัวลดลงออกไป

คงคำแนะนำ “ซื้อ” เพราะราคาหุ้นต่ำกว่ามูลค่า เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” TISCO เนื่องจากเราเชื่อว่าราคาหุ้นปัจจุบันสะท้อนแนวโน้มการชะลอตัวของสินค้าและคุณภาพสินทรัพย์ที่แย่มากเกินไปแล้ว ขณะที่แนวโน้มขาขึ้นจากการลดอัตราดอกเบี้ยลงอีก เรายังคงราคาเป้าหมายของ TISCO เอาไว้ที่ 48 บาท (1.5 เท่าของประมาณการ BVPS ปี 2557 เทียบกับ ROE 18%) การเปลี่ยนมาใช้ราคาเป้าหมายปลายปี 2557 ถูกหักลบด้วยการปรับประมาณการค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญเพิ่มขึ้น

Forecasts and valuation

FY Dec	Unit	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Pre-provision profit	(Btmn)	5,627	8,390	8,874	9,550	10,548
Net profit	(Btmn)	3,705	4,249	4,536	5,231	5,711
PPP/Sh	(Bt)	7.73	10.48	11.08	11.93	13.17
EPS	(Bt)	5.09	5.31	5.66	6.53	7.13
BVPS	(Bt)	25.00	28.71	31.97	36.11	40.30
DPS	(Bt)	2.40	2.40	2.40	2.94	3.21
PER	(x)	7.56	7.25	6.80	5.89	5.40
P/PPP	(x)	4.98	3.67	3.47	3.23	2.92
EPS growth	(%)	13.42	4.26	6.75	15.33	9.17
PBV	(x)	1.54	1.34	1.20	1.07	0.96
ROE	(%)	21.54	20.63	18.67	19.19	18.67
Dividend yields	(%)	6.23	6.23	6.23	7.64	8.34

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Interest & dividend income	15,211	19,272	21,938	24,248	26,996
Interest expense	8,166	10,304	11,596	13,000	14,660
Net interest income	7,044	8,968	10,342	11,248	12,336
Non-interest income	4,715	5,933	5,868	6,436	7,072
Non-interest expenses	5,024	5,340	6,069	6,693	7,299
Earnings before tax & provision	6,736	9,561	10,141	10,992	12,110
Tax	1,081	1,064	1,161	1,334	1,454
Equities & minority interest	28	107	107	107	107
Core pre-provision profit	5,627	8,390	8,874	9,550	10,548
Provision	1,922	4,141	4,338	4,319	4,837
Core net profit	3,705	4,249	4,536	5,231	5,711
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	3,705	4,249	4,536	5,231	5,711
EPS (Bt)	5.09	5.31	5.66	6.53	7.13
DPS (Bt)	2.40	2.40	2.40	2.94	3.21

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Cash	1,046	1,131	1,353	1,701	2,001
Interbank assets	31,196	53,242	61,228	67,351	74,086
Investments	7,016	11,490	11,490	11,490	11,490
Gross loans	248,316	292,151	321,366	359,930	403,121
Accrued interest receivable	353	536	536	536	536
Loan loss reserve	5,122	6,354	9,889	13,405	17,439
Net loans	243,547	286,332	312,012	347,060	386,218
Total assets	290,497	359,263	393,232	434,838	481,120
Deposits	219,823	264,641	294,969	332,135	373,818
Interbank liabilities	13,971	16,703	16,703	16,703	16,703
Borrowings	27,877	44,084	44,084	44,084	44,084
Total liabilities	272,117	336,044	367,400	405,696	448,621
Minority interest	184	231	231	231	231
Paid-up capital	7,279	8,007	8,007	8,007	8,007
Total Equities	18,196	22,987	25,601	28,911	32,268
BVPS (Bt)	25.00	28.71	31.97	36.11	40.30

Key Assumptions and Financial Ratios

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Growth					
YoY loan growth	34.21	17.65	10.00	12.00	12.00
YoY fee & insurance income growth	44.65	25.70	3.13	10.07	10.25
Profitability					
Yield on earn'g assets (%)	6.01	5.99	5.84	5.82	5.82
Cost on int-bear'g liab (%)	3.55	3.51	3.40	3.47	3.54
Spread (%)	2.46	2.48	2.44	2.35	2.28
Net interest margin (%)	2.78	2.79	2.75	2.70	2.66
ROE (%)	21.54	20.63	18.67	19.19	18.67
Asset Quality					
NPLs/Total Loans (%)	1.30	1.70	1.47	1.47	1.47
LLR/NPLs (%)	165.28	127.95	209.99	254.14	295.20
Provision expense/Total loans (%)	0.77	1.42	1.35	1.20	1.20
Liquidity					
Loans/Deposits & borrowings (%)	100.25	94.63	94.78	95.67	96.46
Efficiency					
Cost to income ratio (%)	42.72	35.84	37.44	37.85	37.61
Capital Fund					
Capital adequacy ratio (%)	12.79	13.91	13.96	13.78	13.59
Tier-1 (%)	8.51	10.31	10.65	10.79	10.90
Tier-2 (%)	4.28	3.60	3.31	2.99	2.70

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13
Interest & dividend income	4,241	4,467	4,766	4,944	5,095
Interest expense	2,313	2,364	2,537	2,627	2,776
Net interest income	1,928	2,103	2,229	2,317	2,319
Non-interest income	1,333	1,761	1,456	1,318	1,398
Non-interest expenses	1,425	1,449	1,388	1,401	1,102
Earnings before tax & provision	1,836	2,416	2,297	2,234	2,615
Tax	300	284	303	293	184
Equities & minority interest	7	38	25	31	13
Core pre-provision profit	1,529	2,094	1,969	1,910	2,418
Provision	533	940	810	778	1,613
Core net profit	996	1,154	1,159	1,132	804
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	996	1,154	1,159	1,132	804
EPS (Bt)	1.37	1.58	1.45	1.41	1.00
DPS (Bt)	-	-	-	-	-

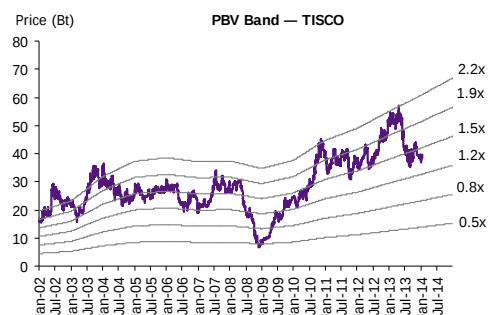
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13
Cash	1,046	1,015	983	1,153	1,131
Interbank assets	31,196	41,625	32,376	41,605	53,242
Investments	7,016	6,703	7,640	9,991	11,490
Gross loans	248,316	266,785	280,558	284,855	292,151
Accrued interest receivable	353	351	394	384	536
Loan loss reserve	5,122	5,685	5,913	5,715	6,354
Net loans	243,547	261,451	275,039	279,524	286,332
Total assets	290,497	319,010	323,969	338,391	359,263
Deposits	219,823	248,914	238,093	257,217	264,641
Interbank liabilities	13,971	16,455	18,911	15,559	16,703
Borrowings	27,877	21,916	34,728	33,734	44,084
Total liabilities	272,117	299,482	303,525	316,756	336,044
Minority interest	184	225	238	269	231
Paid-up capital	7,279	7,279	8,007	8,007	8,007
Total Equities	18,196	19,303	20,207	21,366	22,987
BVPS (Bt)	25.00	26.52	25.24	26.69	28.71

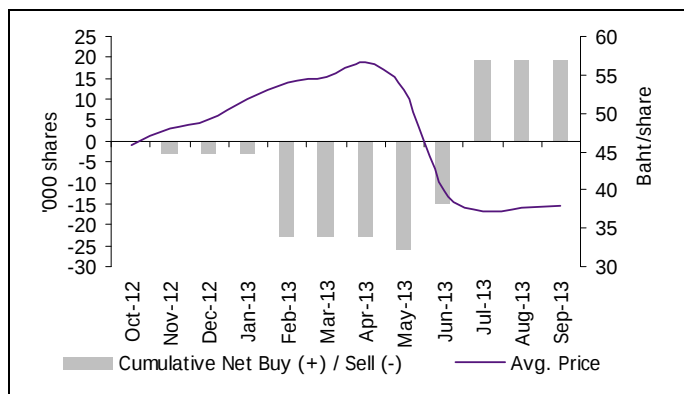
Financial Ratios

	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13
YoY loan growth	25.57	34.21	37.12	33.62	24.82
YoY fee & insurance income growth	33.02	44.65	72.67	51.66	38.34
Yield on earn'g assets (%)	5.99	6.01	5.94	6.08	6.07
Cost on int-bear'g liab (%)	3.53	3.55	3.44	3.54	3.53
Net interest margin (%)	2.79	2.78	2.80	2.85	2.85
Cost to income ratio (%)	42.35	42.72	37.48	37.57	37.89
NPLs/Total Loans (%)	1.19	1.25	1.28	1.45	1.47
LLR/NPLs (%)	180.01	165.28	167.01	145.33	136.15
Provision expense/Total loans (%)	2.44	3.10	1.41	2.50	3.55

PBV Band Chart

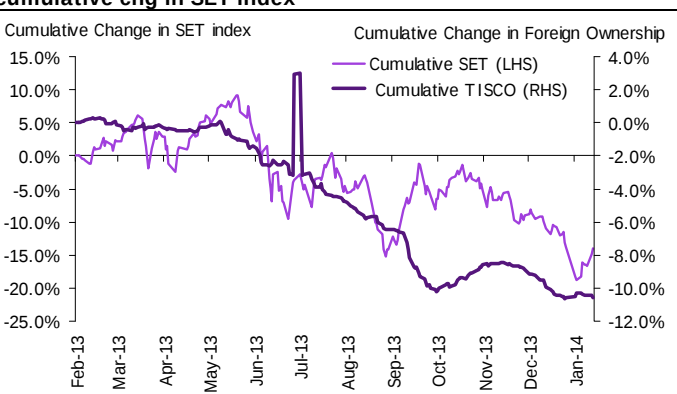


12-Month Cumulative directors trade



Source: SEC

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



Source: SET, SCBS Investment Research

ข้อจำกัดความรับผิดชอบ (Disclaimer)

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

นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวอย่างรอบคอบก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ ความเห็น ข่าว บทวิเคราะห์ บทความ 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 ความเสียหายจากการตัดสินใจ ความเสียหายพิเศษ หรือความเสียหายที่เป็นผลสืบเนื่อง อันมีเหตุมาจากการใช้หรือการเชื่อถือในข้อมูลดังกล่าว ซึ่งรวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบร่วมกับข้อมูลและความเห็นอื่น ๆ รวมทั้งพิจารณาคุณภาพของตนเองในการตัดสินใจลงทุน โดยข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ได้รับมาจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ ซึ่ง SCBS ไม่สามารถรับรองถึงความถูกต้อง ความสมบูรณ์ และ/หรือ ความครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าวได้

SCBS สงวนสิทธิ์ในการใช้ข้อมูลแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว ทั้งนี้ เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นให้เฉพาะบุคคลตามที่กำหนดไว้เท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ตัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือลอกเลียนแบบในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใด ๆ เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

CG Rating 2012 Companies with CG Rating
▲▲▲▲ ADVANC, AOT, ASIMAR, BAFS, BANPU, BAY, BBL, BCP, BECL, BKI, BROOK, BTS, CIMBT, CK, CPF, CPN, CSL, DRT, DTAC, EASTW, EGCO, ERW, GRAMMY, HANA, HEMRAJ, KCC, INTUCH, IRPC, IWL, KBANK, KKP, KTB, LPN, MCOT, MINT, NIKI, NOBLE, PAP, PG, PHOL, PR, PRANDA, PS, PSL, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, RS, S&J, SAMART, SAMTEL, SAT, SC, SCB, SCC, SC5MG, SE-ED, SIM, SIS, SITHAI, SNC, SPALI, SPI, SSI, SSSC, SVI, SYMC, TCAP, THAI, THCOM, THRE, TIP, TISCO, TKT, TMB, TNITY, TOP, TRC, TRUE, TTW, TVO, UV, VGI, WAOAL
▲▲▲ 2S, ACAP, AF, AHC, AIT, AKP, AMANAH, AMARIN, AMATA, AP, APCO, APCS, ASIA, ASK, ASP, AYUD, BEC, BFT, BH, BIGC, BJC, BLA, BMCL, BWG, CCET, CENTEL, CFRESH, CGS, CHOW, CM, CNT, CPALL, CSC, DCC, DELTA, DTC, ECL, EE, EIC, ESSO, FE, FORTH, GBX, GC, GPPT, GL, GLOW, GOLD, GSTEL, GUNKUL, HMPRO, HTG, IFC, INET, ITD, JAS, JUBILE, KBS, KCE, KGI, KKC, KSL, KWC, L&E, LANINA, LH, LHBANK, LHK, LIVE, LOXLEY, LRH, LST, MACO, MAJOR, MAKRO, MBK, MBKET, MFC, MFE, MODERN, MTI, NBC, NCH, NINE, NMG, NSI, NWR, OCC, OFM, OGC, OISHI, PB, PDI, PE, PF, PJW, PM, PPM, PPP, PREB, PRG, PT, PYLON, QTC, RASA, SABINA, SANCO, SCC, SCG, SEAFEC, SFP, SIAM, SINGER, SIRI, SKR, SMT, SNP, SPCG, SPPT, SSF, STANLY, STEC, SUG, SUSCO, SYNTAC, TACO, TCF, TF, TFD, TFI, THANA, THANI, THIP, TICON, TPCO, TK, TLUXE, TMILL, TMT, TNL, TOG, TPG, TPCORP, TPIPL, TRT, TRU, TSC, TSTE, TSTH, TTA, TTCL, TUE, TWFP, TYM, UAC, UMI, UMS, UP, UPOIC, UT, VIBHA, VIH, VNG, VNT, YUASA, ZMKO
▲▲ A, AAV, AEC, AEONTS, AFC, AGE, AH, AJ, AKR, ALUCON, ANAN, ARIP, AS, BAT-3K, BCH, BEAUTY, BGT, BLAND, BOL, BROCK, BSBM, CHARAN, CHUO, CI, CIG, CTV, CMR, CNS, CPL, CRANE, CSR, CSR, CTW, DEMCO, DNA, DRACO, EA, EARTH, EASON, EMC, EPCO, F&D, FNS, FOCUS, FPI, FSS, GENCO, GFM, GJS, GLOBAL, HFT, HTECH, HYDRO, IFS, IHL, ILINK, INOX, IRC, IRCP, IT, JMART, JMT, JTS, JUTHA, KASET, KC, KCAR, KDH, KTC, KWH, LALIN, LEE, MATCH, MATI, MBAX, MDX, PRINC, MID, MK, MOONG, MPIC, MSC, NC, NIPPON, NNCL, NTV, OSK, PAE, PATO, PICO, PL, POST, PRECHA, PRIN, Q-CON, QLT, RCI, RCL, ROJINA, RPC, SCBLIF, SCP, SENA, SF, SGP, SIMAT, SLG, SMIT, SMK, SOLAR, SPC, SPG, SRICHA, SSC, STA, SUPER, SVOA, SWC, SYNEX, TBSP, TCCC, TEAM, TGCI, TIC, TIES, TIV, TKS, TMC, TMD, TMI, TNDT, TNPC, TOPP, TPA, TPP, TR, TTI, TVD, TVI, TWZ, UBIS, UEC, UOBKH, UPF, UWC, VARO, VTE, WAVE, WGI, WIN, WORK
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.

