

NEUTRAL

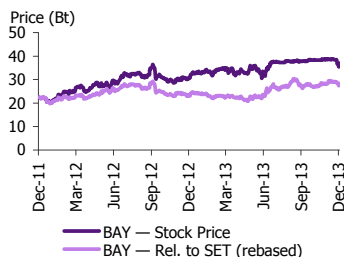
Undervalued แต่ยังมีความเสี่ยง

Stock Data

Last close (Dec 20) (Bt)	36.00
12-m target price (Bt)	39.00
Upside (Downside) to TP (%)	8.33
Mkt cap (Btbn)	218.67
Mkt cap (US\$mn)	6,710

Bloomberg code	BAY TB
Reuters code	BAY.BK
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	1.85
Sector % SET	16.92
Shares issued (mn)	6,074
Par value (Bt)	10
12-m high / low (Bt)	38.8 / 28.5
Avg. daily 6m (US\$mn)	23.61
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	-7.1	-5.3	12.5
Relative to SET	-4.8	1.4	15.1

Source: SET, SCBS Investment Research

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

0-2949-1003

kittima.sattayapan@scb.co.th

■ **ประมาณการผลการดำเนินงานไตรมาส 4/56** คาดว่าอัตราการขยายตัวของสินเชื่อของปี 2556 จะประมาณ 11% (เทียบกับ 8.7% YTD ในช่วง 11 เดือนแรก) ต่ำกว่าเป้าที่ธนาคารตั้งไว้ที่ 12% อัตราการเติบโตของสินเชื่อในไตรมาส 4/56 ส่วนใหญ่มาจากสินเชื่อธุรกิจรายใหญ่ ในขณะที่สินเชื่อรถยนต์ลดลงเล็กน้อย ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยลดลง QoQ รายได้ค่าธรรมเนียมในปี 2556 เติบโต 14-15% เป็นไปตามเป้า อัตราส่วน Cost to income ratio อยู่ที่ประมาณ ~49% ในปี 2556 แยกว่าเป้าที่ 48% ค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญยังคงอยู่ในระดับระมัดระวัง NPLs คาดว่าจะทรงๆ หรือลดลงเล็กน้อย QoQ เพราะมีการขาย NPL จำนวน 1.5 พันล้านบาท เราคิดว่ากำไรสุทธิในไตรมาส 4/56 จะเพิ่มขึ้น 4% YoY และ 3% QoQ rise in 4Q13 มาอยู่ที่ 3.9 พันล้านบาท

■ **เป้าหมายเบื้องต้นของปี 2557** ธนาคารตั้งเป้าอัตราการขยายตัวของสินเชื่อที่ 9% เทียบกับที่ธนาคารคาดการณ์ของกลุ่มธนาคารที่ 8-9% เราเชื่อเป้าที่ธนาคารตั้งสูงเกินไป เราคงประมาณการของเราที่ 7% คาดว่าส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยลดลงในปี 2557 รายได้ค่าธรรมเนียมในปี 2557 ตั้งเป้าที่จะเติบโตประมาณ 10-12%

■ **ROE จะลดลงในระยะสั้นหลังขายหุ้นให้ BTMU** ขั้นตอนต่อไปคือการควบรวมกิจการกับสาขากรุงเทพฯ ของ BTMU ซึ่งเราคาดว่าส่งผลทำให้ ROE ของ BAY ปรับตัวลดลงจาก 15-16% สู่ ~13% เป็นเวลาอย่างน้อย 1-2 ปี อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าประโยชน์จากการผนึกพลังทางธุรกิจร่วมกับ BTMU จะมากขึ้นพอชดเชยผลกระทบจาก dilution effect ในระยะยาว ธนาคารมีแผนที่จะออกหุ้นเพิ่มทุนไม่เกิน 1,500 ล้านหุ้น เสนอขายในราคาหุ้นละ 39 บาท เพื่อรองรับการรวมกิจการ ในเบื้องต้นผู้บริหารคาดว่าจะออกหุ้นเพิ่มทุนแค่ 1,100 ล้านหุ้น ก็เพียงพอ จำนวนมากกว่าหุ้นจำนวน 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 ปลดปล่อยสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่ที่มีความเสี่ยงต่ำและมีสินทรัพย์ระหว่างธนาคารในสัดส่วนสูง สาขากรุงเทพฯ ของ BTMU มีกำไรสุทธิ 4.2 พันล้านบาทในปีบัญชี 2555 คิดเป็น 28% ของประมาณการกำไรสุทธิปี 2556 ที่เราคาดการณ์ไว้สำหรับ BAY

■ **ไม่ต้อง de-list** หลัง Tender Offer โครงสร้างผู้ถือหุ้นของ BAY ประกอบด้วย BTMU 72.01% กลุ่มรัตนรักษ์ 25% และผู้ถือหุ้นรายย่อย 3% อย่างไรก็ตาม BAY ไม่น่าจะเข้าข่ายที่จะถูก De-list เนื่องจากการถือหุ้นของกลุ่มรัตนรักษ์ค่อนข้างกระจาย และตลาดหลักทรัพย์ยังมีการผ่อนผันให้ 3 ปี

■ **คงคำแนะนำ Neutral** คงคำแนะนำ Neutral ที่ราคาเป้าหมาย 39 บาท (1.8 x ค่าเฉลี่ยของ BVPS ปี 2556 และ 2557) ราคาปัจจุบันของ BAY ต่ำกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐานเล็กน้อย แต่ยังมีความเสี่ยงจากการที่เศรษฐกิจจะโตต่ำกว่าคาด อันเป็นผลจากความไม่แน่นอนทางการเมือง

Forecasts and valuation

FY Dec	Unit	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Pre-provision profit	(Bt mn)	21,478	26,010	30,153	31,300	33,560
Net profit	(Bt mn)	9,264	14,626	14,790	18,542	20,842
PPP/Sh	(Bt)	3.54	4.28	4.96	5.15	5.53
EPS	(Bt)	1.53	2.41	2.43	3.05	3.43
BVPS	(Bt)	16.87	18.66	20.40	22.65	25.17
DPS	(Bt)	0.70	0.80	0.80	0.92	1.03
PER	(x)	23.60	14.95	14.78	11.79	10.49
P/PPP	(x)	10.18	8.41	7.25	6.99	6.52
EPS growth	(%)	5.35	57.87	1.13	25.37	12.40
PBV	(x)	2.13	1.93	1.76	1.59	1.43
ROE	(%)	9.20	13.55	12.47	14.18	14.35
Dividend yields	(%)	1.94	2.22	2.22	2.54	2.86

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	71,163	75,453	81,418
Interest expense	18,963	24,687	26,715	28,114	30,719
Net interest income	37,465	39,953	44,449	47,339	50,699
Non-interest income	17,807	21,058	23,320	24,899	27,257
Non-interest expenses	27,477	30,798	33,802	36,472	39,419
Earnings before tax & provision	27,795	30,213	33,967	35,766	38,538
Tax	6,310	4,337	3,907	4,602	5,164
Equities & minority interest	7	(134)	(93)	(135)	(186)
Core pre-provision profit	21,478	26,010	30,153	31,300	33,560
Provision	12,214	11,385	15,362	12,758	12,718
Core net profit	9,264	14,626	14,790	18,542	20,842
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	9,264	14,626	14,790	18,542	20,842
EPS (Bt)	1.53	2.41	2.43	3.05	3.43
DPS (Bt)	0.70	0.80	0.80	0.92	1.03

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2011	2012F	2013F	2014F	2014F
Cash	25,165	25,079	26,089	27,097	27,875
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	917,159	981,360	1,059,869
Accrued interest receivable	1,859	2,257	2,257	2,257	2,257
Loan loss reserve	31,279	31,029	42,391	52,696	62,764
Net loans	690,087	801,236	877,024	930,921	999,361
Total assets	947,797	1,071,965	1,167,878	1,240,410	1,331,421
Deposits	560,540	687,159	769,275	828,124	903,856
Interbank liabilities	23,741	48,821	48,821	48,821	48,821
Borrowings	208,263	154,629	159,629	159,629	159,629
Total liabilities	845,102	958,479	1,043,819	1,102,668	1,178,400
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	123,895	137,578	152,857
BVPS (Bt)	16.87	18.66	20.40	22.65	25.17

Key Assumptions and Financial Ratios

	2011	2012F	2013F	2014F	2014F
Growth					
YoY loan growth	10.87	15.36	10.50	7.00	8.00
YoY fee & insurance income growth	7.02	18.06	15.00	12.00	12.00
Profitability					
Yield on earn'g assets (%)	6.68	6.84	6.74	6.57	6.57
Cost on int-bear'g liab (%)	2.51	2.93	2.86	2.79	2.86
Spread (%)	4.17	3.91	3.88	3.78	3.71
Net interest margin(%)	4.43	4.23	4.21	4.12	4.09
ROE (%)	9.20	13.55	12.47	14.18	14.35
Asset Quality					
NPLs/Total Loans(%)	4.11	2.57	2.74	2.74	2.74
LLR/NPLs(%)	105.90	145.73	168.94	196.27	216.46
Provision expense/Total loans (%)	1.70	1.37	1.68	1.30	1.20
Liquidity					
Loans/Deposits & borrowings (%)	93.59	98.60	98.74	99.35	99.66
Efficiency					
Cost to income ratio (%)	50.46	51.15	50.40	50.98	51.02
Capital Fund					
Capital adequacy ratio(%)	16.28	16.94	16.96	16.84	16.57
Tier-1(%)	11.85	10.94	11.45	11.63	11.70
Tier-2(%)	4.44	6.00	5.51	5.22	4.87

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

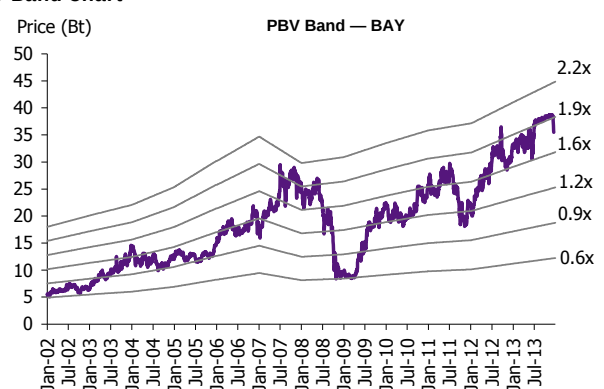
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	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

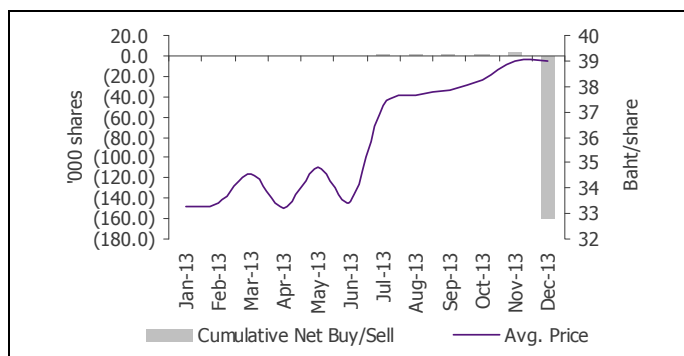
Financial Ratios

	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

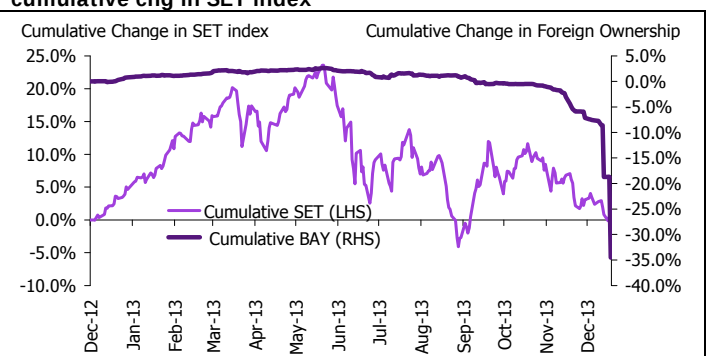


12-Month Cumulative directors trade



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”) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (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 เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก 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, MCOI, 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, DISH, PM, SCC, SMT, SPALI, STANLY, STEG, SVI, TCAP, THEOM, THRE, TICON, TRUE, TTW, TUF, UAC
★★★	AEON'S, AGE, AH, BJA, CCEI, 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.

