

## BUY

**TP: Bt45.00**

**Closing price: Bt38.50**

**Upside/downside: +16.9%**

<b>Sector</b>	<b>Banking</b>
<b>Paid-up shares (shares mn)</b>	<b>7,356</b>
<b>Market capitalization (Bt mn)</b>	<b>283,197</b>
<b>Free float (%)</b>	<b>23.11</b>
<b>12-mth daily avg. turnover (Bt mn)</b>	<b>15.96</b>
<b>12-mth trading range (Bt)</b>	<b>46.50/36.75</b>

<b>Major shareholders (%)</b>	
The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ	76.9

### Financial highlights

	2017	2018	2019E	2020E
Revenue (Btmn)	100,480	109,579	115,397	124,302
Net profit (Btmn)	23,209	24,813	26,730	28,735
EPS (Bt)	3.2	3.4	3.6	3.9
EPS growth (%)	8.4	6.9	7.7	7.5
P/E (x)	12.2	11.4	10.6	9.9
BVPS (Bt)	30.6	33.0	35.8	38.8
P/BV (x)	1.3	1.2	1.1	1.0
DPS (Bt)	0.85	0.85	0.85	0.85
Div. yield (%)	2.2	2.2	2.2	2.2
ROE (%)	10.7	10.6	10.6	10.5

Source: SETSMART, AWS

Rating	CGR 2018	Thai CAC
<b>BAY</b>		Certified

### Thailand Research Department

Ms. Veeraya Rattanaworati

License No. 86645

Tel: 02 680 5042

### การเติบโตของสินเชื่อและคุณภาพสินทรัพย์ยังคง Healthy

- ▶ งานประชุมนักวิเคราะห์วันที่ 5 กุมภาพันธ์ 2562
- ▶ สินเชื่อและคุณภาพสินทรัพย์ยังคง Healthy โดย BAY ตั้งเป้าสินเชื่อปี 2562 เติบโตต่อเนื่องที่ 6-8% ขณะที่ระดับสำรองในปัจจุบันคาดเพียงพอแล้วสำหรับ IFRS 9
- ▶ รายได้ที่ไม่ใช่ดอกเบี้ยคาดว่าจะเติบโตในระดับค่อนข้างดีที่ 3-5%
- ▶ คงประมาณการกำไรสุทธิปี 2562 ใกล้เคียงเดิมที่ 2.67 หมื่นล้านบาท
- ▶ คงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมาย 45 บาท

### การเติบโตของสินเชื่อและคุณภาพสินทรัพย์ยังคง Healthy

BAY ตั้งเป้าสินเชื่อสุทธิปี 2562 เติบโต 6-8% หนุนโดยการขยายตัวในทุกกลุ่มเป็นไปตามเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวแบบวงกว้างมากขึ้น การลงทุนภาคเอกชนที่ดีขึ้น และ Sentiment เจริญจากจากการเลือกตั้ง โดยธนาคารตั้งเป้าสินเชื่อบริษัทขนาดใหญ่ขยายตัว 5-6% หลักๆ หนุนโดยสินเชื่อบริษัทญี่ปุ่น และบริษัทข้ามชาติ สินเชื่อ SME เติบโต 3-5% และสินเชื่อรายย่อย 8-10% นอกจากนี้ ธนาคารคาดว่าจะลดส่วนต่างดอกเบี้ยสุทธิ (NIM) ที่ 3.4-3.6% ซึ่งอ่อนตัวลงจากปีก่อนที่ 3.81% ส่วนหนึ่งเป็นผลจากสินเชื่อบริษัทขนาดใหญ่ที่เติบโตมากขึ้น ด้านคุณภาพสินทรัพย์คาดว่าจะดี Healthy เช่นกัน โดย BAY ประเมินการอัตราส่วนสินเชื่อต่อคุณภาพต่อสินเชื่อรวม (NPL ratio) จะคงอยู่ในระดับต่ำกว่า 2.5% และคาดว่าจะลดการตั้งสำรองต่อสินเชื่อเฉลี่ย (Credit cost) ที่ 140-150bps เป็นผลจากนโยบายควบคุมสินเชื่อที่มีประสิทธิภาพ อีกทั้ง ผู้บริหารยืนยันว่าระดับอัตราส่วนค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อต่อคุณภาพ (Coverage ratio) ที่ 160.8% (ณ สิ้นปี 2561) ค่อนข้างเพียงพอแล้วสำหรับ IFRS 9 ทำให้แรงกดดันในการตั้งสำรองปีนี้ลดลง

### รายได้ที่ไม่ใช่ดอกเบี้ยคาดว่าจะเติบโตในระดับดี

รายได้ที่ไม่ใช่ดอกเบี้ยปี 2562 คาดเติบโตในอัตราชะลอตัวลงที่ 3-5% เทียบกับปี 2561 ที่ 7% กดดันโดย Market conduct และประเด็นด้านกฎเกณฑ์ เช่น เกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจประกัน รวมถึงเกณฑ์การทวงถามหนี้ในกลุ่มสินเชื่อ Consumer อย่างไรก็ตาม เรายังคงว่าระดับการเติบโตดังกล่าวถือว่าค่อนข้างดีเมื่อเทียบกับอุตสาหกรรม หนุนโดยผลกระทบการยกเว้นค่าธรรมเนียมธุรกรรมดิจิทัลที่ไม่มากนัก และการร่วมมือกับ MUFG ทำให้ช่วยเพิ่มโอกาสการเติบโตรายได้อื่นๆ เช่น ธุรกิจการค้าและปริวรรตเงินตราต่างประเทศ เป็นต้น

### คงประมาณการกำไรสุทธิปี 2562 ใกล้เคียงเดิม

เราคงสมมติฐานการเติบโตสินเชื่อสุทธิปี 2562 ที่ 8% นอกจากนี้ เราปรับ NIM ลง 5bps เป็นราว 3.7% แต่ยังคงสูงกว่าเป้าหมาย BAY เนื่องจากเราคาดว่าสินเชื่อรายย่อยที่แข็งแกร่งต่อเนื่องและสินเชื่อ SME ที่ฟื้นตัวจะช่วยหนุนอัตราผลตอบแทน ขณะที่เรายังคงว่าแรงกดดันในการเร่งเพิ่มฐานเงินฝากยังไม่มากนักด้วยสภาพคล่องที่เพียงพอ นอกเหนือจากนั้นแล้ว เราปรับลดการเติบโตรายได้ที่ไม่ใช่ดอกเบี้ยเล็กน้อยเป็น 5% จาก 6% อย่างไรก็ตาม จาก Coverage ratio ของธนาคารที่ค่อนข้างสูง ทำให้เราปรับ Credit cost ลง 5bps เป็น 150bps โดยรวมแล้ว เราคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2562 ใกล้เคียงเดิมที่ 2.67 หมื่นล้านบาท

### คงคำแนะนำ "ซื้อ"

เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมาย 45 บาท คำนวณจากประมาณการ PBV ที่ 1.25 เท่า (Gordon Growth Model) พื้นฐานที่แข็งแกร่งขึ้น โดยเฉพาะสินเชื่อที่เติบโตดีต่อเนื่อง และการจัดการคุณภาพสินทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพ ทำให้หุ้น BAY ดูน่าสนใจ ซึ่งพื้นฐานที่ปรับตัวดีขึ้นดังกล่าวเป็นผลจาก Synergy กับ MUFG นอกเหนือจากนั้นแล้ว ประมาณการของเราอาจมีข้อผิดพลาดเพิ่มเติมจากการบันทึกกำไรจากการขายหุ้นบริษัท เงินติดล้อ จำกัด ซึ่งคาดว่าจะบันทึกกำไรไตรมาส 1/62 นี้

**Figure 1: BAY's FY19 financial targets**

	2019 Targets
Loan growth (net)	6-8%
Loan mix: Retail	~ 50%
Net interest margin (NIM)	3.4-3.6%
Non-interest income growth	3-5%
Cost to income ratio	< 50%
Provisions	140-150 bps
NPL ratio	< 2.5%
Loan loss coverage ratio	140-150%

Source: Company data

**Income Statement (Btmn)**

Year to 31 Dec	2016	2017	2018	2019E	2020E
Interest income	85,925	94,998	107,132	117,176	131,002
Interest expense	(23,948)	(26,463)	(31,803)	(37,742)	(44,462)
<b>Net interest income</b>	<b>61,977</b>	<b>68,535</b>	<b>75,328</b>	<b>79,433</b>	<b>86,540</b>
Non-interest income	29,510	31,945	34,251	35,963	37,762
<b>Net operating income</b>	<b>91,487</b>	<b>100,480</b>	<b>109,579</b>	<b>115,397</b>	<b>124,302</b>
Non-interest expense	(43,080)	(48,210)	(51,741)	(55,390)	(59,665)
<b>Pre-provision profit</b>	<b>48,407</b>	<b>52,270</b>	<b>57,839</b>	<b>60,006</b>	<b>64,637</b>
Provision expense	(21,315)	(22,970)	(26,180)	(26,083)	(28,170)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>27,092</b>	<b>29,300</b>	<b>31,658</b>	<b>33,923</b>	<b>36,467</b>
Corporate tax	(5,409)	(5,739)	(6,467)	(6,785)	(7,293)
Minority interest	(280)	(351)	(379)	(408)	(438)
<b>Net profit</b>	<b>21,404</b>	<b>23,209</b>	<b>24,813</b>	<b>26,730</b>	<b>28,735</b>
<b>EPS (Bt)</b>	<b>2.91</b>	<b>3.16</b>	<b>3.37</b>	<b>3.63</b>	<b>3.91</b>

**Statement of Financial Position (Btmn)**

Year to 31 Dec	2016	2017	2018	2019E	2020E
Cash	36,142	38,244	34,679	37,933	40,867
Interbank & money market items	200,283	330,797	245,553	279,601	283,810
Investments	133,701	86,157	137,369	110,812	132,824
Net loans	1,403,285	1,498,845	1,614,984	1,745,179	1,882,713
Properties foreclosed	4,256	3,685	3,478	3,304	3,139
Net premises and equipment	25,221	26,401	26,239	27,551	28,928
Other assets	80,299	104,642	111,319	120,208	129,807
<b>Total assets</b>	<b>1,883,188</b>	<b>2,088,772</b>	<b>2,173,622</b>	<b>2,324,588</b>	<b>2,502,088</b>
Deposits	1,108,288	1,319,229	1,426,348	1,535,931	1,658,805
Interbank & money market items	314,400	279,721	244,097	255,041	265,243
Liabilities payable on demand	4,177	6,296	5,991	6,470	6,988
Debts issued and borrowings	160,326	142,866	155,650	157,181	169,755
Other liabilities	87,230	114,673	97,818	105,361	113,772
<b>Total liabilities</b>	<b>1,674,420</b>	<b>1,862,785</b>	<b>1,929,904</b>	<b>2,059,984</b>	<b>2,214,563</b>
Paid-up capital	73,558	73,558	73,558	73,558	73,558
Capital surplus	52,879	52,879	52,879	52,879	52,879
Other components	4,063	3,497	2,151	2,151	2,151
Retained earnings	77,680	95,198	114,050	134,528	157,011
Total equity of the company	208,179	225,131	242,637	263,115	285,598
Minority interest	589	857	1,081	1,489	1,927
<b>Total equity</b>	<b>208,768</b>	<b>225,987</b>	<b>243,718</b>	<b>264,604</b>	<b>287,525</b>






**Income Statement (Btmn)**

<b>Year to 31 Dec</b>	<b>4Q17</b>	<b>1Q18</b>	<b>2Q18</b>	<b>3Q18</b>	<b>4Q18</b>
Interest income	24,837	25,525	26,365	27,151	28,091
Interest expense	(7,070)	(7,502)	(7,877)	(8,068)	(8,356)
<b>Net interest income</b>	<b>17,767</b>	<b>18,022</b>	<b>18,488</b>	<b>19,083</b>	<b>19,735</b>
Non-interest income	8,636	8,864	8,428	8,210	8,749
<b>Net operating income</b>	<b>26,404</b>	<b>26,887</b>	<b>26,916</b>	<b>27,293</b>	<b>28,484</b>
Non-interest expense	(13,133)	(12,399)	(12,578)	(12,888)	(13,876)
<b>Pre-provision profit</b>	<b>13,271</b>	<b>14,488</b>	<b>14,338</b>	<b>14,405</b>	<b>14,608</b>
Provision expense	(6,110)	(6,683)	(6,404)	(6,303)	(6,790)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>7,161</b>	<b>7,805</b>	<b>7,934</b>	<b>8,102</b>	<b>7,818</b>
Corporate tax	(1,395)	(1,516)	(1,551)	(1,783)	(1,617)
Minority interest	(87)	(74)	(110)	(105)	(90)
<b>Net profit</b>	<b>5,679</b>	<b>6,215</b>	<b>6,273</b>	<b>6,215</b>	<b>6,110</b>
<b>EPS (Bt)</b>	<b>0.77</b>	<b>0.84</b>	<b>0.85</b>	<b>0.84</b>	<b>0.83</b>

**Key Financial Ratios**

<b>Year to 31 Dec</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
Gross loans growth (%)	11.2	7.0	7.8	8.0	8.0
Net interest income growth (%)	10.0	10.6	9.9	5.4	8.9
Non-net interest income growth (%)	11.7	8.3	7.2	5.0	5.0
Pre-provision profit growth (%)	10.5	8.0	10.7	3.7	7.7
Net profit growth (%)	14.9	8.4	6.9	7.7	7.5
NIM (%)	3.7	3.7	3.8	3.7	3.8
Cost to income (%)	47.1	48.0	47.2	48.0	48.0
Credit cost (bps)	154.9	153.2	162.5	150.0	150.0
ROA (%)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
ROE (%)	10.7	10.7	10.6	10.6	10.5
EPS (Bt)	2.9	3.2	3.4	3.6	3.9
BVPS (Bt)	28.3	30.6	33.0	35.8	38.8
DPS (Bt)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
Gross NPL ratio (%)	2.2	2.1	2.1	2.2	2.1
Coverage (%)	143.3	148.4	160.8	167.7	176.7
Tier 1 capital (%)	11.8	12.0	11.6	12.6	12.7
CAR (%)	14.2	15.7	15.1	16.6	17.5
Loans to deposits (%)	130.7	117.5	117.2	117.6	117.6
P/E (x)	13.2	12.2	11.4	10.6	9.9
P/BV (x)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
Dividend yield (%)	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2

รายงานการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CGR)

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
90 – 100		ดีเลิศ
80 – 89		ดีมาก
70 – 79		ดี
60 – 69		ดีพอใช้
50 – 59		ผ่าน
Below 50	No logo given	N/A

รายงานการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CGR)

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจ และประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลให้ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมิได้มีการใช้ข้อมูลภายในในการประเมิน อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังจากวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย เวลท์ จำกัด มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

ข้อมูล Anti-Corruption Progress Indicator ของบริษัทจดทะเบียน

การเปิดเผยการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันกรมีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบาย และตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียนโดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามบริษัทจดทะเบียนได้ระบุในรูปแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งอ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี แบบ (56-1) รายงานประจำปี แบบ (56-2) หรือในเอกสารหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นบุคคลภายนอก โดยมีได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน

เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังจากวันดังกล่าว หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด