



Bank of Ayudhya PCL

BAY TB Outperform

Target Price Bt 37.00

Price (20/10/2022) Bt 31.50

Upside % 17.46

Valuation DDM

Sector Banking

Market Cap Btm 231,706

30-day avg turnover Btm 11.94

No. of shares on issue m 7,356

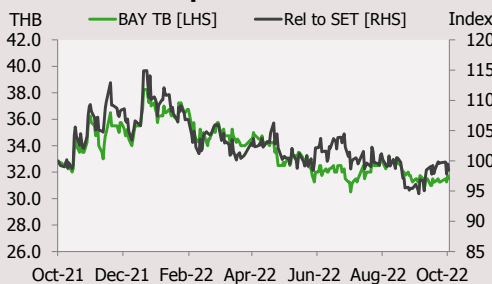
CG Scoring Excellent

Anti-Corruption Indicator Certified

Investment fundamentals

Year end Dec 31	2021A	2022E	2023E	2024E
Company Financials				
Operating revenue (Bt m)	112,179	115,498	117,879	123,290
Core profit (Bt m)	25,213	29,990	32,284	38,856
Net profit (Bt m)	33,794	29,990	32,284	38,856
Net EPS (Bt)	4.59	4.08	4.39	5.28
DPS (Bt)	0.85	1.22	1.32	1.58
BV/shr (Bt)	43.17	45.90	49.02	52.76
Net EPS growth (%)	46.68	-11.26	7.65	20.36
ROAA (%)	1.32	1.16	1.20	1.40
ROAE (%)	11.17	9.16	9.25	10.38
D/E (x)	6.85	6.84	6.54	6.21
Valuation				
PE (x)	6.86	7.73	7.18	5.96
PBV (x)	0.82	0.69	0.64	0.60
Dividend yield (%)	2.70	3.88	4.18	5.03

BAY TB rel SET performance



Source: Bloomberg (All figures in THB unless noted.)

Disclaimer: KS or its affiliates is acting or may act as the underwriter, issuer, and/or market maker of the securities mentioned in this document and/or other financial instruments related to the securities mentioned in this document, including but not limit to, bonds, debentures, derivatives warrants, and structured notes. Investors should study the information contained in the prospectus or related document before investing in the shares and other financial instruments.

Analyst

Korakot Sawetkruttamat

Korakot.sa@kasikornsecurities.com

21 October 2022

Kasikorn Securities Public Company Limited

กำไรไตรมาส 3/65 ดีเกินคาดจาก ECL ที่ลดลง

- BAY รายงานกำไรไตรมาส 3/2565 ที่ 8.07 พันลบ. (+3% QoQ และ +27% YoY) สูงกว่าประมาณการของเรา 6% จาก ECL ที่ต่ำกว่าคาด
- PPOP ตามคาด สินเชื่อรวมเติบโตขึ้น 1% QoQ และ 6% YoY จากทุกกลุ่ม คุณภาพสินทรัพย์ไตรมาส 3/2565 ลดลงเล็กน้อย จากสินเชื่อ SME และรายย่อย
- เราคาดว่ากำไรไตรมาส 4/2565 จะเติบโตขึ้น YoY แต่ทรงตัว QoQ เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายที่ 37.00 บาท

Investment Highlights

- กำไรไตรมาส 3/2565 ปรับตัวดีขึ้น QoQ และ YoY และสูงกว่าคาดเล็กน้อย BAY รายงานกำไรไตรมาส 3/2565 ที่ 8.1 พันลบ. เพิ่มขึ้น 3% QoQ และ 27% YoY สูงกว่าที่เราคาดไว้ 6% สาเหตุหลักมาจากผลขาดทุนด้านเครดิตที่คาดว่าจะเกิดขึ้น (ECL) ที่ต่ำกว่าคาด แต่ผลประกอบการออกมาสอดคล้องกับที่ตลาดคาดการณ์ไว้ กำไรปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อย QoQ โดยได้รับแรงหนุนจากรายได้ดอกเบี้ยสุทธิ (NII) ที่แข็งแกร่งขึ้นจากการเติบโตของสินเชื่อที่ 1% ส่วนต่างรายได้ดอกเบี้ยสุทธิ (NIM) ที่เพิ่มขึ้น 15 bps และค่าใช้จ่ายสำรองหนี้สูญ (credit cost) ที่ลดลงเล็กน้อย กำไรที่เติบโตอย่างแข็งแกร่ง YoY มาจาก ECL ที่ลดลง 22% จากแนวโน้มสถานะเศรษฐกิจที่ดีขึ้น ส่งผลให้กำไรช่วง 9 เดือนแรกปีนี้ คิดเป็น 78% ของประมาณการกำไรทั้งปี 2565 ของเรา
- PPOP ทรงตัว QoQ แต่ดีขึ้นเล็กน้อย YoY ตามคาด กำไรจากการดำเนินงานก่อนการตั้งสำรอง (PPOP) ในไตรมาส 3/2565 อยู่ที่ 1.43 หมื่นลบ. ทรงตัว QoQ แต่เพิ่มขึ้น 2% YoY เป็นไปตามที่เราคาดไว้ สินเชื่อรวมไตรมาส 3/2565 เพิ่มขึ้น 1% QoQ และ 6% YoY เป็น 1.97 ล้านลบ. โดยได้รับแรงหนุนจากสินเชื่อทุกกลุ่มจากสถานะเศรษฐกิจที่ปรับตัวดีขึ้นในไตรมาส 3/2565 การเติบโตของสินเชื่อธุรกิจได้รับแรงหนุนจากสินเชื่อบริษัทญี่ปุ่นและบริษัทข้ามชาติซึ่งขยายสินเชื่อธุรกิจไทยที่ปรับลดลง ขณะที่สินเชื่อรายย่อยขยายตัวขึ้นจากสินเชื่อบ้าน บัตรเครดิตและสินเชื่อส่วนบุคคลซึ่งขยายสินเชื่อเช่าซื้อ (HP) ที่ลดลง
- NPL เพิ่มขึ้นเล็กน้อยและสูงกว่าคาดเล็กน้อย BAY รายงานอัตราส่วนหนี้เสีย (NPL ratio) ที่ 2.7% เพิ่มขึ้นเล็กน้อยที่ 20 bps QoQ และ 10 bps YoY อัตราส่วน NPL ที่เพิ่มขึ้นมาจากสินเชื่อเอสเอ็มอีและสินเชื่อรายย่อยเป็นหลัก ขณะที่อัตราสำรองต่อหนี้สูญ (coverage ratio) ลดลงเป็น 170% ในไตรมาส 3/2565 จาก 183% ในไตรมาส 2/2565 ส่งผลให้ BAY ตั้ง credit cost ในไตรมาส 3/2565 ที่ 130 bps ต่ำกว่าในไตรมาส 2/2565 ที่ 135 bps
- คาดกำไรไตรมาส 4/2565 จะแข็งแกร่งขึ้น เราคาดว่า BAY จะรายงานกำไรสุทธิที่เติบโตอย่างแข็งแกร่ง YoY ในไตรมาส 4/2565 โดยได้รับแรงหนุนจากการเติบโตของสินเชื่อที่แข็งแกร่งในช่วง 5-10% YoY และ credit cost ที่ลดลงอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากเราเชื่อว่า coverage ratio ปัจจุบันที่ 170% นั้นเพียงพอสำหรับ NPL ที่อาจก่อตัวขึ้นในอนาคต เราคาดว่ากำไรจะทรงตัว QoQ จากอัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ที่คาดว่าจะสูงขึ้น แต่คาด NII จะปรับตัวดีขึ้น

Valuation and Recommendation

- เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" BAY ด้วยราคาเป้าหมายที่ 37 บาท โดยมี upside ต่อราคาเป้าหมายของเราที่ 17% เราชอบ BAY เนื่องจากได้ประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นและคุณภาพของสินทรัพย์ที่ดี

Fig 1 3Q22 performance review

Profit & Loss (Btm)	3Q21A	4Q21A	1Q22A	2Q22A	3Q22A	QoQ, %	YoY, %	Comment
Interest income	24,831	25,004	24,752	25,506	26,734	5%	8%	4% above
Interest expense	5,339	5,068	4,880	4,962	5,350	8%	0%	8% above
Net interest income	19,492	19,936	19,872	20,544	21,384	4%	10%	3% above
Non interest income	6,167	6,826	6,332	6,075	6,135	1%	-1%	In line
Operating income	25,659	26,762	26,204	26,619	27,519	3%	7%	
Operating expenses	11,684	12,633	12,063	12,335	13,212	7%	13%	5% above
PPOP	13,975	14,129	14,141	14,284	14,307	0%	2%	In line
Provision charges	8,134	8,128	6,783	6,567	6,347	-3%	-22%	7% below
Op profit after prov'ns	5,841	6,001	7,358	7,718	7,959	3%	36%	8% above
Net non operating items	1,709	1,635	1,603	1,630	1,788	10%	5%	
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0			
Pre-tax profit	7,549	7,637	8,961	9,348	9,747	4%	29%	
Income tax	1,545	1,590	1,913	1,861	2,036	9%	32%	
Profit after tax	6,004	6,047	7,048	7,487	7,711	3%	28%	
Minority interests	(52)	(51)	(44)	(47)	(46)	-4%	-12%	
Share in subsids/assocs	409	389	414	394	404	2%	-1%	
Extraordinary items	0	0	0	0	0			
Reported net profit	6,361	6,385	7,418	7,834	8,069	3%	27%	6% above
EPS (basic, Bt)	0.86	0.87	1.01	1.07	1.10	3%	27%	
EPS (fully diluted, Bt)	0.86	0.87	1.01	1.07	1.10	3%	27%	
BVPS (Bt)	42.21	43.17	44.06	44.51	45.30	2%	7%	

Balance sheet (Btm)	3Q21A	4Q21A	1Q22A	2Q22A	3Q22A	QoQ, %	YoY, %	Comment
Gross loans	1,854,229	1,890,376	1,928,570	1,948,720	1,965,013	1%	6%	1% above
Accrued interest	10,558	10,853	11,275	11,696	12,049	3%	14%	
Accumulated provisions	83,004	84,360	86,238	88,352	89,880	2%	8%	
Net loans & accrued	1,781,783	1,816,869	1,853,607	1,872,064	1,887,182	1%	6%	
Cash	26,781	29,371	27,104	27,691	26,981	-3%	1%	
Interbank assets	364,910	346,816	433,126	413,507	366,348	-11%	0%	
Investments	225,968	222,897	216,383	205,983	224,931	9%	0%	
Foreclosed properties	3,425	3,273	4,990	5,225	5,270	1%	54%	
Fixed assets	30,405	30,821	30,487	30,306	30,553	1%	0%	
Goodwill	17,063	17,022	16,859	17,048	17,120	0%	0%	
Other assets	38,952	32,039	25,061	27,315	31,750	16%	-18%	
Total assets	2,489,288	2,499,108	2,607,615	2,599,139	2,590,135	0%	4%	
Customer deposits	1,782,941	1,779,139	1,829,180	1,819,012	1,713,701	-6%	-4%	
Interbank liabilities	176,163	202,150	251,030	245,877	317,476	29%	80%	
Short term borrowings	125,562	118,977	122,027	108,161	102,759	-5%	-18%	
Long term borrowings	0	0	0	0	0			
Other liabilities	93,430	80,607	80,551	97,935	122,156	25%	31%	
Minority interest	668	721	764	752	797	6%	19%	
Shareholders' funds	310,523	317,516	324,063	327,402	333,245	2%	7%	
NPLs	48,780	47,448	46,796	48,373	52,880	9%	8%	5% above

Ratios (% , ann)	3Q21A	4Q21A	1Q22A	2Q22A	3Q22A	QoQ, ppt	YoY, ppt	Comment
Yield on IEAs	3.94	4.10	3.95	3.99	4.20	0.21	0.26	17bps above
Cost of funds (IBLs)	0.98	0.97	0.91	0.91	0.99	0.09	0.01	7bps above
Net interest spread	2.96	3.13	3.05	3.08	3.21	0.12	0.24	
Net interest margin	3.10	3.27	3.17	3.21	3.36	0.15	0.26	11bps above
Cost/income	42	44	43	43	44	1	2	In line
ROA	0.99	1.02	1.16	1.20	1.24	0.04	0.26	
Avg assets/avg SHF (x)	8.3	7.9	8.0	8.0	7.9	(0.1)	(0.5)	
ROE	8.2	8.1	9.3	9.6	9.8	0.2	1.5	
Gross loans/deposits	104	106	105	107	108	1	4	
LDR + borrowing	97	100	99	101	108	7	11	
NPLs/loans	2.6	2.5	2.4	2.5	2.7	0.2	0.1	10bps above
Reserve coverage	170	178	184	183	170	(13)	(0)	13ppt below
Credit cost (bps)	177	174	142	135	130	(6)	(47)	10bps below

Source: Company data, KS research



BAY : Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	Key Statistics & Ratio	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Interest Income	108,062	99,803	102,540	110,771	116,472	Per share (Bt)					
Interest expense	-26,759	-21,823	-20,009	-26,429	-27,399	Reported EPS	3.13	4.59	4.08	4.39	5.28
Net Interest Income	81,303	77,980	82,530	84,342	89,073	DPS	0.35	0.85	1.22	1.32	1.58
Non-Interest Income	32,683	34,199	32,968	33,537	34,217	BV	39.09	43.17	45.90	49.02	52.76
Non-Interest Expense	-48,465	-48,954	-49,836	-52,202	-53,785	Valuation analysis					
PPOP	65,521	63,225	65,662	65,678	69,504	Reported P/E (X)	10.06	6.86	7.73	7.18	5.96
Provision charges	-36,644	-31,604	-28,148	-25,349	-20,894	P/BV (X)	0.80	0.82	0.69	0.64	0.60
Profit after provision	28,877	31,621	37,514	40,329	48,610	Dividend yield (%)	1.11	2.70	3.88	4.18	5.03
Net non-operating item	0	0	0	0	0	Profitability ratio					
Pre-tax profit	28,877	31,621	37,514	40,329	48,610	Yield on IEAs (%)	4.48	4.00	4.05	4.17	4.25
Income tax	-5,538	-6,148	-7,293	-7,736	-9,379	Cost of funds (%)	1.27	1.01	0.93	1.18	1.20
NPAT	23,339	25,473	30,221	32,593	39,231	Spread (%)	3.21	2.99	3.12	2.99	3.06
Minority Interest	-300	-260	-232	-309	-375	Net Interest Margin (%)	3.37	3.12	3.26	3.17	3.25
Core Profit	23,039	25,213	29,990	32,284	38,856	Non-NII to operating income (%)	23.01	24.63	23.04	22.90	22.37
Extraordinary items	0	8,582	0	0	0	Cost to income (%)	42.52	43.64	43.15	44.28	43.63
FX gain (loss)	0	0	0	0	0	Effective Tax Rate (%)	20.25	20.71	20.31	20.00	20.00
Reported net profit	23,039	33,794	29,990	32,284	38,856	ROA (%)	0.93	1.32	1.16	1.20	1.40
Balance Sheet (Btmn)						ROE (%)	8.25	11.17	9.16	9.25	10.38
Gross loans	1,832,935	1,890,376	1,997,742	2,058,352	2,120,801	Asset Quality					
Accrued interest	9,095	10,853	11,679	11,321	10,604	Credit cost (%)	2.01	1.70	1.45	1.25	1.00
Allowance for doubtful accounts	-76,407	-84,360	-100,434	-113,661	-122,065	NPLs ratio (%)	2.49	2.51	2.62	2.93	3.24
Net loans	1,765,623	1,816,869	1,908,988	1,956,013	2,009,340	Coverage ratio (%)	167	178	192	188	178
Cash and equivalents	30,333	29,371	28,387	29,248	30,136	Capital Adequacy					
Interbank assets	523,385	346,816	424,365	437,614	451,265	Common Equity Tier 1 (%)	12.85	13.56	13.60	14.59	15.75
Investments	207,697	222,897	210,765	216,678	222,770	CAR (%)	17.92	18.53	18.31	19.18	20.21
Foreclosed properties	3,366	3,273	7,174	11,180	15,292	Leverage Ratio					
Fixed assets	31,197	30,821	30,820	31,839	32,809	Loans/Deposit (%)	92.54	99.59	99.52	97.22	100.64
Other assets	25,853	27,529	23,383	24,156	24,893	IBLs/Equity (X)	7.69	6.60	6.55	6.26	5.93
Total assets	2,609,374	2,499,108	2,655,253	2,728,098	2,807,874	Liabilities/Equity (X)	8.02	6.85	6.84	6.54	6.21
Customer deposit	1,834,505	1,779,139	1,894,788	1,998,400	1,989,111	Growth					
Interbank liabilities	243,570	202,150	209,720	146,259	204,819	Gross Loans (%)	0.83	3.13	5.68	3.03	3.03
Borrowings	146,119	118,977	112,667	118,828	118,275	Total Asset (%)	10.59	-4.23	6.25	2.74	2.92
Other liabilities	95,315	79,481	99,087	102,362	105,482	Customer Deposit (%)	17.08	-3.02	6.50	5.47	-0.46
Total liabilities	2,320,195	2,180,872	2,316,762	2,366,349	2,418,187	Net Interest Income (%)	6.39	-4.09	5.84	2.20	5.61
Paid up capital	73,558	73,558	73,558	73,558	73,558	Non-Interest Income (%)	-27.67	4.64	-3.60	1.73	2.03
Share premium	52,879	52,879	52,879	52,879	52,879	PPOP (%)	-5.64	-3.50	3.85	0.02	5.83
Retained earnings	156,836	186,780	209,157	232,106	259,669	Reported Net Profit (%)	-29.65	46.68	-11.26	7.65	20.36
Minority interests	1,635	721	893	1,202	1,577	Reported EPS(%)	-29.65	46.68	-11.26	7.65	20.36
Total shareholders' equity	289,179	318,237	338,491	361,749	389,688						
Total equity & liabilities	2,609,374	2,499,109	2,655,253	2,728,098	2,807,874						

Source: Company, KS estimates

Analyst Certification

The views expressed in this research report accurately reflect the personal views of the analyst(s) about the subject security(ies) and subject company(ies); and no part of the compensation of the research analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.

Investment Ratings

Outperform: Expected total return of 10% or more within a 12-month period

Neutral: Expected total return between -10% and 10% within a 12-month period

Underperform: Expected total return of -10% or worse within a 12-month period

General Disclaimer

This document is prepared by Kasikorn Securities Public Company Limited ("KS"). This document has been prepared for individual clients of KS only and must not, either in whole or in part, be copied, photocopied or duplicated in any form or by any means or distributed to any other person. If you are not the intended recipient you must not use or disclose the information in this research in any way. If you received it in error, please immediately notify KS by return e-mail and delete the document. We do not guarantee the integrity of any e-mails or attached files and are not responsible for any changes made to them by any other person.

This document, including information, data, statements, forecasts, analysis and projections contained herein, including any expression of opinion, is based on public available information or information obtained from sources believed to be reliable, but KS does not make any representation or warranty on, assumes no responsibilities for nor guarantees the accuracy, completeness, correctness or timeliness of such information. KS accepts no obligation to correct or update the information or opinions in it. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration and they were based upon such information or sources then, and in our opinion are fair and reasonable in the circumstances prevailing at the time. The information or expressions of opinion contained herein are subject to change without notice.

Nothing in this document shall be construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities or products, or to engage in or refrain from engaging in any transaction. In preparing this document, KS did not take into account your specific investment objectives, financial situation or particular needs. This document is for your information only and is not to be taken in substitution for the exercise of your judgment. KS salespeople, traders and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to our clients that reflect opinions which are contrary to the opinions expressed in this document. Before making an investment decision on the basis of this document, you should obtain independent financial, legal or other advice and consider the appropriateness of investment in light of your particular investment needs, objectives and financial circumstances. There are risks involved in the investment in securities. KS accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, consequential or other loss (including claim for loss of profit) arising from any use of or reliance upon this document and/or further communication given in relation to this document.

Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments herein constitute a judgment as of the date of this document, and there can be no assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments. Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described in this document were based upon a number of estimates and assumptions and are inherently subject to significant uncertainties or contingencies. It can be expected that one or more of the estimates on which the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments were based will not materialize or will vary significantly from actual results. Therefore, the inclusion of the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described herein is not to be relied upon as a representation and/or warranty by KS (i) that such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments or their underlying assumptions will be achieved, or (ii) that there is an assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments stated therein.

KS along with its affiliates and/or persons associated with it may from time to time have interests in the securities mentioned in this document. KS and its associates, their directors and/or employees may have positions in, and may effect transactions in securities mentioned herein and may also perform or seek to perform broking, investment banking, advisory and other securities services for companies mentioned in this document.

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 companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market of Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor at <http://www.thai-iod.com/en/publications-detail.asp?id=170>. 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 data appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. KS does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.

Structured Notes and Derivative Warrants Disclaimer

KS may be the issuer of structured notes on these securities.

KS acts as market maker and issuer of Derivative Warrants ("DWs") on the underlying stocks listed below. Investors should carefully read the details of the DWs in the prospectus before making any investment decisions.

DWs Underlying Stocks: ADVANC, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BDMS, BEM, BGRIM, BH, CBG, CHG, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KTC, MINT, MTC, OSP, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPRC, STA, STEC, STGT, TIDLOR, TISCO, TOP, TRUE, TTB, TU, VGI, WHA.