

ซื้อ

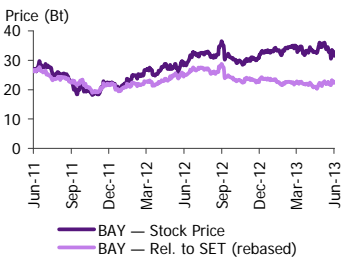
MUFG จะซื้อหุ้น 51% ใน BAY

Stock Data

Last close (Jun 21) (Bt)	32.75
12-m target price (Bt)	40.00
Upside (Downside) to TP (%)	22.14
Mkt cap (Btbn)	198.93
Mkt cap (US\$mn)	6,386

Bloomberg code	BAY TB
Reuters code	BAY.BK
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	1.61
Sector % SET	17.01
Shares issued (mn)	6,074
Par value (Bt)	10
12-m high / low (Bt)	37 / 28
Avg. daily 6m (US\$mn)	19.07
Foreign limit / actual (%)	47 / 47
Free float (%)	74.7
Dividend policy (%)	≥ 30

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	-8.4	0.0	14.9
Relative to SET	6.7	5.6	-5.4

Source: SET, SCBS Investment Research

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

0-2949-1003

kittima.sattayapan@scb.co.th

■ **เหตุการณ์ – MUFG จะซื้อหุ้น 51% ใน BAY** เว็บไซต์ข่าวหลายแห่งระบุว่า แหล่งข่าวเผยเมื่อวันศุกร์ที่ผ่านมาว่า Mitsubishi UFJ Financial Group Inc. (MUFG) ตกลงเข้าซื้อหุ้น 51% ใน BAY แล้ว โดยอาจจะประกาศในสัปดาห์นี้เป็นอย่างรวดเร็ว MUFG จะเข้าซื้อหุ้นที่ GE Capital ถืออยู่ทั้งหมด 25% ใน BAY ซึ่งเป็นธนาคารขนาดใหญ่อันดับ 5 ของประเทศไทย ต่อจากนั้น MUFG ก็จะทำ tender offer หุ้น BAY ที่เหลือ แต่ตระกูลรัตนรักษ์ จะยังคงถือหุ้น BAY อยู่ 22% และร่วมมือกับ MUFG บริหาร BAY ในฐานะพันธมิตรต่อไป ทั้งนี้ยังไม่ผู้ที่เกี่ยวข้องกับดีลนี้ออกมาประกาศข่าวอย่างเป็นทางการ

■ **Tender offer?** ถ้ามีการทำ tender offer เกิดขึ้น ก็น่าจะเป็นการทำ tender offer หุ้น BAY บางส่วนเพราะติดเรื่อง foreign holding limit (ข้อจำกัดหุ้นต่างด้าว) โดย foreign holding limit ของ BAY อยู่ที่ 47.2% ตามรายงานของตลาดหลักทรัพย์ ทั้งนี้ตามกฎหมายแล้ว foreign holding limit สำหรับธนาคารไทยอยู่ที่ 49% หาก MUFG เข้าถือหุ้น 51% ใน BAY ก็จะต้องขออนุมัติจาก ธปท. และกระทรวงการคลัง ก่อนหน้านี้หนังสือพิมพ์ไทยบางฉบับรายงานว่า MUFG ต้องการหลีกเลี่ยงทำ tender offer โดยจะเข้าซื้อหุ้น BAY ไม่ถึง 25% ซึ่งเป็นจุดที่ต้องทำ tender offer และตระกูลรัตนรักษ์จะซื้อหุ้นที่เหลือ (ไม่ถึง 1%) จาก GE ดังนั้นจึงยังไม่มีความแน่นอนเกี่ยวกับการทำ tender offer

■ **ราคาเข้าซื้อ?** ก่อนหน้านี้มีหนังสือพิมพ์บางฉบับระบุว่า ราคาเข้าซื้อหุ้น BAY อยู่ที่ประมาณ 40 บาท/หุ้น (1.9 เท่าของประมาณการมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นปี 2556) ซึ่งเป็นระดับราคาที่สมเหตุสมผล และเท่ากับราคาเป้าหมายของเราที่ 40 บาท (1.9 เท่าของประมาณการมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นปี 2556)

■ **เห็นปล่อยสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่เพิ่มมากขึ้น?** Mitsubishi UFJ Financial Group เป็นธนาคารใหญ่ที่สุดในญี่ปุ่น และมีจุดแข็งสำคัญ คือ การปล่อยสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่ ในขณะที่มีสัดส่วนสินเชื่อรายย่อยเพียง 25-30% ซึ่งอาจจะส่งผลทำให้ BAY มีสัดส่วนสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่เพิ่มมากขึ้น แต่เราคาดว่า BAY จะยังคงมุ่งเน้นปล่อยสินเชื่อเพื่อการอุปโภคบริโภคซึ่งเป็นจุดแข็งของธนาคารต่อไป ปี 2549 ซึ่งเป็นปีที่ GE Capital ที่เป็นผู้เชี่ยวชาญในธุรกิจธนาคารเพื่อผู้บริโภคเข้ามาซื้อหุ้นของ BAY ส่งผลทำให้ BAY มีสัดส่วนสินเชื่อรายย่อยเพิ่มขึ้นเป็น 49%

■ **รวมกิจการกับสาขากรุงเทพ ของ BTMU = ความเสี่ยงเพิ่มทุน?** เราคาดว่ามีความเป็นไปได้สูงที่สาขากรุงเทพ ของ Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ (BTMU) จะรวมกับ BAY เพื่อให้เป็นไปตามหลักเกณฑ์สถาบันการเงิน 1 รูปแบบ (one presence) สาขากรุงเทพ ของ BTMU มีสินทรัพย์มูลค่า 6.02 แสนล้านบาท (คิดเป็น 55% ของสินทรัพย์ทั้งหมดของ BAY) และเงินให้สินเชื่อ 2.08 แสนล้านบาท (ประมาณ 26% ของเงินให้สินเชื่อทั้งหมดของ BAY) ณ เดือน เม.ย. 2556 ทั้งนี้เมื่ออิงกับบัญชี 2554 (สิ้นสุดเดือน มี.ค. 2555) สาขากรุงเทพ ของ BTMU มีส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิอยู่ที่ ~2% ต่ำกว่าระดับ 4.2% ของ BAY อย่างมาก เนื่องจากสาขากรุงเทพ ของ BTMU ปล่อยสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่ที่มีความเสี่ยงต่ำและมีสินทรัพย์ระหว่างธนาคารในสัดส่วนสูง สาขากรุงเทพ ของ BTMU มีกำไรสุทธิ 3.2 พันล้านบาทในปีบัญชี 2554 คิดเป็น 18% ของประมาณการกำไรสุทธิปี 2556 ที่เราคาดการณ์ไว้สำหรับ BAY การรวมกิจการอาจจะทำให้มีความเสี่ยงที่ BAY จะต้องเพิ่มทุน ถ้ามีการโอนสินเชื่อของสาขากรุงเทพ ของ BTMU ให้กับ BAY อัตราส่วนเงินกองทุนชั้นที่ 1 ของ BAY ซึ่งอยู่ที่ระดับ 9% ก็จะค่อนข้างตึงตัว อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าส่วนแบ่งกำไรจาก BTMU และประโยชน์จากการรวมกิจการกับ MUFG จะมากเกินพอชดเชยผลกระทบจาก dilution effect

■ **คงคำแนะนำ “ซื้อ”** เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” BAY เพราะมองบวกต่อดีลนี้ โดยคาดว่าจะมี Upside จากการรวมกิจการกับสาขากรุงเทพ ของ BTMU

Forecasts and valuation

FY Dec	Unit	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Pre-provision profit	(Bt mn)	21,478	26,010	30,390	35,105	40,795
Net profit	(Bt mn)	9,264	14,626	18,197	22,387	26,423
PPP/Sh	(Bt)	3.54	4.28	5.00	5.78	6.72
EPS	(Bt)	1.53	2.41	3.00	3.69	4.35
BVPS	(Bt)	16.87	18.66	20.98	23.77	27.02
DPS	(Bt)	0.70	0.80	0.90	1.11	1.31
PER	(x)	21.47	13.60	10.93	8.89	7.53
P/PPP	(x)	9.26	7.65	6.55	5.67	4.88
EPS growth	(%)	5.35	57.87	24.42	23.03	18.03
PBV	(x)	1.94	1.76	1.56	1.38	1.21
ROE	(%)	9.20	13.55	15.11	16.47	17.13
Dividend yields	(%)	2.14	2.44	2.74	3.38	3.98

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2011	2012F	2013F	2014F	2014F
Interest & dividend income	56,428	64,640	71,616	80,681	90,848
Interest expense	18,963	24,687	26,795	30,420	34,581
Net interest income	37,465	39,953	44,821	50,262	56,267
Non-interest income	17,807	21,058	23,512	26,762	30,489
Non-interest expenses	27,477	30,798	33,606	36,587	39,684
Earnings before tax & provision	27,795	30,213	34,727	40,437	47,072
Tax	6,310	4,337	4,507	5,544	6,540
Equities & minority interest	7	(134)	(169)	(212)	(263)
Core pre-provision profit	21,478	26,010	30,390	35,105	40,795
Provision	12,214	11,385	12,193	12,718	14,371
Core net profit	9,264	14,626	18,197	22,387	26,423
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	9,264	14,626	18,197	22,387	26,423
EPS (Bt)	1.53	2.41	3.00	3.69	4.35
DPS (Bt)	0.70	0.80	0.90	1.11	1.31

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2011	2012F	2013F	2014F	2014F
Cash	25,165	25,079	25,692	26,416	27,043
Interbank assets	81,818	79,390	98,046	115,204	136,517
Investments	81,974	79,249	79,249	79,249	79,249
Gross loans	719,507	830,008	937,909	1,059,837	1,197,616
Accrued interest receivable	1,859	2,257	2,257	2,257	2,257
Loan loss reserve	31,279	31,029	43,222	55,940	70,311
Net loans	690,087	801,236	896,944	1,006,154	1,129,562
Total assets	947,797	1,071,965	1,187,401	1,314,962	1,460,790
Deposits	560,540	687,159	790,233	900,866	1,026,987
Interbank liabilities	23,741	48,821	48,821	48,821	48,821
Borrowings	208,263	154,629	154,629	154,629	154,629
Total liabilities	845,102	958,479	1,059,777	1,170,410	1,296,531
Minority interest	207	164	164	164	164
Paid-up capital	60,741	60,741	60,741	60,741	60,741
Total Equities	102,489	113,322	127,460	144,388	164,095
BVPS (Bt)	16.87	18.66	20.98	23.77	27.02

Key Assumptions and Financial Ratios

	2011	2012F	2013F	2014F	2014F
Growth					
YoY loan growth	10.87	15.36	13.00	13.00	13.00
YoY fee & insurance income growth	7.02	18.06	15.00	15.00	15.00
Profitability					
Yield on earn'g assets (%)	6.68	6.84	6.72	6.73	6.74
Cost on int-bear'g liab (%)	2.51	2.93	2.84	2.90	2.96
Spread (%)	4.17	3.91	3.88	3.83	3.78
Net interest margin(%)	4.43	4.23	4.21	4.19	4.18
ROE (%)	9.20	13.55	15.11	16.47	17.13
Asset Quality					
NPLs/Total Loans(%)	4.11	2.57	2.71	2.84	2.95
LLR/NPLs(%)	105.90	145.73	170.16	185.91	198.68
Provision expense/Total loans (%)	1.70	1.37	1.30	1.20	1.20
Liquidity					
Loans/Deposits & borrowings (%)	93.59	98.60	99.26	100.41	101.35
Efficiency					
Cost to income ratio (%)	50.46	51.15	49.47	47.75	45.95
Capital Fund					
Capital adequacy ratio(%)	16.28	16.94	16.86	16.08	15.40
Tier-1(%)	11.85	10.94	11.45	11.22	11.03
Tier-2(%)	4.44	6.00	5.41	4.87	4.37

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
Interest & dividend income	15,362	16,068	16,512	16,698	16,918
Interest expense	5,982	6,015	6,292	6,398	6,316
Net interest income	9,380	10,053	10,220	10,300	10,602
Non-interest income	4,741	5,392	5,171	5,754	5,764
Non-interest expenses	7,007	7,645	7,727	8,419	8,312
Earnings before tax & provision	7,114	7,800	7,664	7,636	8,053
Tax	1,020	1,141	1,146	1,030	967
Equities & minority interest	(49)	(29)	(9)	(47)	(40)
Core pre-provision profit	6,143	6,688	6,527	6,653	7,126
Provision	2,713	2,990	2,785	2,898	3,081
Core net profit	3,430	3,699	3,742	3,755	4,045
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	3,430	3,699	3,742	3,755	4,045
EPS (Bt)	0.56	0.61	0.62	0.62	0.67

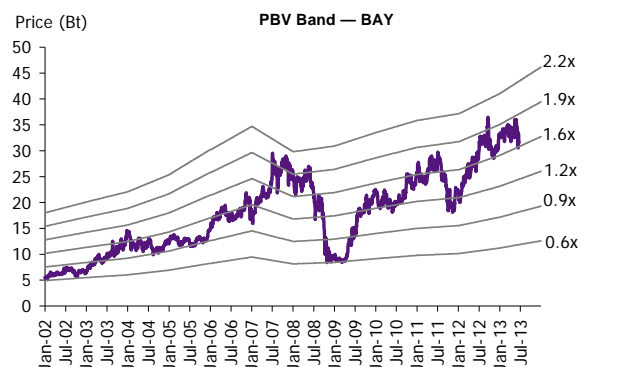
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
Cash	23,142	22,787	22,075	25,079	24,137
Interbank assets	65,782	99,571	83,617	79,390	99,337
Investments	102,347	89,567	91,596	79,249	82,393
Gross loans	742,001	757,629	783,895	830,008	837,237
Accrued interest receivable	1,868	1,973	2,110	2,257	2,341
Loan loss reserve	31,711	30,823	31,497	31,029	32,247
Net loans	712,158	728,778	754,508	801,236	807,331
Total assets	976,104	1,034,541	1,040,424	1,071,965	1,102,777
Deposits	572,538	622,391	672,324	687,159	702,449
Interbank liabilities	32,055	34,054	44,749	48,821	62,193
Borrowings	205,328	197,639	144,979	154,629	143,668
Total liabilities	869,914	926,594	931,145	958,479	985,083
Minority interest	133	150	163	164	190
Paid-up capital	60,741	60,741	60,741	60,741	60,741
Total Equities	106,057	107,797	109,116	113,322	117,504
BVPS (Bt)	17.46	17.75	17.96	18.66	19.35

Financial Ratios

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
YoY loan growth	12.74	12.92	12.45	15.36	12.84
YoY fee & insurance income growth	14.03	15.68	17.41	24.96	25.60
Yield on earn'g assets (%)	6.82	6.83	6.79	6.74	6.63
Cost on int-bear'g liab (%)	2.99	2.89	2.93	2.92	2.81
Net interest margin(%)	4.16	4.27	4.20	4.16	4.16
Cost to income ratio (%)	49.62	49.50	50.21	52.44	50.79
NPLs/Total Loans(%)	3.91	3.26	2.97	2.72	2.64
LLR/NPLs(%)	112.84	127.49	140.20	145.73	147.23
Provision expense/Total loans (%)	1.46	1.58	1.42	1.40	1.47

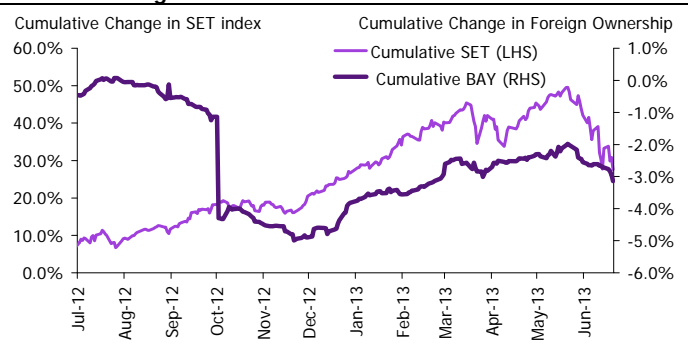
PBV Band Chart



12-Month Cumulative directors trade

NA

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



Source: SET, SCBS Investment Research

Disclaimer

บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBS”) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลตลาด (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) ในหุ้นสามัญของ ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BBL, BCP, BEC, BGH, BJC, BTS, DTAC, HMPRO, IML, JAS, KBANK, KK, KTB, PS, PTTEP, PTTGC, SCC, TCAP, THAI, TISCO, TMB, TOP

นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวอย่างรอบคอบก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ ความเห็น ข่าวกิจการ กวีวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจนำไปตีความว่า เป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายซึ่งหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน ลูกจ้าง และตัวแทนของ SCBS จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใด ๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา ความเสียหายพิเศษ หรือความเสียหายที่เป็นผลสืบเนื่อง อันมีเหตุมาจากการใช้หรือการเชื่อถือในข้อมูลดังกล่าว ซึ่งรวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบร่วมกับข้อมูลและความเห็นอื่น ๆ รวมทั้งพิจารณาคุณภาพของตนเองในการตัดสินใจลงทุน โดยข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ได้รับมาจากแหล่งข้อมูล SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ ซึ่ง SCBS ไม่สามารถรับรองถึงความถูกต้อง ความสมบูรณ์ และ/หรือ ความครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าวได้

SCBS สงวนสิทธิในการใช้ข้อมูลแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องออกคำข่า สัก เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้เฉพาะบุคคลตามที่กำหนดไว้เท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขยาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์เชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใด ๆ เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

CG Rating 2012	Companies with CG Rating under SCBS's Coverage
★★★★	ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BBL, BCP, BEC, BML, BTS, CSL, DRT, EGCO, ERW, HEMRAJ, IRPC, KBANK, KK, KTB, LPN, MCOT, PS, PSL, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, SAMART, SAMTEL, SAT, SCB, SCC, THAI, TISCO, TMB, TOP, TTA
★★★★	AMATA, AP, ASP, BEC, BHI, BIGC, CENTEL, CK, CPALL, CPF, DCC, DELTA, DTAC, ESSO, GPPT, GLOW, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, ITD, IVL, KCE, LH, MAKRO, MBKET, MINT, OISHI, PM, SCCC, SMT, SPALI, STANLY, STEC, SVL, TCAP, THECOM, THRE, TICON, TRUE, TTW
★★★★	AEON'S, AH, BLA, CCET, JMART, KTC, LHBANK, MAJOR, RCL, ROJVA, SIRI, TRIP
N/A	AAV, BCH, BGH, CPNRF, NOK, NWR, POPF, QHPF, SSI, TFUND, TLOGIS, WHA, WHAPF

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.