

## การบินกรุงเทพ BA TB / BA.BK

**27 กุมภาพันธ์ 2558**

### กำไรสุทธิไตรมาส 4/57 ต่ำกว่าคาด แต่น่าจะปรับตัวดีขึ้นในไตรมาสหน้า

#### ต่ำกว่าคาด

BA รายงานกำไรสุทธิไตรมาส 4/57 เท่ากับ 227 ล้านบาท พลิกกลับจากขาดทุนสุทธิในไตรมาส 4/56 และ ไตรมาส 3/57 กำไรหลักไตรมาส 4/57 เท่ากับ 227 ล้านบาทเช่นกัน (พลิกกลับจากขาดทุนหลักในไตรมาส 4/56 และไตรมาส 3/57) ผลประกอบการน้อยกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ เนื่องจากจำนวนผู้โดยสารและค่าตัวโดยสารเฉลี่ยน้อยกว่าที่เราคาด อย่างไรก็ตามผลประกอบการเป็นไปตามประมาณการของตลาด

#### ประเด็นหลักจากผลประกอบการ

ปัจจัยหลักที่ทำให้กลับมามีกำไร คือ 1) จำนวนผู้โดยสารที่เพิ่มขึ้น 18% YoY และ 7% QoQ เท่ากับ 1.26 ล้านคน, 2) ค่าตัวโดยสารเฉลี่ยเพิ่มขึ้น 2% QoQ (แต่ลดลง 8% YoY) เป็น 3,773 บาท, 3) ต้นทุนน้ำมันเครื่องบินลดลง 26% YoY และ 21% QoQ เป็น 92 เหรียญสหรัฐต่อบาร์เรล, 4) ส่วนแบ่งรายได้จากเงินลงทุนในบริษัทรวมเพิ่มขึ้น 13% YoY (แต่ลดลง 8% QoQ) เป็น 110 ล้านบาท และ 5) ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารลดลง (สัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายลดลงเหลือ 15.1% จาก 17.1% ในไตรมาส 3/56 แต่เพิ่มขึ้นจาก 14.8% ในไตรมาส 3/57) อัตราส่วนการขนส่งผู้โดยสารเพิ่มขึ้นเป็น 67.2% ในไตรมาส 4/57 (เพิ่มจาก 66.3% ในไตรมาส 3/57)

#### แนวโน้ม

จากการที่ช่วงไฮซีซั่นของผู้โดยสารไทยจะต่อเนื่องมาถึงในไตรมาสแรก ของปีและเป็นช่วงพีคของ BA เราคาดการณ์ว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติและผู้โดยสารของ BA จะเพิ่มขึ้นในไตรมาส 1/58 ทั้ง YoY และ QoQ สถิติการจราจรทางอากาศของไทยเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในไตรมาส 1/58 (สถิติของ AOT สำหรับเดือนกุมภาพันธ์ ในปี 2558 เพิ่มขึ้นเช่นกัน) จำนวนผู้โดยสารทั้งหมดในช่วง 1 – 24 กุมภาพันธ์ เพิ่มขึ้น 24% YoY เทียบกับการเติบโต 18% YoY ในเดือนมกราคม นอกจากนี้ เราคาดว่าต้นทุนน้ำมันเครื่องบินของ BA จะลดลงทั้ง YoY และ QoQ ดังนั้นเราคาดการณ์ว่ากำไรหลักของ BA ในไตรมาส 1/58 จะเพิ่มทั้ง YoY และ QoQ

#### สิ่งที่เปลี่ยนแปลงไป

เรายังคงประมาณการกำไรสุทธิในปี 2558 ที่ 2,242 ล้านบาท ไว้เท่าเดิม

#### ประเด็นการลงทุน

ในมุมมองของเรา จากแนวโน้มการเติบโตของกำไรไตรมาส 1/58 จากจำนวนนักท่องเที่ยวที่เพิ่มขึ้นในช่วงไฮซีซั่น, การเติบโตของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติในภาพรวม และความคาดหวังที่ว่าสถิติการจราจรทางอากาศจะฟื้นตัวดีขึ้น เช่นเดียวกับผลประกอบการของบริษัทในปีนี้ ตัวเลขผลประกอบการที่อ่อนตัวในปี 2557 จะตามมาด้วยอัตราเติบโตเฉลี่ยสะสมของกำไรต่อปีแข็งแกร่งที่ 44% (สำหรับปี 2557-2559) ปัจจุบันหุ้นซื้อขายที่ PER (สำหรับธุรกิจสายการบินและธุรกิจที่เกี่ยวข้อง) ณ สิ้นปี 2558 ที่ 10.1 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในภูมิภาคที่ 19.9 เท่า

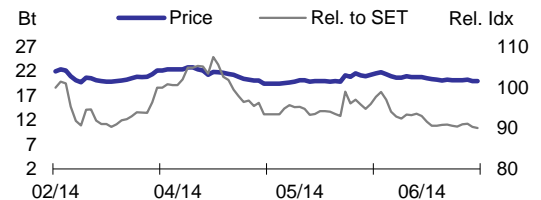
#### Sector: Transportation (Airlines) Overweight

 ค่าแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**

เป้าหมายพื้นฐาน: 27.00 บาท

ราคา (26/02/58): 20.00 บาท

#### Price chart

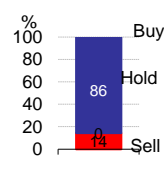


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(5.9)	(4.0)	
Absolute	(5.7)	(3.8)	

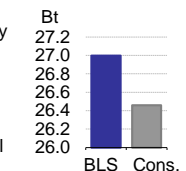
#### Key statistics

Market cap	Bt42.0bn	USD1.3bn
12-mth price range	Bt19.3/Bt24.8	
12-mth avg daily volume	Bt85m	USD2.6m
# of shares (m)	2,100	
Est. free float (%)	27.1	
Foreign limit (%)	49.0	

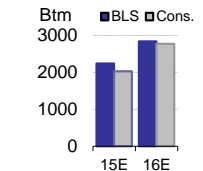
#### Consensus rating



#### BLS Target price vs. Consensus



#### BLS earnings vs. Consensus



#### Financial summary

FY Ended 31 Dec	2014	2015E	2016E	2017E
Revenues (Btm)	21,033	27,034	31,765	36,074
Net profit (Btm)	386	2,242	2,838	3,522
EPS (Bt)	0.18	1.07	1.35	1.68
EPS growth (%)	-61.0%	+481.2%	+26.6%	+24.1%
Core profit (Btm)	382	2,242	2,838	3,522
Core EPS (Bt)	0.18	1.07	1.35	1.68
Core EPS growth (%)	-59.6%	+486.4%	+26.6%	+24.1%
PER (x)	108.9	18.7	14.8	11.9
PBV (x)	1.7	1.5	1.4	1.3
Dividend (Bt)	0.2	0.5	0.7	0.8
Dividend yield (%)	1.0	2.7	3.4	4.2
ROE (%)	2.4	8.5	10.1	11.5

#### CG rating

สัพพตา ศรีสข

นักวิเคราะห์การลงทุนที่วิจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

suppata@bualuang.co.th

+66 2 618 1343

BA ประกาศจ่ายเงินปันผลเท่ากับ 0.20 บาท สำหรับผลการดำเนินงานปี 2557 หรือคิดเป็นอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลสำหรับปี 2557 ที่ 1% (วันขึ้นเครื่องหมาย XD คือ วันที่ 10 มีนาคม, วันจ่ายเงินปันผล คือ วันที่ 30 เมษายน)

## BA : Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Revenue	19,876	21,033	27,034	31,765	36,074
SG&A	(3,115)	(2,967)	(4,271)	(5,019)	(5,700)
<b>EBIT</b>	<b>1,727</b>	<b>503</b>	<b>3,213</b>	<b>4,447</b>	<b>5,659</b>
Interest expense	(1,766)	(1,638)	(2,380)	(3,113)	(3,743)
<b>Other income/exp.</b>	<b>730</b>	<b>1,081</b>	<b>1,132</b>	<b>1,228</b>	<b>1,330</b>
EBT	691	(55)	1,964	2,561	3,245
Corporate tax	(140)	(1)	(256)	(324)	(402)
<b>After-tax net profit (loss)</b>	<b>551</b>	<b>(55)</b>	<b>1,709</b>	<b>2,237</b>	<b>2,844</b>
Minority interest	0	0	0	0	0
Equity earnings from affiliates	394	438	533	601	678
Extra items	45	3	0	0	0
<b>Net profit (loss)</b>	<b>990</b>	<b>386</b>	<b>2,242</b>	<b>2,838</b>	<b>3,522</b>
<b>Core net profit</b>	<b>945</b>	<b>382</b>	<b>2,242</b>	<b>2,838</b>	<b>3,522</b>
<b>EBITDA</b>	<b>2,300</b>	<b>1,147</b>	<b>3,985</b>	<b>5,450</b>	<b>6,875</b>

### KEY RATIOS

Revenue growth (%)	12.5	5.8	28.5	17.5	13.6
Gross margin (%)	24.4	16.5	27.7	29.8	31.5
EBITDA margin (%)	11.6	5.5	14.7	17.2	19.1
Operating margin (%)	8.7	2.4	11.9	14.0	15.7
Net margin (%)	5.0	1.8	8.3	8.9	9.8
Core profit margin (%)	4.8	1.8	8.3	8.9	9.8
ROA (%)	3.2	1.0	3.9	3.8	4.0
ROCE (%)	4.2	1.3	4.5	4.1	4.3
Asset turnover (x)	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
Current ratio (x)	0.8	2.5	4.0	5.0	5.5
Gearing ratio (x)	2.1	0.5	1.2	1.6	1.7
Interest coverage (x)	1.0	0.3	1.3	1.4	1.5

### BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	2,553	2,175	16,744	27,883	31,834
Accounts receivable	1,679	1,705	2,192	2,576	2,925
Inventory	228	272	303	345	383
PP&E-net	6,339	7,034	8,817	12,436	15,467
Other assets	18,340	24,984	25,371	26,595	27,882
<b>Total assets</b>	<b>30,393</b>	<b>48,579</b>	<b>66,455</b>	<b>83,516</b>	<b>92,855</b>
Accounts payable	2,357	2,440	2,716	3,098	3,434
ST debts & current portion	2,108	1,119	2,067	2,237	1,914
Long-term debt	12,770	12,299	31,072	45,247	51,852
Other liabilities	351	402	422	443	465
<b>Total liabilities</b>	<b>23,201</b>	<b>23,147</b>	<b>39,189</b>	<b>54,083</b>	<b>60,875</b>
Paid-up capital	1,580	2,100	2,100	2,100	2,100
Share premium	270	9,319	9,319	9,319	9,319
Retained earnings	(3,938)	(363)	758	2,177	3,938
<b>Shareholders equity</b>	<b>7,080</b>	<b>25,309</b>	<b>27,142</b>	<b>29,310</b>	<b>31,856</b>
Minority interests	111	123	123	123	123
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>30,393</b>	<b>48,579</b>	<b>66,455</b>	<b>83,516</b>	<b>92,855</b>

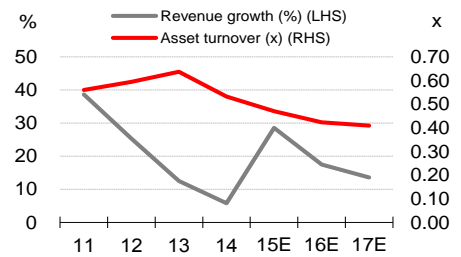
### CASH FLOW (Btm)

Net income	1,130	386	2,497	3,162	3,923
Depreciation and amortization	573	645	772	1,004	1,216
Change in working capital	(1,507)	(2,139)	241	44	51
FX, non-cash adjustment & others	1,704	941	(2,723)	(2,096)	(2,235)
<b>Cash flows from operating activities</b>	<b>1,899</b>	<b>(167)</b>	<b>788</b>	<b>2,114</b>	<b>2,955</b>
Capex (Invest)/Divest	393	(712)	(2,550)	(4,617)	(4,242)
Others	424	(10,375)	656	(130)	(136)
<b>Cash flows from investing activities</b>	<b>817</b>	<b>(11,086)</b>	<b>(1,894)</b>	<b>(4,747)</b>	<b>(4,378)</b>
Debt financing (repayment)	(2,036)	(1,711)	16,042	14,894	6,793
Equity financing	637	12,586	0	0	0
Dividend payment	(2,429)	0	(335)	(1,121)	(1,419)
Others	424	(10,375)	656	(130)	(136)
<b>Cash flows from financing activities</b>	<b>(3,828)</b>	<b>10,875</b>	<b>15,708</b>	<b>13,773</b>	<b>5,373</b>
Net change in cash	(1,113)	(378)	14,602	11,140	3,951
<b>Free cash flow (Btm)</b>	<b>2,291</b>	<b>(878)</b>	<b>(1,762)</b>	<b>(2,503)</b>	<b>(1,286)</b>
<b>FCF per share (Bt)</b>	<b>1.45</b>	<b>(0.42)</b>	<b>(0.84)</b>	<b>(1.19)</b>	<b>(0.61)</b>

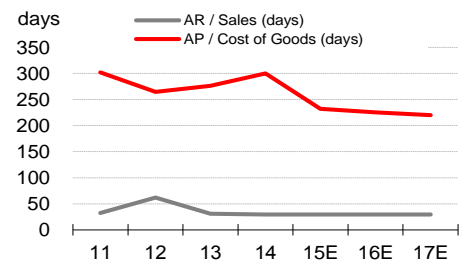
### Key assumptions

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Passenger carried (mn)	4.2	4.8	5.5	6.2	6.9
Load factor (%)	67.9	65.3	68.0	68.0	68.5
Average fare (Bt/pax)	4,040	3,830	4,038	4,098	4,160
Dividend income (Btm)	220	244	333	387	445

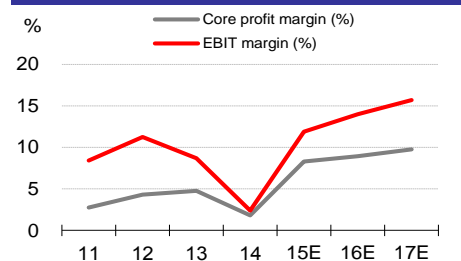
### Revenue growth and asset turnover



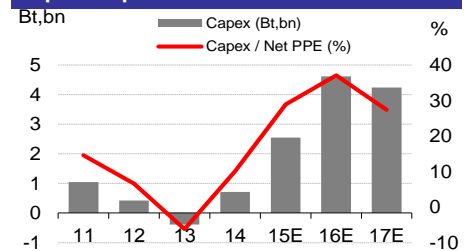
### A/C receivable & A/C payable days



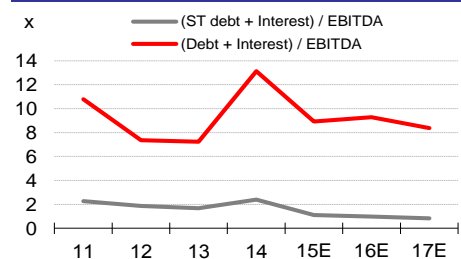
### Profit margins



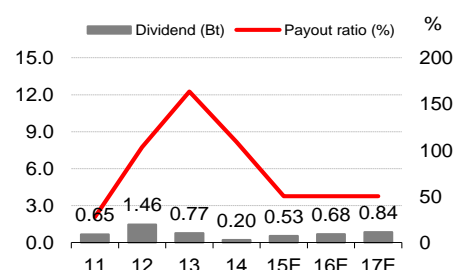
### Capital expenditure



### Debt serviceability



### Dividend payout



## BA : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14
Revenue	5,074	5,912	4,525	5,034	5,562
Cost of sales and services	(4,287)	(4,443)	(4,304)	(4,306)	(4,510)
Gross profit	787	1,469	221	728	1,051
SG&A	(900)	(712)	(672)	(743)	(840)
<b>EBIT</b>	<b>(114)</b>	<b>757</b>	<b>(451)</b>	<b>(15)</b>	<b>212</b>
Interest expense	(437)	(418)	(407)	(403)	(410)
Other income/exp.	154	138	395	250	297
<b>EBT</b>	<b>(396)</b>	<b>477</b>	<b>(462)</b>	<b>(168)</b>	<b>99</b>
Corporate tax	16	(56)	34	2	19
After-tax net profit (loss)	(380)	421	(428)	(166)	118
Minority interest	0	0	0	0	0
Equity earnings from affiliates	97	105	103	120	110
Extra items	0	0	3	0	0
<b>Net profit (loss)</b>	<b>(283)</b>	<b>526</b>	<b>(321)</b>	<b>(47)</b>	<b>227</b>
Reported EPS	(0.18)	0.33	(0.20)	(0.03)	0.11
<b>Fully diluted EPS</b>	<b>(0.13)</b>	<b>0.25</b>	<b>(0.15)</b>	<b>(0.02)</b>	<b>0.11</b>
<b>Core net profit</b>	<b>(283)</b>	<b>526</b>	<b>(325)</b>	<b>(47)</b>	<b>227</b>
Core EPS	(0.13)	0.25	(0.15)	(0.02)	0.11
<b>EBITDA</b>	<b>38</b>	<b>902</b>	<b>(291)</b>	<b>149</b>	<b>386</b>

### KEY RATIOS

Gross margin (%)	15.5	24.8	4.9	14.5	18.9
EBITDA margin (%)	0.7	15.3	(6.4)	3.0	6.9
Operating margin (%)	(2.2)	12.8	(10.0)	(0.3)	3.8
Net margin (%)	(5.6)	8.9	(7.1)	(0.9)	4.1
Core profit margin (%)	(5.6)	8.9	(7.2)	(0.9)	4.1
BV (Bt)	4.6	5.8	7.7	8.8	12.1
ROE (%)	(16.0)	23.3	(12.2)	(1.4)	4.7
ROA (%)	(3.7)	6.7	(3.9)	(0.5)	2.1
Current ratio (x)	0.8	0.7	0.6	0.6	2.5
Gearing ratio (x)	2.1	1.5	1.1	1.0	0.5
Interest coverage (x)	n.m.	1.8	n.m.	n.m.	0.5

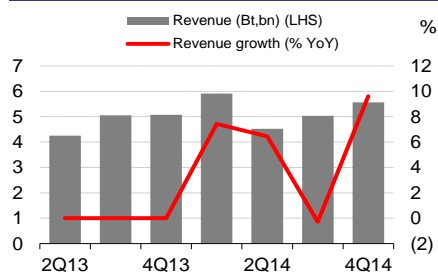
### QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	2,553	1,679	1,420	1,589	2,175
Accounts receivable	1,679	1,589	1,139	1,413	1,705
Inventory	228	233	242	243	272
PP&E-net	6,339	6,409	6,386	6,482	7,034
Other assets	18,340	20,323	24,448	26,581	24,984
<b>Total assets</b>	<b>30,393</b>	<b>31,283</b>	<b>34,178</b>	<b>37,237</b>	<b>48,579</b>
Accounts payable	2,357	2,317	2,168	2,365	2,440
ST debts & current portion	2,108	1,560	1,300	1,795	1,119
Long-term debt	12,770	12,409	12,107	11,947	12,299
Other liabilities	2,837	3,153	3,997	4,455	4,114
<b>Total liabilities</b>	<b>23,201</b>	<b>22,109</b>	<b>22,072</b>	<b>23,333</b>	<b>23,147</b>
Paid-up capital	1,580	1,580	1,580	1,580	2,100
Share premium	270	270	270	270	9,319
Retained earnings	(3,938)	(3,424)	(3,750)	(3,802)	(363)
<b>Shareholders equity</b>	<b>7,080</b>	<b>9,051</b>	<b>11,977</b>	<b>13,770</b>	<b>25,309</b>
Minority interests	111	124	128	134	123
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>30,393</b>	<b>31,283</b>	<b>34,178</b>	<b>37,237</b>	<b>48,579</b>
<b>Key operating data</b>	<b>4Q13</b>	<b>1Q14</b>	<b>2Q14</b>	<b>3Q14</b>	<b>4Q14</b>
Passenger carried (mn)	1.1	1.3	1.0	1.2	1.3
Load factor (%)	66	69	62	63	67
Average fare (Bt/pax)	4,080	4,137	3,720	3,690	3,773

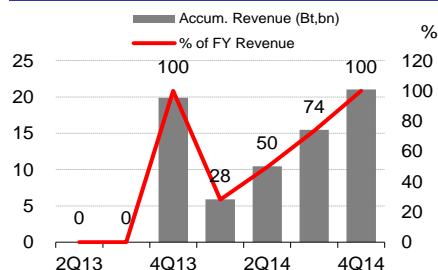
### Company profile

Bangkok Airways Plc operates an airline and airports, runs airport-related businesses (one of which is a JV in which it holds only 49%) and has shareholdings in Bangkok Dusit Medical Services Plc (BGH; 7.83% stake) and the Samui Airport Property Fund (SPF; 25% stake).

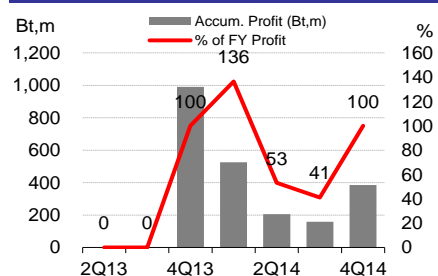
### Revenue trend



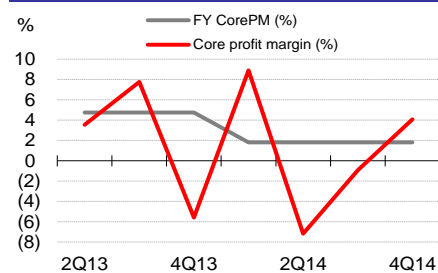
### Revenue trend (accumulated)



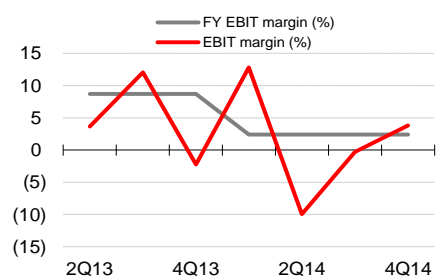
### Net profit trend (accumulated)



### Gross profit margin



### EBIT margin



**Figure 1 : 4Q14 results**

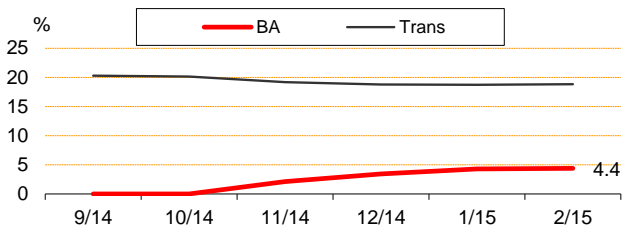
FY Ended 31 Dec (Btm)	4Q14	4Q13	YoY %	3Q14	QoQ %	2014	2013	YoY %	
<b>Income Statement</b>									
Revenue	5,562	5,074	10	5,034	10	21,033	19,876	6	• Revenue growth was driven by greater traffic (YoY & QoQ) and a higher average fare (QoQ)
Cost of sales and services	(4,510)	(4,287)	5	(4,306)	5	(17,563)	(15,034)	17	
EBITDA	386	38	926	149	159	1,147	2,300	(50)	• Operating costs rose both YoY and QoQ, due to a bigger fleet
EBIT	212	(114)	nm	(15)	nm	503	1,727	(71)	
Interest expense	(410)	(437)	(6)	(403)	2	(1,638)	(1,766)	(7)	• SG&A expenses declined YoY but increased QoQ
Other income/exp.	297	154	93	250	19	1,081	730	48	
Equity earnings from affiliate	110	97	13	120	(8)	438	394	11	• Lower debt outstanding YoY
Extra items	0	0	nm	0	nm	3	45	(92)	
<b>EBT</b>	<b>99</b>	<b>(396)</b>	<b>nm</b>	<b>(168)</b>	<b>nm</b>	<b>(55)</b>	<b>691</b>	<b>nm</b>	• Net profit was below our estimate but in line with the consensus
Corporate tax	19	16	nm	2	nm	(1)	(140)	(100)	
Minority interest	0	0	nm	0	nm	0	0	nm	
<b>Net profit (loss)</b>	<b>227</b>	<b>(283)</b>	<b>nm</b>	<b>(47)</b>	<b>nm</b>	<b>386</b>	<b>990</b>	<b>(61)</b>	
Reported EPS	0.11	(0.18)	nm	(0.03)	nm	0.23	0.66	(66)	
<b>Core net profit</b>	<b>227</b>	<b>(283)</b>	<b>nm</b>	<b>(47)</b>	<b>nm</b>	<b>382</b>	<b>945</b>	<b>(60)</b>	
<b>Key ratios</b>									
Gross margin (%)	18.9	15.5		14.5		16.5	24.4		
EBITDA margin (%)	6.9	0.7		3.0		5.5	11.6		
EBIT margin (%)	3.8	(2.2)		(0.3)		2.4	8.7		
Tax rate (%)	(19.2)	4.0		1.1		(1.0)	20.2		
Net margin (%)	4.1	(5.6)		(0.9)		1.8	5.0		
Current ratio (x)	2.5	0.8		0.6		2.5	0.8		
Gearing ratio (x)	0.5	2.1		1.0		0.5	2.1		
Interest coverage (x)	0.5	n.m.		n.m.		0.3	1.0		
<b>Balance Sheet</b>									
Cash & Equivalent	2,175	2,553	(15)	1,589	37				
<b>Total assets</b>	<b>48,579</b>	<b>30,393</b>	<b>60</b>	<b>37,237</b>	<b>30</b>				
ST debts & current portion	1,119	2,108	(47)	1,795	(38)				
Long-term debt	12,299	12,770	(4)	11,947	3				
<b>Total liabilities</b>	<b>23,147</b>	<b>23,201</b>	<b>(0)</b>	<b>23,333</b>	<b>(1)</b>				
Retained earnings	(363)	(3,938)	nm	(3,802)	nm				
<b>Shareholders equity</b>	<b>25,309</b>	<b>7,080</b>	<b>257</b>	<b>13,770</b>	<b>84</b>				
Minority interests	123	111	10	134	(8)				
BV (Bt)	12.1	4.6	166	8.8	38				

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 (%)	
				2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E
Korean Air	003490 KS	KRW48,100.0	3,178	9.0	9.7	-262.5	-9.9	1.2	1.1	14.2	12.0	0.0	0.0
Asiana Airlines	020560 KS	KRW9,160.0	1,621	9.0	9.5	-268.1	-5.2	1.7	1.4	18.3	15.2	0.0	0.0
China Southern Airlines	1055 HK	HKD3.9	7,142	17.9	7.9	-18.9	133.8	0.9	0.8	4.1	10.7	0.8	2.0
Cathay Pacific Airways	293 HK	HKD17.3	8,786	19.7	11.2	121.5	79.6	1.1	1.0	5.6	9.0	1.7	3.1
China Eastern Airlines	670 HK	HKD3.8	9,317	14.1	7.5	-2.0	93.4	1.2	1.1	8.9	15.9	0.3	0.9
Air China Limited	753 HK	HKD7.0	14,537	20.8	11.0	2.6	90.3	1.3	1.1	6.1	11.4	0.8	1.7
China Airlines	2610 TT	TWD15.4	2,547	n.a.	10.9	2.0	-618.4	1.6	1.4	-2.4	10.6	0.0	0.7
EVA Airways	2618 TT	TWD23.0	2,823	60.5	13.1	66.1	338.2	2.0	1.7	3.9	14.2	0.0	0.5
Airasia	AIRA MK	MYR2.7	2,097	8.5	7.6	150.0	9.5	1.2	1.1	15.0	14.9	2.4	2.7
Malaysia Airlines	MAS MK	MYR0.3	1,325	n.a.	n.a.	2.3	-48.3	n.a.	n.a.	-55.4	-8.5	n.a.	n.a.
Cebu Air Inc	CEB PM	PHP89.7	1,233	18.0	9.8	394.0	134.8	2.3	2.0	13.8	21.8	1.4	1.9
Qantas Airways	QAN AU	AUD3.0	5,075	11.2	6.8	-116.1	97.6	2.0	1.5	20.9	27.1	0.0	0.0
Singapore Airlines	SIA SP	SGD12.1	10,422	35.1	18.6	12.7	98.6	1.1	1.1	3.1	6.1	2.0	3.4
Tiger Airways Holding	TGR SP	SGD0.3	561	n.a.	n.a.	-20.7	-103.4	3.2	3.1	-78.6	3.9	0.0	0.0
Bangkok Airways	BA TB	THB20.00	1,297	18.7	14.8	481.2	26.6	1.5	1.4	8.5	10.1	2.7	3.4
Asia Aviation	AAV TB	THB5.35	801	11.7	10.1	1106.7	16.3	0.8	0.7	10.7	11.2	0.0	0.0
Thai Airways International	THAI TB	THB13.60	917	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	0.8	0.9	-14.9	-8.1	0.0	0.0
<b>Simple average</b>				<b>19.6</b>	<b>10.6</b>	<b>103.2</b>	<b>20.8</b>	<b>1.5</b>	<b>1.3</b>	<b>-1.1</b>	<b>10.4</b>	<b>0.8</b>	<b>1.3</b>

### Foreign holding



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
PLANB, JASIF	PLANB, JASIF

**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.