

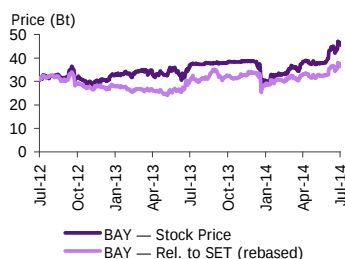
טאג

Stock Data

Last close (Jul 4) (Bt)	46.00
12-m target price (Bt)	30.00
Upside (Downside) to TP (%)	(34.78)
Mkt cap (Btbn)	279.41
Mkt cap (US\$m)	8,632

Bloomberg code	BAY.TB
Reuters code	BAY.BK
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	2.08
Sector % SET	17.62
Shares issued (mn)	6,074
Par value (Bt)	10
12-m high / low (Bt)	48.3 / 27.5
Avg. daily 6m (US\$m)	0.75
Foreign limit / actual (%)	25 / 25
Free float (%)	28.0
Dividend policy (%)	≥ 30

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	7.6	19.5	22.7
Relative to SET	4.5	10.2	18.2

Source: SET, SCBS Investment Research

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1003

kittima.sattayapan@scb.co.th

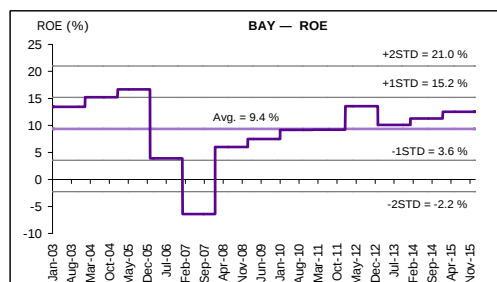
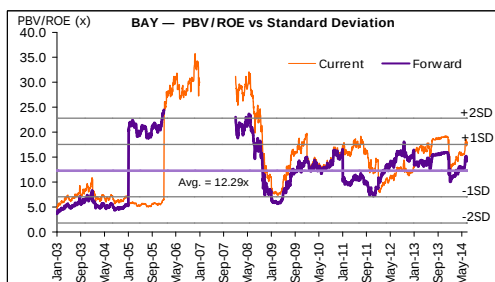
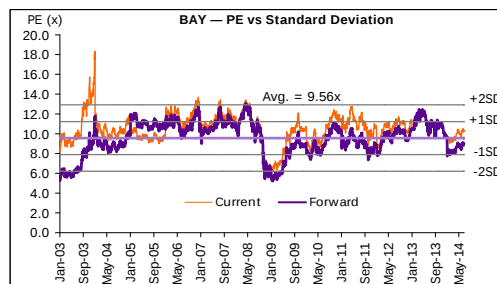
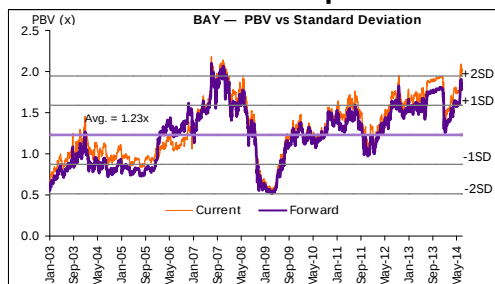
Valuation สูงอย่างไม่สมเหตุผลเพราะ free float น้อย

สรุปคำแนะนำการลงทุน รายยังคำแนะนำ “ขาย” BAY เพราะ Valuation สูงอย่างไม่สมเหตุผลผล โดยซื้อขายที่ PER 17 เท่า และ PBV 2 เท่าในปี 2558 เทียบกับประมาณการ ROE ปี 2558 ที่ 13% โดยมีสาเหตุมาจาก free float น้อย ROE ของ BAY น่าจะลดลงหลังจากควบรวมกิจการกับสาขา กรุงเทพฯ ของธนาคารแห่งโตเกียว-มิทซูบิชิ ยูเอฟเจ จำกัด (BTMU) นอกจากนี้การมีปริมาณหุ้น free float เพียง 3% ก็น่าจะทำให้ BAY เทรดในระดับ discount เพื่อสะท้อนสภาพคล่องการซื้อขายระดับต่ำ ด้วย

ปรับปรุงประมาณการกำไร เราปรับปรุงประมาณการกำไรของ BAY เพิ่มขึ้น 5% ในปี 2558 และ 8% ในปี 2559 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญดังต่อไปนี้: 1) ปรับปรุงประมาณการอัตราการขยายตัวของสินเชื่อปี 2558 และปี 2559 เพิ่มขึ้นจาก 8% สู่ 10% เพื่อสะท้อนวัฏจักรการลงทุนขาขึ้นที่กำลังจะมาถึงและการอุปโภคบริโภคที่ฟื้นตัวดีขึ้น; 2) ปรับปรุงประมาณการ NIM เพิ่มขึ้น 0.01% ในปี 2557-2559 เพื่อสะท้อนอัตราส่วนเงินให้สินเชื่อต่อเงินฝากที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น; 3) ปรับปรุงประมาณการอัตราเติบโตของรายได้ที่มีโชคกเบียปี 2558 และปี 2559 เพิ่มขึ้นเล็กน้อยจาก 9-10% สู่ 11% เพื่อสะท้อนรายได้ค่าธรรมเนียมเกี่ยวกับการปล่อยสินเชื่อและกิจกรรมในตลาดทุนที่สูงขึ้น; และ 4) ปรับปรุงประมาณการต้นทุนสินเชื่อปี 2558 และปี 2559 ลดลง 0.10% สู่ 1.50% ในปี 2558 และ 1.40% ในปี 2559 เพราะความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์ลดน้อยลง

Valuation เราปรับราคาเป้าหมายของ BAY เพิ่มขึ้น 7% จาก 28 บาท สู่ 30 บาท เพื่อสะท้อนการเปลี่ยนมาใช้ราคาเป้าหมายกลางปี 2558 และการปรับประมาณการกำไรเพิ่มขึ้น ราคาเป้าหมายของเราอิงกับ PBV เฉลี่ยปี 2557 และปี 2558 ที่ 1.35 เท่า เท่ากับ PER เฉลี่ยปี 2557 และปี 2558 ที่ 11.7 เท่า และ PBV เฉลี่ยย้อนหลังในอดีตตั้งแต่ปี 2546 PBV เป้าหมายอิงกับ ROE ระยะยาวที่ 13.4% อัตราเติบโตระยะยาว 6% และ cost of equity 11.5%

BAY's historical valuation performance



Source: SCBS Investment Research

Forecasts and valuation

FY Dec	Unit	2012	2013	2014F	2015F	2015F
Pre-provision profit	(Bt mn)	26,010	30,825	31,068	33,350	37,344
Net profit	(Bt mn)	14,625	11,867	14,227	17,004	20,409
PPP/Sh	(Bt)	4.28	5.07	5.11	5.49	6.15
EPS	(Bt)	2.41	1.95	2.34	2.80	3.36
BVPS	(Bt)	18.66	19.98	21.52	23.62	26.14
DPS	(Bt)	0.80	0.80	0.70	0.84	1.01
PER	(x)	19.10	23.55	19.64	16.43	13.69
P/PPP	(x)	10.74	9.06	8.99	8.38	7.48
EPS growth	(%)	57.87	(18.86)	19.89	19.52	20.03
PBV	(x)	2.47	2.30	2.14	1.95	1.76
ROE	(%)	13.55	10.11	11.29	12.40	13.50
Dividend yields	(%)	1.74	1.74	1.53	1.83	2.19

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Interest & dividend income	64,640	71,381	73,597	79,574	88,105
Interest expense	24,687	26,442	26,333	28,534	31,622
Net interest income	39,953	44,939	47,264	51,040	56,482
Non-interest income	21,058	23,449	22,664	25,122	27,896
Non-interest expenses	30,798	33,614	35,323	38,614	42,025
Earnings before tax & provision	30,213	34,774	34,605	37,548	42,353
Tax	4,337	3,942	3,553	4,240	5,084
Equities & minority interest	(134)	7	(16)	(43)	(75)
Core pre-provision profit	26,010	30,825	31,068	33,350	37,344
Provision	11,385	18,959	16,842	16,346	16,935
Core net profit	14,625	11,867	14,227	17,004	20,409
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	14,625	11,867	14,227	17,004	20,409
EPS (Bt)	2.41	1.95	2.34	2.80	3.36
DPS (Bt)	0.80	0.80	0.70	0.84	1.01

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14
Interest & dividend income	16,918	17,446	18,078	18,939	18,275
Interest expense	6,316	6,453	6,832	6,841	6,778
Net interest income	10,602	10,993	11,246	12,099	11,497
Non-interest income	5,764	6,443	5,283	5,959	5,028
Non-interest expenses	8,312	7,631	8,475	9,196	8,306
Earnings before tax & provision	8,053	9,805	8,055	8,861	8,219
Tax	967	860	1,126	989	894
Equities & minority interest	(40)	(1)	(13)	61	(25)
Core pre-provision profit	7,126	8,946	6,942	7,811	7,350
Provision	3,081	5,908	3,148	6,822	4,084
Core net profit	4,045	3,039	3,794	989	3,266
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	4,045	3,039	3,794	989	3,266
EPS (Bt)	0.7	0.5	0.6	0.2	0.5

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Cash	25,079	28,216	29,402	30,631	31,717
Interbank assets	79,390	87,027	102,257	121,175	149,348
Investments	79,249	74,333	74,333	74,333	74,333
Gross loans	830,008	943,502	990,678	1,089,745	1,209,617
Accrued interest receivable	2,257	2,648	2,648	2,648	2,648
Loan loss reserve	31,029	38,986	53,351	66,973	80,883
Net loans	801,236	907,164	939,975	1,025,420	1,131,382
Total assets	1,071,965	1,179,582	1,229,311	1,335,420	1,471,169
Deposits	687,159	764,050	819,061	912,434	1,032,876
Interbank liabilities	48,821	55,497	55,497	55,497	55,497
Borrowings	154,629	174,605	174,605	174,605	174,605
Total liabilities	958,479	1,057,934	1,098,295	1,191,668	1,312,110
Minority interest	164	279	279	279	279
Paid-up capital	60,741	60,741	60,741	60,741	60,741
Total Equities	113,322	121,369	130,737	143,473	158,781
BVPS (Bt)	18.66	19.98	21.52	23.62	26.14

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14
Cash	24,137	24,486	23,818	28,216	26,793
Interbank assets	99,337	109,446	88,003	87,027	91,246
Investments	82,393	78,604	84,486	74,333	77,368
Gross loans	837,237	864,341	889,207	943,502	939,843
Accrued interest receivable	2,341	2,359	2,465	2,648	2,552
Loan loss reserve	32,247	34,505	35,654	38,986	40,157
Net loans	807,331	832,195	856,018	907,164	902,239
Total assets	1,102,777	1,130,156	1,145,167	1,179,582	1,185,669
Deposits	702,449	731,731	736,439	764,050	780,597
Interbank liabilities	62,193	53,002	63,501	55,497	63,943
Borrowings	143,668	159,558	151,862	174,605	146,309
Total liabilities	985,083	1,010,533	1,024,582	1,057,934	1,060,242
Minority interest	190	228	260	279	315
Paid-up capital	60,741	60,741	60,741	60,741	60,741
Total Equities	117,504	119,394	120,325	121,369	125,112
BVPS (Bt)	19.35	19.66	19.81	19.98	20.60

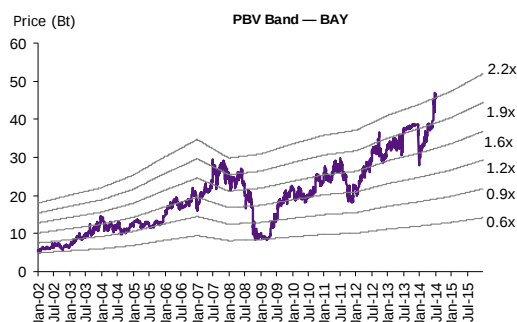
Key Assumptions and Financial Ratios

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Growth					
YoY loan growth	15.36	13.67	5.00	10.00	11.00
YoY fee & insurance income growth	18.06	14.26	5.00	14.00	14.00
Profitability					
Yield on earn'g assets (%)	6.84	6.73	6.40	6.42	6.42
Cost on int-bear'g liab (%)	2.93	2.81	2.58	2.60	2.63
Spread (%)	3.91	3.93	3.83	3.82	3.79
Net interest margin(%)	4.23	4.24	4.11	4.12	4.12
ROE (%)	13.55	10.11	11.29	12.40	13.50
Asset Quality					
NPLs/Total Loans(%)	2.57	2.77	2.86	2.86	2.86
LLR/NPLs(%)	145.73	149.15	188.03	214.58	233.46
Provision expense/Total loans (%)	1.37	2.01	1.70	1.50	1.40
Liquidity					
Loans/Deposits & borrowings (%)	98.60	100.52	99.70	100.25	100.18
Efficiency					
Cost to income ratio (%)	51.83	50.54	51.25	51.37	50.40
Capital Fund					
Capital adequacy ratio(%)	16.97	14.69	14.82	14.37	13.83
Tier-1(%)	10.96	10.17	10.46	10.34	10.16
Tier-2(%)	6.01	4.52	4.37	4.03	3.67

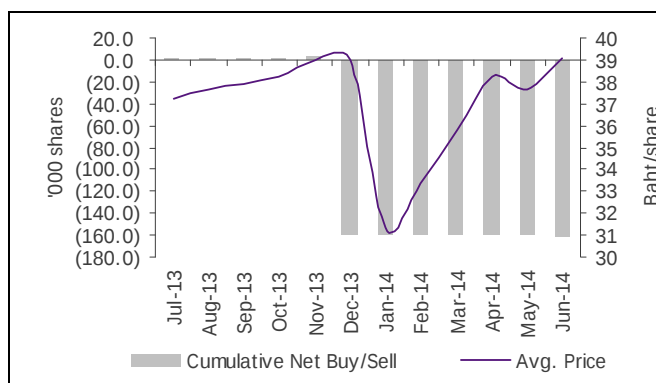
Financial Ratios

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14
YoY loan growth	12.84	14.09	13.43	13.67	12.26
YoY fee & insurance income growth	25.60	12.24	11.18	9.53	(4.41)
Yield on earn'g assets (%)	6.63	6.64	6.72	6.87	6.50
Cost on int-bear'g liab (%)	2.81	2.79	2.88	2.81	2.73
Net interest margin(%)	4.16	4.18	4.18	4.39	4.09
Cost to income ratio (%)	50.79	43.76	51.27	50.93	50.26
NPLs/Total Loans(%)	2.62	2.64	2.82	2.77	3.20
LLR/NPLs(%)	147.23	151.23	142.09	149.15	133.71
Provision expense/Total loans (%)	1.47	2.73	1.42	2.89	1.74

PBV Band Chart

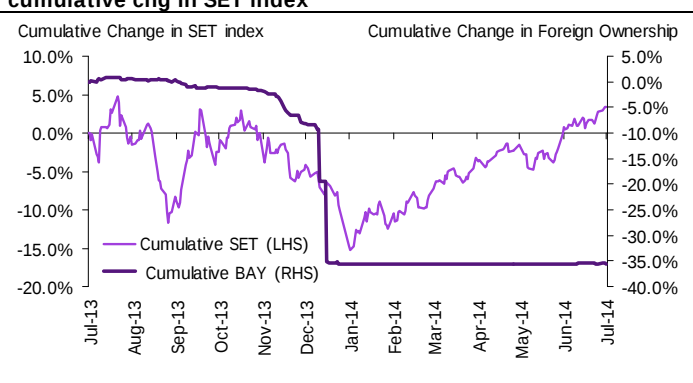


12-Month Cumulative directors trade



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) ในหุ้นสามัญของ ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BBL, BGH, BJC, BIA, BTS, CENTEL, CK, CPN, DELTA, DTAC, GLOBAL, HMVPRO, INTUCH, ITD, IVL, JAS, KBANK, KKP, KTB, LH, MINT, PS, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, SMART, SCC, STEC, STPI, TCAP, THAI, THCOM, TMB, TOP, TPIPL, TRUE, VGI

นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวอย่างรอบคอบก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ ความเห็น ข่าวก วิจัย บทความวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุไว้ในเอกสารฉบับนี้ (“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 นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์อื่น ๆ รวมทั้งพิจารณาถึงความเสี่ยงของตนเองในการตัดสินใจลงทุน โดยข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ได้รับมาจากแหล่งข้อมูล SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ ซึ่ง SCBS ไม่สามารถรับรองถึงความถูกต้อง ความสมบูรณ์ และ/หรือ ความครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าวได้

SCBS ส่งมอบสิทธิในการใช้ข้อมูลเพื่อใช้ในการซื้อขายเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว ทั้งนี้ เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้เฉพาะบุคคลตามที่กำหนดไว้เท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใด ๆ เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

Rating 2013	Companies with CG Rating
▲▲▲▲▲	ADVANC, AOT, ASIMAR, BAFS, BANPU, BAY, BBL, BCP, BECL, BKL, BROOK, BTS, CIMBT, CK, CPF, CPN, CSL, DRT, DTAC, EASTW, EGCO, ERW, GRAMMY, HANA, HEMIRAJ, KCC, INTUCH, IRPC, IVL, KBANK, KKP, KTB, LPN, MCOT, MINT, NKL, NOBLE, PAP, PG, PHOL, PR, PRANDA, PS, PSL, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, RS, S&J, SAMART, SAMTEL, SAT, SC, SCB, SCC, SCIMG, SEED, SIM, SIS, SITHAI, SMC, SPALL, SPI, SSI, SSSC, SVI, SYMC, TCAP, THAI, THCOM, THRE, TIP, TISCO, TKT, TMB, TWITY, TOP, TRC, TRUE, TTW, TVO, UV, VGI, WACOL
▲▲▲▲	2S, ACAP, AF, AHC, AIT, AKP, AMANAH, AMARIN, AMATA, AP, APCO, APCS, ASIA, ASK, ASP, AYUD, BEC, BFT, BH, BIGC, BJC, BIA, BMCL, BWG, CCET, CENTEL, CFRESH, CGS, CHOW, CM, CNT, CPALL, CSC, DCC, DELTA, DTC, EEL, EE, EIC, ESSO, FE, FORTH, GBX, GC, GFPT, GL, GLOW, GOLD, GSTEL, GUNKUL, HMVPRO, HTC, IFC, INET, ITD, JAS, JUBILE, KBS, KCE, KGI, KKC, KSL, KWC, L&E, LANNA, LH, LHBANK, LHK, LIVE, LOXLEY, LRH, LST, MACO, MAJOR, MAKRO, MBK, MBKET, MFC, MFE, MODERN, MTI, NBC, NCH, NINE, NMG, NSI, NVN, OCC, OFM, OGC, OISHI, PB, PDI, PE, PF, PJW, PM, PPM, PPP, PREB, PRG, PT, PYLON, QTC, RASA, SABINA, SAMCO, SCC, SCG, SEAF, SFP, SIAM, SINGER, SIRI, SKR, SMT, SNP, SPG, SPPT, SSF, STANLY, STEC, SUC, SUSCO, SYNTec, TASCO, TCP, TF, TFD, TFI, THANA, THANI, THIP, TICON, TIPCO, TK, TLUXE, TMILL, TMT, TNL, TOG, TPC, TPCORP, TPIPL, TRT, TRU, TSC, TSTE, TSTH, TTA, TTCL, TUF, TWFP, TYM, UAC, UMI, UMS, UP, UPOK, UT, VIBHA, VIH, VNG, VNT, YUASA, ZMICO
▲▲▲	A, AAV, AEC, AEONIS, AIC, AGE, AH, AI, AJ, AKR, ALLCON, ANAN, ARIP, AS, BAT-3K, BEH, BEAUTY, BGT, BLAND, BOL, BROCK, BSBM, CHARAN, CHUG, CI, CG, CITY, CMR, CNS, CPL, CRANE, CSP, CSR, CTW, DEMCO, DNA, DRACO, EA, EARTH, EASON, EMC, EPKO, 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, KIVH, LALIN, LEE, MATCH, MATI, MBAX, MDX, PRINC, MID, MK, MOONG, MPC, MSC, NC, NIPPON, NNCL, NTV, OSK, PAE, PATO, PICO, PL, POST, PRECHA, PRIN, Q-CON, QLT, RCI, RCL, ROJNA, RPC, SCBLIF, SCP, SENA, SF, SGP, SIMAT, SLC, SMIT, SMK, SOLAR, SPC, SPG, SRICHA, SSC, STA, SUPER, SVOA, SWC, SYNEX, TBSP, TCCE, TEAM, TGC, TIC, TIES, TIW, TKS, TMC, TMD, TMI, TNDT, NNPC, TOPP, TPA, TPP, TR, TTI, TVD, TVI, TVZ, UBIS, UEC, UOBKH, UPF, UWC, VARO, VTE, WAVE, WG, 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 base 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.

