

# Kasikorn Bank

## Investment Theme

**KBANK** จะเป็นธนาคารพาณิชย์ที่มีการเติบโตของผลการดำเนินงานที่โดดเด่น โดยเฉพาะในปี 2547 จะมีการไถ่ถอน **SLIPS** มูลค่า 40,000 ล้านบาท ทำให้ **KBANK** ลดดอกเบี้ยจ่ายได้ถึงปีละ 4,500 ล้านบาท ประกอบกับประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์และหนี้สินที่มีประสิทธิภาพ ส่งผลให้ **TFB** มีส่วนต่างดอกเบี้ยรับสูงที่สุดในกลุ่มธนาคารพาณิชย์ตั้งแต่ปี 2547 เป็นต้นไป สำหรับการไถ่ถอน **SLIPS** จะทำให้ **KBANK** สามารถล้างขาดทุนสะสม เพื่อจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นสามัญได้ โดยไม่ต้องกังวลกับการจ่ายดอกเบี้ยเพิ่มขึ้นให้กับผู้ถือ **SLIPS** นอกจากความสามารถในการทำกำไรที่โดดเด่นแล้ว **TFB** ถือว่ามีการควบคุมความเสี่ยงที่มีประสิทธิภาพ โดยมี **Direct Ratio** สูงเกินกว่า 100% ซึ่งเป็นมาตรฐานสากลของธนาคารพาณิชย์ แสดงถึงศักยภาพในการรองรับความเสี่ยงจากการสูญเสียของกรขยายสินเชื่อ รวมถึงความสามารถในการขยายธุรกิจในอนาคตที่โดดเด่นเมื่อเทียบกับกลุ่มธนาคารพาณิชย์ ดังนั้น **CNS** จึงแนะนำ **Strong Buy** สำหรับการประเมินมูลค่าหุ้นของ **TFB** ซึ่ง **CNS** ได้ให้ความสำคัญกับผลการดำเนินงานในอนาคต จะอยู่ที่ **38.43 บาทต่อหุ้น**

**ผลการดำเนินงานโดดเด่น** คาดว่าในปี 2546 **KBANK** จะมีกำไรสุทธิเพิ่มขึ้น 27.15% YoY ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยกลุ่มธนาคารพาณิชย์ที่จะมีการเติบโตถึง 384.63% YoY อย่างไรก็ตามหลังจากที่ **KBANK** ไถ่ถอน **SLIPS** ในปี 2547 จะทำให้ส่วนต่างดอกเบี้ยรับปรับเพิ่มขึ้นเป็น 2.65% สูงที่สุดในกลุ่มธนาคารพาณิชย์ ซึ่งจะส่งผลให้ **KBANK** รายงานกำไรสุทธิในปี 2547 เพิ่มขึ้นถึง 42.95% YoY สูงกว่ากลุ่มธนาคารพาณิชย์ที่คาดว่าจะมีกำไรสุทธิเพิ่มขึ้น 31.98% YoY

**เป็นธนาคารพาณิชย์ที่ 4 ที่สามารถจ่ายปันผลได้** หลังจาก that **KBANK** ทำการไถ่ถอน **SLIPS** ในปี 2547 แล้ว **CNS** เชื่อว่า **KBANK** จะทำการล้างขาดทุนสะสมทั้งหมดในปีเดียวกัน เนื่องจากไม่ต้องกังวลในการจ่ายดอกเบี้ยเพิ่มขึ้นให้กับผู้ถือหุ้น **SLIPS** และ **KBANK** จะสามารถจ่ายปันผลให้กับผู้ถือหุ้นสามัญได้ในงวดบัญชีปี 2547 โดย **CNS** คาดว่า **KBANK** จะจ่ายปันผลประมาณ 2 บาทต่อหุ้น คิดเป็นผลตอบแทน 5.92%

**เป็นธนาคารพาณิชย์ที่มีการบริหารความเสี่ยงอย่างมีประสิทธิภาพ** **KBANK** มักจะเป็นธนาคารพาณิชย์แรกที่ใช้นโยบายเชิงรุกในการควบคุมความเสี่ยงทางธุรกิจและการเงิน โดยจะเห็นได้จากการเป็นธนาคารพาณิชย์แรกที่ยอมรับรู้ผลขาดทุนทันทีในการจัดตั้งบริษัทบริหารสินทรัพย์ ซึ่งปัจจุบันผลการดำเนินงานของทั้ง 2 บริษัทบริหารสินทรัพย์อยู่ในเกณฑ์ที่น่าพอใจ นอกจากนี้ **KBANK** ยังเป็นธนาคารพาณิชย์ที่มีการตั้งสำรองหนี้สูญสูงถึง 63.11% สูงกว่าค่าเฉลี่ยธนาคารพาณิชย์ที่ 59.54% และยังมีการตั้งสำรองทรัพย์สินหรือการขยายสูงที่สุดในระบบธนาคารพาณิชย์ ในขณะที่ **Direct Ratio** ของ **KBANK** สูงถึง 108.03% (มาตรฐานสากลควรอยู่ไม่ต่ำกว่า 100%) ซึ่งแสดงถึงศักยภาพในการรองรับส่วนสูญเสียที่อาจเกิดขึ้นในอนาคต รวมถึงความสามารถในการขยายธุรกิจ

**ประเมินมูลค่าหุ้น** **CNS** ได้เปลี่ยนวิธีการประเมินมูลค่าหุ้นจากเดิมที่ใช้มูลค่าทางบัญชีหลังปรับปรุง (Adjusted Book Value) ที่เน้นหามูลค่าต่ำที่สุดที่ควรจะเป็น เมื่อหักความเสี่ยงจากการสูญเสียต่างๆ ที่อาจเกิดขึ้นในอนาคต อย่างไรก็ตามด้วยธนาคารพาณิชย์ได้ผ่านจุดต่ำสุดแล้ว และมีความพร้อมที่จะสร้างกำไรในอนาคต ดังนั้น **CNS** จึงได้เปลี่ยนวิธีการประเมินมูลค่าหุ้น โดยให้ความสำคัญกับผลการดำเนินงานในอนาคต ควบคู่ไปกับความเสี่ยงจากการสูญเสียต่างๆ ในอนาคต โดยวิธีดังกล่าว จะได้มูลค่าที่เหมาะสมของ **KBANK** อยู่ที่ **38.43 บาทต่อหุ้น**

# KBANK

Target Price **Bt38.43**

Market Price **Bt33.75**

Rating **STRONG BUY**

Published date

**17 April 2003**

Sector

**Banking**

Key data

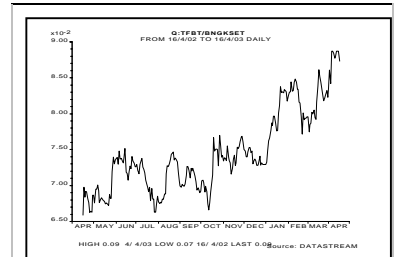
Shares in issue (mn)	2,352.55
Market capitalisation (Btmn)	
12-month high/low (Bt)	34.25/27.8
3-month avg daily T/O (Btmn)	XX
Foreign Limit/Actual	48.98%/48.98%
Free Float	53.00%
NVDR	10.98%
Dividend Policy	N/A
Par Value (Bt)	10.0
BV/share (Bt)	18.29
P/BV (x)	1.83
Adjusted Book value (Bt)	28.88
Discount to Target Price (%)	12.17

Analyst(s)

**Kavee Chukitkasem**

02-285-0060 Ext. 3504

Share Price Performance



Price Performance(%)	1m	3m	1yr
KBANK	13.4	18.4	23.9
Relative to SET	4.1	12.5	25.2

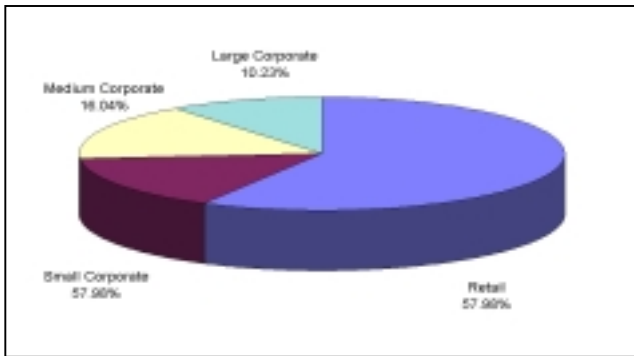
## Consolidated Financial Summary

Year	NP	EPS	EPS Growth	PER	P/BV	NPLs/Loans	BIS Ratio	DPS	Yield
Dec. 31	(Btmn)	(Bt)	(%)	(X)	(X)	(%)	(%)	(Bt)	(%)
2001	1,008.45	0.43	(20.26)	78.75	2.93	20.72	12.73	0.00	0.00
2002	6,684.38	2.84	562.84	11.88	2.26	19.19	14.90	0.00	0.00
2003F	8,498.93	3.61	27.15	9.34	1.83	15.91	16.19	0.00	0.00
2004F	12,149.01	5.16	42.95	6.54	1.43	13.29	14.05	2.00	5.92
2005F	15,756.29	6.70	29.69	5.04	1.11	9.89	16.15	2.66	7.94

## Company Background

**โครงสร้างลูกค้าเน้นลูกค้ารายย่อย** KBANK (Kasikorn Bank) ได้เปลี่ยนชื่อมาจาก TFB (Thai Farmers Bank) เมื่อวันที่ 8 เมษายน 2546 ทั้งนี้เพื่อไม่ให้ลูกค้า โดยเฉพาะลูกค้าต่างประเทศ เข้าใจผิดว่า KBANK เป็นธนาคารเพื่อการเกษตร ปัจจุบัน KBANK เป็นธนาคารพาณิชย์ที่มีขนาดสินทรัพย์เป็นอันดับที่ 3 ของประเทศไทย โดย ณ สิ้นปี 2545 มีสินทรัพย์รวมทั้งสิ้น 760,702 ล้านบาท ในขณะที่มีเงินให้สินเชื่อทั้งสิ้น 496,525 ล้านบาท คิดเป็นส่วนแบ่งทางการตลาดทั้งสิ้น 11.97% โดยสินเชื่อแบ่งออกเป็นสินเชื่ออุตสาหกรรมและพาณิชย์ 56.74% สินเชื่อบริโภคและบริการ 12.00% สินเชื่อเพื่อการซื้อที่อยู่อาศัย 7.58% สินเชื่อสิ่งทอสิ่งพิมพ์และก่อสร้าง 7.54% สินเชื่อเพื่อการเกษตรและเหมืองแร่ 3.29% และหากแบ่งตามประเภทของลูกค้าแล้ว จะสามารถแบ่งออกเป็น ลูกค้ารายย่อย (Retail Customer) 57.98% ลูกค้าบริษัทขนาดเล็ก (Small Corporate) 15.75% ลูกค้าบริษัทขนาดกลาง (Medium Corporate) 16.04% และลูกค้าบริษัทขนาดใหญ่ 10.23% ซึ่งจะเห็นได้ชัดเจนว่า KBANK เป็นธนาคารพาณิชย์ที่เน้นธุรกิจรายย่อย (Retail Bank) นอกจากนี้ KBANK ยังเป็นผู้นำในตลาดสินเชื่อเพื่อการพาณิชย์ หรือสินเชื่อเพื่อการส่งออกและนำเข้า (Trade Finance)

รูปที่ 1 โครงสร้างลูกค้าของ KBANK



ที่มา : KBANK

**โครงสร้างเงินฝาก** ด้านเงินฝาก KBANK มีเงินฝาก ณ สิ้นปี 2545 ทั้งสิ้น 652,000 ล้านบาท คิดเป็นส่วนแบ่งทางการตลาด 13.50% โดยแบ่งออกเป็นเงินฝากออมทรัพย์ 43.26% เงินฝากประจำ 52.60% และเงินฝากกระแสรายวัน 4.14% ปัจจุบัน KBANK มีสาขาและสาขาย่อยทั้งสิ้น 509 สาขา โดยเป็นสาขาและสาขาย่อยในประเทศ 499 สาขา และเป็นสาขาต่างประเทศ 10 สาขา

## Industry Outlook

**กลุ่มธนาคารพาณิชย์มีการเติบโตของกำไรสุทธิที่โดดเด่น** CNS คาดว่าในปี 2546 กลุ่มธนาคารพาณิชย์ (เฉพาะที่ CNS ศึกษา) จะรายงานกำไรสุทธิ 46,825.64 ล้านบาท ขยายตัวถึง 384.63% YoY ทั้งนี้มีสาเหตุหลักๆ 2 ประการคือ 1) ส่วนต่างดอกเบี้ยรับปรับตัวเพิ่มขึ้น และ 2) การตั้งสำรองที่ลดลงอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่รายได้ที่มีใช้ดอกเบี้ยและค่าใช้จ่ายจากการดำเนินงานอยู่ในระดับทรงตัว

**ส่วนต่างดอกเบี้ยรับปรับตัวเพิ่มขึ้น** ส่วนต่างดอกเบี้ยรับของกลุ่มธนาคารพาณิชย์คาดว่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อยจาก 1.84% ในปี 2545 เป็น 1.94% ในปี 2546 แม้ว่าสินเชื่อจะขยายตัวเพียง 3% YoY โดยการขยายตัวหลักๆ มาจากธนาคารพาณิชย์รัฐบาล อาทิ KTB และธนาคารพาณิชย์ขนาดกลางและเล็กบางแห่ง ในขณะที่พื้นที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ไม่ได้รับผลกระทบมากนัก ส่วนต่างดอกเบี้ยรับที่เพิ่มขึ้นเป็นผลจากทิศทางอัตราดอกเบี้ยที่ยังอยู่ในช่วงขาลง จากสภาพคล่องส่วนเกินที่ยังคงสูงอยู่ โดยอัตราส่วนสินเชื่อต่อเงินฝากอยู่ที่ 84.00% ในปี 2545 และคาดว่าจะเพิ่มขึ้นเล็กน้อยเป็น 84.69% ในปี 2546 CNS คาดว่าในปี 2546 อัตราดอกเบี้ยจะลดลงประมาณ 50 bps (ลดลงแล้ว 25 bps ในไตรมาสที่ 1/46) ซึ่งการปรับลดลงของอัตราดอกเบี้ยจะทำให้ส่วนต่างดอกเบี้ยรับเพิ่มขึ้น ควบคู่กับอัตราส่วนสินเชื่อต่อเงินฝากยังคงต่ำกว่า 100% เนื่องจากการเปลี่ยนโครงสร้างการปล่อยสินเชื่อจากลูกค้ารายใหญ่ ที่สามารถออกหุ้นกู้ได้เอง มาเป็นลูกค้ารายย่อยที่มีส่วนต่างดอกเบี้ยรับสูงกว่า ก็เป็นอีกสาเหตุหนึ่งที่ทำให้ส่วนต่างดอกเบี้ยรับเพิ่มขึ้น ทั้งนี้แม้ว่าสินเชื่อจะขยายตัวในอัตราที่ต่ำ

**การตั้งสำรองที่ลดลง คือปัจจัยหลักหนุนการเติบโตของกำไรสุทธิ** แม้ว่าส่วนต่างดอกเบี้ยรับที่ปรับเพิ่มขึ้น จะส่งผลให้กำไรสุทธิของกลุ่มธนาคารพาณิชย์เพิ่มขึ้น แต่ปัจจัยหลักที่ส่งผลให้กำไรสุทธิเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญคือการตั้งสำรองที่ลดลง โดยในช่วงปี 2543-2545 กลุ่มธนาคารพาณิชย์มีการตั้งสำรองสูงถึง 176,588.75 ล้านบาท ส่งผลให้สัดส่วนการตั้งสำรองต่อหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ปรับเพิ่มขึ้นจาก 42.39% ในปี 2543 เป็น 59.54% ในปี 2545 และส่งผลให้อัตราส่วน Direct Ratio ปรับเพิ่มขึ้นเป็น 92.20% ใกล้เคียงกับมาตรฐานสากลของธนาคารพาณิชย์ที่ต้องมี Direct Ratio อย่างน้อย 100% ทำให้ CNS คาดว่าในปี 2546 กลุ่มธนาคารพาณิชย์จะตั้งสำรองเพียง 10,894.01 ล้านบาท ลดลงถึง 28,946.55 ล้านบาท เมื่อเทียบกับปี 2545 ซึ่งการตั้งสำรองในปี 2546 จะเป็นเพียงการตั้งสำรองตามปกติ (Normalized Provision)

## Business Overview & Outlook

**การบริหารสินทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพ** เพื่อให้มีประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์ KBANK ได้แบ่งสินเชื่อกออกเป็น 2 กลุ่ม คือ กลุ่ม Good Bank และ กลุ่ม Bad Bank และเพื่อให้สามารถวางแผนงานจะกลุ่มลูกค้าได้อย่างมีประสิทธิภาพ KBANK ยังได้แยก Good Bank ออกเป็น 2 ส่วนคือ ส่วนลูกค้ารายใหญ่ (Corporate Group) และกลุ่มลูกค้ารายย่อย (retail Group) ดังนั้นโดยสรุปแล้ว KBANK ได้แบ่งงานออกเป็น 3 ส่วน คือ 1) ส่วนบริหารลูกค้ารายใหญ่ 2) ส่วนบริหารลูกค้ารายย่อย และ 3) ส่วนการบริหารหนี้เสีย โดยที่ผ่านมามีมาตรการขยายสินเชื่อจะทำได้อ่อนข้างลำบาก แต่ KBANK กลับสามารถสร้างการขยายตัวของสินเชื่อในกลุ่มลูกค้ารายใหญ่ และลูกค้ารายย่อยได้ดี โดยมีการเติบโตในปี 2545 9.70% และ 6.95% ตามลำดับ สำหรับในปี 2546 KBANK วางกลยุทธ์เน้นในกลุ่มลูกค้ารายย่อยมากขึ้น โดยคาดว่าสินเชื่อในกลุ่มลูกค้ารายย่อยจะเพิ่มขึ้นประมาณ 10%-11% และในกลุ่มลูกค้ารายใหญ่จะเพิ่มขึ้นประมาณ 6%-8% สำหรับด้าน Bad Bank นั้น พื้นที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ตามเกณฑ์เดิม ปรับลดลงจาก 62,722.9 ล้านบาท หรือ 13.10% ในปี 2544 เหลือ 54,463.60 ล้านบาท หรือ 11.63% ในปี 2545 และคาดว่าจะลดลงมาต่ำกว่า 10% ในปี 2546

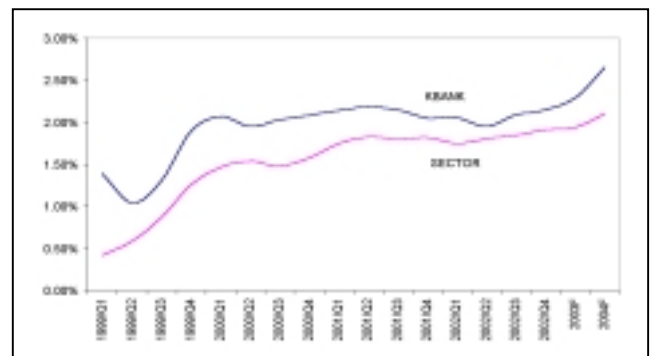
ตารางที่ 1 แสดงโครงสร้างเงินฝาก

Deposit Structure	KBANK	BBL	KTB	SCB
Current Deposits	4.14%	3.49%	2.50%	3.38%
Saving Deposits	43.26%	35.79%	33.39%	36.51%
Fixed Deposits	52.60%	60.71%	64.11%	60.10%
Interest on Deposits	1.88%	1.81%	2.17%	1.94%
Net Interest Margin	2.09%	1.79%	1.94%	2.52%

ที่มา : งบการเงินบริษัท, CNS รวบรวม

**การบริหารหนี้สินที่เด่นกว่าคู่แข่ง** ด้านการบริหารหนี้สินนั้น KBANK จัดได้ว่าเป็นธนาคารพาณิชย์ที่มีประสิทธิภาพสูง โดยพิจารณาได้จากโครงสร้างเงินฝากที่มีเงินฝากประเภทกระแสรายวัน และออมทรัพย์ ที่มีต้นทุนต่ำกว่าเงินฝากประจำ สูงที่สุดในระบบธนาคารพาณิชย์ ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยจ่ายอยู่ในระดับต่ำ และส่วนต่างดอกเบี้ยรับอยู่ในระดับสูง จะมีเพียง SCB เท่านั้นที่มีส่วนต่างดอกเบี้ยรับสูงกว่า ส่วนหนึ่งเป็นเพราะว่า KBANK มี SLIPS ที่มีภาระดอกเบี้ยจ่ายสูงถึง 11% ในขณะที่ SCB ไม่มีเครื่องมือทางการเงินดังกล่าว อย่างไรก็ตามหาก KBANK ได้ถอน SLIPS ในปี 2547 แล้ว ส่วนต่างดอกเบี้ยรับจะสูงกว่า SCB และสูงที่สุดในกลุ่มธนาคารพาณิชย์

รูปที่ 2 แสดงส่วนต่างดอกเบี้ยรับระหว่างกลุ่มธนาคารพาณิชย์กับ KBANK



ที่มา : งบการเงิน, CNS รวบรวม

# Earnings Projection

**กำไรสุทธิปี 2546 ขยายตัว 27.15% YoY** CNS คาดว่าในปี 2546 KBANK จะรายงานกำไรสุทธิทั้งสิ้น 8,498.93 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 27.15% เมื่อเทียบกับงวดเดียวกันของปีก่อน ทั้งนี้สาเหตุหลักมาจากส่วนต่างดอกเบี้ยรับที่ปรับตัวดีขึ้นจาก 2.20% เป็น 2.29% ซึ่งเป็นผลจากสินเชื่อที่เริ่มขยายตัวเป็นบวก 3% YoY ทั้งในส่วนของสินเชื่อรายย่อยและรายใหญ่ดังกล่าวมาในต้นปี นอกจากนี้อัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในช่วงขาลงจากสภาพคล่องส่วนเกิน โดยตั้งแต่ปลายปี 2545 ถึง ต้นปี 2546 อัตราดอกเบี้ยลดลงมาแล้ว 50 bps และคาดว่าจะปรับลดลงอีก 25 bps ซึ่งการลดอัตราดอกเบี้ยแต่ละครั้งจะทำให้ส่วนต่างดอกเบี้ยรับของ KBANK ปรับเพิ่มขึ้น เนื่องจากอัตราส่วนสินเชื่อต่อเงินฝากยังคงอยู่ต่ำกว่า 100% และหากการลดอัตราดอกเบี้ยมากกว่าที่ทาง CNS คาดการณ์ จะส่งผลให้ส่วนต่างดอกเบี้ยรับเพิ่มขึ้น โดยการปรับอัตราดอกเบี้ยลงทุกๆ 25 bps จะส่งผลให้ส่วนต่างดอกเบี้ยรับของ KBANK ปรับเพิ่มขึ้นประมาณ 0.05%

**ภาระการตั้งสำรองต่างๆ ลดลง** นอกจากส่วนต่างดอกเบี้ยรับจะปรับเพิ่มขึ้นแล้ว CNS คาดว่าค่าใช้จ่ายจากการดำเนินงานจะปรับลดลง 6.43% YoY โดยเป็นผลจาก KBANK ไม่มีความจำเป็นต้องตั้งสำรองค่าเผื่อการด้อยค่าจากทรัพย์สินหรือการขาย ในขณะที่ปี 2545 KBANK มีการตั้งสำรองดังกล่าว 362.14 ล้านบาท เนื่องจากอัตราส่วนการตั้งสำรองต่อทรัพย์สินหรือการขายเป็นไปตามเป้าหมายที่ 25% แล้ว นอกจากนี้คาดว่าจะการขาดทุนจากบริษัทบริหารสินทรัพย์ธนบุรี และเงินทุนริ จะปรับลดลงอย่างต่อเนื่อง สำหรับด้านการตั้งสำรองหนี้สูญ คาดว่าจะไม่มีการเปลี่ยนแปลง ซึ่งเป็นไปตามนโยบายของ KBANK ที่จะตั้งสำรองตามปกติ (Normalized Provision) ปีละ 800 ล้านบาท จนกว่าจะถึง 2% ของสินเชื่อรวม

**กำไรสุทธิขยายตัวโดดเด่นในปี 2547** สำหรับในปี 2547 CNS คาดว่าผลการดำเนินงานของ KBANK จะเติบโตอย่างมีนัยสำคัญ และโดดเด่นเมื่อเทียบกับกลุ่มธนาคารพาณิชย์ โดยคาดว่ากำไรสุทธิจะเพิ่มขึ้นถึง 42.95% YoY ในขณะที่กลุ่มธนาคารพาณิชย์มีการเติบโตเพียง 31.98% ทั้งนี้เนื่องจาก KBANK มีแผนที่จะทำการไถ่ถอน SLIPS ที่จำนวน 40,000 ล้านบาท ในปี 2547 ซึ่งจะทำให้ KBANK ประหยัดดอกเบี้ยจ่ายได้ถึงปีละกว่า 4,500 ล้านบาท โดย CNS คาดว่าในปี 2547 ส่วนต่างดอกเบี้ยรับของ KBANK จะปรับเพิ่มขึ้นเป็น 2.65% และกลับมาเป็นธนาคารพาณิชย์ที่มีส่วนต่างดอกเบี้ยรับสูงสุดในกลุ่มธนาคารพาณิชย์แทน SCB

**เริ่มจ่ายปันผลได้ในงวดบัญชีปี 2547** จากการไถ่ถอน SLIPS ทำให้ KBANK ไม่มีความกังวลที่จะต้องจ่ายดอกเบี้ยเพิ่มขึ้นให้กับผู้ถือหน่วย SLIPS ในกรณีที KBANK มีกำไรสะสม ซึ่งต้องจ่ายสูงสุดถึง 22% ดังนั้นหลังจากไถ่ถอน SLIPS ในปี 2547 แล้ว KBANK มีแผนที่จะล้างขาดทุนสะสมออกทั้งหมด ซึ่ง KBANK สามารถทำได้โดยใช้ส่วนเกินมูลค่าหุ้นสำรองตามกฎหมาย และสำรองอื่น โดยหลังจากล้างขาดทุนสะสมแล้ว CNS คาดว่า KBANK จะเริ่มจ่ายปันผลสำหรับงวดบัญชีปี 2547 ซึ่งคาดว่าจะจ่ายประมาณ 2 บาทต่อหุ้น ถือเป็นธนาคารพาณิชย์ที่ 4 ที่มีการจ่ายปันผล หลังจาก BT และ KTB ที่จ่ายปันผลสำหรับงวดบัญชี 2545 และ SCB สำหรับงวดบัญชีปี 2546

## Financial Analysis

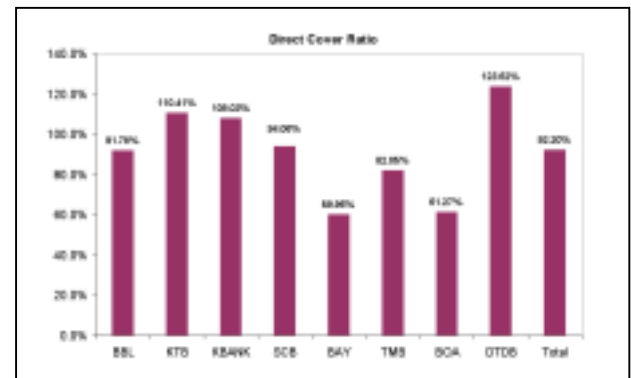
**ROE และ ROA โดดเด่นกว่ากลุ่มธนาคารพาณิชย์** KBANK จัดได้ว่าเป็นธนาคารพาณิชย์ที่มีการบริหารสินทรัพย์และหนี้สินได้อย่างมีประสิทธิภาพ จนทำให้ส่วนต่างดอกเบี้ยรับสูงสุดในกลุ่มธนาคารพาณิชย์ในปี 2547 ดังที่กล่าวมาในตอนต้น ประกอบกับที่ผ่านมาได้มีการปรับโครงสร้างองค์กร จนทำให้อัตราส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้ลดลงอย่างต่อเนื่อง ซึ่งแสดงให้เห็นในอัตราส่วนแสดงความสามารถในการทำกำไรทั้ง ROE และ ROA ที่ระดับ 38.33% และ 1.07% ตามลำดับ สูงกว่าค่าเฉลี่ยธนาคารพาณิชย์ที่ 16.21% และ 0.88%

**สัดส่วนการตั้งสำรองอยู่ในระดับสูง** นอกจากความสามารถในการทำกำไรที่โดดเด่นแล้ว KBANK ยังเป็นธนาคารพาณิชย์ที่มีการควบคุมความเสี่ยงที่ประสิทธิภาพ โดย ณ สิ้นปี 2545 KBANK มีสัดส่วนการตั้งสำรองต่อหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้อยู่ที่ 63.11% สูงกว่าค่าเฉลี่ยกลุ่มธนาคาร

พาณิชย์ที่ 59.54% และที่สำคัญ KBANK มีการตั้งสำรองทรัพย์สินหรือการขายสูงที่สุดในกลุ่มธนาคารพาณิชย์ โดยมีการตั้งสำรองถึง 25% ของทรัพย์สินหรือการขายรวม ซึ่งแสดงให้เห็นถึงศักยภาพในการรองรับส่วนสูญเสียทั้งจากหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้และทรัพย์สินหรือการขาย ที่สูงกว่าธนาคารพาณิชย์อื่น

**เงินกองทุนมีมากเพียงพอที่จะรองรับส่วนสูญเสียและขยายธุรกิจ** สำหรับด้านเงินกองทุน ณ สิ้นปี 2545 KBANK มีเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยงทั้งสิ้น 14.90% โดยเป็นเงินกองทุนชั้นที่ 1 ต่อสินทรัพย์เสี่ยง 9.00% สูงกว่าที่ธปท. กำหนดที่ 4.25% มาก และจากผลการดำเนินงานในปี 2546 จะส่งผลให้เงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยงเพิ่มขึ้นเป็น 16.08% เป็นเงินกองทุนชั้นที่ 1 10.56% และแม้ว่าในปี 2547 เงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยงจะลดลงเหลือ 14.01% เป็นเงินกองทุนชั้นที่ 1 8.71% เนื่องจากมีการไถ่ถอน SLIPS มูลค่า 40,000 ล้านบาท แต่ก็ยังอยู่ในระดับสูงเพียงพอที่จะขยายธุรกิจ ทำให้มั่นใจได้ว่า KBANK มีความสามารถเพียงพอที่จะไถ่ถอน SLIPS ได้ในปี 2547 โดยไม่ต้องทำการ Re-finance หรือรอไถ่ถอนในปี 2549 ดังเช่นธนาคารพาณิชย์อื่น และเมื่อพิจารณา Direct Ratio ซึ่งเป็นอัตราส่วนที่แสดงความเพียงพอของเงินกองทุนและการตั้งสำรองในการรองรับส่วนสูญเสีย พบว่า KBANK มีอัตราส่วนดังกล่าวสูงถึง 108.03% ในขณะที่มาตรฐานสากลอยู่ที่ 100% และค่าเฉลี่ยกลุ่มธนาคารพาณิชย์อยู่ที่ 92.20% แสดงให้เห็นถึงนโยบายอนุรักษ์นิยมในการควบคุมความเสี่ยง

รูปที่ 3 Direct Ratio



ที่มา : CNS

## Valuation

**ประเมินมูลค่าหุ้น CNS** ได้เปลี่ยนวิธีการประเมินมูลค่าหุ้นจากเดิมที่ใช้มูลค่าทางบัญชีหลังปรับปรุง ที่เน้นหามูลค่าต่ำสุดที่ควรจะเป็น เมื่อหักความเสี่ยงจากการสูญเสียต่างๆ ที่อาจเกิดขึ้นในอนาคต อย่างไรก็ตามด้วยธนาคารพาณิชย์ได้ผ่านจุดต่ำสุดแล้ว และมีความพร้อมที่จะสร้างกำไรในอนาคต ดังนั้น CNS จึงได้เปลี่ยนวิธีการประเมินมูลค่าหุ้น โดยให้ความสำคัญกับผลการดำเนินงานในอนาคต ควบคู่ไปกับความเสี่ยงจากการสูญเสียต่างๆ ในอนาคต ดังรายละเอียดในตารางด้านล่าง โดยวิธีดังกล่าว จะได้มูลค่าที่เหมาะสมของ KBANK อยู่ที่ 38.43 บาทต่อหุ้น

Adjusted Book Value	2002	2003F
Total Shareholder Equity	35,075.01	43,045.06
<b>Add :</b> Provisioning	81,786.18	82,786.18
Collateral at Liquidate Value (30%)	17,303.91	17,303.91
Discount of Future Net Profit	<b>79,372.26</b>	<b>87,468.10</b>
<b>Deduct :</b> Non-performing Loans (50%)	46,241.00	40,826.37
Re-Entry NPLs (35%)	70,000.00	70,000.00
Expected Loss from TAMC (30%)	3,661.44	3,661.44
Provision Write-back	25,686.00	25,686.00
Dividend Payment	-	-
<b>Total Shareholder Equity Adjust</b>	67,948.93	90,429.45
No of Share	2,353.09	2,353.09
Adjusted Book Value before Discount Net Profit	(4.85)	1.26
<b>Adjusted Book Value</b>	<b>28.88</b>	<b>38.43</b>

ที่มา : CNS



Profit & Loss Statement (Btmn)					
FY Ended December	2001	2002	2003F	2004F	2005F
Interest on Loans and Money Market	33,203	28,583	28,510	31,099	36,363
Interest on Investment	4,615	4,756	5,001	5,960	7,060
Total Interest Income	37,818	33,339	33,511	37,059	43,423
Int. Exp. on Deposit and Money Market	15,653	12,125	10,720	12,988	17,354
Interest Expenses on Borrowing	5,774	5,163	5,098	2,997	896
Total Interest Expenses	21,427	17,288	15,818	15,985	18,250
Net Interest Income	16,391	16,052	17,693	21,075	25,173
Non-Interest Income	7,003	7,992	7,190	7,549	7,776
Operating Income	23,395	24,044	24,883	28,624	32,949
Operating Expenses	20,472	16,674	15,576	15,994	16,474
Operating Profit	2,923	7,370	9,307	12,630	16,474
Extraordinary Item	-	-	-	-	-
Provision for Doubtful Accounts	1,101	1,754	(800)	(800)	(800)
Loss from Debt Restructuring	(2,391)	(2,554)	-	-	-
Taxes	(624)	115	(258)	-	-
Net Profit	1,008	6,684	8,499	12,149	15,756
Normalized Profit (excl.FX&extra)	1,008	6,684	8,499	12,149	15,756
EPS (Bt)	0.43	2.84	3.61	5.16	6.70

Balance Sheet (Btmn)					
FY Ended December	2001	2002	2003F	2004F	2005F
Cash	12,142	9,764	10,252	10,765	11,303
Interbank	164,596	94,773	85,296	68,237	61,413
Net Investment	113,465	158,769	174,646	192,110	211,321
Loans	466,140	496,525	511,421	536,992	569,211
Accrued Interest Receivable	2,103	1,934	1,790	1,879	1,992
Provision	(25,001)	(54,920)	(55,920)	(56,920)	(57,920)
Net Loans	443,242	443,539	457,291	481,951	513,284
Total Assets	774,385	760,702	781,265	809,589	852,004
Deposits	664,846	652,000	665,040	688,317	715,849
Interbank	13,831	5,693	5,523	38,658	37,498
Borrowing	48,748	48,556	48,546	8,537	8,535
Total Liabilities	747,314	725,627	738,220	754,661	781,310
Paid-up Capital	23,531	23,531	23,531	23,531	23,531
Retained Earning	(87,001)	(80,097)	(72,069)	(60,238)	(44,564)
Total Equity	27,072	35,075	43,045	54,928	70,694

Interim Profit & Loss (Btmn)					
	4Q/01	1Q/02	2Q/02	3Q/02	4Q/02
Interest on Loans and Money Market	7,885	7,434	7,031	7,216	6,902
Interest on Investment	1,132	1,230	1,202	1,156	1,168
Total Interest Income	9,017	8,665	8,233	8,372	8,070
Int. Exp. on Deposit and Money Market	3,740	3,335	3,123	3,027	2,640
Interest Expenses on Borrowing	1,329	1,280	1,276	1,304	1,303
Total Interest Expenses	5,069	4,615	4,399	4,331	3,943
Net Interest Income	3,948	4,050	3,834	4,041	4,127
Non-Interest Income	940	2,234	2,665	1,937	1,156
Operating Income	4,888	6,284	6,499	5,978	5,283
Operating Expenses	3,826	4,373	4,214	3,931	4,156
Operating Profit	1,061	1,911	2,285	2,047	1,127
Extraordinary Item	-	-	-	-	-
Provision for Doubtful Accounts	4,483	-	(719)	522	1,950
Loss from Debt Restructuring	(4,483)	-	319	(722)	(2,150)
Taxes	(346)	12	34	34	34
Net Profit	716	1,923	1,919	1,881	961
Normalized Profit (excl.FX&extra)	716	1,923	1,919	1,881	961
EPS (Bt)	0.30	0.82	0.82	0.80	0.41

Key Statistics & Ratios					
FY Ended December	2001	2002	2003F	2004F	2005F
<b>Per/Share Data (Bt)</b>					
EPS	0.43	2.84	3.51	5.03	6.66
DPS	0.00	0.00	0.00	2.00	2.66
BV	11.50	14.91	18.29	23.34	30.04
<b>Multiplier (X)</b>					
PE	77.00	11.62	9.41	6.56	4.95
P/BV	2.87	2.21	1.80	1.41	1.10
Dividend yield (%)	0.00%	0.00%	0.00%	6.06%	8.06%
<b>Percentage Growth (%)</b>					
Net Profit Growth	-20.26%	562.84%	23.40%	43.42%	32.49%
EPS Growth	-20.26%	562.84%	23.40%	43.42%	32.49%
Net Interest Income Growth	7.96%	-2.07%	10.22%	19.11%	19.45%
Non Interest Income Growth	-4.16%	14.12%	-10.04%	5.00%	3.00%
Operating Income Growth	4.02%	2.78%	3.49%	15.04%	15.11%
Operating Expense Growth	0.28%	-18.55%	-6.59%	2.68%	3.01%
Operating Profit Growth	40.88%	152.17%	26.29%	35.71%	30.43%
Loans Growth	-4.82%	1.01%	3.00%	5.00%	6.00%
Deposits Growth	2.71%	-1.93%	2.00%	3.50%	4.00%
NPLs Growth	-7.12%	47.45%	-11.71%	-12.29%	-21.15%
<b>Asset Quality Ratio</b>					
NPLs (Btmn)	62,723	92,482	81,653	71,619	56,474
NPLs/Loans	13.10%	18.46%	15.91%	13.29%	9.89%
Loan Loss Provision/NPLs	45.76%	63.11%	72.71%	84.29%	108.67%
<b>Accrued Interest/Loans</b>					
Loan Loss Provision/Loans	0.45%	0.39%	0.35%	0.35%	0.35%
Property Foreclosed/Loans	2.50%	2.23%	2.27%	2.27%	2.25%
<b>Capital Ratio</b>					
Equity/Asset	3.50%	4.61%	5.51%	6.78%	8.30%
<b>Capital/Asset</b>					
Tier I to Risk Assets	7.27%	9.00%	10.62%	8.70%	11.10%
Total Capital Adequacy Ratio	12.73%	14.90%	16.19%	14.05%	16.15%
<b>Profitability Ratio</b>					
ROA	0.37%	0.87%	1.07%	1.49%	1.89%
ROE	14.46%	30.27%	38.33%	43.08%	44.34%
Cost to Income	87.51%	69.35%	62.60%	55.87%	50.00%
Interest Income/Total Income	70.06%	66.76%	71.10%	73.63%	76.40%
Net Int. Inc./Ave. Tol. Ass.	2.13%	2.09%	2.29%	2.65%	3.03%

เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ พัฒนาสิน จำกัด (มหาชน) ("บริษัท") ข้อมูลที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้จัดทำโดยอาศัยข้อมูลที่จัดทำมาจากแหล่งที่เชื่อถือหรือควรเชื่อว่าเป็นความน่าเชื่อถือ และ/หรือถูกต้อง อย่างไรก็ตาม บริษัทไม่ยืนยัน และไม่มีรับรองถึงความครบถ้วนสมบูรณ์หรือถูกต้องของข้อมูลดังกล่าว และไม่รับประกันราคาหรือผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปรากฏข้างต้น แม้ว่าข้อมูลดังกล่าวจะปรากฏข้อความที่อาจเป็นหรืออาจตีความว่าเป็นเช่นนั้นได้ บริษัท จึงไม่รับผิดชอบต่อการนำเอาข้อมูล ข้อความ ความเห็น และหรือบทสรุปที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดๆ บริษัท รวมทั้งบริษัทที่เกี่ยวข้อง ลูกจ้าง ผู้บริหาร และพนักงานของบริษัทต่างๆ อาจจะทำการลงทุนใน หรือซื้อ หรือขายหลักทรัพย์ที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้ได้ตลอดเวลา ข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ มิได้ประสงค์จะชี้ชวน เสนอแนะ หรือจูงใจให้ลงทุนใน หรือซื้อ หรือขายหลักทรัพย์ที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้ และข้อมูลอาจมีการแก้ไขเพิ่มเติมเปลี่ยนแปลงโดยมิต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า ผู้ลงทุนควรใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการลงทุนในหรือซื้อหรือขายหลักทรัพย์

บริษัทสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลปรากฏในเอกสารนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดใช้ประโยชน์ ทำซ้ำ ตัดแปลง นำออกแสดง ทำให้ปรากฏ หรือเผยแพร่ต่อสาธารณชน ไม่ว่าด้วยประการใด ๆ ซึ่งข้อมูลในเอกสารนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน เว้นแต่ได้รับอนุญาตเป็นหนังสือจากบริษัทเป็นการล่วงหน้า การกล่าว คัด หรืออ้างอิง ข้อมูลบางส่วนตามสมควรในเอกสารนี้ ไม่ว่าในบทความ บทวิเคราะห์ บทวิจัย หรือในเอกสาร หรือการสื่อสารอื่นใดจะต้องกระทำโดยถูกต้อง และไม่เป็นการก่อให้เกิดการเข้าใจผิดหรือความเสียหายแก่บริษัท ต้องรับรู้ถึงความเป็นเจ้าของลิขสิทธิ์ในข้อมูลของบริษัท และต้องอ้างอิงถึงฉบับที่และวันที่ในเอกสารฉบับนี้ของบริษัทโดยชัดเจนการลงทุนในหรือซื้อหรือขายหลักทรัพย์ย่อมมีความเสี่ยง ท่านควรทำความเข้าใจอย่างถี่ถ้วนต่อลักษณะของหลักทรัพย์แต่ละประเภท และควรรักษาข้อมูลของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์และข้อมูลอื่นใดที่เกี่ยวข้องก่อนการตัดสินใจลงทุนในหรือซื้อหรือขายหลักทรัพย์

**Strong Buy** หมายถึง นักวิเคราะห์คาดว่าราคาหุ้นจะปรับตัวขึ้นดีกว่าตลาดฯ 15% หรือมากกว่า ภายในระยะเวลา 6 เดือน

**Buy** หมายถึง นักวิเคราะห์คาดว่าราคาหุ้นจะปรับตัวขึ้นดีกว่าตลาดฯ 5% ถึง 15% ภายในระยะเวลา 6 เดือน

**Hold** หมายถึง นักวิเคราะห์คาดว่าราคาหุ้นจะปรับตัวขึ้นดีกว่าตลาดฯ ไม่เกิน 5% หรือปรับตัวลงต่ำกว่าตลาดฯ ไม่เกิน 5% ภายในระยะเวลา 6 เดือน

**Reduce** หมายถึง นักวิเคราะห์คาดว่าราคาหุ้นจะปรับตัวลงต่ำกว่าตลาดฯ 5% ถึง 15% ภายในระยะเวลา 6 เดือน

**Sell** หมายถึง นักวิเคราะห์คาดว่าราคาหุ้นจะปรับตัวลงต่ำกว่าตลาดฯ 15% หรือมากกว่า ภายในระยะเวลา 6 เดือน