

# ธนาคารกรุงศรีอยุธยา BAY TB / BAY.BK

**21 มกราคม 2558**
**กำไรไตรมาส 4/57 ตามคาด**
**กำไรตามคาด**

BAY รายงานกำไรไตรมาส 4/57 ที่ 3.9 พันล้านบาท สูงขึ้น 292% YoY และ 12% QoQ ผลประกอบการเป็นไปตามประมาณการของเราแต่สูงกว่าประมาณการตลาด 5% กำไรจากการดำเนินงานที่ไม่รวมสำรองค่าเพื่อหนี้สูญฯสูงขึ้น 13% YoY และ 5% QoQ เป็น 9 พันล้านบาท กำไรปี 2557 คิดเป็น 100% ของประมาณการของเรา

**ประเด็นหลักจากผลประกอบการ**

สินเชื่อสูงขึ้น 3.9% QoQ และ 7.3% YoY เป็นไปตามประมาณการของเรา โดยสินเชื่อรายย่อยสูงขึ้น 3.2% QoQ หนุนโดยการเติบโตสินเชื่อเครดิต 7.7% QoQ พร้อมกันนี้สินเชื่อธุรกิจขยายตัว 7.5% QoQ และ 9.5% YoY ซึ่งส่วนใหญ่มาจากการปรับลดสินเชื่อที่ใช้เป็นทุนหมุนเวียนกิจการ สินเชื่อธุรกิจ SME สูงขึ้น 0.9% QoQ และ 6.9 YoY และสินเชื่อไตรมาส 4/57 ที่ปรับตัวดีขึ้นหนุนส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยธนาคารปรับตัวสูงขึ้นเป็น 4.27% สูงขึ้น 1bps QoQ แต่ลดลง 19bps YoY ดอกเบี้ยรับสุทธิเพิ่มขึ้นกึ่งปี 22% YoY และ 9% QoQ เป็นไปในทิศทางเดียวกับการเติบโตสินเชื่อ

รายได้ค่าธรรมเนียมสูงขึ้น 11% YoY และ 8% QoQ เป็น 4.4 พันล้านบาท ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานอยู่ที่ 9 พันล้านบาท สูงขึ้น 9% YoY และ 5% QoQ อัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ของ BAY เป็น 49.1% ในไตรมาส 4/57 สูงขึ้นเล็กน้อยจากเดิมที่ 48.6% ในไตรมาส 3/57 (และ 48.5% ในไตรมาส 4/56) เนื่องจากค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานปรับตัวสูงกว่ารายได้ค่าธรรมเนียมในช่วงไตรมาสดังกล่าว

ธนาคารตั้งการกันสำรองค่าเพื่อหนี้สูญฯรวมสำหรับไตรมาส 4/57 ที่ 4.9 พันล้านบาท ลดลง 28% YoY และทรงตัว QoQ ซึ่งสูงกว่าที่เราคาดการณ์ไว้เล็กน้อย สัดส่วนหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ต่อสินเชื่อรวมลดลง 2.8% ณ สิ้นปี 2557 จาก 3.3% ณ สิ้นเดือนก.ย. ในขณะที่อัตราส่วนค่าเพื่อหนี้สูญฯจะสูงเสสมต่อหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้สูงขึ้นเป็น 133% ณ สิ้นปี 2557 จาก 123% ในช่วงสามเดือนก่อน

**แนวโน้ม**

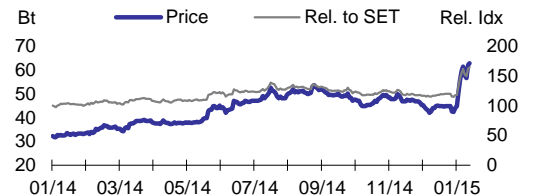
เราคาดว่ากำไรไตรมาส 1/58 ปรับตัวสูงขึ้นเล็กน้อย QoQ และ YoY จากผลประโยชน์ที่ได้จากการรวมธุรกิจกับ BTMU กรุงเทพฯในวันที่ 1 ม.ค. ที่ผ่านมา

**สิ่งที่เปลี่ยนแปลงไป**

เรายังคงประมาณการกำไรปี 2558 และปี 2559 ไม่เปลี่ยนแปลง

**คำแนะนำ**

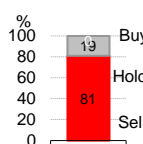
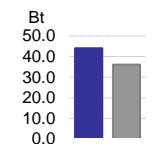
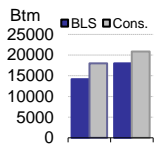
เรายังคงคำแนะนำ ขาย BAY ด้วยปัจจัยดังต่อไปนี้ 1.) ผลกระทบจากหุ้นเพิ่มทุนใหม่จำนวน 1.2 พันล้านหุ้นเพื่อแลกกับการรวมธุรกิจกับธนาคาร BTMU สาขาในประเทศไทยเป็นทำให้มี Dilution effect ต่อกำไรต่อหุ้นธนาคารประมาณ 15% (อย่างไรก็ตามเราอาจปรับเพิ่มประมาณการ BAY ในอนาคตจากประโยชน์ในการเปลี่ยนกลุ่มผู้ถือหุ้นใหม่)

**Sector: Bank Overweight**
**คำแนะนำพื้นฐาน: ขาย**
**เป้าหมายพื้นฐาน: 44.00 บาท**
**ราคา (20/01/55): 62.75 บาท**
**Price chart**


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	40.3	39.7	75.6
Absolute	40.2	40.2	94.6

**Key statistics**

Market cap	Bt461.6bn	USD14.2bn
12-mth price range	Bt31.5/Bt68.0	
12-mth avg daily volume	Bt29m	USD0.9m
# of shares (m)	7,356	
Est. free float (%)	28.0	
Foreign limit (%)	25.0	

**Consensus rating**

**BLS Target price vs. Consensus**

**BLS earnings vs. Consensus**

**Financial summary**

FY Ended 31 Dec	2013	2014	2015E	2016E
Revenues (Btm)	71,381	74,609	84,859	98,665
Net profit (Btm)	11,867	14,170	18,000	22,000
EPS (Bt)	1.95	2.33	2.45	2.99
EPS grow th (%)	-19.3%	+19.4%	+4.9%	+22.2%
Core profit (Btm)	29,523	29,990	33,639	37,927
Core EPS (Bt)	4.86	4.94	4.57	5.16
Core EPS grow th (%)	+19.3%	+1.6%	-7.4%	+12.7%
PER (x)	32.1	26.9	25.6	21.0
PABV (x)	3.1	2.9	2.4	2.2
Dividend (Bt)	0.8	0.9	1.0	1.2
Dividend yield (%)	1.8	2.1	2.2	2.7
ROE (%)	9.8	11.2	11.0	10.8

**CG rating**

**สุวัฒน์ บารุงชาติอดม**
**นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์**
**suwat@bualuang.co.th**
**+66 2 618 1340**

, 2.) คาดว่าจะมีรายจ่ายพิเศษเกิดขึ้นจากการเข้าร่วมกิจการกับ BTMU ( อาทิเช่น ตัดจำหน่ายค่าความนิยมของกิจการ) และ 3.) มูลค่าซื้อขายที่แพง ด้วย PBV ณ สิ้นปี 2558 ที่ 2.3 เท่า สูงกว่าค่าเฉลี่ยกลุ่มที่ 1.4 เท่า และมี PE สูงถึง 25 เท่าเทียบกับกลุ่มที่ 10.6 เท่า

## BAY : Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2012	2013	2014	2015E	2016E
Interest income	64,640	71,381	74,609	84,859	98,665
Interest expense	(24,687)	(26,442)	(26,665)	(31,260)	(37,443)
<b>Net interest income</b>	<b>39,953</b>	<b>44,939</b>	<b>47,943</b>	<b>53,598</b>	<b>61,222</b>
Fee & service income	14,276	16,115	16,345	20,384	27,388
<b>Total non-interest income</b>	<b>19,931</b>	<b>22,377</b>	<b>20,685</b>	<b>25,604</b>	<b>27,388</b>
Operating income	59,884	67,317	68,628	79,202	88,610
Operating expenses	(30,798)	(33,614)	(34,300)	(40,586)	(44,846)
<b>Operating profit before provision</b>	<b>29,086</b>	<b>33,703</b>	<b>34,328</b>	<b>38,616</b>	<b>43,764</b>
Provisioning charges	(11,385)	(18,959)	(18,107)	(18,500)	(18,500)
<b>Operating profit after provision</b>	<b>17,701</b>	<b>14,744</b>	<b>16,222</b>	<b>20,116</b>	<b>25,264</b>
Exceptional items	1,304	1,184	2,132	2,649	2,270
Tax	(4,337)	(3,942)	(4,031)	(4,553)	(5,231)
Minority interest	43	119	154	212	303
<b>Net profit (loss)</b>	<b>14,712</b>	<b>11,867</b>	<b>14,170</b>	<b>18,000</b>	<b>22,000</b>
Reported EPS	2.42	1.95	2.33	2.45	2.99
<b>Fully diluted EPS</b>	<b>2.42</b>	<b>1.95</b>	<b>2.33</b>	<b>2.45</b>	<b>2.99</b>
<b>Core net profit</b>	<b>24,749</b>	<b>29,523</b>	<b>29,990</b>	<b>33,639</b>	<b>37,927</b>
Core EPS	4.07	4.86	4.94	4.57	5.16
<b>PPOP</b>	<b>29,086</b>	<b>33,703</b>	<b>34,328</b>	<b>38,616</b>	<b>43,764</b>

### KEY RATIOS

Revenue Growth (%)	15.2	10.9	4.0	15.7	19.8
PPOP Growth (%)	7.7	15.9	1.9	12.5	13.3
EPS Growth (%)	58.8	(19.3)	19.4	4.9	22.2
Gross Loan Growth (%)	15.7	13.6	7.0	26.0	7.0
Cum. LLRs to Net loans (%)	8.8	9.2	8.7	8.4	9.3
Provision charge to loans (%)	1.4	2.1	1.9	1.5	1.4
Yield on Average Assets (%)	6.1	6.3	6.1	6.1	6.1
Cost of Funds (%)	2.3	2.3	2.2	2.2	2.3
Interest Spread (%)	3.8	4.0	3.9	3.8	3.8
Net Interest Margin: NIM (%)	4.2	4.3	4.1	4.1	4.0
Effective tax rate (%)	22.8	24.8	22.0	20.0	19.0
Asset growth (%)	13.1	10.0	2.9	30.6	5.1

### BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	25,079	28,216	31,155	34,000	35,000
Interbank & securities	92,982	100,132	80,364	90,000	95,000
Investment in securities	79,249	74,333	61,790	125,000	129,000
Net Loan & accrued interests	801,236	907,164	975,621	1,232,502	1,307,740
Other assets	73,420	69,760	65,339	104,828	101,141
<b>Total assets</b>	<b>1,071,965</b>	<b>1,179,606</b>	<b>1,214,268</b>	<b>1,586,330</b>	<b>1,667,881</b>
Deposits	687,159	764,050	837,556	957,250	1,017,250
ST debts, REPO & current portion	51,598	58,042	48,548	90,000	140,000
Long-term debt	0	0	0	125,000	95,000
Other liabilities	219,723	235,960	196,495	217,750	204,500
<b>Total liabilities</b>	<b>958,479</b>	<b>1,058,052</b>	<b>1,082,598</b>	<b>1,390,000</b>	<b>1,456,750</b>
Paid-up capital	60,741	60,741	60,741	73,558	73,558
Share premium	14,202	14,202	14,202	14,202	14,202
Retained earnings	32,796	40,158	49,329	61,661	76,461
<b>Shareholders equity</b>	<b>113,322</b>	<b>121,274</b>	<b>131,210</b>	<b>195,435</b>	<b>210,235</b>
Minority interests	164	279	460	894	895
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>1,071,965</b>	<b>1,179,606</b>	<b>1,214,268</b>	<b>1,586,330</b>	<b>1,667,881</b>

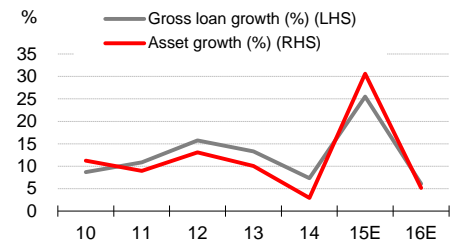
### ASSET QUALITY

Loan loss reserve (net write-off)	33,866	39,185	39,958	42,458	44,958
Average interest earnings assets	942,615	1,051,743	1,157,552	1,312,382	1,520,862
Average interest bearing liabilities	955,616	1,026,247	1,110,284	1,255,015	1,494,750
BV per share	18.68	20.01	21.68	26.69	28.70
ABV per share	20.61	21.94	23.60	28.61	30.63
NPL amounts	28,059	27,014	29,988	28,489	27,064
NPL (%)	2.40	2.70	2.80	2.65	2.50
Equity/loans	14.14	13.37	13.45	15.86	16.08
Equity/NPLs	403.87	448.93	437.54	686.01	776.80

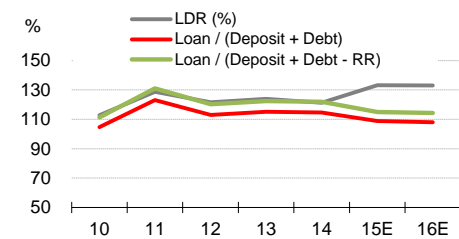
### KEY ASSUMPTIONS (%)

GDP Growth	5.5	2.7	0.9	4.0	4.4
Avg Lending Rate/Loan	6.6	7.0	7.2	7.2	7.4
Avg Funding Cost/Funding Mix	2.6	2.8	2.7	2.9	2.9
Net Fee Income Growth	18.3	12.9	1.4	24.7	34.4
OPEX Growth	12.1	9.1	2.0	18.3	10.5
1 Day REPO rate	2.8	2.3	2.0	2.5	3.0

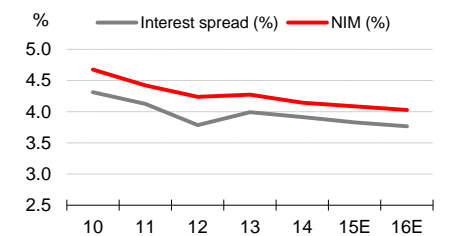
### Loan and asset growth



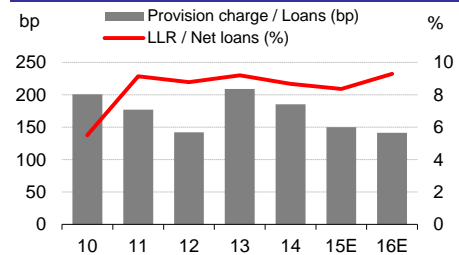
### LDR and loans to deposit+debt



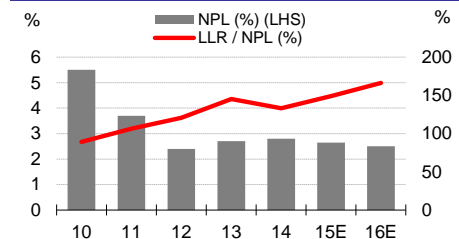
### Net interest margin and interest spread



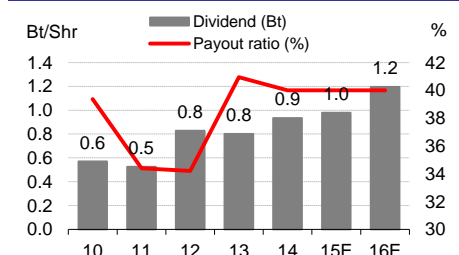
### Loan loss provisioning



### NPLs and reserve against NPLs



### Dividend payout



## BAY : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14
Interest Income	18,940	18,275	18,352	18,937	19,045
Interest Expense	6,841	6,778	6,476	6,730	6,681
Net interest income	12,098	11,497	11,876	12,207	12,364
Fee & service income	3,974	3,872	3,941	4,101	4,430
<b>Other income &amp; MI</b>	<b>860</b>	<b>1,193</b>	<b>1,304</b>	<b>1,290</b>	<b>1,447</b>
Total non-interest income	4,834	5,065	5,245	5,392	5,878
Operating income	16,932	16,562	17,121	17,599	18,241
<b>Operating expenses</b>	<b>8,212</b>	<b>8,306</b>	<b>8,476</b>	<b>8,559</b>	<b>8,959</b>
Operating profit before provision	8,720	8,256	8,645	9,040	9,282
Provisioning charges	6,822	4,084	4,255	4,889	4,879
Operating profit after provision	1,898	4,172	4,390	4,151	4,403
Exceptional items	118	25	115	438	659
Profit before tax	2,016	4,197	4,506	4,589	5,062
<b>Tax</b>	<b>993</b>	<b>894</b>	<b>1,005</b>	<b>1,036</b>	<b>1,097</b>
Minority Interest	(19)	(36)	(41)	(47)	(30)
<b>Net profit (loss)</b>	<b>1,004</b>	<b>3,266</b>	<b>3,460</b>	<b>3,507</b>	<b>3,936</b>
<b>EPS</b>	<b>0.17</b>	<b>0.54</b>	<b>0.57</b>	<b>0.58</b>	<b>0.65</b>
Core profit	8,701	8,220	8,604	8,993	9,253
<b>Core EPS</b>	<b>1.43</b>	<b>1.35</b>	<b>1.42</b>	<b>1.48</b>	<b>1.52</b>

### KEY RATIOS

Asset Yield/Avg Assets (%)	6.5	6.2	6.2	6.2	6.2
Funding Cost (%)	2.4	2.3	2.2	2.2	2.2
Interest Spread (%)	4.2	3.9	4.0	4.0	4.0
Net Interest Margin (%)	4.5	4.2	4.2	4.3	4.3
Fee income/total operating income(%)	23.5	23.4	23.0	23.3	24.3
BV (Bt)	20.3	20.6	20.8	21.1	21.6
ROE (%)	3.3	10.4	10.9	11.0	12.0
ROA (%)	0.3	1.1	1.2	1.1	1.3
Assets to Equities (X)	9.6	9.5	9.4	9.7	9.3
Cost to Income (%)	48.5	50.1	49.5	48.6	49.1
Est CAR (%)	15.6	14.4	14.2	14.9	14.7

### QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	28,216	26,793	26,091	24,288	31,155
Interbank & securities	87,027	91,246	99,086	103,242	80,364
Investment in securities	74,333	77,368	76,588	77,112	61,790
Net Loan & accrued interests	908,447	902,239	908,298	935,515	975,621
Other assets	83,710	88,023	84,523	97,017	65,339
<b>Total assets</b>	<b>1,181,734</b>	<b>1,185,669</b>	<b>1,194,586</b>	<b>1,237,174</b>	<b>1,214,268</b>
Deposits	764,050	780,597	783,779	806,182	837,556
ST debts, REPO & current portion	230,101	210,251	222,873	227,002	198,417
Long-term debt	1	0	1	2	0
Other liabilities	63,782	69,393	61,006	75,519	46,625
<b>Total liabilities</b>	<b>1,057,934</b>	<b>1,060,242</b>	<b>1,067,659</b>	<b>1,108,705</b>	<b>1,082,598</b>
Paid-up capital	60,741	60,741	60,741	60,741	60,741
Share premium	13,802	13,802	13,802	13,802	13,802
Retained earnings	40,316	41,469	42,571	43,716	46,451
<b>Shareholders equity</b>	<b>123,521</b>	<b>125,112</b>	<b>126,571</b>	<b>128,066</b>	<b>131,210</b>
Minority interests	279	315	356	403	460
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>1,181,734</b>	<b>1,185,669</b>	<b>1,194,586</b>	<b>1,237,174</b>	<b>1,214,268</b>

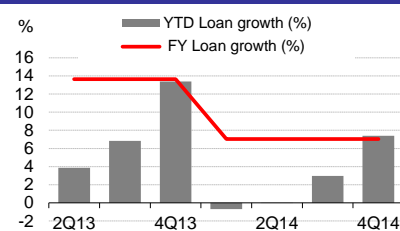
### BANK DATA

Total Income Growth (%)	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14
	6.4	1.9	(0.5)	7.1	7.7
NI/Total Income (%)	71.5	69.4	69.4	69.4	67.8
Non-NI/Total Income (%)	28.5	30.6	30.6	30.6	32.2
Net Interest Income Growth (%)	17.5	8.4	8.0	8.5	2.2
Net Fee Income Growth (%)	6.2	(3.2)	(0.5)	5.2	11.5
OPEX Growth (%)	(2.5)	0.7	(2.5)	1.2	9.1

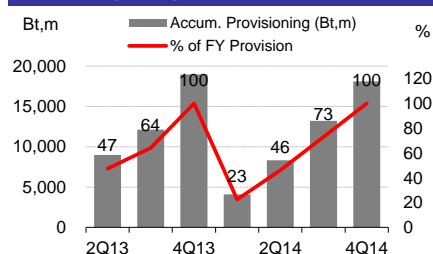
### Company profile

Bank of Ayudhya Plc was established on January 27, 1945 and is the fifth-largest commercial bank in Thailand with total assets of Bt745bn. BAY provides a full range of banking services to both its commercial and retail customers through 580 branches nationwide. On January 3, 2007 BAY and GE Money, a subsidiary of GE, became strategic partners. GE Money and the Ratanarak family are the major shareholders with 33% and 25% respective stakes in the bank. In 4Q13, BTMU tendered BAY's shares at Bt39/share and now holds 72% stake in BAY at the moment.

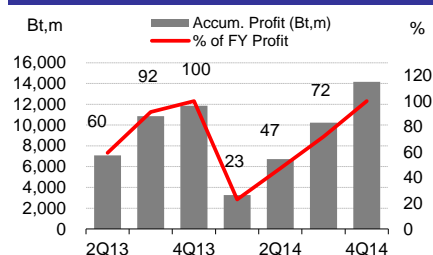
### Net loan growth trend



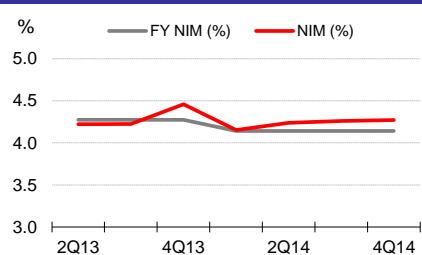
### Provisioning charge (accumulated)



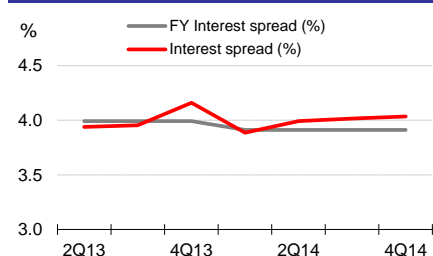
### Net profit trend (accumulated)



### Net interest margin



### Interest spread



**Figure 1 : 4Q14 results**

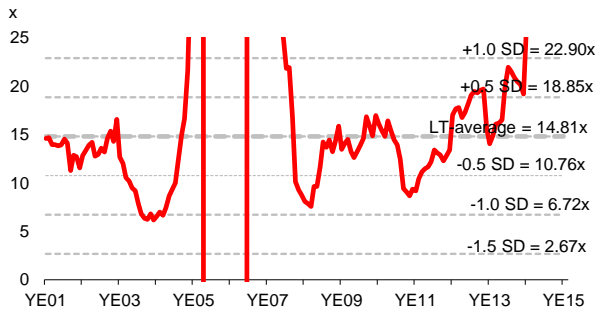
	4Q14	4Q13	YoY %	3Q14	QoQ %	2014	2013	YoY %	
<b>Income Statement</b>									
Interest Income	19,045	18,940	1	18,937	1	74,609	71,381	5	
Interest Expense	6,681	6,841	(2)	6,730	(1)	26,665	26,442	1	• NII grew YoY and QoQ
Net interest income	12,364	12,098	2	12,207	1	47,943	44,939	7	
Fee & service income	4,430	3,974	11	4,101	8	16,345	15,833	3	• Fee income rose YoY and QoQ
Total non-interest income	5,878	4,834	22	5,392	9	21,580	21,883	(1)	
Operating expenses	8,959	8,212	9	8,559	5	34,300	33,614	2	
Operating profit before provision	9,282	8,720	6	9,040	3	35,223	33,208	6	
Provisioning charges	4,879	6,822	(28)	4,889	(0)	18,107	18,959	(4)	
<b>Operating profit after provision</b>	<b>4,403</b>	<b>1,898</b>	<b>132</b>	<b>4,151</b>	<b>6</b>	<b>17,117</b>	<b>14,249</b>	<b>20</b>	
Exceptional items	659	118	458	438	50	1,237	1,678	(26)	
Profit before tax	5,062	2,016	151	4,589	10	18,354	15,928	15	
<b>Tax</b>	<b>1,097</b>	<b>993</b>	<b>10</b>	<b>1,036</b>	<b>6</b>	<b>4,031</b>	<b>3,942</b>	<b>2</b>	
Minority Interest	(30)	(19)	nm	(47)	nm	(154)	(119)	29	
<b>Net profit (loss)</b>	<b>3,936</b>	<b>1,004</b>	<b>292</b>	<b>3,507</b>	<b>12</b>	<b>14,170</b>	<b>11,867</b>	<b>19</b>	
<b>EPS</b>	<b>0.65</b>	<b>0.17</b>	<b>292</b>	<b>0.58</b>	<b>12</b>	<b>2.33</b>	<b>1.95</b>	<b>19</b>	
<b>Key ratios</b>									
Asset Yield/Avg Assets (%)	6.21	6.51	(0.30)	6.23	(0.01)	6.09	6.34		
Funding Cost (%)	2.18	2.35	(0.17)	2.21	(0.03)	2.18	2.35		
Interest Spread (%)	4.03	4.16	(0.12)	4.02	0.02	3.91	3.99		
Tax rate (%)	21.7	49.3	(27.6)	22.56	(0.90)	21.96	24.75		
Net Interest Margin (%)	4.27	4.46	(0.19)	4.26	0.01	4.14	4.27		
Assets to Equities (X)	9.3	9.6		9.66		9.3	9.6		
Cost to Income (%)	49.1	48.5		48.63		49.3	50.3		
Est CAR (%)	14.6	15.6		14.9		14.6	15.6		
<b>Balance Sheet</b>									
Cash & Equivalent	31,155	28,216	10	24,288	28				
<b>Net Loan &amp; accrued interests</b>	<b>975,621</b>	<b>908,447</b>	<b>7</b>	<b>935,515</b>	<b>4</b>				• Loans grew QoQ, led by the retail and corporate categories
ST debts, REPO & current port	198,417	230,101	(14)	227,002	(13)				
Long-term debt	0	1	0	2	0				
<b>Total liabilities</b>	<b>1,082,598</b>	<b>1,057,934</b>	<b>2</b>	<b>1,108,705</b>	<b>(2)</b>				
Retained earnings	46,451	40,316	15	43,716	6				
<b>Shareholders equity</b>	<b>131,210</b>	<b>123,521</b>	<b>6</b>	<b>128,066</b>	<b>2</b>				
Minority interests	460	279	65	403	14				
BV (Bt)	21.6	20.3	6	21.1	2				

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

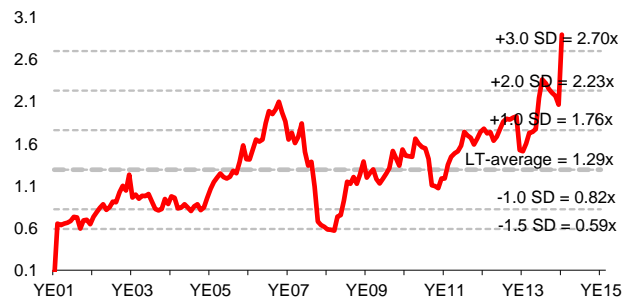
## Regional Comparisons

	Bloomberg Code	Price (local curr.)	Market Cap (US\$ equivalent)	PER (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div Yield (%)	
				2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E
Hang Seng Bank	11 HK	HKD131.0	32,307	15.0	13.5	49.3	10.7	2.1	1.9	15.8	15.2	4.2	4.2
BOC Hong Kong	2388 HK	HKD26.2	35,664	11.2	10.2	79.6	11.6	1.5	1.3	15.2	14.9	4.2	4.6
DBS group Holding	DBS SP	SGD19.9	36,817	12.3	11.4	8.9	7.3	1.2	1.1	11.3	11.3	3.0	3.2
UOB	UOB SP	SGD23.2	27,802	11.9	11.2	6.6	6.0	1.3	1.2	11.7	12.1	3.3	3.4
Malayan Bank	MAY MK	MYR8.9	22,959	12.5	11.8	-5.4	5.6	1.5	1.4	13.2	13.5	5.8	6.0
CIMB Group Holding Bhd	CIMB MK	MYR5.8	13,518	12.0	10.8	-20.5	11.7	1.2	1.1	11.6	11.8	3.5	3.8
China Citic Bank	601998 CH	CNY6.9	46,537	7.7	7.1	7.9	8.7	1.1	1.0	16.5	17.1	3.5	3.7
China Construction Bank	601939 CH	CNY5.9	202,935	6.4	6.1	7.9	5.5	1.1	0.9	18.5	19.9	5.4	5.6
Bank Rakyat	BBRI IJ	IDR11,500.0	22,555	11.9	10.6	12.6	11.8	2.4	2.0	25.0	27.0	2.4	2.6
Bank Mandiri Tbk PT	BMRI IJ	IDR10,750.0	19,942	12.7	11.1	9.1	14.4	2.1	1.8	20.5	20.8	2.2	2.4
Bank Central Asia Tbk PT	BBCA IJ	IDR13,025.0	25,531	19.4	17.0	16.0	14.0	3.5	3.0	22.3	23.4	1.1	1.3
Bank of Philippines	BPI PM	PHP92.3	8,133	19.7	17.1	-7.1	11.7	2.3	2.1	14.6	14.7	1.8	1.9
ICICI Bank Ltd	ICICIBC IN	INR367.8	34,505	15.6	14.1	23.1	11.0	n.a.	n.a.	16.3	16.2	1.4	1.6
Axis Bank Ltd	AXSB IN	INR551.4	21,114	17.5	14.2	16.9	21.0	2.5	2.1	19.8	18.3	0.9	0.9
Bank of Ayudhya	BAY TB	THB62.75	14,107	26.9	25.6	19.4	4.9	2.9	2.4	10.8	9.2	1.5	1.6
Bangkok Bank	BBL TB	THB185.00	10,793	9.7	8.4	1.2	15.6	1.1	1.0	11.7	12.5	4.3	4.9
KASIKORNBANK	KBANK TB	THB222.00	16,238	11.5	10.2	11.7	12.7	1.9	1.7	17.4	19.0	1.6	2.0
Kiatak Bank	KKP TB	THB39.25	1,012	12.5	9.5	-40.6	32.8	0.9	0.9	7.4	9.3	4.5	5.1
Krung Thai Bank	KTB TB	THB22.30	9,525	9.2	8.4	0.2	8.8	1.4	1.2	15.7	15.5	4.5	4.7
Siam Commercial Bank	SCB TB	THB179.00	18,569	11.4	10.0	6.2	14.4	2.1	1.9	20.1	20.1	3.4	3.9
Thanachart Capital	TCAP TB	THB33.50	1,235	8.4	7.8	-44.5	7.4	0.8	0.8	10.0	9.7	4.5	4.8
TISCO Financial Group	TISCO TB	THB46.00	1,126	8.7	7.8	0.0	11.8	1.4	1.3	16.5	16.4	4.3	4.8
TMB Bank	TMB TB	THB3.12	4,165	14.2	12.9	66.3	10.1	1.9	1.8	13.7	13.6	2.1	2.3
<b>Simple average</b>				<b>13.0</b>	<b>11.6</b>	<b>9.8</b>	<b>11.7</b>	<b>1.7</b>	<b>1.5</b>	<b>15.4</b>	<b>15.7</b>	<b>3.2</b>	<b>3.5</b>

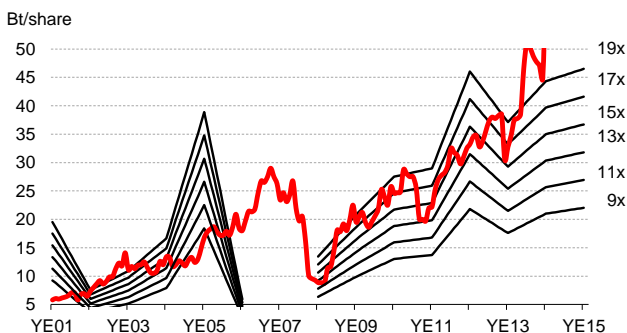
ER band versus SD (next 12 months)



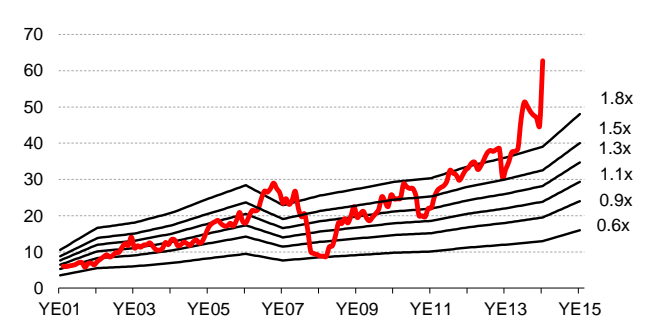
PBV band versus SD (next 12 months)



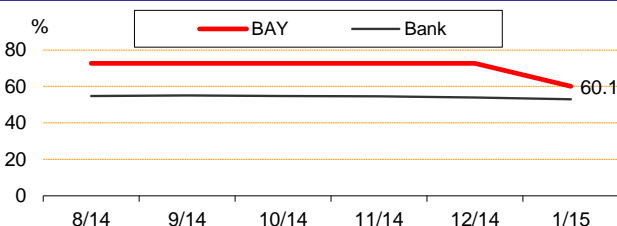
PER band and share price



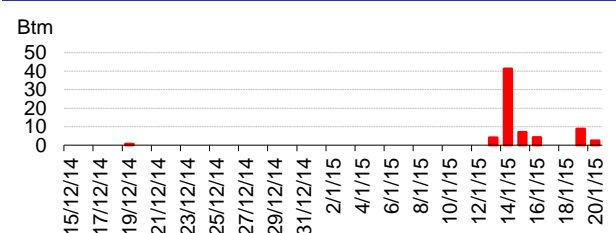
PBV band and share price



Foreign holding



Short selling activities during past four weeks



BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED (BLS) is a subsidiary of BANGKOK BANK PUBLIC COMPANY LIMITED (BBL). This document is produced based upon sources believed to be reliable but their accuracy, completeness or correctness is not guaranteed. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration to use as information for investment. Expressions of opinion contained herein are subject to change without notice. This document is not, and should not be construed as, an offer or the solicitation of an offer to buy or sell any securities. The use of any information shall be at the sole discretion and risk of the user.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED MAY BE IN RELATIONSHIP WITH THE SECURITIES IN THIS REPORT. "Opinions, projections and other information contained in this report are based upon sources believed to be accurate including the draft prospectus, but no responsibility is accepted for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. Bualuang Securities Public Company Limited may from time to time perform investment, advisory or other services for companies mentioned in this report, as well as dealing (as principal or otherwise) in, or otherwise being interested in, any securities mentioned herein, this report does not constitute a solicitation to buy or sell any securities". Investors should carefully read details in the prospectus before making investment decision.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED MAY ACT AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DWs, AND ISSUER OF STRUCTURED NOTES ON THESE SECURITIES. The company may prepare the research reports on those underlying securities. Investors should carefully read the details of the derivative warrants and structured notes in the prospectus before making investment decisions.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED IS OR MAY BE A UNDERWRITER/CO-UNDERWRITER/JOINT LEAD IN RESPECT OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING ("IPO") OF SECURITIES.

Financial Advisor	Lead underwriter/ Underwriter/ Co-underwriter

**Score Range**

90 – 100  
80 – 89  
70 – 79  
60 – 69  
50 – 59  
Below 50

**Score Range**

  
  
  
  
  
No logo given

**Description**

Excellent  
Very Good  
Good  
Satisfactory  
Pass  
N/A

**CORPORATE GOVERNANCE REPORT DISCLAIMER**

This research report was prepared by Bualuang Securities Public Company Limited and refers to research prepared by Morgan Stanley. Morgan Stanley does not warrant or guarantee the accuracy or completeness of its research reports. Morgan Stanley reserves copyright and other proprietary rights in the material reproduced in this report. Morgan Stanley is under no obligation to inform Bualuang Securities or you if the views or information referred to or reproduced in this research report change.

**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. Bualuang Securities Public Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

**BUALUANG RESEARCH – RECOMMENDATION FRAMEWORK**
**STOCK RECOMMENDATIONS**

**BUY:** Expected positive total returns of 15% or more over the next 12 months.  
**HOLD:** Expected total returns of between -15% and +15% over the next 12 months.  
**SELL:** Expected negative total returns of 15% or more over the next 12 months.  
**TRADING BUY:** Expected positive total returns of 15% or more over the next 3 months.

**SECTOR RECOMMENDATIONS**

**OVERWEIGHT:** The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to outperform the relevant primary market index over the next 12 months.  
**NEUTRAL:** The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to perform in line with the relevant primary market index over the next 12 months.  
**UNDERWEIGHT:** The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to underperform the relevant primary market index over the next 12 months.