

ธนาคารกรุงไทย

ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยดีกว่าคาด

Bank
Overweight

กำไรสูงกว่าคาด 13%: KTB รายงานกำไรสุทธิไตรมาส 2/55 ที่ 7.34 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 40% YoY และ 15% QoQ ผลประกอบการสูงกว่าที่เราคาด 13% และสูงกว่าตลาดคาด 15% เนื่องจากส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยที่สูงกว่าคาด (โดยอยู่ที่ 2.76% ในขณะที่เราได้คาดไว้ที่ 2.62%) ดังนั้นผลการดำเนินงานก่อนตั้งสำรองได้เพิ่มขึ้น 26% YoY และ 14% QoQ กำไรสุทธิครั้งแรกของปี 2555 คิดเป็น 64% ของประมาณการปี 2555 ของเรา

ประเด็นหลักจากผลประกอบการ: สินเชื่อทรงตัว QoQ (และเพิ่มขึ้น 5.4% YTD) ซึ่งเป็นไปตามที่เราคาดเราเนื่องจากการขยายตัวของสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่และสินเชื่อรายย่อยได้ถูกหักกลบไปกับการชำระคืนเงินกู้ก้อนใหญ่ของโดยหน่วยงานของรัฐและรัฐวิสาหกิจ ผลจากการโยกการปล่อยสินเชื่อจากรัฐวิสาหกิจที่ให้อัตราดอกเบี้ยต่ำไปยังสินเชื่อเอกชนที่ได้อัตราดอกเบี้ยสูงกว่า (สินเชื่อบริษัทและสินเชื่อรายย่อย) ในไตรมาส 2/55 ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยทรงตัว QoQ ที่ 2.76% แม้ว่าธนาคารได้รับผลกระทบจากการเก็บค่าธรรมเนียมเงินฝาก, ตัวแลกเงินและตราสารหนี้ของ ธปท. 0.47% ในไตรมาสนี้

การกันสำรองหนี้เพิ่มขึ้น 2% YoY เป็น 1.54 พันล้านบาทแต่ทรงตัวจากไตรมาสก่อน อัตราส่วนหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ต่อสินเชื่รวมลดลงถึง 3.5% ณ สิ้นเดือนมี.ย. จาก 3.8% ในช่วงสามเดือนก่อนในขณะที่อัตราส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้ลดลงเป็น 47.1% ในไตรมาส 2/55 จาก 50.5% ในไตรมาสก่อน

รายได้ค่าธรรมเนียมเพิ่มขึ้น 16% YoY และ 8% QoQ เป็น 4.1 พันล้านบาท ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานอยู่ที่ 8.7 พันล้านบาทเพิ่มขึ้น 14% YoY แต่ลดลง 2% QoQ อัตราส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้ลดลงเป็น 47.1% ในไตรมาส 2/55 จาก 50.5% ในไตรมาสก่อน

แนวโน้ม: กำไรสุทธิไตรมาส 3/55 มีแนวโน้มลดลง QoQ โดยเราคาดว่าค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานจะเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วและต้นทุนของเงินทุนจะเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง นอกจากนี้เราคาดว่าธนาคารอยู่ในระหว่างการเพิ่มทุนเพื่อเพิ่มอัตราส่วนเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยงจากปัจจุบันที่ 12.9% (กองทุนชั้นที่ 1 ที่ 7.92%) เพื่อสนับสนุนโครงการของรัฐในปีหน้า

BUALUANG RESEARCH

สุวัฒน์ ปารุงชาติอุดม
+662 618 1000

คำแนะนำพื้นฐาน: ถือ
เป้าหมายพื้นฐาน: 19.60 บาท
ราคา (19/07/12): 16.00 บาท

Key Ratios & Statistics

Market cap	Bt78.88bn		
12-mth price range	Bt13.00/Bt21.10		
12-mth avg daily volume	Bt749.60m		
# of shares (m)	11,179.7		
Est. free float (%)	44.9		
Foreign limit (%)	25.0		
Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(0.8)	(10.4)	(30.6)
Absolute	2.6	(8.0)	(20.0)

Financial summary

FY Ended 31 Dec	2010	2011	2012E	2013E
Revenues (Btm)	60,857	82,938	92,010	104,707
Net profit (Btm)	14,913	17,012	23,000	24,000
EPS (Bt)	1.33	1.52	2.06	2.15
BLS/Consensus (x)	1.27	0.89	1.00	0.89
EPS Consensus (Bt)	1.05	1.71	2.05	2.42
EPS growth (%)	+22.3%	+14.1%	+35.2%	+4.3%
Core profit (Btm)	20,923	30,058	30,450	32,450
Core EPS (Bt)	1.87	2.69	2.72	2.90
Core EPS growth (%)	+19.3%	+43.6%	+1.3%	+6.6%
PER (x)	12.0	10.5	7.8	7.5
Core PER (x)	8.6	6.0	5.9	5.5
P/POP (x)	6.8	5.0	4.8	4.6
PABV (x)	1.6	1.4	1.3	1.1
Dividend (Bt)	0.53	0.62	0.82	0.86
Dividend yield (%)	3.3	3.9	5.1	5.4
ROE (%)	11.9	13.1	16.5	15.5

CG Rating - 2011



สิ่งที่เปลี่ยนแปลงไป: เราคาดว่าธนาคารอาจเพิ่มฐานเงินกองทุนขึ้นที่ 1 โดยการลดการตั้งสำรองหนี้สูญฯ ดังนั้นเราจึงปรับลดสมมติฐานปี 2555 ของเราลงเป็น 8 พันล้านบาทจาก 1 หมื่นล้านบาท ดังนั้นเราปรับเพิ่มประมาณการกำไรของเราสำหรับปีนี้ขึ้น 6.9% เป็น 2.3 หมื่นล้านบาท

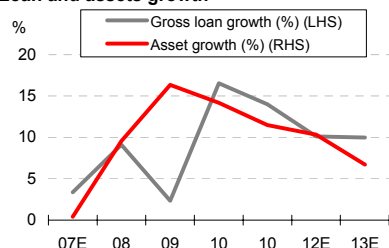
คำแนะนำ: เราคาดว่า KTB จะทำการเพิ่มทุนในอีก 12 เดือนข้างหน้าซึ่งจะเป็นปัจจัยกดดันต่อการปรับตัวของราคาหุ้น เรายังคงคำแนะนำ ถือ แต่เราปรับลดราคาเป้าหมายปี 2555 ลงเป็น 6.7% เป็น 19.6 บาทโดยอ้างอิงจาก PBV ที่ 1.6 เท่า (ซึ่งคิดมาจากอัตราดอกเบี้ยได้อุตสาหกรรมที่ 5%, ต้นทุนของเงินทุนที่ 12% และค่าเฉลี่ย ROE ปี 2555-56 ที่ 16%)

Figure 1: 2Q12 results

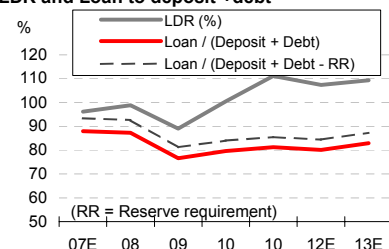
FY Ended 31 Dec (Btm)	2Q12	2Q11	YoY %	1Q12	QoQ %	6M12	6M11	YoY %	
Income Statement									
Interest income	25,305	19,917	27	23,521	8	48,825	38,066	28	
Interest Expense	11,016	7,586	45	9,802	12	20,818	14,370	45	
Net interest income	14,289	12,330	16	13,718	4	28,007	23,695	18	• Strong fee income growth
Fee & service income	4,140	3,580	16	3,844	8	7,985	6,864	16	
Total non-interest income	5,485	4,117	33	4,901	12	10,386	9,442	10	
Operating expenses	8,678	7,614	14	8,872	(2)	17,550	15,510	13	• Well-managed OPEX
Operating profit before provision	11,096	8,834	26	9,747	14	20,843	17,628	18	
Provisioning charges	1,543	1,513	2	1,527	1	3,069	3,027	1	
Operating profit after provisio	9,553	7,321	30	8,221	16	17,774	14,601	22	
Exceptional items	(1)	129	(100)	126	(101)	125	127	nm	
Profit before tax	9,553	7,449	28	8,346	14	17,899	14,728	22	
Tax	2,210	2,208	0	1,970	12	4,180	3,998	5	
Minority interest	0	0	nm	(0)	0	(0)	(0)	nm	
Net profit (loss)	7,343	5,241	40	6,377	15	13,719	10,730	28	
EPS	0.66	0.47	40	0.57	15	1.23	0.96	28	
Key ratios									
Asset Yield/Avg Assets (%)	4.71	4.19	0.52	4.57	0.14	4.64	4.04		
Funding Cost (%)	2.05	1.59	0.46	1.90	0.15	1.98	1.53		• 2Q12 NIM was sustained QoQ
Interest Spread (%)	2.66	2.59	0.07	2.66	(0.01)	2.66	2.52		
Tax rate (%)	23.1	29.6		23.6		23.1	29.64		
Net Interest Margin (%)	2.76	2.65	0.11	2.76	0.00	2.76	2.58		
Assets to Equities (X)	15.6	15.2		15.8		15.6	15.2		
Cost to Income (%)	47.1	47.9		50.5		48.8	50.8		
Est CAR (%)	13.1	13.9		13.0		13.1	13.9		
Balance Sheet									
Cash & Equivalent	27,595	30,907	(11)	29,631	(7)				
Net Loan & accrued interests	1,461,435	1,295,670	13	1,451,517	1				
ST debts, REPO & current porti	360,540	346,438	4	467,408	(23)				
Long-term debt	0	0	0	0	0				
Total liabilities	2,007,740	1,727,381	16	2,017,189	(0)				
Retained earnings	62,469	50,255	24	62,062	1				
Shareholders equity	137,603	121,867	13	136,054	1				
Minority interests	0	0	0	0	0				
BV (Bt)	12.3	10.9	13	12.2	1				• Net lending was flat QoQ

Source: Company data

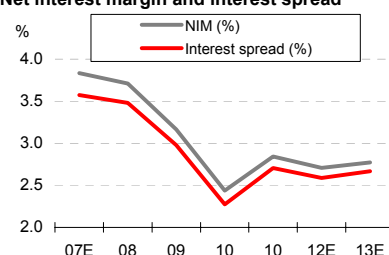
Loan and assets growth



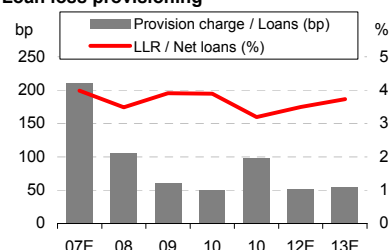
LDR and Loan to deposit +debt



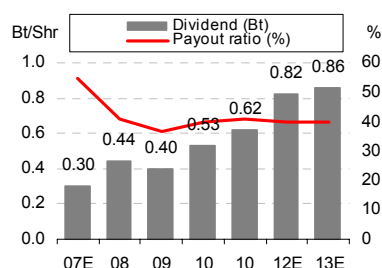
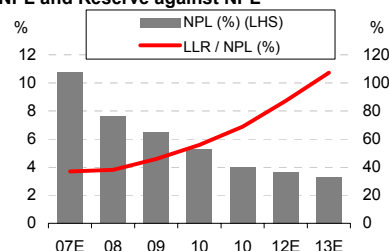
Net interest margin and interest spread



Loan loss provisioning



NPL and Reserve against NPL



PROFIT & LOSS (Btm)

	2009	2010	2011	2012E	2013E
Interest income	57,982	60,857	82,938	92,010	104,707
Interest expense	-15,447	-21,089	-32,554	-38,551	-44,996
Net interest income	42,536	39,768	50,384	53,459	59,711
Fee & service income	11,033	11,556	14,186	15,745	16,996
Total non-interest income	12,888	16,402	18,640	20,904	22,493
Operating income	55,423	56,170	69,024	74,363	82,204
Operating expenses	-32,463	-29,712	-33,191	-37,265	-43,074
Operating profit before provi	22,960	26,458	35,833	37,098	39,131
Provisioning charges	-6,243	-6,124	-13,544	-8,000	-9,000
Operating profit after provisi	16,717	20,334	22,289	29,098	30,131
Exceptional items	898	115	498	550	550
Tax	-5,426	-5,535	-5,775	-6,648	-6,681
Minority interest	0	0	0	0	0
Net profit (loss)	12,189	14,913	17,012	23,000	24,000
Reported EPS	1.09	1.33	1.52	2.06	2.15
Fully diluted EPS	1.09	1.33	1.52	2.06	2.15
Core net profit	17,534	20,923	30,058	30,450	32,450
Core EPS	1.57	1.87	2.69	2.72	2.90
PPOP	22,960	26,458	35,833	37,098	39,131

KEY RATIOS

	2009	2010	2011	2012E	2013E
Revenue Growth (%)	(6.54)	9.02	31.48	11.16	12.65
PPOP Growth (%)	(13.98)	15.23	35.43	3.53	5.48
EPS Growth (%)	1.13	22.35	14.06	35.19	4.35
Net Loan Growth (%)	1.93	16.57	14.76	9.79	9.72
Cum. LLRs to Net loans (%)	3.91	3.89	3.19	3.50	3.73
Provision charge to loans (%)	0.60	0.51	0.98	0.53	0.54
Yield on Average Assets (%)	4.06	3.48	4.45	4.45	4.67
Cost of Funds (%)	1.08	1.21	1.75	1.87	2.01
Interest Spread (%)	2.98	2.27	2.70	2.59	2.67
Net Interest Margin: NIM (%)	3.16	2.44	2.84	2.71	2.77
Effective tax rate (%)	30.80	27.07	25.34	22.42	21.77
Asset growth (%)	16.32	14.16	11.49	10.32	6.70

BALANCE SHEET (Btm)

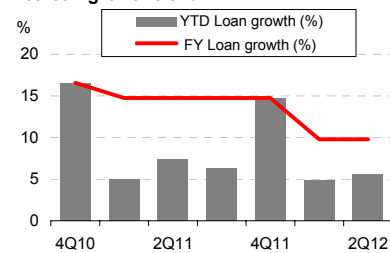
	2009	2010	2011	2012E	2013E
Cash & Equivalent	33,203	35,328	37,331	30,368	35,368
Interbank & securities	252,875	235,745	229,610	233,574	237,618
Investment in securities	136,374	201,596	226,496	297,785	297,786
Net Loan & accrued interests	1,035,151	1,206,669	1,384,715	1,520,221	1,667,978
Other assets	86,227	83,138	86,843	85,749	74,239
Total assets	1,543,830	1,762,476	1,964,996	2,167,697	2,312,988
Deposits	1,207,613	1,248,051	1,285,390	1,465,454	1,582,466
ST debts, REPO & current poi	118,321	146,406	165,066	188,590	197,070
Long-term debt	77,714	181,317	308,934	308,934	308,934
Other liabilities	27,655	60,915	75,798	65,128	70,128
Total liabilities	1,431,303	1,636,689	1,835,187	2,028,106	2,158,598
Paid-up capital	57,604	57,604	57,604	57,604	57,604
Share premium	1	1	1	1	1
Retained earnings	47,880	58,319	61,220	77,285	92,085
Shareholders equity	112,527	115,924	129,809	139,591	154,391
Minority interests	(0)	9,864	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' ec	1,543,830	1,762,476	1,964,996	2,167,697	2,312,988
	(0.0)	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)

Asset quality

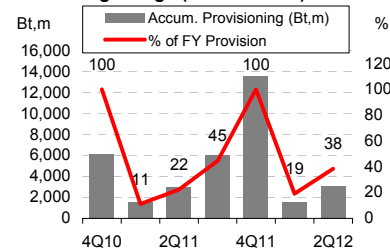
	2009	2010	2011	2012E	2013E
Loan loss reserve	40,451	46,914	44,218	53,157	62,157
Average interest earnings asse	1,351,524	1,631,122	1,773,863	1,974,240	2,154,538
Average interest bearing liabilit	1,299,971	1,553,404	1,692,203	1,866,458	2,006,711
BV per share	10.06	11.25	11.60	12.48	13.80
ABV per share	9.37	10.27	11.26	12.69	14.02
NPL amounts	88,350	83,933	64,185	60,976	57,927
NPL (%)	6.50	5.31	4.00	3.64	3.32
Equity/loans	10.87	9.61	9.37	9.18	9.26
Equity/NPLs	127.37	138.12	202.24	228.93	266.53

Sources: Company data, Bualuang Research

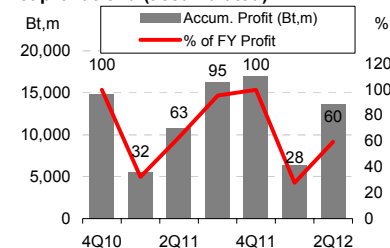
Net loan growth trend



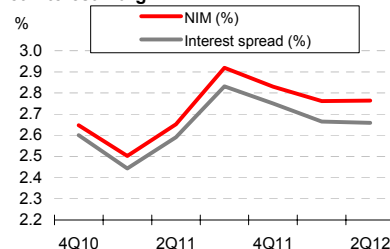
Provisoining charge (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Net interest margin



Financial tables

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)

	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12
Interest Income	19,917	21,910	22,962	23,521	25,305
Interest Expense	7,586	8,573	9,611	9,802	11,016
Net interest income	12,330	13,338	13,351	13,718	14,289
Fee & service income	3,580	3,660	3,662	3,844	4,140
Other income & MI	537	1,725	150	2,041	(74)
Total non-interest income	4,117	5,386	3,812	4,901	5,485
Operating inc	16,448	18,723	17,163	18,620	19,774
Operating expenses	7,614	8,398	9,283	8,872	8,678
Operating profit before provision	8,834	10,325	7,881	9,747	11,096
Provisioning charges	1,513	3,012	7,505	1,527	1,543
Operating profit after provision	7,321	7,312	375	8,221	9,553
Exceptional items	129	93	278	126	(1)
Profit before tax	7,449	7,406	653	8,346	9,553
Tax	2,208	1,913	(137)	1,970	2,210
Minority interest	0.00	0.00	0.00	(0.00)	0.00
Net profit (loss)	5,241	5,492	790	6,377	7,343
EPS	0.47	0.49	0.07	0.57	0.66
Core profit	6,625	8,411	8,017	7,777	8,886
Core EPS	0.59	0.75	0.72	0.70	0.79

KEY RATIOS

	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12
Asset Yield/Avg Assets (%)	4.19	4.65	4.73	4.57	4.71
Funding Cost (%)	1.59	1.82	1.98	1.90	2.05
Interest Spread (%)	2.59	2.83	2.75	2.66	2.66
Net Interest Margin (%)	2.65	2.92	2.83	2.76	2.76
Fee income/total operating income (%)	21.8	19.5	21.3	20.6	20.9
BV (Bt)	10.90	11.23	11.61	12.16	12.30
ROE (%)	17.2	17.8	2.5	19.2	21.5
ROA (%)	1.1	1.2	0.2	1.2	1.4
Assets to Equities (X)	15.2	15.3	15.1	15.8	15.6
Cost to Income (%)	47.9	49.4	54.6	50.5	47.1
Est CAR (%)	13.9	14.1	13.7	13.0	12.9

QUARTERLY BALANCE SHEET(Btm)

	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12
Cash & Equivalent	30,907	30,179	37,331	29,631	27,595
Interbank & securities	188,522	243,940	198,203	254,905	280,169
Investment in securities	232,625	246,623	226,496	261,393	279,362
Net Loan & accrued interests	1,295,670	1,282,807	1,384,715	1,451,517	1,461,435
Other assets	101,524	114,983	118,251	155,797	96,782
Total assets	1,849,248	1,918,532	1,964,996	2,153,242	2,145,343
Deposits	1,312,387	1,269,009	1,285,390	1,460,582	1,578,018
ST debts, REPO & current portion	346,438	427,008	161,503	467,408	360,540
Long-term debt	0	0	308,934	0	0
Other liabilities	68,556	96,960	79,361	89,199	69,182
Total liabilities	1,727,381	1,792,977	1,835,187	2,017,189	2,007,740
Paid-up capital	57,584	57,585	57,586	57,587	57,588
Share premium	1	1	1	1	1
Retained earnings	50,255	55,747	56,537	62,062	62,469
Shareholders equity	121,867	125,555	129,809	136,054	137,603
Minority interests	0	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	1,849,248	1,918,532	1,964,996	2,153,242	2,145,343

Asset quality

Loan loss reserve (net write-off)	37,520	38,127	44,218	42,595	43,513
Average interest earnings assets	1,859,106	1,827,465	1,773,863	1,986,919	2,067,127
Average interest bearing liabilities	1,733,286	1,712,368	1,692,203	1,877,848	1,958,907
BV per share	10.90	11.23	11.60	12.16	12.30
ABV per share	9.92	10.25	11.26	11.82	11.95
NPL amounts	67,543	67,090	64,185	64,647	62,488
NPL (%)	4.50	4.18	4.00	3.79	3.54
Equity/loans	0.09	0.10	0.09	0.09	0.09
Equity/NPLs	1.8	1.9	2.0	2.1	2.2

Sources: Company data, Bualuang Research

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED – DISCLAIMER

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED (BLS) is a subsidiary of BANGKOK BANK PUBLIC COMPANY LIMITED (BBL). This document is produced based upon sources believed to be reliable but their accuracy, completeness or correctness is not guaranteed. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration to use as information for investment. Expressions of opinion contained herein are subject to change without notice. This document is not, and should not be construed as, an offer or the solicitation of an offer to buy or sell any securities. The use of any information shall be at the sole discretion and risk of the user.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED MAY BE IN RELATIONSHIP WITH THE SECURITIES IN THIS REPORT. "Opinions, projections and other information contained in this report are based upon sources believed to be accurate including the draft prospectus, but no responsibility is accepted for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. Bualuang Securities Public Company Limited may from time to time perform investment, advisory or other services for companies mentioned in this report, as well as dealing (as principal or otherwise) in, or otherwise being interested in, any securities mentioned herein. This report does not constitute a solicitation to buy or sell any securities". Investors should carefully read details in the prospectus before making investment decision.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED IS OR MAY BE A CO-UNDERWRITER IN RESPECT OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING ("IPO") OF SECURITIES OF SRIRACHA CONSTRUCTION PUBLIC COMPANY LIMITED. "Opinions, projections and other information contained in this report are based upon sources believed to be accurate including the draft prospectus, but no responsibility is accepted for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. Bualuang Securities Public Company Limited may from time to time perform investment, advisory or other services for companies mentioned in this report, as well as dealing (as principal or otherwise) in, or otherwise being interested in, any securities mentioned herein. This report does not constitute a solicitation to buy or sell any securities". Investors should carefully read details in the prospectus before making investment decision.






BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DERIVATIVE WARRANTS on the securities ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BCP, BEC, BGH, BH, BIGC, BJC, BLA, BTS, CPALL, CPF, DTAC, EGCO, ESSO, GLOW, HMPRO, HEMRAJ, INTUCH, IRPC, IVL, KBANK, KTB, LH, MINT, PS, PTT, PTTEP, PTTGC, SCB, SCC, SPALI, STA, TCAP, THAI, TISCO, TOP, TMB, TPIPL, TRUE, TUF. Before making an investment decision over a derivative warrant, a potential investor should carefully read the prospectus for the details of the said derivative warrant.

This research report was prepared by Bualuang Securities Public Company Limited and refers to research prepared by Morgan Stanley. Morgan Stanley does not warrant or guarantee the accuracy or completeness of its research reports. Morgan Stanley reserves copyright and other proprietary rights in the material reproduced in this report. Morgan Stanley is under no obligation to inform Bualuang Securities or you if the views or information referred to or reproduced in this research report change.

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. Bualuang Securities Public Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

Score Range	Number of Logo	Description
90 – 100		Excellent
80 – 89		Very Good
70 – 79		Good
60 – 69		Satisfactory
50 – 59		Pass
Below 50	No logo given	N/A

BUALUANG RESEARCH – RECOMMENDATION FRAMEWORK

STOCK RECOMMENDATIONS

BUY: Expected positive total returns of 15% or more over the next 12 months.

HOLD: Expected total returns of between -15% and +15% over the next 12 months.

SELL: Expected negative total returns of 15% or more over the next 12 months.

TRADING BUY: Expected positive total returns of 15% or more over the next 3 months.

SECTOR RECOMMENDATIONS

OVERWEIGHT: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to outperform the relevant primary market index over the next 12 months.

NEUTRAL: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to perform in line with the relevant primary market index over the next 12 months.

UNDERWEIGHT: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to underperform the relevant primary market index over the next 12 months.