BUALUANG SECURITIES

COMPANY UPDATE

กรุงเทพประกันชีวิต BLA TB / BLA.BK

9 พฤษจิกายน 2558

แนวโน้มขาดทุนในไตรมาส 3/58

ความเสี่ยงอัตราดอกเบี้ยขาลงส่งผลให้ขาดทุนในไตรมาส 3/58

เราคาด BLA จะรายงานขาดทุนสุทธิไตรมาส 3/58 ที่ 235 ล้านบาท ดีขึ้นจากขาดทุนในไตรมาส 3/57 ที่ 881 ล้านบาท แต่ปรับลดลงจากที่กำไร 1.84 พันล้านบาทในไตมาสก่อนหน้า ซึ่งผลขาดทุนที่ลดลงนั้นมีปัจจัยจากการตั้งค่าสำรองกรมธรรม์ประกันที่ลดลง (จากแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยอ่อนตัวลง) เราคาดบริษัทตั้งสำรองกรมธรรม์ประกันในไตรมาส 3/58 ที่คิดเป็นสัดส่วน 86% ของรายได้เบี้ยประกันทั้งหมด จากเดิมอยู่ที่ 98% ในไตรมาส 3/57 ทั้งนี้รายได้เบี้ยประกันไตรมาส 3/58 ประเมินอยู่ที่ 8.4 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 15.9% YoY และ 15.8% QoQ ตามฤดูกาล ในขณะที่ผู้บริหารแนะอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนจะอยู่ที่ 4.8% ในไตรมาส 3/58 เมื่อเทียบกับ 5.2% ในไตรมาส 3/57 อย่างไรก็ตาม แนวโน้มตราสารหนี้ให้ผลตอบแทนต่ำอาจจำกัดโอกาส BLA ในการเข้าซื้อตราสารหนี้ระยะยาวเพื่อรอจังหวะดอกเบี้ยขึ้นในปีหน้า โดยเราประเมินรายได้จากการลงทุนในไตรมาส 3/58 อยู่ที่ 2.7 พันล้านบาท (เทียบเท่ากับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนที่ 4.8%) เพิ่มขึ้น 13% YoY

แนวโน้มไตรมาส 4/58 หันมาสนใจสินค้าประกันระยะยาวที่มีมาร์จิ้นสูง

เรามองยอดขายปี 2558 ปรับตัวลง 8% YoY มาอยู่ที่ 4.7 หมื่นล้านบาท จากการปรับสินค้ากรมธรรม์ระยะสั้น (อย่างเกนเฟริสต์ 245) มาเป็นสินค้ากรมธรรม์ระยะยาว (อย่างประกันชีวิตออมทรัพย์ระยะยาว กองทุนบำเหน็จบำนาญ ประกันการคุ้มครองภาระหนี้สินอย่าง กรมธรรม์บัวหลวงห่วงลูกหลาน แล บัวหลวงห่วงครบครัว รวมทั้งกองทุนบำเหน็จบำนาญ 555/600) และสินค้าประกันชีวิตตลอดชีพที่มีการจ่ายเบี้ยประกันมากกว่า 4 ปีขึ้นไป ทั้งนี้การที่บริษัทหันมาให้ความสนใจสินค้ากรมธรรม์ระยะยาวมากขึ้นในไตรมาส 4/58 จะช่วยเพิ่มมาร์จิ้นของสินค้าให้สูงขึ้น แต่อาจทำให้ปริมาณขายลดลงเนื่องจากเป็นผลิตภัณฑ์ที่ขายยาก

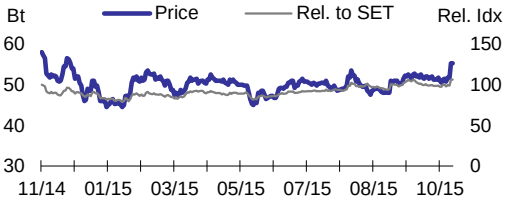
ความเสี่ยงการตั้งสำรองเพิ่มจากการปรับระบบบัญชีไตรมาส 3/58

เราสันนิษฐานการตั้งสำรองกรมธรรม์ประกันจะอยู่ที่ 70% ของเบี้ยประกันทั้งหมดทั้งปีนี้และปีหน้า โดยการหันมาให้ความสนใจสินค้าประกันระยะยาวเพิ่มขึ้นอาจทำให้อัตราส่วนดังกล่าวปรับลดลงเล็กน้อยในช่วงครึ่งหลังปี 2558 และปี 2559 ทั้งปี BLA มองว่าอาจมีการตั้งสำรองกรมธรรม์ประกันเพิ่มขึ้นเพื่อรองรับความเสี่ยงของอัตราดอกเบี้ยในครึ่งหลังปี 2558 จากการปรับระบบบัญชีกลับมาเป็น ระบบการทดสอบความเพียงพอของหนี้สิน (LAT) จากระบบการคาดการระยะยาว (Best Estimate) ซึ่งหมายความว่าหากอัตราดอกเบี้ยไม่ปรับตัวลงมากตั้งแต่ครึ่งหลังปี 2558 เป็นต้นไป ส่งผลให้ BLA สามารถดึงสำรองที่ตั้งไว้ในปีนี้กลับมาเป็นรายได้ในปีหน้า อย่างไรก็ตาม เราคาดว่า BLA จะยังคงใช้ค่าสำรองปี 2558 เดิมที่ 70% ของเบี้ยประกันทั้งหมด เมื่อเทียบกับ 83% ในไตรมาส 3/57

Sector: Insurance – OVERWEIGHT

คำแนะนำพื้นฐาน: ซื้อ
เป้าหมายพื้นฐาน: 67.00 บาท
ราคา (06/11/14): 55.25 บาท

Price chart

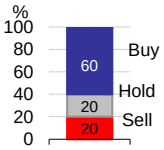


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	2.0	14.5	8.3
Absolute	5.2	13.3	(2.2)

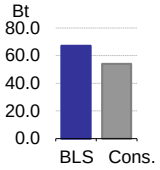
Key statistics

Market cap	Bt94.1bn	USD2.6bn
12-mth price range	Bt44.0/Bt58.8	
12-mth avg daily volume	Bt63m	USD1.8m
# of shares (m)	1,704	
Est. free float (%)	41.6	
Foreign limit (%)	25.0	

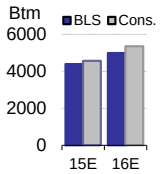
Consensus rating



BLS Target price vs. Consensus



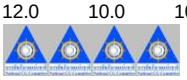
BLS earnings vs. Consensus



Financial summary

FY Ended 31 Dec	2014	2015E	2016E	2017E
Total rev (Btm)	61,427	57,601	61,590	66,504
Net profit (Btm)	2,662	4,400	5,000	5,600
Fully diluted EPS (Bt)	1.56	2.58	2.93	3.28
EPS growth (%)	-39.2%	+65.3%	+13.6%	+12.0%
PER (x)	33.5	20.3	17.8	15.9
EV/EBITDA (x)	24.2	13.4	11.7	9.9
PBV (x)	3.57	3.07	2.79	2.45
Dividend (Bt)	0.51	1.10	1.20	1.30
ROA (%)	1.2	1.9	1.8	1.7
Net gearing (x)	7.2	6.8	7.4	7.5
Total loss ratio (%)	79.8	70.0	70.0	70.0
Total premium Mkt (%)	12.0	10.0	10.0	10.0

CG rating



คุณสุวัฒน์ บำรุงชาติอุดม
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์
suwat@bualuang.co.th
+66 2 618 1341

ประเด็นการลงทุน

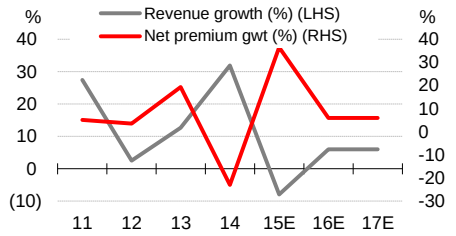
การหันมาเน้นผลิตภัณฑ์ที่มาร์จิ้นที่สูงขึ้น อย่างเช่น ประกันชีวิตตลอดชีพ ประกันชีวิตออมทรัพย์ระยะยาวและเครดิตไลฟ์ ส่งผลให้ BLA สามารถชดเชยการตั้งสำรองพิเศษที่เกิดขึ้นจากความเสี่ยงจากอัตราดอกเบี้ยขาลงได้ ซึ่งทำให้ ประมาณการของปี 2558-2559 คงเดิมไม่เปลี่ยนแปลง เราจึงยังคงประมาณการกำไรปี 2558 เดิม ที่ 4.4 พันล้านบาทในปี 2558 เพิ่มขึ้น 65% YoY และ 5 พันล้านบาทสำหรับปี 2559 เพิ่มขึ้น 14% YoY เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมาย ณ สิ้นปี 2558 ที่ 67 บาท อ้างอิงจากการประเมินมูลค่าธุรกิจที่ 31.26 บาท/หุ้นและมูลค่าการสร้างธุรกิจใหม่ที่ 35.8 บาท

BLA: Financial Tables – Year

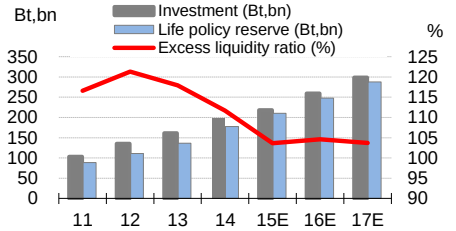
PROFIT & LOSS (Btm)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Insurance premium	38,795	51,172	47,110	49,937	52,933
Less Life policy reserve	(25,357)	(40,818)	(32,977)	(34,956)	(37,053)
Net premium	**13,438**	**10,354**	**14,133**	**14,981**	**15,880**
Underwriting expenses	(13,939)	(15,531)	(16,919)	(17,934)	(19,274)
Profit from insurance	**(501)**	**(5,177)**	**(2,786)**	**(2,953)**	**(3,395)**
Revenue on investment	7,601	10,255	10,491	11,653	13,571
Other income/exp.	39	48	44	47	50
Net revenue	**7,139**	**5,126**	**7,750**	**8,747**	**10,227**
Operating expenses	(1,828)	(2,018)	(2,295)	(2,596)	(2,944)
EBIT	**5,311**	**3,108**	**5,455**	**6,151**	**7,282**
Minority interest	0	0	0	0	0
Extra items	0	0	0	0	0
Income tax	(930)	(446)	(1,055)	(1,151)	(1,682)
Net profit (loss)	**4,381**	**2,662**	**4,400**	**5,000**	**5,600**
Reported EPS	3.62	1.56	2.58	2.93	3.28
Fully diluted EPS	**3.62**	**1.56**	**2.58**	**2.93**	**3.28**
Core net profit	**4,341**	**2,614**	**4,356**	**4,953**	**5,550**
Core EPS	3.58	1.53	2.55	2.90	3.25
EBITDA	**5,407**	**3,204**	**5,550**	**6,247**	**7,378**
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	12.7	31.9	(7.9)	6.0	6.0
Gross margin (%)	15.4	8.3	13.4	14.2	15.4
EBITDA margin (%)	11.6	5.2	9.6	10.1	11.1
Operating margin (%)	9.4	4.3	7.6	8.0	8.3
Net margin (%)	9.4	4.3	7.6	8.1	8.4
Core profit margin (%)	9.4	4.3	7.6	8.0	8.3
ROA (%)	2.5	1.2	1.9	1.8	1.7
ROE (%)	19.7	10.4	14.8	15.3	15.0
Commission/Insurance premium	11.2	9.3	13.0	13.0	13.5
Life policy Provision/insurance premium re	65.4	79.8	70.0	70.0	70.0
Cost/income	34.0	34.0	34.0	34.0	34.0
Combined ratio	81.3	114.1	110.8	111.1	112.0
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	1,331	5,708	6,000	2,200	3,650
Total investment in securities	161,126	198,238	218,061	259,493	298,417
Total net loans	3,526	4,735	5,366	5,902	6,472
Premises & equipment (Net)	327	389	770	910	992
Other assets	5,925	6,520	6,709	7,597	11,710
Total assets	**172,234**	**215,590**	**236,906**	**276,103**	**321,241**
Life policy reserve	136,616	177,435	210,412	248,017	287,720
Unpaid benefit to life policy	8,800	1,489	(8,382)	(6,771)	(5,327)
Premium received in advance	950	2,239	0	0	0
Other liabilities	3,604	8,851	5,092	2,158	1,490
Total liabilities	**149,971**	**190,013**	**207,122**	**243,405**	**283,883**
Paid-up capital	1,212	1,698	1,708	1,708	1,708
Share premium	2,846	3,091	3,091	3,091	3,091
Retained earnings	18,138	20,787	24,985	27,899	32,559
Shareholders equity	**22,264**	**25,576**	**29,784**	**32,698**	**37,358**
Minority interests	0	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	**172,234**	**215,590**	**236,906**	**276,103**	**321,241**
CASH FLOW (Btm)					
Net income	4,381	2,662	4,400	5,000	5,600
Depreciation and amortization	136	143	150	157	165
Change in working capital	23,571	39,586	33,882	35,950	38,570
FX, non-cash adjustment & others	804	805	806	807	808
Cash flows from operating activities	**28,087**	**42,390**	**38,432**	**41,107**	**44,335**
Capex (Invest)/Divest	(88)	(126)	(381)	(140)	(82)
Others	(27,427)	(49,777)	(25,374)	(41,155)	(38,763)
Cash flows from investing activities	**(27,515)**	**(36,529)**	**(25,755)**	**(41,295)**	**(38,845)**
Debt financing (repayment)	0	0	0	0	0
Equity financing	809	0	0	0	1
Dividend payment	(917)	(678)	(871)	(1,879)	(1,440)
Others	(27,427)	(49,777)	(25,374)	(41,155)	(38,763)
Cash flows from financing activities	**(107)**	**(678)**	**(871)**	**(1,879)**	**(1,438)**
Net change in cash	465	5,183	11,806	(2,066)	4,052
Free cash flow (Btm)	**28,000**	**42,264**	**38,051**	**40,967**	**44,253**
FCF per share (Bt)	**23.1**	**24.7**	**22.3**	**24.0**	**25.9**

Insurance data	2013	2014	2015E	2016E	2017E
FYP (Btm)	6,818	8,928	8,219	8,712	9,235
RYP (Btm)	28,545	37,379	34,411	36,476	38,665
SP	1,425	1,358	1,362	1,472	3,716
Total premium (Btm)	39,079	51,172	47,110	49,937	52,933
FYP mkt (%)	7.8	9.7	8.4	7.6	7.2
Total premium Mkt (%)	7.7	8.9	9.6	8.7	8.9

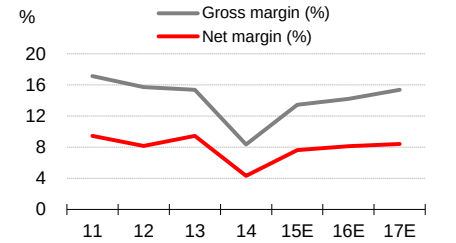
Revenue and net premium growth



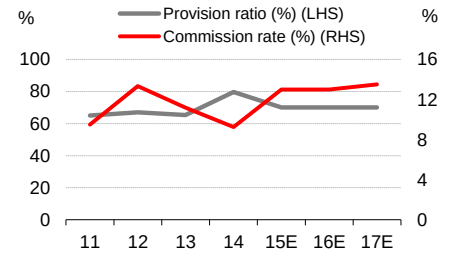
Excess liquidity



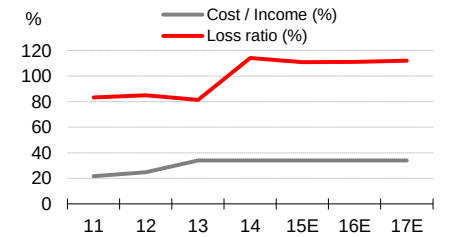
Profit margins



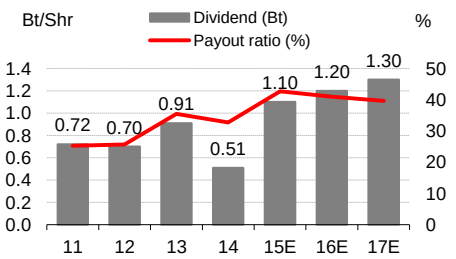
Comission and life policy provision ratios



Cost/Income and Loss ratios



Dividend payout



BLA: Financial Tables – Quarter

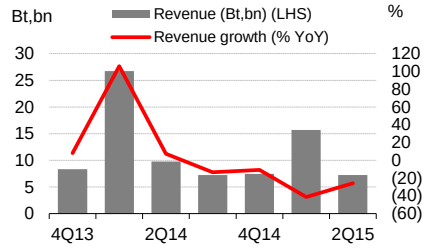
QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15
Net insurance premium revenue	9,769	7,245	7,446	15,711	7,252
Less provision for life policy reserve	8,099	7,118	3,187	12,104	2,906
Revenue realization on premium	1,670	127	4,260	3,607	4,346
Underw riting expenses	3,497	3,389	4,120	5,746	4,127
Profit from insurance business	(1,828)	(3,261)	140	(2,139)	219
Net investment income	2,153	2,386	2,259	2,511	2,466
Gain on investment	322	162	951	1,010	113
Total revenue from investment	2,475	2,548	3,210	3,522	2,579
Other income	17	10	13	15	18
Total revenues	664	(703)	3,362	1,398	2,816
Total operating expenses	501	482	539	498	571
Exceptional items	0	0	0	0	0
EBT	163	(1,185)	2,823	900	2,245
Income tax	(6)	(304)	546	135	400
Minority Interest	0	(0)	(0)	0	(0)
Net profit	169	(881)	2,278	765	1,844
EPS	0	(1)	1	0	1
Core profit before tax	(175)	(1,357)	1,859	(126)	2,113
Core EPS	(0)	(1)	1	(0)	1

KEY RATIOS					
Premium/life policy reserve (%)	23	17	17	33	15
Life policy provision/Premium (%)	83	98	43	77	40
Claim/life policy (%)	6	5	7	24	28
ROI (%)	5	5	6	7	5
Net margin (%)	1	(9)	21	4	19
Equity/Life policy reserve (%)	15	14	14	14	14
BV (Bt)	20	20	21	15	16
ROE (%)	3	(14)	38	12	29
ROA (%)	0	(2)	4	1	3
D/E (x)	7	7	8	7	8
Cost to Income (%)	75	(69)	16	36	20

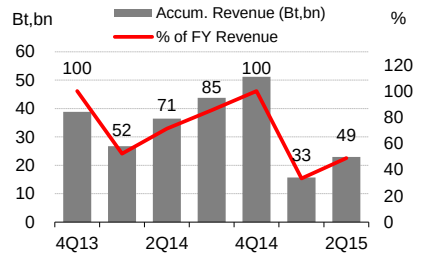
QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15
Cash & Equivalent	2,800	2,184	5,708	1,405	564
Total investment in securities	190,289	196,098	198,238	212,733	224,442
Total net loans	3,939	4,323	4,735	4,938	5,430
Premises & equipment (Net)	358	388	389	460	465
Other assets	7,618	7,435	6,520	10,524	7,660
Total assets	205,003	210,428	215,590	230,061	238,561
Life policy reserve	168,314	174,248	177,435	189,539	192,445
Unpaid benefit to life policy	427	91	1,489	1,690	4,620
Premium received in advance	504	487	380	566	628
Other liabilities	11,438	11,607	10,710	12,498	13,473
Total liabilities	180,683	186,434	190,013	204,293	211,167
Paid-up capital	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
Share premium	2,700	2,700	2,700	2,700	2,700
Retained earnings	13,872	12,449	14,678	15,443	16,506
Shareholders equity	24,320	23,994	25,576	25,768	27,394
Minority interests	0	0	0	0	(0)

Insurance data	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15
FYP (Btm)	642	757	768	1,672	1,052
RYP (Btm)	8,103	6,147	6,240	13,914	5,806
SP (Btm)	1,154	472	530	436	537
Total premium (Btm)	9,899	7,376	7,538	16,022	7,395
FYP+SP mkt (%)	4.3	3.2	3.2	5.3	3.7
Total premium Mkt (%)	8.2	6.3	5.8	12.0	9.5

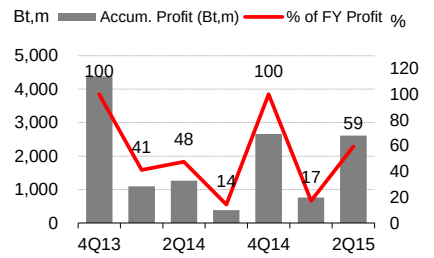
Revenue trend



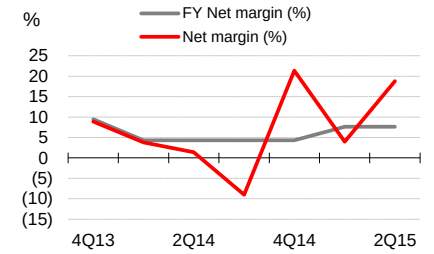
Revenue trend (accumulated)



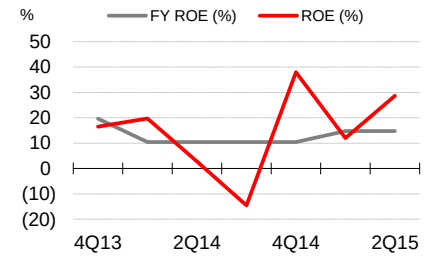
Net profit trend (accumulated)



Net margin



ROE



Company profile

Bangkok Life Assurance Public Company Limited (BLA) is one of Thailand's largest pure life assurance players and is a subsidiary of Bangkok Bank. Its FYP revenue growth is currently about twice the industry average.

Figure 1 : 3Q15 earnings preview

FY Ended 31 Dec (Btm)	3Q15	3Q14	YoY %	2Q15	QoQ %	9M15	9M14	YoY %
Income Statement								
Net insurance premium revenue	8,400	7,245	*16*	7,252	*16*	31,363	43,726	*(28)*
Less provision for life policy rese	7,250	7,118	*2*	2,906	*149*	22,260	37,632	*(41)*
Revenue realization on premium	1,150	127	*802*	4,346	*(74)*	9,103	6,094	*49*
Underwriting expenses	3,701	3,389	*9*	4,127	*(10)*	13,575	11,411	*19*
Profit from insurance business	(2,551)	(3,261)	*(22)*	219	*(1,267)*	(4,472)	(5,317)	*(16)*
Net investment income	2,696	2,386	*13*	2,466	*9*	7,673	6,553	*17*
Gain on investment	124	162	*(24)*	113	*9*	1,247	492	*154*
Other income	25	10	*140*	18	*36*	58	36	*nm*
Total revenues	**292**	**(703)**	*nm*	**2,816**	*(90)*	**4,506**	**1,764**	***156***
Total operating expenses	605	482	*26*	571	*6*	1,675	1,479	*13*
EBT	(313)	(1,185)	*nm*	2,245	*(114)*	2,832	285	*893*
Income tax	(78)	(304)	*nm*	400	*(119)*	457	(99)	*nm*
Net profit	**(235)**	**(881)**	***nm***	**1,844**	***(113)***	**2,375**	**384**	***518***
EPS	**(0.14)**	**(0.52)**	*nm*	**1.08**	*(113)*	**1.39**	**0.53**	*163*
Key ratios								
Premium/life policy reserve (%)	16.8	16.6		15.1		21.7	45.2	
Life policy provision/Premium (%	86.3	98.2		40.1		67.8	86.1	
ROI (%)	4.8	5.2		4.6		5.4	4.9	
Tax rate (%)	24.9	25.7		17.8		16.1	(34.8)	
Net margin (%)	(2.1)	(9.0)		18.8		6.9	2.6	
D/E (x)	7.7	7.4		7.9		7.7	7.4	
Combined ratio (%)	137.6	151.7		104.9		119.6	115.5	
Asset/Equity (%)	8.7	8.4		8.9		8.7	8.4	
Balance Sheet								
Cash & Equivalent	565	2,184	(74)	564	0			
Total assets	246,993	210,428	17	238,561	4			
Unpaid benefit to life policy	5,250	91	5,640	4,620	14			
Premium received in advance	820	487	100	628	0			
Total liabilities	219,721	186,434	18	211,167	4			
Retained earnings	16,271	12,449	31	16,506	(1)			
Shareholders equity	27,273	23,994	14	27,394	(0)			
Minority interests	(0)	0	nm	(0)	nm			
BV (Bt)	16.0	20.0	(20)	16.0	(0)			

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

- FYPs are estimated to rise QoQ and YoY
- Fatter YoY provisioning for the life-policy reserve
- A lower YoY investment gain
- Dipping ROI in YoY terms, due to less investment gains

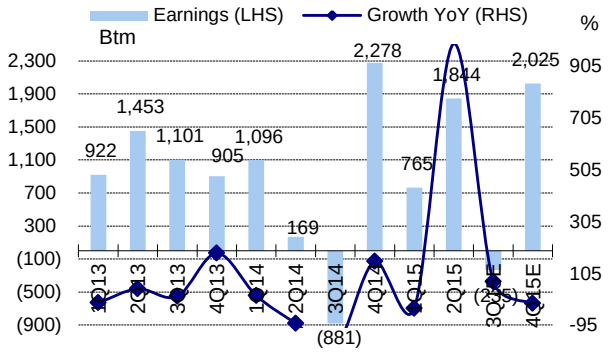
Figure 1: Total life assurance premium market share (%), FY07-8M15

Market share of Total premium (%)	FY07	FY08	FY09	FY10	FY11	FY12	FY13	FY14	8M15
American International Assurances (AIA)	38.9	37.9	33.3	31.0	28.7	26.3	24.99	22.8	21.49
Audhya Allianz C.P Life Plc., (AZAY)	9.5	6.5	6.1	6.2	6.3	5.8	5.67	5.4	5.19
Thai Life Insurance	15.2	14.4	13.7	12.4	12.2	12.5	12.44	12.5	12.43
SCB Life Insurance Plc	6.0	6.8	7.5	8.3	9.2	10.7	10.28	9.6	10.88
Muang Thai Life Assurance	6.8	7.7	8.3	10.0	11.5	12.5	13.62	14.9	16.9
Bangkok Life Assurance Plc.,	**6.1**	**6.7**	**7.7**	**8.9**	**9.6**	**8.9**	**8.83**	**10.3**	**8.48**
Krungthai AXA Life Insurance	2.9	4.1	4.9	6.0	6.4	7.4	8.53	9.7	10.32
Ocean Life Insurance	4.6	4.3	4.1	3.9	4.0	3.8	3.08	2.9	2.63
Prudential Life Assurance (Thailand) Plc.,	0.9	1.1	1.2	1.2	1.3	1.4	2.32	3.1	3.14
Others	3.2	4.2	6.6	5.5	4.9	5.5	10.24	8.8	8.54
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100	100	100

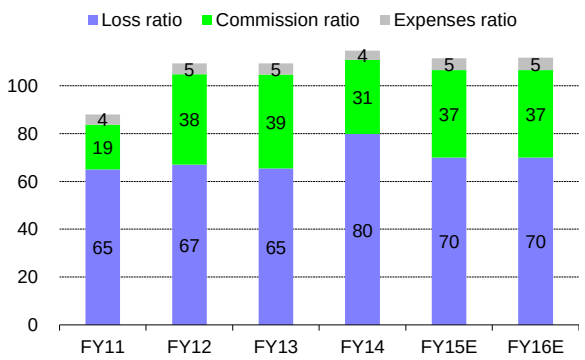
Sources: TLAA and Bualuang estimates

Figure 2: Earnings forecasts, 1Q14-1Q15E

Earnings forecasts (Btm), 1Q13-3Q15E



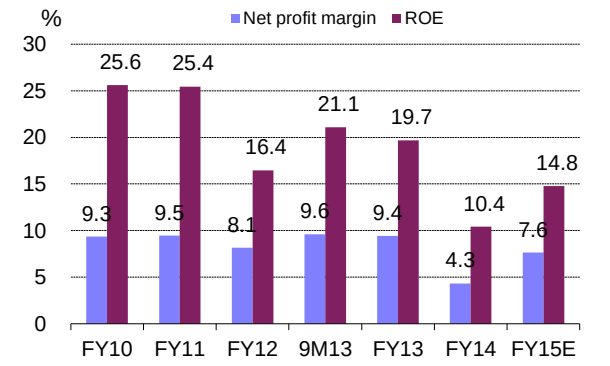
Breakdown of combined ratio (%), FY10-16E



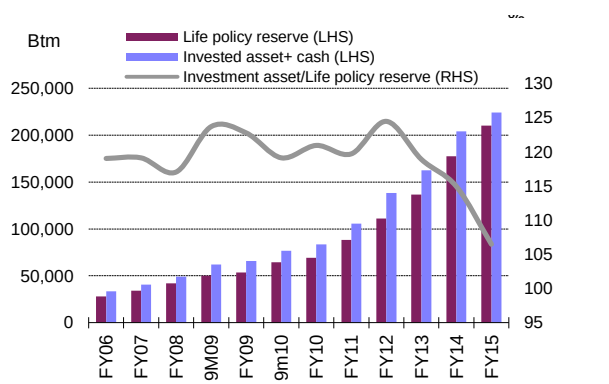
Sources: Company and BLS forecasts

Figure 4: Net margin (%), ROE (%) and debt/equity ratio, FY10-15E, and life-policy reserve and invested assets (Btm)

ROE, net margin and debt/equity ratio, FY10-15E



Life-policy reserve and invested assets, FY06-15E

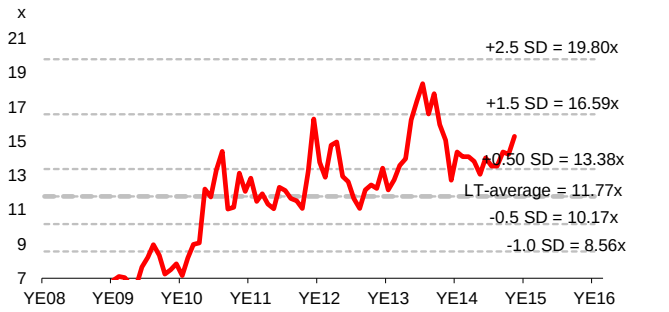


Sources: Company data and TLAA

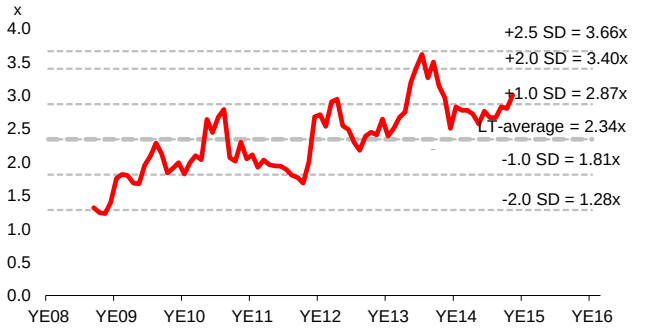
Regional Comparisons

	Bloomberg Code	Price (local curr.)	Market Cap (US$ equivalent)	PER (x) 2015E	PER (x) 2016E	EPS Growth (%) 2015E	EPS Growth (%) 2016E	PBV (x) 2015E	PBV (x) 2016E	ROE (%) 2015E	ROE (%) 2016E	Div Yield (%) 2015E	Div Yield (%) 2016E
Ping An Insurance (Group)	601318 CH	CNY36.2	105,537	11.5	10.3	24.6	11.1	1.8	1.5	17.1	16.0	1.4	1.5
China Life Insurance	601628 CH	CNY30.0	126,174	18.9	17.1	38.6	11.8	2.6	2.3	15.3	15.2	1.6	1.8
China Pacific Insurance (Group	601601 CH	CNY27.8	39,376	15.3	14.6	49.3	5.7	1.9	1.7	12.7	12.9	2.2	2.4
T&D Holdings	8795 JP	JPY1,735.5	9,601	13.5	12.3	-8.8	7.4	0.8	0.8	6.2	6.4	1.6	1.8
Bangkok Life Assurance	BLA TB	THB55.25	2,627	21.4	18.9	65.3	13.6	3.2	2.9	14.8	15.3	2.0	2.2
Thaire Life Assurance	THREL TB	THB13.40	224	19.7	17.3	10.0	13.4	6.1	5.5	32.7	33.5	3.6	4.1
Simple average				**16.7**	**15.1**	**29.8**	**10.5**	**2.7**	**2.5**	**16.5**	**16.5**	**2.1**	**2.3**

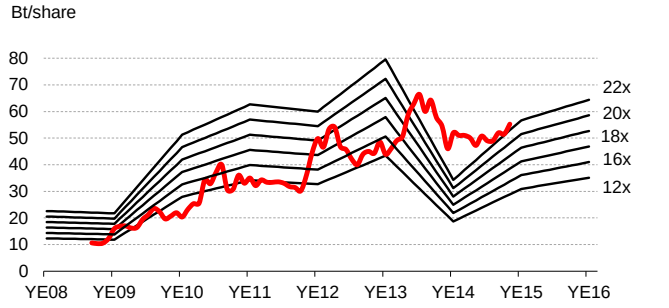
PER band versus SD (next 12 months)



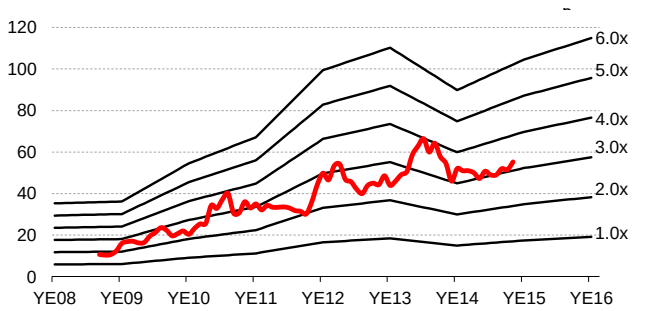
PER band versus SD (next 12 months)



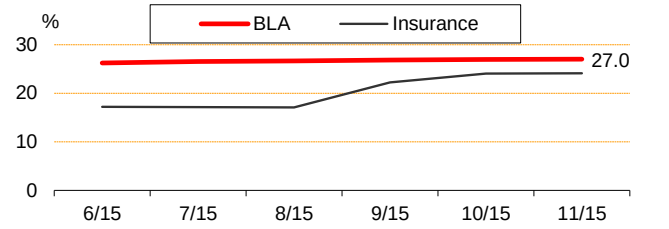
PER band and share price



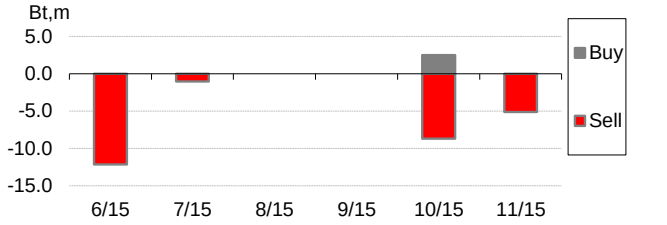
PBV band and share price



Foreign holdings



Management trading activities during past six months



Bualuang Securities Public Company Limited

DISCLAIMER

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 AN UNDERWRITER/CO-UNDERWRITER/JOINT LEAD IN RESPECT OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING ("IPO") OF SECURITIES.

Financial Advisor	Lead underwriter/ Underwriter/ Co-underwriter
SPRC	SPRC

Score Range	Score Range	Description
90 – 100		Excellent
80 – 89		Very Good
70 – 79		Good
60 – 69		Satisfactory
50 – 59		Pass
Below 50	No logo given	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.

"Disclaimer: The disclosure of the Anti-Corruption Progress Indicators of a listed company on the Stock Exchange of Thailand, which is assessed by the relevant institution as disclosed by the Office of the Securities and Exchange Commission, is made in order to comply with the policy and sustainable development plan for the listed companies. The relevant institution made this assessment based on the information received from the listed company, as stipulated in the form for the assessment of Anti-corruption which refers to the Annual Registration Statement (Form 56-1), Annual Report (Form 56-2), or other relevant documents or reports of such listed company . The assessment result is therefore made from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on any inside information. Since this assessment is only the assessment result as of the date appearing in the assessment result, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, [•] Securities Company Limited does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of the assessment 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.