

## กระแสหลักทรัพย์

### ● BAY : มูลค่าไม่แพงแม้ว่าจะมี ROE ที่น่าประทับใจ

#### มุมมองของเรา

แม้แนวโน้มกำไรจะแย่ลง แต่ Valuation ยังดูน่าสนใจในระดับนี้ จากผลประกอบการที่ผ่านมาที่แข็งแกร่งของ BAY ซึ่งเป็นผลมาจากการลดต้นทุนสินค้าได้อย่างสม่ำเสมอ (แต่ไม่มากเกินไป) และการขยาย NIM ที่มากขึ้น หนุนด้วยการกระจายรายได้ที่หลากหลาย ขณะที่ธนาคารยังคงเน้นการปล่อยสินเชื่อผู้บริโภค แต่ BAY เพิ่งประกาศเป้าหมายที่จะขยายตัวไปทั่วอาเซียน และเราชอบที่ BAY ยังมีผลประกอบการที่ดีแม้ในช่วงที่เกิดโรคระบาด ซึ่งบ่งชี้ว่าธนาคารมีความยืดหยุ่นที่เหนือกว่าซึ่งจะช่วยลดความเสี่ยงได้

#### ปรับประมาณการ

เราตัดประมาณการปี FY23/24 ของ BAY ลง 5.6%/4.8% จากการตั้งเป้าหมายที่ระมัดระวังมากขึ้นจากฝ่ายบริหารเนื่องจากคาดว่า NIM จะขยายตัวเพียงเล็กน้อย การเติบโตของ non NII ที่ชะลอลง และต้นทุนเครดิตที่สูงขึ้นเล็กน้อย โดยปรับราคาเป้าหมายลดลงเหลือ 37 บาท (จาก 40 บาท) อย่างไรก็ตาม ราคาหุ้นปัจจุบันถือว่ายังไม่แพง และยังคงเรากำหนดคำแนะนำ “ซื้อ”

#### การประเมินมูลค่าและความเสี่ยงที่สำคัญ

เราใช้ GGM สำหรับราคาเป้าหมาย ซึ่งเราใช้ PBV ในปี 2023 ที่ 0.75 เท่า โดยสมมติว่า ROE อยู่ที่ 9.2% และ COE 10.6% Risk-free rate ที่ 2.6% และ Risk Premium 6.8% ความเสี่ยงที่สำคัญ ได้แก่ 1) คุณภาพสินทรัพย์แย่ลงหากเศรษฐกิจชะลอตัวมากกว่าที่คาดไว้ 2) การซื้อกิจการที่มีขนาดใหญ่เกินไป และ/หรือมีราคาแพง 3) การแข่งขันที่รุนแรงในกลุ่มสินเชื่อรถยนต์ส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรของธนาคาร ■

#### Forecasts and ratios

Year Ended December 31	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Operating income (THB m)	122,906	116,416	122,993	127,384	132,375
PPOP (THB m)	73,952	65,381	69,630	71,564	73,961
Net profit (Bt, m)	33,794	30,713	31,662	32,251	33,170
Net Profit (% chg from prev)	nm.	nm.	-5.6	-4.8	nm.
EPS (THB)	4.5	4.1	4.3	4.3	4.5
EPS (% YoY)	46.7	-9.1	3.1	1.9	2.8
EPS vs Cons (%)	na.	na.	-4.8	-6.8	na.
P/E (x)	7.7	7.4	6.7	6.6	6.4
P/BV (x)	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5
ROE (%)	11.1	9.3	8.9	8.5	8.2
DPS (THB)	0.5	1.0	1.0	1.0	1.1
Div yield (%)	1.4	3.2	3.4	3.4	3.8

Source: Company data, TISCO estimates

รายละเอียดเพิ่มเติม : สามารถอ่านรายงานฉบับเต็มได้ใน “Company Report” (ภาษาอังกฤษ)

สำนักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด

48/8 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ชั้น 5 ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทรศัพท์ : (66) 2633-6999 โทรสาร : (66) 2633-6490

Market Insight

E-mail : [tiscoresearch@tisco.co.th](mailto:tiscoresearch@tisco.co.th)

รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือข้อชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชนหรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทความ และ/หรือการคาดหมายทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

20 มีนาคม 2566

# กระแสหลักทรัพย์

Figure 21. Our forecast revision

Consolidated income statement (Bt mn)	Previous				Revised			%Chg		
	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
NII	83,778	89,362	91,708	n.a.	89,934	93,191	96,999	0.6	1.6	n.a.
Non-NII	32,638	34,420	35,638	n.a.	33,059	34,194	35,377	-4.0	-4.1	n.a.
Net operating income	116,416	123,782	127,346	n.a.	122,993	127,384	132,375	-0.6	0.0	n.a.
OPEX	51,035	53,863	56,164	n.a.	53,363	55,820	58,415	-0.9	-0.6	n.a.
PPOP	65,381	69,919	71,182	n.a.	69,630	71,564	73,961	-0.4	0.5	n.a.
Net profit	30,713	33,541	33,885	n.a.	31,662	32,251	33,170	-5.6	-4.8	n.a.
<b>Key ratio (%)</b>								<b>Chg (ppt)</b>		
Loan growth	3.1%	3.0%	3.0%	n.a.	4.0%	4.0%	4.0%	1.00	1.00	n.a.
NIM	3.35%	3.50%	3.48%	n.a.	3.43%	3.41%	3.40%	-0.08	-0.07	n.a.
CIR	43.8%	43.5%	44.1%	n.a.	43.4%	43.8%	44.1%	-0.13	-0.28	n.a.
Credit cost	1.39%	1.40%	1.40%	n.a.	1.50%	1.50%	1.50%	0.10	0.10	n.a.
NPL	2.68%	2.70%	2.60%	n.a.	2.80%	2.70%	2.60%	0.10	0.10	n.a.
ROE	9.3%	9.5%	8.9%	n.a.	9.0%	8.5%	8.2%	-0.50	-0.38	n.a.

Source: Company data, TISCO Research

Figure 22. Key full year assumption

Key full year assumptions	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
<b>Balance sheet</b>					
Loan growth	3%	3%	4%	4%	4%
Deposit growth	-3%	1%	4%	4%	4%
LDR	106%	108%	108%	108%	108%
LDR including borrowing	100%	102%	102%	103%	103%
<b>P/L growth</b>					
Net interest income growth	-4%	7%	7%	4%	4%
Fee income growth	-4%	1%	1%	2%	2%
Non-interest income growth	37%	-27%	1%	3%	3%
Total income growth	8%	-5%	6%	4%	4%
OPEX	1%	4%	5%	5%	5%
PPOP	13%	-12%	7%	3%	3%
Provision expenses	-14%	-16%	12%	4%	4%
Net profit growth	47%	-9%	3%	2%	3%
<b>Asset quality</b>					
Gross NPL (Bt mn)	47,448	53,875	56,767	56,929	57,013
Gross NPL ratio	2.43%	2.66%	2.80%	2.70%	2.60%
Credit cost	1.70%	1.39%	1.50%	1.50%	1.50%
<b>Profitability</b>					
ROE	11.2%	9.3%	9.0%	8.5%	8.2%
ROA	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.1%
Net interest margin	3.14%	3.35%	3.43%	3.41%	3.40%
Cost to income ratio	39.8%	43.8%	43.4%	43.8%	44.1%
Yields on earning assets	4.04%	4.24%	4.56%	4.49%	4.48%
Cost on interest-bearing liabilities	1.01%	1.01%	1.30%	1.25%	1.25%

Source: Company data, TISCO Research

รายละเอียดเพิ่มเติม : สามารถอ่านรายงานฉบับเต็มได้ใน “Company Report” (ภาษาอังกฤษ)

สำนักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด

48/8 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ชั้น 5 ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทรศัพท์ : (66) 2633-6999 โทรสาร : (66) 2633-6490

Market Insight

E-mail : [tiscoresearch@tisco.co.th](mailto:tiscoresearch@tisco.co.th)

รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชนหรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ยอมรับผิดต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

20 มีนาคม 2566