

กำไร 2Q55 ดีตามคาด แต่ในภาพรวมยังคงชอบ BAY มากกว่า

▶ กำไร 2Q55 ดีตามคาด...สินเชื่อและ NIM ดีเกินคาด แต่สำรองสูงกว่าคาด

TISCO ประกาศกำไรสุทธิ 2Q55 ตามคาดเท่ากับ 920 ล้านบาท เติบโตถึง 9.9% qoq และ 6.6% yoy และสามารถขึ้นทำระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ต่อเนื่องในรายไตรมาส ด้วยปัจจัยหนุนจาก 1) การเติบโตของรายได้ดอกเบี้ยสุทธิถึง 10.4% qoq - ดีเกินคาด สอดคล้องกับการเติบโตเชิงรุกของสินเชื่อสุทธิใน 2Q55 ถึง 8% qoq โดยรวมแล้ว สินเชื่อสุทธิในงวด 1H55 จึงเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 13.2% จากสิ้นปี 2554 เกินเป้าหมายสินเชื่อสุทธิทั้งปี 2555 ของธนาคารฯ ที่ตั้งไว้เพียง 12-15% yoy ไปแล้ว และมีความเป็นไปได้ที่จะสูงเกินเป้าหมายทั้งปี 2555 ที่ฝ่ายวิจัยประเมินไว้ที่ 22% yoy เช่นกัน ซึ่งเป็นการเติบโตจากทุกกลุ่มโดยเฉพาะสินเชื่อรายใหญ่ (ทยอยเบิกใช้สินเชื่ออย่างต่อเนื่อง) และ สินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์เติบโตโดดเด่น ด้วยอานิสงส์จากการเติบโตอย่างแข็งแกร่งของยอดขายรถยนต์ในประเทศในช่วงที่ผ่านมา 2) NIM เพิ่มขึ้นถึง 23bp มาที่ 3% - ดีเกินคาด เป็นเครื่องยืนยันว่า NIM ได้ผ่านพ้นจุดต่ำสุดไปแล้วตั้งแต่งวด 1Q55 ตามที่ธนาคารฯ ได้ให้ความมั่นใจไว้ เนื่องจากการปรับกลยุทธ์สินเชื่อมาเน้นสินเชื่อรถยนต์มือสองและสินเชื่อเงินสดที่ให้ผลตอบแทนสูงมากขึ้น ขณะที่ต้นทุนดอกเบี้ยจ่ายเริ่มทรงตัว (จากที่ปรับตัวขึ้นแรงมากใน 4Q54) และ 3) การเติบโตของรายได้จากการดำเนินงานอื่นๆ ถึง 63.9% qoq - ดีเกินคาด ส่วนใหญ่เป็นการเติบโตจากกำไรจากธุรกรรมด้าน Fx อย่างไรก็ตาม แม้ในงวดนี้เราจะเห็นปัจจัยลบได้แก่ 1) ค่าใช้จ่ายดำเนินงานที่ยังทรงตัวระดับสูง - แยกว่าคาด แต่เนื่องจากฐานรายได้ที่เติบโตแรงจึงทำให้เห็น Cost to income ratio ปรับตัวลดลงเหลือเพียง 44.4% ในงวดนี้ จาก 51.6% ในงวดที่ผ่านมา และ 2) การตั้งสำรองหนี้ฯ ในงวด 2Q55 ปรับตัวขึ้นถึง 119% qoq - แยกว่าคาด และสูงกว่าระดับนโยบายที่ธนาคารฯ กำหนดไว้ในปี 2555 คือ 70-80bp (ค่อนข้าง 70bp) โดยธนาคารฯ ชี้แจงว่าเป็นผลจากการตัดสินใจเพิ่มขึ้นสำหรับลูกค้าหนี้น่าทรมอบกับความตั้งใจที่จะตั้งสำรองหนี้ฯ เกินกว่าเกณฑ์ขั้นต่ำ ธปท. เนื่องจากมีการบันทึกรายได้พิเศษ (Fx) เข้ามามากในงวดนี้ ซึ่งไม่ได้เป็นประเด็นที่น่ากังวลและเกี่ยวข้องกับกับกรณีลูกค้าหนี้ SSI ซึ่งยังคงจัดชั้นเป็นหนี้ปกติ และมีหลักประกันเต็มจำนวนแต่อย่างใด โดยสัดส่วน NPL ต่อสินเชื่อรวม ณ สิ้น 2Q55 ยังปรับตัวลดลงต่อเนื่องเหลือเพียง 1.24% โดยมี Coverage ratio สูงถึง 170.7% แล้ว โดยผู้นำหนักของปัจจัยลบได้ถูกหักล้างไปได้ด้วยปัจจัยบวกดังกล่าวข้างต้น จึงเห็นกำไรปรับตัวขึ้นแรงในงวดนี้

▶ แนวโน้มผลการดำเนินงาน 2H55 ดีกว่า 1H55 แรงกดดันต่างๆ เริ่มผ่อนคลาย

ฝ่ายวิจัยคาดการณ์ภาพรวมผลการดำเนินงานของ TISCO ในช่วง 2H55 จะยิ่งกระเตื้องขึ้นจากงวด 1H55 สะท้อนได้จากคาดการณ์ผลการดำเนินงานงวด 2H55 ที่คิดเป็นสัดส่วนถึง 53% ของประมาณการกำไรสุทธิทั้งปี 2555 จากแรงกดดันต่างๆ ที่เริ่มผ่อนคลายลงโดยเฉพาะ NIM ซึ่งคาดว่าความเสี่ยงในทางขาดเริ่มจำกัด ขณะที่ Yield น่าจะมีโอกาสปรับเพิ่มขึ้นได้ตามฐานสินเชื่อใหม่ฯ ที่ยังเติบโตแรงบวกกับรายได้ค่าธรรมเนียมฯ ที่จะเข้าสู่ช่วงฤดูการ ซึ่งล้วนเป็นปัจจัยบวกต่อผลการดำเนินงานใน 2H55

▶ แนะนำถือรับปันผล...ภาพรวมในเชิงเปรียบเทียบฝ่ายวิจัยชอบ BAY มากกว่า

ราคาหุ้น TISCO ตั้งแต่ต้นปี 2555 ถึงปัจจุบันยังปรับตัวลดลง 0.7% ถือว่า underperform ค่าเฉลี่ยกลุ่มฯ (+25.1%) และตลาดฯ (+17.9%) สอดคล้องกับคำแนะนำขายของฝ่ายวิจัยในช่วงที่ผ่านมา ถือว่าได้สะท้อนปัจจัยกดดันต่างๆ ที่ผ่านมาก่อนข้างมากแล้ว และอยู่ในระดับใกล้เคียงกับ Fair value ปี 2555 ที่ PBV 1.53 เท่า คือ 37.20 บาท โดยคาดหวังได้กับผลตอบแทนจาก Div yield เฉลี่ยราว 6-7% p.a. (จ่ายปีละ 2 ครั้ง) อย่างไรก็ตาม สำหรับนักลงทุนที่ชอบหุ้น growth stock ในกลุ่มเช่าซื้อรถยนต์ และสินเชื่อรายย่อยอื่นๆ ฝ่ายวิจัยแนะนำให้ switch ไปเข้าหุ้น BAY (Fair value 35 บาท) ซึ่งยังเห็นโอกาสที่ราคาหุ้นจะสามารถ outperform ตลาดฯ ได้อย่างต่อเนื่อง

Key Data (ล้านบาท)	FY52A	FY53	FY54	FY55F	FY56F
FY: ปีที่ 31 ธ.ค.					
กำไรสุทธิ	1,989	2,801	3,266	3,718	4,369
EPS (บาท)	2.74	3.85	4.49	5.11	6.00
Norm EPS	4.85	6.22	6.21	6.83	8.13
BVS (บาท)	17.22	20.41	22.38	24.21	26.91
PER (x)	13.8	9.5	8.8	9.2	7.0
PBV (x)	2.2	1.8	1.7	1.6	1.4
DPS (บาท)	2.24	2.25	2.35	2.35	2.70
Div Yields (%)	5.9%	6.0%	6.2%	6.2%	7.2%
ROE (%)	16.5%	20.5%	21.0%	21.9%	23.5%

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใด ๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักการทางวิชาการเกี่ยวกับหลักวิเคราะห์ และมีได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับและผูกพันใด ๆ กับ บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่ว่ากรณีใด

วันพฤหัสบดีที่ 12 กรกฎาคม 2555

คำแนะนำการลงทุน

ถือ

ราคาปัจจุบัน : 37.75 บาท

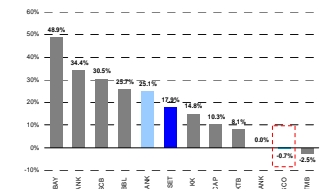
Fair Value : 37.20 บาท

มูลค่าตลาด : 27,479 ล้านบาท

การจัดอันดับบริษัทปี 2554



ผลตอบแทนของราคาหุ้น TISCO ตั้งแต่ต้นปี 2555 ถึงปัจจุบัน



ที่มา : รวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ASP

เปรียบเทียบประมาณการของ ASP กับ SAA consensus			
EPS (บาท)	ASP	Cons	% diff
2555F	5.11	4.95	3%
2556F	6.00	5.87	2%

ที่มา : ประมาณการโดยฝ่ายวิจัย ASP, SAA consensus

สัญลักษณ์	ระดับคะแนน	ความหมาย
▲▲▲▲▲	90-100	ดีเลิศ
▲▲▲▲	80-89	ดีมาก
▲▲▲	70-79	ดี
na.	<70	ไม่มีสัญลักษณ์

อุษณีย์ ลิ่วรัตน์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 017928

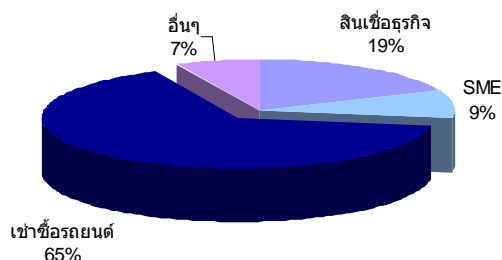
usanee@asiaplus.co.th

ผลการดำเนินงาน 2Q55 และ 1H55 ของ TISCO

ล้านบาท	4Q53	1Q54	2Q54	3Q54	4Q54	1Q55	2Q55F	%QoQ	%YoY	1H55F	1H54	%YoY
รายได้ดอกเบี้ยรับสุทธิ	1,767	1,832	1,875	1,740	1,468	1,566	1,729	10.4%	-7.8%	3,294	3,707	-11.1%
รายได้ค่าธรรมเนียมฯ - สุทธิ	727	737	711	728	678	911	924	1.4%	29.9%	1,835	1,448	26.7%
รายได้อื่นหลังหักค่าใช้จ่าย	172	204	310	364	433	332	544	63.9%	75.5%	875	514	70.3%
รวมรายได้จากการดำเนินงาน	2,666	2,772	2,897	2,833	2,579	2,808	3,196	13.8%	10.3%	6,004	5,669	5.9%
ค่าใช้จ่ายดำเนินงาน	(1,087)	(1,234)	(1,343)	(1,258)	(1,100)	(1,448)	(1,420)	-1.9%	5.7%	(2,868)	(2,577)	11.3%
หนี้สูญ หนี้สงสัยจะสูญและขาดทุนด้วยค่า	(607)	(352)	(328)	(302)	(310)	(269)	(589)	119.0%	79.4%	(857)	(680)	26.2%
กำไรดำเนินงานก่อนภาษี	972	1,187	1,225	1,273	1,170	1,091	1,187	8.8%	-3.1%	2,279	2,412	-5.5%
ภาษีเงินได้	(287)	(353)	(358)	(370)	(481)	(248)	(261)	5.2%	-27.1%	(509)	(711)	-28.4%
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	(2)	(5)	(4)	(5)	(13)	(6)	(6)	2.1%	68.3%	(13)	(9)	46.5%
กำไรสุทธิ	683	829	863	898	676	837	920	9.9%	6.6%	1,757	1,693	3.8%
EPS (บาท)	0.94	1.14	1.19	1.23	0.93	1.15	1.26	9.9%	6.6%	2.41	2.33	3.8%
กำไรจากการดำเนินงาน	1,277	1,168	1,135	1,206	1,015	1,095	1,494	36.5%	31.7%	2,590	2,302	12.5%
สินเชื่อ	149,730	165,897	174,979	181,738	185,014	194,561	210,213	8.0%	20.1%	210,213	174,979	20.1%
เงินฝากและเงินกู้ยืม	150,152	150,152	176,667	184,706	197,854	206,981	206,096	-0.4%	16.7%	206,096	176,667	16.7%
Yields	6.24%	6.10%	6.28%	6.57%	6.27%	6.05%	6.28%			6.59%	6.68%	
Funding Cost	2.12%	2.35%	2.78%	3.48%	3.92%	3.65%	3.66%			3.90%	2.64%	
Spread	4.12%	3.75%	3.50%	3.09%	2.35%	2.40%	2.62%			2.68%	4.04%	
NIM	4.36%	4.12%	3.91%	3.45%	2.76%	2.77%	3.00%			3.09%	4.33%	
Cost to Income Ratio	40.77%	44.50%	46.37%	44.40%	42.64%	51.57%	44.43%			47.77%	45.46%	

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP

โครงสร้างสินเชื่อ ณ สิ้นงวด 2Q55 ของ TISCO



ที่มา : TISCO

NPL และ Coverage ratio ของ TISCO

	2Q55	1Q55	+/-	4Q54	+/-
NPL - Gross (Bm)	2,761	2,820	(60)	2,612	209
NPL - Gross	1.24%	1.29%		1.24%	
NPL - Net (Bm)	1,884	1,932	(48)	1,826	106
NPL - Net	0.85%	0.88%		0.87%	
LLR/NPL	170.7%	160.5%		169.9%	
LLR/ Required reserve:	186.2%	186.5%		188.0%	

ที่มา : ธ.พ.1.1/ ฝ่ายวิจัย ASP

Historical PBV Band ของ TISCO



ที่มา : Bloomberg

Technical Chart ของ TISCO



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2555-56 ของ TISCO

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)					งบดุล (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
รายได้ดอกเบี้ยรับ	9,433	12,376	14,605	17,594	เงินสดและเงินฝากธนาคาร	903	903	677	706
ต้นทุนดอกเบี้ยจ่าย	(2,575)	(5,461)	(8,128)	(10,338)	เงินลงทุน-สุทธิ	6,481	3,706	5,200	5,200
รายได้ดอกเบี้ยสุทธิ	6,858	6,916	6,477	7,257	สินเชื่อ	149,732	185,014	225,717	275,374
รายได้ค่าธรรมเนียมฯ - สุทธิ	1,858	2,854	3,625	4,188	บวก ดอกเบี้ยค้างรับ	134	266	293	322
รายได้จากการดำเนินงานอื่นๆ	1,659	1,311	1,450	1,450	หัก ค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญ	(4,162)	(4,428)	(5,783)	(7,435)
ค่าใช้จ่ายดำเนินงาน	(4,370)	(4,935)	(5,337)	(5,751)	สินเชื่อสุทธิ	145,704	180,851	220,227	268,261
ค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญ	(1,933)	(1,291)	(1,354)	(1,652)	สินทรัพย์อื่น	2,731	2,055	2,510	2,510
กำไรก่อนภาษีเงินได้	4,072	4,855	4,861	5,491	สินทรัพย์รวม	171,408	220,709	261,393	311,457
หัก ภาษีเงินได้	(1,256)	(1,563)	(1,118)	(1,098)	เงินฝาก / เงินกู้ยืม	150,685	197,854	237,019	284,795
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	(14)	(26)	(25)	(24)	หนี้สินรวม	156,550	204,420	243,770	291,866
กำไรสุทธิ	2,801	3,266	3,718	4,369	ทุนเรียกชำระแล้ว	7,279	7,279	7,279	7,279
EPS (บาท)	3.85	4.49	5.11	6.00	สำรองอื่น	6,235	7,632	9,491	11,456
กำไรจากการดำเนินงาน	4,525	4,523	4,972	5,921	กำไรสะสม	6,448	7,932	9,726	11,692
Norm EPS (บาท)	6.22	6.21	6.83	8.13	ส่วนของผู้ถือหุ้น	14,777	16,199	17,505	19,472
					หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	171,408	220,709	261,393	311,457

งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)					งบดุลรายไตรมาส (ล้านบาท)				
	3Q54	4Q54	1Q55	2Q55		3Q54	4Q54	1Q55	2Q55
รายได้ดอกเบี้ยรับ	3,311	3,343	3,413	3,617	เงินสดและเงินฝากธนาคาร	980	903	871	793
ต้นทุนดอกเบี้ยจ่าย	(1,570)	(1,875)	(1,848)	(1,888)	เงินลงทุน-สุทธิ	4,482	3,706	4,769	4,354
รายได้ดอกเบี้ยสุทธิ	1,740	1,468	1,566	1,729	สินเชื่อ	181,738	185,014	194,561	209,970
รายได้ค่าธรรมเนียมฯ - สุทธิ	728	678	911	924	บวก ดอกเบี้ยค้างรับ	176	266	219	243
รายได้จากการดำเนินงานอื่นๆ	364	433	332	544	หัก ค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญ	(4,616)	(4,428)	(4,524)	(4,714)
ค่าใช้จ่ายดำเนินงาน	(1,258)	(1,100)	(1,448)	(1,420)	สินเชื่อสุทธิ	177,298	180,851	190,256	205,499
ค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญ	(302)	(310)	(269)	(589)	สินทรัพย์อื่น	24,109	2,055	37,076	20,258
กำไรก่อนภาษีเงินได้	1,273	1,170	1,091	1,187	สินทรัพย์รวม	206,869	220,709	232,971	230,903
หัก ภาษีเงินได้	(370)	(481)	(248)	(261)	เงินฝาก	37,914	37,979	41,696	81,428
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	(5)	(13)	(6)	(6)	เงินกู้ยืม	146,792	159,875	165,285	124,669
กำไรสุทธิ	898	676	837	920	หนี้สินรวม	191,384	204,420	215,785	214,662
EPS (บาท)	1.23	0.93	1.15	1.26	ทุนเรียกชำระแล้ว	7,279	7,279	7,279	7,279
กำไรจากการดำเนินงาน	1,206	1,015	1,095	1,494	สำรองอื่น	1,128	7,632	1,436	1,298
Norm EPS (บาท)	1.60	2.60	1.60	2.05	กำไรสะสม	7,078	7,932	8,471	7,664
					ส่วนของผู้ถือหุ้น	15,485	16,199	17,186	16,241
					หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	206,869	220,709	232,971	230,903

อัตราส่วนทางการเงิน					สมมติฐานในการประมาณการ				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
Yield	6.17%	6.35%	6.05%	6.10%	อัตราดอกเบี้ยของสินเชื่อ	30%	25%	22%	22%
Funding cost	1.89%	3.14%	3.74%	3.96%	อัตราดอกเบี้ยของเงินฝาก	23%	31%	20%	20%
Spread	4.28%	3.21%	2.31%	2.14%	อัตราดอกเบี้ยของรายได้ค่าธรรมเนียม	55%	54%	27%	16%
NIM	4.48%	3.55%	2.68%	2.52%	อัตราภาษีเงินได้	30.9%	32.2%	23.0%	20.0%
สินเชื่อต่อเงินฝากและเงินกู้ยืม	99.72%	93.51%	95.23%	96.69%	NPL/สินเชื่อรวม	1.7%	1.2%	1.2%	1.2%
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	1.81%	1.67%	1.54%	1.53%	Tier1	11.3%	9.9%	12.2%	12.7%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	20.47%	20.97%	21.93%	23.48%	CAR	15.2%	14.9%	16.0%	16.3%

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP