

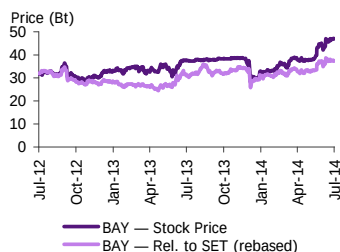
භය

Stock Data

Last close (Jul 21) (Bt)	47.25
12-m target price (Bt)	30.00
Upside (Downside) to TP (%)	(36.51)
Mkt cap (Btbn)	287.00
Mkt cap (US\$mn)	8,989

Bloomberg code	BAY TB
Reuters code	BAY.BK
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	2.08
Sector % SET	17.47
Shares issued (mn)	6,074
Par value (Bt)	10
12-m high / low (Bt)	48.3 / 27.5
Avg. daily 6m (US\$m)	0.67
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	9.9	26.0	26.0
Relative to SET	4.9	15.9	23.9

Source: SET, SCBS Investment Research

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

นักวิเคราะห์การลงท่นปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1003

kitima.sattavapan@scb.co.th

พลประกอบการไตรมาส 2/57 พันตัวเล็กน้อยตามคาด

- ผลประกอบการไตรมาส 2/57** พื้นตัวเล็กน้อยตามคาด โดยกำไรสุทธิไตรมาส 2/57 ของ BAY ปรับตัวเพิ่มขึ้น 14% YoY และ 9% QoQ สู่จำนวน 3.5 พันล้านบาท สูงกว่าประมาณการของเราที่ 3.3 พันล้านบาทอยู่เล็กน้อย ผลประกอบการไตรมาส 2/57 สะท้อนถึงอัตราการขยายตัวของสินเชื่อที่พื้นตัวดีขึ้นเล็กน้อย ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิที่ขยายตัวเพิ่มขึ้นได้ดี รายได้ค่าธรรมเนียมที่พื้นตัวเล็กน้อย และการตั้งสำรองเพิ่มขึ้นเพื่อคงระดับ LLR coverage ไว้ในระดับทรงตัว เราคาดว่าผลประกอบการจะพื้นตัวดีขึ้นเล็กน้อยในช่วงครึ่งหลังปี 57
- ประเด็นสำคัญ:**
1. การขยายตัวของสินเชื่อ: ตามคาด ที่ +0.7% QoQ และ 0.3% YTD อัตราการขยายตัวเป็นบวกของสินเชื่อ SME (+1.8% QoQ, +2% YTD) และสินเชื่อรายย่อย (+1.8% QoQ, +1.5% YTD) ส่วนใหญ่ถูกหักลบโดยอัตราการขยายตัวติดลบของสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่ (-2.2% QoQ, -3.2% YTD) BAY ยืนยันเป้าหมายสินเชื่อปี 2557 ที่ 7-9% เทียบกับประมาณการของ SCBS ที่ 5%
 2. ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิ: ดีกว่าคาด โดย +0.10% QoQ สู่ 4.19% ต้นทุนทางการเงินลดลง 0.14% QoQ ในอัตราที่สูงกว่าผลตอบแทนจากสินทรัพย์ที่ก่อให้เกิดรายได้ที่ปรับตัวลดลง 0.03% QoQ BAY คาดว่า NIM จะถูกกดกดดันให้ปรับตัวลดลงบ้างในช่วงครึ่งหลังปี 57 จากการแข่งขันระดมเงินฝากเพิ่มมากขึ้น
 3. รายได้ที่ไม่ใช่ดอกเบี้ย: -18% YoY (โดยเกิดจากรายได้ค่าธรรมเนียมและรายการพิเศษ), +5% QoQ (หลักๆ เกิดจากรายได้ค่าธรรมเนียมและรายได้อื่น) ตามคาด BAY ปรับลดเป้ารายได้ค่าธรรมเนียมของธนาคารลงสู่ระดับที่เติบโต 7-9% แต่ยังคงกว่าประมาณการของเราที่ 5%
 4. อัตราส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้: เพิ่มขึ้น YoY แต่ลดลงเล็กน้อย QoQ สู่ 49.3% BAY วางแผนเลือกใช้งบลงทุนในปีนี้ โดยหลักๆ จะเน้นไปที่ระบบ branch automation, E-business, และการควบรวมกับสาขากรุงเทพฯ ของ BTMU
 5. คุณภาพสินทรัพย์: BAY ขยาย NPL จำนวน 1.26 พันล้านบาทในไตรมาส 2/57 ส่งผลทำให้ NPL อยู่ในระดับทรงตัวที่ 3.2% ของสินเชื่อรวม ธนาคารตั้งสำรองเพิ่มขึ้น 4% QoQ คิดเป็นต้นทุนสินเชื่อที่ 1.80% BAY ปรับเป้าต้นทุนสินเชื่อในปี 2557 เพิ่มขึ้นสู่ 1.70% (เทียบกับ 1.76% ในช่วงครึ่งแรกปี 57) สอดคล้องกับประมาณการของเรา อัตราการตั้งสำรองต่อหนี้สงสัยจะสูญ (LLR coverage) ทรงตัวอยู่ที่ 133%

Figure 1: Quarterly results

P & L (Bt mn)	2Q13	1Q14	2Q14	% YoY ch	% QoQ ch	1H13	1H14	% YoY ch	% full year
Interest income	17,446	18,275	18,352	5	0	34,364	36,627	7	50
Interest expense	6,453	6,778	6,476	0	(4)	12,769	13,254	4	50
Net interest income	10,993	11,497	11,876	8	3	21,595	23,373	8	49
Non-interest income	6,443	5,028	5,302	(18)	5	12,207	10,330	(15)	46
Operating expenses	7,631	8,306	8,476	11	2	15,943	16,782	5	48
Pre-provision profit	9,805	8,219	8,702	(11)	6	17,858	16,921	(5)	49
Less Provision	5,908	4,084	4,255	(28)	4	8,988	8,339	(7)	50
Pre-tax profit	3,898	4,135	4,447	14	8	8,870	8,582	(3)	48
Income tax	860	894	1,005	17	12	1,827	1,899	4	53
MI and equity	1	25	18	1,781	(31)	41	43	5	NA
Net profit	3,039	3,266	3,460	14	6	7,084	6,726	(5)	47
EPS (Bt)	0.50	0.54	0.57	14	6	1.17	1.11	(5)	47
B/S (Bt mn)	2Q13	1Q14	2Q14	% YoY ch	% QoQ ch	1H13	1H14	% YoY ch	% full year
Gross loans	864,341	939,843	946,023	9	1	864,341	946,023	9	NM
Deposits	731,731	780,597	783,779	7	0	731,731	783,779	7	NM
BVPS (Bt)	19.66	20.60	20.84	6	1	19.66	20.84	6	NM
Ratios (%)	2Q13	1Q14	2Q14	% YoY ch*	% QoQ ch*	1H13	1H14	YoY ch*	% full year
Yield on earn. asset	6.64	6.50	6.47	(0.17)	(0.03)	6.64	6.49	(0.16)	NM
Cost of funds	2.79	2.73	2.59	(0.19)	(0.14)	2.79	2.66	(0.13)	NM
Net interest margin	4.18	4.09	4.19	0.00	0.10	4.17	4.14	(0.03)	NM
Cost to income	43.8	50.3	49.3	5.58	(0.92)	47.17	-	(47.17)	NM
NPLs/total loans	2.64	3.20	3.20	0.56	0.00	2.64	3.20	0.56	NM
LLR/NPLs	151.2	133.7	133.2	(17.98)	(0.47)	151.2	133.2	(17.98)	NM

Source: SCBS Investment Research

Note: * Percentage points

- **คงคำแนะนำ “ขาย”** เรายังคงคำแนะนำ “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 น่าจะลดลงหลังจากความร่วมมือกิจการกับ สาขารุงเทพฯ ของธนาคารแห่งประเทศไทย-มิตซูบิชิ ยูเอเอฟเจ จำกัด (BTMU) นอกจากนี้การมีปริมาณ หุ้น free float เพียง 3% ก็จะทำให้ BAY เทรดในระดับ discount เพื่อสะท้อนสภาพคล่องการซื้อขายระดับต่ำด้วย

Forecasts and valuation

Year to 31 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)	19.62	24.19	20.17	16.88	14.06
P/PPP	(x)	11.03	9.31	9.24	8.61	7.69
EPS growth	(%)	57.87	(18.86)	19.89	19.52	20.03
PBV	(x)	2.53	2.36	2.20	2.00	1.81
ROE	(%)	13.55	10.11	11.29	12.40	13.50
Dividend yields	(%)	1.69	1.69	1.49	1.78	2.13

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

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

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

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14
Interest & dividend income	17,446	18,078	18,939	18,275	18,352
Interest expense	6,453	6,832	6,841	6,778	6,476
Net interest income	10,993	11,246	12,099	11,497	11,876
Non-interest income	6,443	5,283	5,959	5,028	5,302
Non-interest expenses	7,631	8,475	9,196	8,306	8,476
Earnings before tax & provision	9,805	8,055	8,861	8,219	8,702
Tax	860	1,126	989	894	1,005
Equities & minority interest	(1)	(13)	61	(25)	(18)
Core pre-provision profit	8,946	6,942	7,811	7,350	7,715
Provision	5,908	3,148	6,822	4,084	4,255
Core net profit	3,039	3,794	989	3,266	3,460
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	3,039	3,794	989	3,266	3,460
EPS (Bt)	0.50	0.62	0.16	0.54	0.57
	-	-	-	-	-

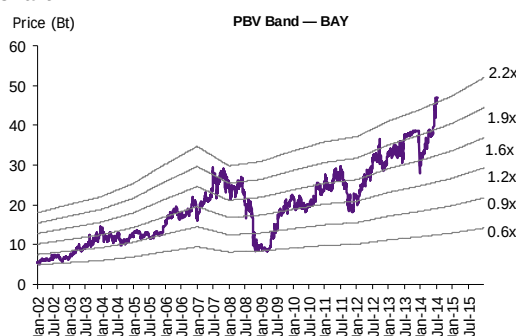
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14
Cash	24,486	23,818	28,216	26,793	26,091
Interbank assets	109,446	88,003	87,027	91,246	99,086
Investments	78,604	84,486	74,333	77,368	76,588
Gross loans	864,341	889,207	943,502	939,843	946,023
Accrued interest receivable	2,359	2,465	2,648	2,552	2,587
Loan loss reserve	34,505	35,654	38,986	40,157	40,312
Net loans	832,195	856,018	907,164	902,239	908,298
Total assets	1,130,156	1,145,167	1,179,582	1,185,669	1,194,586
Deposits	731,731	736,439	764,050	780,597	783,779
Interbank liabilities	53,002	63,501	55,497	63,943	56,288
Borrowings	159,558	151,862	174,605	146,309	166,585
Total liabilities	1,010,533	1,024,582	1,057,934	1,060,242	1,067,659
Minority interest	228	260	279	315	356
Paid-up capital	60,741	60,741	60,741	60,741	60,741
Total Equities	119,394	120,325	121,369	125,112	126,571
BVPS (Bt)	19.66	19.81	19.98	20.60	20.84

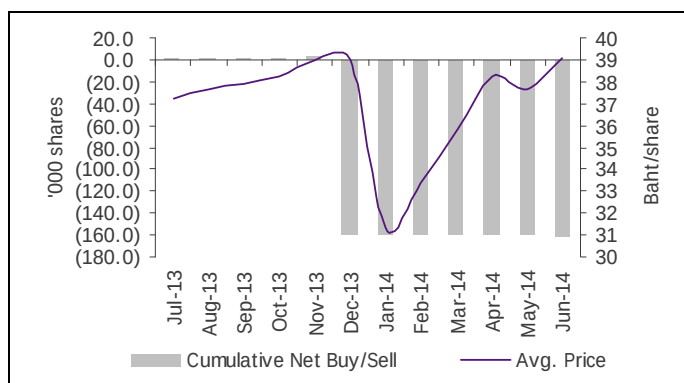
Financial Ratios

	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14
YoY loan growth	14.09	13.43	13.67	12.26	9.45
YoY fee & insurance income growth	12.24	11.18	9.53	(4.41)	(1.90)
Yield on earn'g assets (%)	6.64	6.72	6.87	6.50	6.47
Cost on int-bear'g liab (%)	2.79	2.88	2.81	2.73	2.59
Net interest margin(%)	4.18	4.18	4.39	4.09	4.19
Cost to income ratio (%)	43.76	51.27	50.93	50.26	49.34
NPLs/Total Loans(%)	2.64	2.82	2.77	3.20	3.20
LLR/NPLs(%)	151.23	142.09	149.15	133.71	133.24
Provision expense/Total loans (%)	2.73	1.42	2.89	1.74	1.80

PBV Band Chart

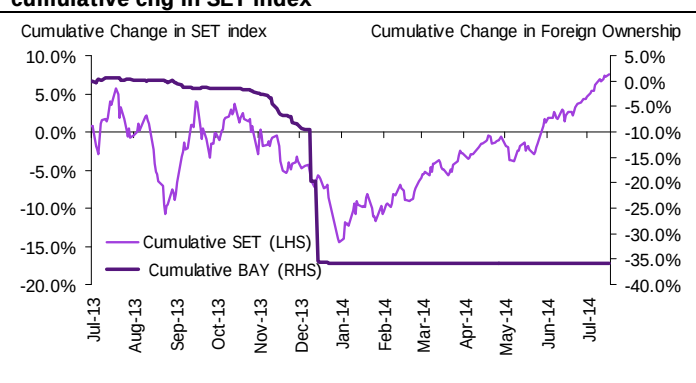


12-Month Cumulative directors trade



Source: SEC

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



Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 2: Valuation summary (price as of Jul 21, 2014)

Rating		Price	Target	ETR	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)		
		(Bt/Sh)	(Bt/Sh)	(%)	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F
BAY	Sell	47.25	30.0	(35.0)	24.2	20.2	16.9	(18.9)	19.9	19.5	2.36	2.20	2.00	10.1	11.3	12.4	1.7	1.5	1.8
BBL	Buy	197.00	245.0	28.1	10.5	10.2	9.0	8.7	2.7	13.6	1.27	1.13	1.04	12.6	11.7	12.1	3.4	3.7	4.2
KBANK	Buy	216.00	250.0	17.6	12.5	11.0	9.6	17.2	13.5	14.3	2.36	1.99	1.71	20.4	19.6	19.1	1.6	1.9	2.3
KKP	Buy	46.00	50.0	12.6	8.7	12.7	9.1	29.3	(31.3)	40.1	1.10	1.06	0.99	13.0	8.5	11.3	5.9	3.9	5.5
KTB	Buy	22.40	25.0	15.4	9.2	9.9	8.6	45.2	(6.9)	15.3	1.52	1.39	1.25	17.4	14.6	15.3	3.9	3.8	4.4
LHBANK	Sell	1.72	1.2	(28.5)	24.5	23.7	22.0	23.3	3.2	7.7	1.46	1.44	1.38	6.1	6.1	6.4	3.4	1.7	1.8
TCAP	Buy	35.50	40.0	16.1	4.9	8.8	7.3	68.4	(44.0)	20.9	0.96	0.89	0.82	20.5	10.5	11.7	4.5	3.4	3.4
TISCO	Buy	41.75	50.0	24.6	7.9	8.3	6.6	4.3	(4.9)	24.5	1.45	1.31	1.16	20.6	16.7	18.5	4.8	4.8	5.3
TMB	Sell	2.86	2.6	(7.0)	21.7	14.6	12.6	354.3	48.6	16.2	2.02	1.82	1.65	9.6	13.1	13.7	1.4	2.1	2.4
Average					13.6	13.1	11.1	21.6	4.4	15.7	1.70	1.54	1.39	15.2	13.3	14.2	3.4	3.0	3.5

Source: SCBS Investment Research

ข้อจำกัดความรับผิด (Disclaimer)

บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBS”) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลตลาด (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) ในหุ้นสามัญของ ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BBL, BGH, BJC, BLA, BTS, CENTEL, CK, CPN, DELTA, DTAC, GLOBAL, HMPRO, INTUCH, ITD, IVL, JAS, KBANK, KKP, KTB, LH, MINT, PS, PTT, PTEP, PTTGC, QH, SAMART, SCC, STEC, STPI, TCAP, THAI, THCOM, TMB, TOP, TPIPL, TRUE, TTA, VGI

บทลงโทษควรพิจารณารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวอย่างรอบคอบก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ ความเห็น ชั่ว เทวธัชย์ บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อให้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจนำไปตีความว่า เป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายซึ่งหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน ลูกจ้าง และตัวแทนของ SCBS จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใด ๆ ที่ความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการตัดสินใจ ความเสียหายพิเศษ หรือความเสียหายที่เป็นพลสืบเนื่อง อันมีเหตุจากการใช้หรือการเชื่อถือในข้อมูลดังกล่าว ซึ่งรวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร บัลลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบการตัดสินใจร่วมกับข้อมูลและความเห็นอื่น ๆ รวมทั้งพิจารณาความเสี่ยงของการตัดสินใจ โดยข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ได้รับมาจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ ซึ่ง SCBS ไม่สามารถรับรองถึงความถูกต้อง ความสมบูรณ์ และ/หรือ ความครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าวได้

SCBS สงวนสิทธิ์ในการใช้ข้อมูลที่ได้เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องออกคำ ทิ้งนี้ เอกสารฉบับนี้จึงจัดใส่ที่เฉพาะบุคคลตามที่กำหนดไว้เท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พินพม์ฯ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์เชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใด ๆ เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

CG Rating 2013 Companies with CG Rating

[illegible]

Corporate Governance Report disclaimer

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.