

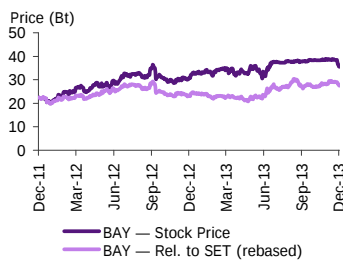
NEUTRAL

Stock Data

Last close (Dec 18) (Bt)	37.00
12-m target price (Bt)	39.00
Upside (Downside) to TP (%)	5.41
Mkt cap (Btbn)	224.74
Mkt cap (US\$mn)	6,958

Bloomberg code	BAY TB
Reuters code	BAY.BK
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	1.89
Sector % SET	17.16
Shares issued (mn)	6,074
Par value (Bt)	10
12-m high / low (Bt)	38.8 / 28.5
Avg. daily 6m (US\$mn)	23.97
Foreign limit / actual (%)	25 / 25
Free float (%)	74.7
Dividend policy (%)	≥ 30

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	-3.9	-2.0	20.3
Relative to SET	0.6	8.1	22.9

Source: SET, SCBS Investment Research

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

0-2949-1003

kittima.sattayapan@scb.co.th

ทำ VTO เสร็จแล้ว BTMU ถือหุ้น 72%

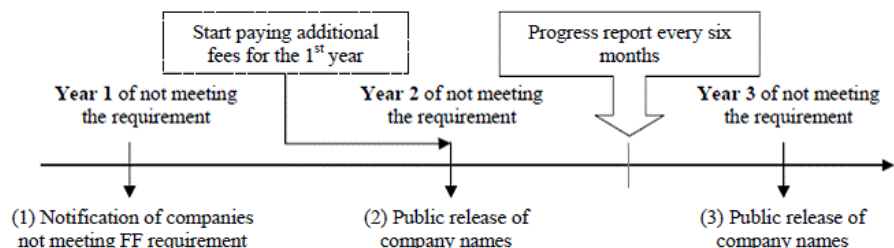
- ข่าว: การทำ tender offer หุ้น BAY ส่งผลทำให้ BTMU ได้ถือครองหุ้น BAY 72% BAY แจ้งตลาดหลักทรัพย์ฯ ว่า ธนาคารแห่งประเทศไทย-มิตซูบิชิ ยูเอฟเจ จำกัด (BTMU) เข้าซื้อหุ้นสามัญของ BAY ได้สำเร็จ 72.01% ผ่านการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ BAY โดยสมัครใจ (Voluntary Tender Offer: VTO) ซึ่งดำเนินการเสร็จเมื่อวันที่ 13 ธ.ค. 2556
- แต่งตั้ง CEO คนใหม่ นอกจากนี้ BAY ก็ประกาศแต่งตั้งนายโนริอากิ โกโตะ ให้ดำรงตำแหน่งประธานเจ้าหน้าที่บริหาร โดยผลตั้งแต่วันที่ 2 ม.ค. 57 รวมทั้งได้เปลี่ยนแปลงตำแหน่งของนางเจนิส แร แวน เอ็กเคอเรเน จากประธานเจ้าหน้าที่บริหาร ให้เป็นรองประธานเจ้าหน้าที่บริหาร นอกจากนี้ยังมีการนำกรรมการจาก BTMU มาแทนที่กรรมการธนาคาร 4 รายด้วย
- ROE จะลดลงในระยะสั้นหลังขายหุ้นให้ BTMU ขั้นตอนต่อไปคือการควบรวมกิจการกับสาขากรุงเทพฯ ของ BTMU ซึ่งเราคาดว่าจะส่งผลทำให้ ROE ของ BAY ปรับตัวลดลงจาก 15-16% สู่ ~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 5.71 แสนล้านบาท (คิดเป็น 50% ของสินทรัพย์ทั้งหมดของ BAY) และเงินให้สินเชื่อ 2.18 แสนล้านบาท (~24% ของเงินให้สินเชื่อทั้งหมดของ BAY) ณ เดือน ต.ค. 2556 ทั้งนี้เมื่อเทียบกับปีบัญชี 2555 (สิ้นสุดเดือน มี.ค. 2556) สาขากรุงเทพฯ ของ BTMU มีส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิอยู่ที่ ~2% ต่ำกว่าระดับ 4.2% ของ BAY อย่างมาก เนื่องจากสาขากรุงเทพฯ ของ BTMU ปลอยสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่ที่มีความเสี่ยงต่ำและมีสินทรัพย์ระหว่างธนาคารในสัดส่วนสูง สาขากรุงเทพฯ ของ BTMU มีกำไรสุทธิ 4.2 พันล้านบาทในปีบัญชี 2555 คิดเป็น 28% ของประมาณการกำไรสุทธิปี 2556 ที่เราคาดการณ์ไว้สำหรับ BAY

Figure 1: Preliminary forecast

	Current			Post BTMU deal		
	2013F	2014F	2015F	2013F	2014F	2015F
Net profit (Bt mn)	14,786	18,585	21,035	14,786	23,088	25,987
Equities (Bt mn)	123,891	137,617	153,076	123,891	196,117	211,576
No. of shares (mn)	6,074	6,074	6,074	6,074	7,574	7,574
ROE	12%	14%	14%	12%	14%	13%

Source: SCBS Investment Research

- Free float 3% ตระกูลรัตนรักษ์ยังคงถือหุ้น 25% ใน BAY ส่งผลทำให้ปริมาณหุ้น free float ของ BAY มีเพียง 3% ซึ่งต่ำกว่าเกณฑ์ขั้นต่ำที่ ธปท.กำหนด แต่ยังได้รับการยกเว้น 3 ปีสำหรับการมีปริมาณหุ้น free float ไม่ถึงเกณฑ์ขั้นต่ำที่กำหนด BAY ไม่มีแผนเพิ่มทุนนอกจากตลาด



Forecasts and valuation

FY Dec	Unit	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Pre-provision profit	(Bt mn)	21,478	26,010	29,714	31,170	33,580
Net profit	(Bt mn)	9,264	14,626	14,786	18,585	21,035
PPP/Sh	(Bt)	3.54	4.28	4.89	5.13	5.53
EPS	(Bt)	1.53	2.41	2.43	3.06	3.46
BVPS	(Bt)	16.87	18.66	20.40	22.66	25.20
DPS	(Bt)	0.70	0.80	0.80	0.92	1.04
PER	(x)	24.26	15.37	15.20	12.09	10.68
P/PPP	(x)	10.46	8.64	7.56	7.21	6.69
EPS growth	(%)	5.35	57.87	1.10	25.69	13.18
PBV	(x)	2.19	1.98	1.81	1.63	1.47
ROE	(%)	9.20	13.55	12.47	14.21	14.47
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	74,045	79,479
Interest expense	18,963	24,687	26,379	27,079	29,510
Net interest income	37,465	39,953	43,954	46,966	49,969
Non-interest income	17,807	21,058	23,291	25,317	28,241
Non-interest expenses	27,477	30,798	33,976	36,661	39,629
Earnings before tax & provision	27,795	30,213	33,270	35,622	38,581
Tax	6,310	4,337	3,668	4,608	5,207
Equities & minority interest	7	(134)	(113)	(155)	(206)
Core pre-provision profit	21,478	26,010	29,714	31,170	33,580
Provision	12,214	11,385	14,928	12,584	12,546
Core net profit	9,264	14,626	14,786	18,585	21,035
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	9,264	14,626	14,786	18,585	21,035
EPS (Bt)	1.53	2.41	2.43	3.06	3.46
DPS (Bt)	0.70	0.80	0.80	0.92	1.04

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13
Interest & dividend income	16,512	16,698	16,918	17,446	18,078
Interest expense	6,292	6,398	6,316	6,453	6,832
Net interest income	10,220	10,300	10,602	10,993	11,246
Non-interest income	5,171	5,754	5,764	6,443	5,283
Non-interest expenses	7,727	8,419	8,312	7,631	8,475
Earnings before tax & provision	7,664	7,636	8,053	9,805	8,055
Tax	1,146	1,030	967	860	1,126
Equities & minority interest	(9)	(47)	(40)	(1)	(13)
Core pre-provision profit	6,527	6,653	7,126	8,946	6,942
Provision	2,785	2,898	3,081	5,908	3,148
Core net profit	3,742	3,755	4,045	3,039	3,794
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	3,742	3,755	4,045	3,039	3,794
EPS (Bt)	0.62	0.62	0.67	0.50	0.62

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2011	2012F	2013F	2014F	2015F
Cash	25,165	25,079	26,106	26,814	27,345
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	968,038	1,045,481
Accrued interest receivable	1,859	2,257	2,257	2,257	2,257
Loan loss reserve	31,279	31,029	45,957	58,541	71,087
Net loans	690,087	801,236	861,009	911,754	976,651
Total assets	947,797	1,071,965	1,151,879	1,220,960	1,308,181
Deposits	560,540	687,159	758,280	813,635	885,397
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	1,027,824	1,083,179	1,154,941
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	123,891	137,617	153,076
BVPS (Bt)	16.87	18.66	20.40	22.66	25.20

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13
Cash	22,075	25,079	24,137	24,486	23,818
Interbank assets	83,617	79,390	99,337	109,446	88,003
Investments	91,596	79,249	82,393	78,604	84,486
Gross loans	783,895	830,008	837,237	864,341	889,207
Accrued interest receivable	2,110	2,257	2,341	2,359	2,465
Loan loss reserve	31,497	31,029	32,247	34,505	35,654
Net loans	754,508	801,236	807,331	832,195	856,018
Total assets	1,040,424	1,071,965	1,102,777	1,130,156	1,145,167
Deposits	672,324	687,159	702,449	731,731	736,439
Interbank liabilities	44,749	48,821	62,193	53,002	63,501
Borrowings	144,979	154,629	143,668	159,558	151,862
Total liabilities	931,145	958,479	985,083	1,010,533	1,024,582
Minority interest	163	164	190	228	260
Paid-up capital	60,741	60,741	60,741	60,741	60,741
Total Equities	109,116	113,322	117,504	119,394	120,325
BVPS (Bt)	17.96	18.66	19.35	19.66	19.81

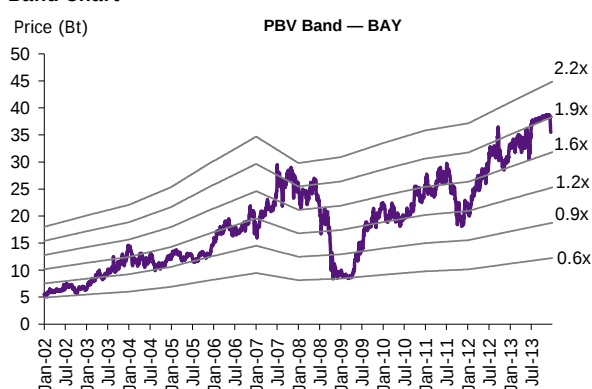
Key Assumptions and Financial Ratios

	2011	2012F	2013F	2014F	2015F
Growth					
YoY loan growth	10.87	15.36	9.00	7.00	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	6.52	6.49
Cost on int-bear'g liab (%)	2.51	2.93	2.85	2.74	2.80
Spread (%)	4.17	3.91	3.86	3.78	3.68
Net interest margin(%)	4.43	4.23	4.19	4.13	4.08
ROE (%)	9.20	13.55	12.47	14.21	14.47
Asset Quality					
NPLs/Total Loans(%)	4.11	2.57	2.81	3.09	3.33
LLR/NPLs(%)	105.90	145.73	180.93	195.64	204.49
Provision expense/Total loans (%)	1.70	1.37	1.65	1.30	1.20
Liquidity					
Loans/Deposits & borrowings (%)	93.59	98.60	99.10	99.98	100.52
Efficiency					
Cost to income ratio (%)	50.46	51.15	50.92	51.09	51.01
Capital Fund					
Capital adequacy ratio(%)	16.28	16.94	17.21	17.14	16.91
Tier-1(%)	11.85	10.94	11.61	11.84	11.94
Tier-2(%)	4.44	6.00	5.59	5.31	4.97

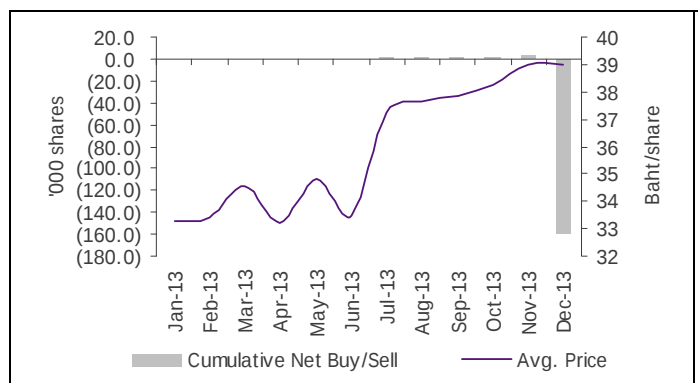
Financial Ratios

	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13
YoY loan growth	12.45	15.36	12.84	14.09	13.43
YoY fee & insurance income growth	17.41	24.96	25.60	12.24	11.18
Yield on earn'g assets (%)	6.79	6.74	6.63	6.64	6.72
Cost on int-bear'g liab (%)	2.93	2.92	2.81	2.79	2.88
Net interest margin(%)	4.20	4.16	4.16	4.18	4.18
Cost to income ratio (%)	50.21	52.44	50.79	43.76	51.27
NPLs/Total Loans(%)	2.87	2.57	2.62	2.64	2.82
LLR/NPLs(%)	140.20	145.73	147.23	151.23	142.09
Provision expense/Total loans (%)	1.42	1.40	1.47	2.73	1.42

PBV Band Chart

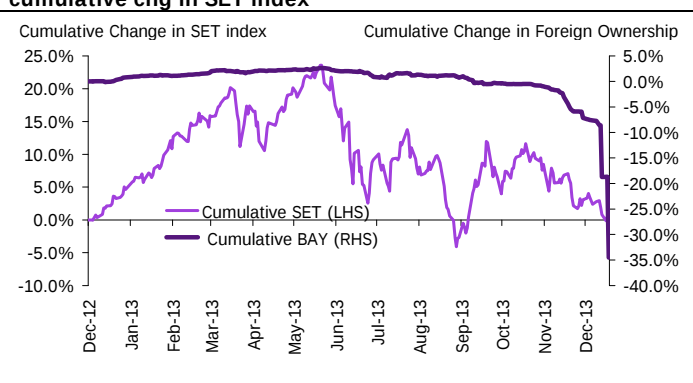


12-Month Cumulative directors trade



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”) ทำหน้าที่เป็นผู้ออกใบสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) ในหุ้นสามัญของ ADVANC, BANPU, BAY, BBL, BCP, BEC, BGH, BJC, BTS, CENTEL, CK, DTAC, GLOBAL, HMPRO, INTUCH, IVL, JAS, KBANK, KKP, KTB, PS, PTT, PTTEP, PTTGC, SCC, TCAP, THAI, TISCO, TMB, TOP, TRUE

นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวอย่างรอบคอบก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ ความเห็น ชั่ว บกวิจย บกวิเคราะห์ 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 นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบร่วมกับข้อมูลและความคิดเห็นอื่น ๆ รวมทั้งพิจารณาตนเองในการตัดสินใจลงทุน โดยข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ได้รับมาจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ ซึ่ง SCBS ไม่สามารถรับรองถึงความถูกต้อง ความสมบูรณ์ และ/หรือ ความครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าวได้

SCBS ลงนามสิทธิในการใช้ข้อมูลเฉพาะเพื่อผู้เกี่ยวข้องในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว ทั้งนี้ เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้เฉพาะบุคคลตามที่กำหนดไว้เท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พินิจซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์เชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใด ๆ เว้นแต่จะได้รับความยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

CG Rating 2012	Companies with CG Rating under SCBS's Coverage
★★★★	ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BBL, BCP, BEC, BMCL, BTS, CSL, DRT, EGCO, ERW, HEMRAJ, IRPC, KBANK, KKP, KTB, LPN, MCOT, PS, PSL, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, SAMART, SAMTEL, SAT, SCB, SCC, SIM, THAI, TISCO, TMB, TOP, TTA
★★★★	ANATA, AP, ASP, BEC, BH, BIG, CENTEL, CK, CPALL, CPF, DCC, DELTA, DTAC, ESSO, GPPT, GLOW, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, ITD, IVL, KCE, LH, MAKRO, MBKET, MINT, OISHI, PM, SCC, SMT, SPALI, STANLY, STEG, SVI, TCAP, THEOM, THRE, TICON, TRUE, TTW, TUF, UAC
★★★★	AEON'S, AGE, AH, BJA, CCEIT, JMART, KTC, LHBANK, MAJOR, RCL, ROJNA, SIRI, TPPL
N/A	AAV, BCH, BGH, CPNRF, EA, 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.

