

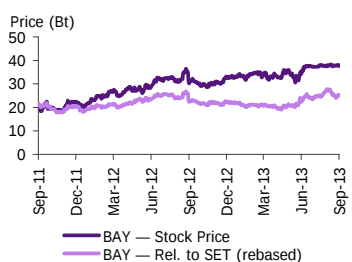
NEUTRAL

Stock Data

Last close (Sep 30) (Bt)	37.75
12-m target price (Bt)	39.00
Upside (Downside) to TP (%)	3.31
Mkt cap (Btbn)	229.30
Mkt cap (US\$m)	7,333

Bloomberg code	BAY TB
Reuters code	BAY.BK
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	1.85
Sector % SET	17.18
Shares issued (mn)	6,074
Par value (Bt)	10
12-m high / low (Bt)	38.3 / 28
Avg. daily 6m (US\$m)	28.51
Foreign limit / actual (%)	47 / 46
Free float (%)	74.7
Dividend policy (%)	≥ 30

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	0.0	2.0	20.8
Relative to SET	-4.3	8.0	13.5

Source: SET, SCBS Investment Research

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

0-2949-1003

kittima.sattavapan@scb.co.th

คาดการณ์ดำเนินงานไตรมาส 3/56 ไม่น่าตื่นเต้น; Upside ที่
ราคา tender offer มีจำกัด

- **คาดการณ์ผลการดำเนินงานไตรมาส 3/56:** รายได้ชะลอตัว แต่ตั้งสำรองลดลง เราคาดว่ากำไรสุทธิไตรมาส 3/56 ของ BAY จะปรับตัวเพิ่มขึ้นมากถึง 31% YoY และ 61% QoQ สู่จำนวน 4.9 พันล้านบาท โดยหลักๆ เป็นเพราะไม่มีการตั้งสำรองพิเศษ ประเด็นสำคัญจากงานประชุมฟรีวิว ผลประกอบการไตรมาส 3/56 คือ: 1) สินเชื่อโต 5-6% YTD โดยอัตราการขยายตัวของสินเชื่อรถยนต์ชะลอตัวลง แต่อัตราการขยายตัวของสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่ปรับตัวเร่งขึ้น; 2) ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิลดลงเล็กน้อย QoQ เพราะสัดส่วนสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่เพิ่มขึ้น; 3) BAY กลับมาตั้งสำรองตามปกติที่ระดับ 1.3% ของสินเชื่อรวม หลังจากต้นทุนสินเชื่อในไตรมาส 2/56 สูงมากเป็นพิเศษที่ 2.73% เพื่อรองรับความเสี่ยงเชิงระบบที่อาจเกิดขึ้นในช่วงเศรษฐกิจซบเซา; 4) รายได้ค่าธรรมเนียมทรงตัว สอดคล้องกับเป้าหมายที่ธนาคารวางไว้ที่ 15%; และ 5) อัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้อยู่ที่ระดับ ~48%
- **NPL รอยนต์มือสองปรับตัวเพิ่มขึ้น NPL** ปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อยมาตั้งแต่ไตรมาส 2/56 เนื่องจากราคามือสองปรับตัวลดลง 30-40% และอุปทานรถยนต์ใหม่ล้นตลาด อย่างไรก็ตาม NPL ที่เกิดขึ้นใหม่ยังมีน้อยมากและสามารถบริหารจัดการได้ BAY เชื่อว่าราคารถยนต์มือสองปรับตัวลดลงถึงจุดต่ำสุดแล้ว และสถานการณ์จะปรับตัวดีขึ้นตอนปลายปีนี้หรือต้นปีหน้า โดยจะได้รับปัจจัยหนุนจากปริมาณรถยนต์ใหม่บนถนนที่ลดน้อยลง เนื่องจากผู้ผลิตรถยนต์ชะลอการผลิต BAY เปิดเผยว่าธนาคารใช้ความระมัดระวังในการปล่อยสินเชื่อรถยนต์มือสองมาตั้งแต่ปี 2555 เช่น เพิ่มเงินดาวน์
- **กรอบเวลาการเสนอซื้อหุ้นสามัญทั้งหมดของ BAY โดยสมัครใจ** ผู้บริหารคาดว่า ธนาคารแห่งโตเกียว-มิทซูบิชิ ยูเอฟเจ จำกัด (BTMU) จะเสนอซื้อหุ้นสามัญทั้งหมดของ BAY โดยสมัครใจ (VTO) ในราคาหุ้นละ 39 บาท ราววันที่ 15 พ.ย.-25 ธ.ค. GE Capital จะขายหุ้นสามัญที่ถืออยู่ทั้งหมด 25.33% ใน BAY ให้แก่ BTMU และเนื่องจากคาดว่าตระกูลรัตนรักษ์จะคงสัดส่วนการถือหุ้นใน BAY ไว้ที่ 25% ดังนั้น BTMU จะทำข้อเสนอซื้อหุ้น 75% ของ BAY เราคาดว่าผู้ถือหุ้นรายย่อยส่วนใหญ่จะตอบรับข้อเสนอซื้อหุ้นครั้งนี้ ซึ่งหมายความว่าจะมีหุ้น BAY ที่ซื้อขายในตลาดฯ ไม่มากนัก ดังนั้นราคาหุ้น BAY จะมี Upside จำกัดที่ 39 บาท ซึ่งเป็นราคา tender offer
- **ROE จะลดลงในระยะสั้นหลังขายหุ้นให้ BTMU** การควบรวมกิจการกับสาขากรุงเทพฯ ของ BTMU จะส่งผลทำให้ ROE ของ BAY ปรับตัวลดลงจาก 15-16% สู่ 12-13% เป็นเวลาอย่างน้อย 1-2 ปี อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าประโยชน์จากการผนึกพลังทางธุรกิจร่วมกับ BTMU จะมากเกินพอชดเชยผลกระทบจาก dilution effect ในระยะยาว การเพิ่มทุนจำนวน 5.85 หมื่นล้านบาท (ถ้าออกหุ้นเพิ่มทุนทั้งหมด 1,500 ล้านหุ้น เสนอขายในราคาหุ้นละ 39 บาท) สูงกว่าคาดเล็กน้อย เพราะมีจำนวนมากกว่าทุนจำนวน 4.9 หมื่นล้านบาทของสาขากรุงเทพฯ ของ BTMU ณ เดือน ก.ค.2556 สาขากรุงเทพฯ ของ BTMU มีสินทรัพย์มูลค่า 6.04 แสนล้านบาท (คิดเป็น 53% ของสินทรัพย์ทั้งหมดของ BAY) และเงินให้สินเชื่อ 2.13 แสนล้านบาท (~26% ของเงินให้สินเชื่อทั้งหมดของ BAY) ณ เดือน ก.ค. 2556 ทั้งนี้เมื่ออิงกับปีบัญชี 2554 (สิ้นสุดเดือน มี.ค. 2555) สาขากรุงเทพฯ ของ BTMU มีส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิอยู่ที่ ~2% ต่ำกว่าระดับ 4.2% ของ BAY อย่างมาก เนื่องจากสาขากรุงเทพฯ ของ BTMU ปล่อยสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่ที่มีความเสี่ยงต่ำและมีสินทรัพย์ระหว่างธนาคารในสัดส่วนสูง สาขากรุงเทพฯ ของ BTMU มีกำไรสุทธิ 3.2 พันล้านบาทในปีบัญชี 2554 คิดเป็น 20% ของประมาณการกำไรสุทธิปี 2556 ที่เราคาดการณ์ไว้สำหรับ BAY
- **คงคำแนะนำ Neutral เพราะ Upside จำกัด** เรายังคงคำแนะนำ Neutral สำหรับ BAY เนื่องจากรวมมองว่าราคาหุ้นมี Upside จำกัดไว้ที่ราคา tender offer 39 บาท ซึ่งก็เป็นราคาเป้าหมายของเราด้วยเช่นกัน โดยให้ผลตอบแทนเพียง 3.3%

Forecasts and valuation

FY Dec	Unit	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Pre-provision profit	(Bt mn)	21,478	26,010	30,797	32,402	35,292
Net profit	(Bt mn)	9,264	14,626	16,036	20,677	22,629
PPP/Sh	(Bt)	3.54	4.28	5.07	5.33	5.81
EPS	(Bt)	1.53	2.41	2.64	3.40	3.73
BVPS	(Bt)	16.87	18.66	20.60	23.21	25.91
DPS	(Bt)	0.70	0.80	0.80	1.02	1.12
PER	(x)	24.75	15.68	14.30	11.09	10.13
P/PPP	(x)	10.68	8.82	7.45	7.08	6.50
EPS growth	(%)	5.35	57.87	9.64	28.94	9.44
PBV	(x)	2.24	2.02	1.83	1.63	1.46
ROE	(%)	9.20	13.55	13.45	15.54	15.17
Dividend yields	(%)	1.85	2.12	2.12	2.71	2.96

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2011	2012F	2013F	2014F	2015F
Interest & dividend income	56,428	64,640	70,334	76,206	82,176
Interest expense	18,963	24,687	26,362	28,879	31,549
Net interest income	37,465	39,953	43,972	47,327	50,627
Non-interest income	17,807	21,058	23,821	25,874	28,827
Non-interest expenses	27,477	30,798	33,128	35,825	38,763
Earnings before tax & provision	27,795	30,213	34,665	37,377	40,692
Tax	6,310	4,337	3,981	5,130	5,606
Equities & minority interest	7	(134)	(113)	(155)	(206)
Core pre-provision profit	21,478	26,010	30,797	32,402	35,292
Provision	12,214	11,385	14,761	11,725	12,663
Core net profit	9,264	14,626	16,036	20,677	22,629
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	9,264	14,626	16,036	20,677	22,629
EPS (Bt)	1.53	2.41	2.64	3.40	3.73
DPS (Bt)	0.70	0.80	0.80	1.02	1.12

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2011	2012F	2013F	2014F	2015F
Cash	25,165	25,079	25,814	26,555	26,828
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	904,709	977,085	1,055,252
Accrued interest receivable	1,859	2,257	2,257	2,257	2,257
Loan loss reserve	31,279	31,029	45,790	57,515	70,178
Net loans	690,087	801,236	861,175	921,827	987,331
Total assets	947,797	1,071,965	1,151,755	1,230,774	1,318,344
Deposits	560,540	687,159	756,906	820,108	891,252
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	1,026,450	1,089,652	1,160,796
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	125,141	140,958	157,384
BVPS (Bt)	16.87	18.66	20.60	23.21	25.91

Key Assumptions and Financial Ratios

	2011	2012F	2013F	2014F	2015F
Growth					
YoY loan growth	10.87	15.36	9.00	8.00	8.00
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	6.71	6.68	6.65
Cost on int-bear'g liab (%)	2.51	2.93	2.85	2.91	2.98
Spread (%)	4.17	3.91	3.86	3.77	3.68
Net interest margin(%)	4.43	4.23	4.19	4.15	4.10
ROE (%)	9.20	13.55	13.45	15.54	15.17
Asset Quality					
NPLs/Total Loans(%)	4.11	2.57	2.81	3.06	3.30
LLR/NPLs(%)	105.90	145.73	180.28	192.21	201.61
Provision expense/Total loans (%)	1.70	1.37	1.63	1.20	1.20
Liquidity					
Loans/Deposits & borrowings (%)	93.59	98.60	99.25	100.24	100.90
Efficiency					
Cost to income ratio (%)	50.46	51.15	49.23	49.28	49.10
Capital Fund					
Capital adequacy ratio(%)	16.28	16.94	17.26	17.11	16.91
Tier-1(%)	11.85	10.94	11.68	11.87	12.01
Tier-2(%)	4.44	6.00	5.58	5.24	4.90

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13
Interest & dividend income	16,068	16,512	16,698	16,918	17,446
Interest expense	6,015	6,292	6,398	6,316	6,453
Net interest income	10,053	10,220	10,300	10,602	10,993
Non-interest income	5,392	5,171	5,754	5,764	6,443
Non-interest expenses	7,645	7,727	8,419	8,312	7,631
Earnings before tax & provision	7,800	7,664	7,636	8,053	9,805
Tax	1,141	1,146	1,030	967	860
Equities & minority interest	(29)	(9)	(47)	(40)	(1)
Core pre-provision profit	6,688	6,527	6,653	7,126	8,946
Provision	2,990	2,785	2,898	3,081	5,908
Core net profit	3,699	3,742	3,755	4,045	3,039
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	3,699	3,742	3,755	4,045	3,039
EPS (Bt)	0.61	0.62	0.62	0.67	0.50

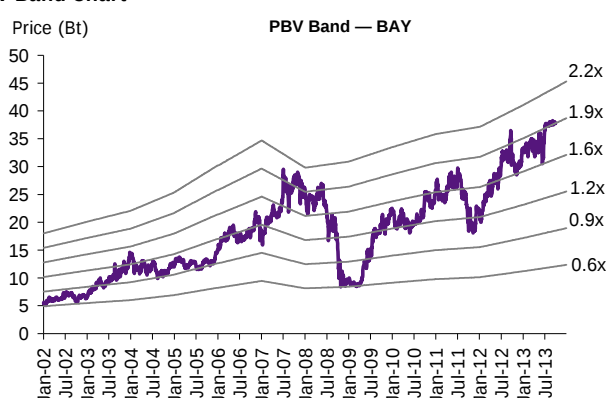
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13
Cash	22,787	22,075	25,079	24,137	24,486
Interbank assets	99,571	83,617	79,390	99,337	109,446
Investments	89,567	91,596	79,249	82,393	78,604
Gross loans	757,629	783,895	830,008	837,237	864,341
Accrued interest receivable	1,973	2,110	2,257	2,341	2,359
Loan loss reserve	30,823	31,497	31,029	32,247	34,505
Net loans	728,778	754,508	801,236	807,331	832,195
Total assets	1,034,541	1,040,424	1,071,965	1,102,777	1,130,156
Deposits	622,391	672,324	687,159	702,449	731,731
Interbank liabilities	34,054	44,749	48,821	62,193	53,002
Borrowings	197,639	144,979	154,629	143,668	159,558
Total liabilities	926,594	931,145	958,479	985,083	1,010,533
Minority interest	150	163	164	190	228
Paid-up capital	60,741	60,741	60,741	60,741	60,741
Total Equities	107,797	109,116	113,322	117,504	119,394
BVPS (Bt)	17.75	17.96	18.66	19.35	19.66

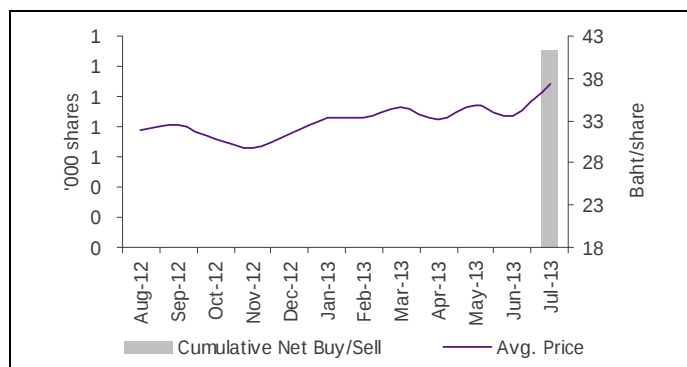
Financial Ratios

	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13
YoY loan growth	12.92	12.45	15.36	12.84	14.09
YoY fee & insurance income growth	15.68	17.41	24.96	25.60	12.24
Yield on earn'g assets (%)	6.83	6.79	6.74	6.63	6.64
Cost on int-bear'g liab (%)	2.89	2.93	2.92	2.81	2.79
Net interest margin(%)	4.27	4.20	4.16	4.16	4.18
Cost to income ratio (%)	49.50	50.21	52.44	50.79	43.76
NPLs/Total Loans(%)	3.19	2.87	2.57	2.62	2.64
LLR/NPLs(%)	127.49	140.20	145.73	147.23	151.23
Provision expense/Total loans (%)	1.58	1.42	1.40	1.47	2.73

PBV Band Chart

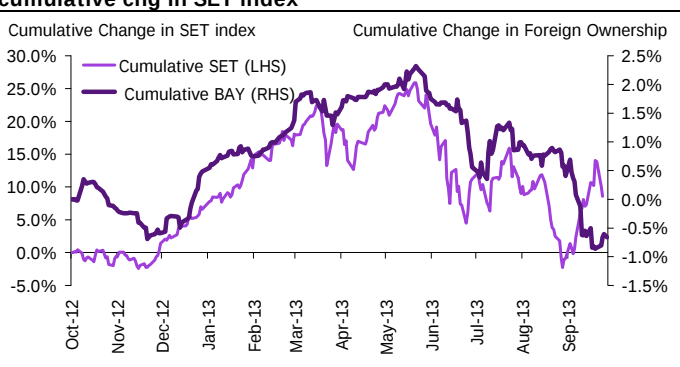


12-Month Cumulative directors trade



Source: SEC

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



Source: SET, SCBS Investment Research

Disclaimer

บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBS”) กำหนดให้เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) ใบหุ้นสามัญของ ADVANC, BANPU, BAY, BBL, BCP, BEC, BGH, BJC, BTS, CK, DTAC, GLOBAL, HMPRO, INTUCH, IWL, JAS, KBANK, KKP, KTB, PS, PTT, PTTEP, PTTGC, SCC, TCAP, THAI, TISCO, TMB, TOP, TRUE

นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวอย่างรอบคอบก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ ความเห็น ชั่ว บทวิจย บทวิเคราะห์ 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 ความเสียหายจากการตัดสินใจ ความเสียหายพิเศษ หรือความเสียหายที่เป็นผลสืบเนื่อง อันมีเหตุมาจากการใช้หรือการเชื่อถือในข้อมูลดังกล่าว ซึ่งรวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบร่วมกับข้อมูลและความเห็นอื่น ๆ รวมทั้งพิจารณาตนเองในการตัดสินใจลงทุน โดยข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ได้รับมาจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ ซึ่ง SCBS ไม่สามารถรับรองถึงความถูกต้อง ความสมบูรณ์ และ/หรือ ความครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าวได้

SCBS ลงนามสิทธิในการใช้ข้อมูลนี้แต่เพียงผู้เดียวในการเปิดเผยเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว ทั้งนี้ เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้เฉพาะบุคคลตามที่กำหนดไว้เท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พับซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใด ๆ เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

CG Rating 2012	Companies with CG Rating under SCBS's Coverage
★★★★	ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BBL, BCP, BECL, BMCL, BTS, CSL, DRT, EGCO, ERW, HEMRAJ, IRPC, KBANK, KKP, KTB, LPN, MCOI, PS, PSL, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, SAMART, SAMTEL, SAT, SCB, SCC, SIM, THAI, TISCO, TMB, TOP, TTA
★★★★	AMATA, AP, ASP, BEC, BH, BIGC, CENTEL, CK, CPALL, CPF, DCC, DELTA, DTAC, ESSO, GFT, GLOW, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, ITD, IWL, KCE, LH, MAKRO, MBKET, MINT, OISHI, PM, SCC, SMT, SPALI, STANLY, STEC, SVI, TCAP, THCOM, THRE, TICON, TRUE, TTW, TUF
★★★	AEONTS, AH, BLA, CCEI, JIMART, KTC, LHBANK, MAJOR, RCL, ROJINA, SIRI, TPIPL
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.

