

ธนาคารกรุงเทพ

คาดการณ์กำไรสุทธิ 2Q12 เติบโตอย่างมั่นคง

Bank
Overweight

ประเด็นการลงทุน : คาด BBL จะรายงานอัตราเติบโตของกำไรสุทธิที่ดีในปี 2555-56 หนุนโดย 1) สินเชื่อในประเทศเติบโตแข็งแกร่ง 2) มีการกระจายความเสี่ยงไปยังการปล่อยสินเชื่อต่างประเทศ (ปัจจุบันอยู่ที่ 17% ของสินเชื่อรวม) และ 3) มีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้ที่ต่ำ เนื่องจากประสิทธิภาพการดำเนินงานดีขึ้น ธนาคารยังมีอัตราส่วนค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญสะสมต่อหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้สูงสุดในกลุ่มอุตสาหกรรมที่ 199% นอกจากนี้ การเติบโตของสินเชื่อยังดีอย่างต่อเนื่อง ทำให้เราคาดว่าปี 2555 ผลประกอบการธนาคารยังมีศักยภาพในการปรับตัวขึ้นสูงกว่าประมาณการของเราจากสินเชื่อที่คาดว่าจะสูงกว่าคาด เรายังคงคำแนะนำ **ซื้อ**

คาดการณ์กำไรยังแข็งแกร่งใน 2Q12... เราประมาณการกำไรสุทธิไตรมาส 2/55 อยู่ที่ 8.3 พันล้านบาท สูงขึ้น 12% YoY และ 3% QoQ หนุนโดย การปล่อยสินเชื่อที่สูงขึ้น 14% YoY (และ 3% QoQ ดังนั้นส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น QoQ), การกั้นสำรองหนี้สูญที่ค่อนข้างคงที่ รวมทั้งอัตราภาษีที่ลดลงมาอยู่ที่ 23% จากเดิม 30% ในปี 2554 สังเกตว่าสินเชื่อมีระยะเวลา (Term-loan) คิดเป็น 60% ของสินเชื่อปล่อยใหม่ในไตรมาสที่ 2/55 เพิ่มขึ้น 50% จากไตรมาสที่ 1/55

...และยังคงความแข็งแกร่งไปถึงไตรมาสที่ 3/55: การขยายฐานสินเชื่อที่ต่อเนื่อง, ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยที่ทรงตัว, และฐานค่าธรรมเนียมที่เพิ่มขึ้น (ส่วนใหญ่เป็นค่าธรรมเนียมที่อิงกับสินเชื่อและธุรกิจประกัน) จะยังคงสูงขึ้น QoQ ต่อเนื่องไปจนถึงไตรมาสที่ 3/55 โดยการเติบโตของสินเชื่อบริษัทขนาดใหญ่ ยังมีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้นในครึ่งปีหลังของปี 2555 หนุนโดยวัฏจักรการลงทุนที่อยู่ในช่วงขาขึ้นและการกระตุ้นการใช้จ่ายของภาครัฐบาล

สังเกตว่าประมาณการกำไรสุทธิในปี 2555 ของเราจะสูงกว่าประมาณการตลาดอยู่ 7% ซึ่งเป็นผลจากการที่ตลาดยังไม่มั่นใจในการขยายฐานสินเชื่อของธนาคารในครึ่งปีหลัง เนื่องจากปัญหาจากวิกฤติยุโรป

BUALUANG RESEARCH

สุวัฒน์ บารุงชาติอุดม
suwat@bualuang.co.th
+662 618 1341

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**
เป้าหมายพื้นฐาน: 225.00 บาท
ราคา (22/06/12): 181.00 บาท

Key Ratios & Statistics

Market cap	Bt345.50bn		
12-mth price range	Bt123.50/Bt194.00		
12-mth avg daily volume	Bt1,118.36m		
# of shares (m)	1,908.8		
Est. free float (%)	97.7		
Foreign limit (%)	25.0		
Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	1.0	(0.0)	7.7
Absolute	2.8	(3.2)	20.3

Financial summary

FY Ended 31 Dec	2010	2011	2012E	2013E
Revenues (Btm)	63,662	81,827	95,434	111,057
Net profit (Btm)	24,593	27,338	35,000	42,500
EPS (Bt)	12.88	14.32	18.34	22.26
BLS/Consensus (x)	n.m.	n.m.	1.07	1.12
EPS Consensus (Bt)	n.m.	n.m.	17.07	19.85
EPS growth (%)	+19.6%	+11.2%	+28.0%	+21.4%
Core profit (Btm)	22,927	32,191	35,103	44,350
Core EPS (Bt)	12.01	16.86	18.39	23.23
Core EPS growth (%)	-10.7%	+40.4%	+9.0%	+26.3%
PER (x)	14.0	12.6	9.9	8.1
Core PER (x)	15.1	10.7	9.8	7.8
P/PPOP (x)	9.3	8.0	6.9	6.0
PABV (x)	1.5	1.4	1.3	1.2
Dividend (Bt)	5.00	6.00	7.00	8.00
Dividend yield (%)	2.8	3.3	3.9	4.4
ROE (%)	10.7	11.2	13.2	14.5

CGRating - 2011



Company profile

BBL is the largest bank in Thailand in terms of assets (Bt1.63 trillion). The bank accounts for 20% of the total loans in the banking system. Its LDR is 90%. BBL's loan portfolio can be broken down as follows—corporate 62%, followed by SME 27% and retail 11%. As of end-May 2011 the bank had 1,001 branches nationwide, the second most extensive network behind SCB's 1,033 branches.

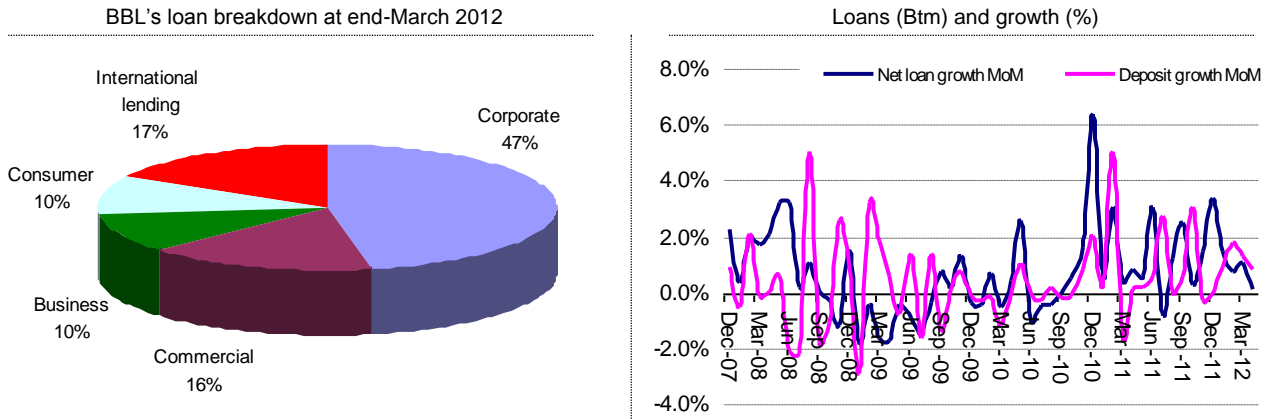
คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2555 มีแนวโน้มถูกปรับเพิ่ม : อุปสงค์ในสินเชื่อของบริษัทขนาดใหญ่ และ SME เป็นปัจจัยหลักผลักดันให้กำไร BBL สูงกว่าประมาณการที่เราทำไว้ สังเกตว่าสินเชื่อสุทธิในช่วงเดือนม.ค.-พ.ค. ปี 2555 มีการขยายตัว 17.5% YoY และ 5.3% YTD โดยสินเชื่อธนาคารมักเติบโต ในช่วงครึ่งปีหลังสูงกว่าครึ่งแรก เนื่องมาจากฤดูกาล เราขณะนี้เราตั้งสมมติฐานการเติบโตในปี 2555 อยู่ที่ 12% ซึ่งค่อนข้างต่ำกว่าแนวโน้มการเติบโตสำหรับปีนี้ นอกจากนี้ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยจะเพิ่มขึ้นอันเป็นผลมาจากการเร่งปล่อยกู้และการบริหารต้นทุนที่ดีขึ้น (ปัจจุบัน BBL วางแผนที่จะเร่งขยายรายได้-ค่าธรรมเนียมสินเชื่อ, บัตรเครดิต, ยอดขายธุรกิจประกัน, ธุรกิจการเงิน, และอื่นๆ)

Figure 1: 2Q12 earnings previews

FY Ended 31 Dec (Btm)	2Q12	2Q11	YoY %	1Q12	QoQ %	6M12	6M11	YoY %	
Income Statement									
Interest Income	23,412	19,827	18	22,460	4	45,872	37,709	22	• NII will inch up QoQ and YoY
Interest Expense	9,820	6,745	46	9,237	6	19,057	12,736	50	
Net interest income	13,592	13,082	4	13,223	3	26,814	24,973	7	• Fee income will rise YoY
Fee & service income	6,000	5,514	9	5,826	3	11,826	11,333	4	
Total non -interest income	6,922	6,330	9	6,719	3	13,641	13,189	3	
Operating expenses	8,887	8,791	1	8,523	4	17,409	16,890	3	
Operating profit before provision	11,627	10,621	9	11,419	2	23,047	21,272	8	
Provisioning charges	1,600	1,536	4	1,534	4	3,134	3,297	(5)	
Operating profit after provisic	10,027	9,085	10	9,886	1	19,913	17,975	11	
Exceptional items	800	1,015	(21)	964	(17)	1,764	1,718	3	
Profit before tax	10,827	10,100	7	10,850	(0)	21,677	19,693	10	
Tax	2,507	2,638	(5)	2,749	(9)	5,256	5,651	(7)	
Minority Interest	(20)	(56)	nm	(17)	nm	(37)	(167)	(78)	
Net profit (loss)	8,300	7,406	12	8,084	3	16,384	13,875	18	
EPS	4.35	3.88	12	4.24	3	8.58	7.27	18	
Key ratios									
Asset Yield /Avg Assets (%)	4.25	3.96	0.29	4.17	0.08	4.21	3.80		• NIM will rise slightly QoQ
Funding Cost (%)	1.78	1.35	0.43	1.71	0.07	1.75	1.28		
Interest Spread (%)	2.47	2.61	(0.15)	2.45	0.01	2.46	2.51		
Tax rate (%)	23.2	26.1	NM	25.3	NM	24.25	28.70		
Net Interest Margin (%)	2.70	2.86	(0.16)	2.68	0.01	2.69	2.78		
Assets to Equities (X)	8.5	8.5		9.3		8.5	8.5		
Cost to Income (%)	43.3	45.3		42.7		43.3	45.3		
Est CAR (%)	15.9	15.6		14.9		15.9	15.6		
Balance Sheet									
Cash & Equivalent	40,000	36,186	11	36,214	10				
Net Loan & accrued interests	1,467,426	1,290,450	14	1,431,141	3				• Corporate and SME lending drove 2Q12 loan growth
ST debts , REPO & current por	229,972	253,157	(9)	257,592	(11)				
Long-term debt	0	0	0	0	0				
Total liabilities	1,940,991	1,774,785	9	1,952,573	(1)				
Retained earnings	58,646	39,466	49	50,346	16				
Shareholders equity	261,316	236,322	11	253,016	3				
Minority interests	50	750	(93)	47	5				
BV (Bt)	136.9	123.8	11	132.5	3				

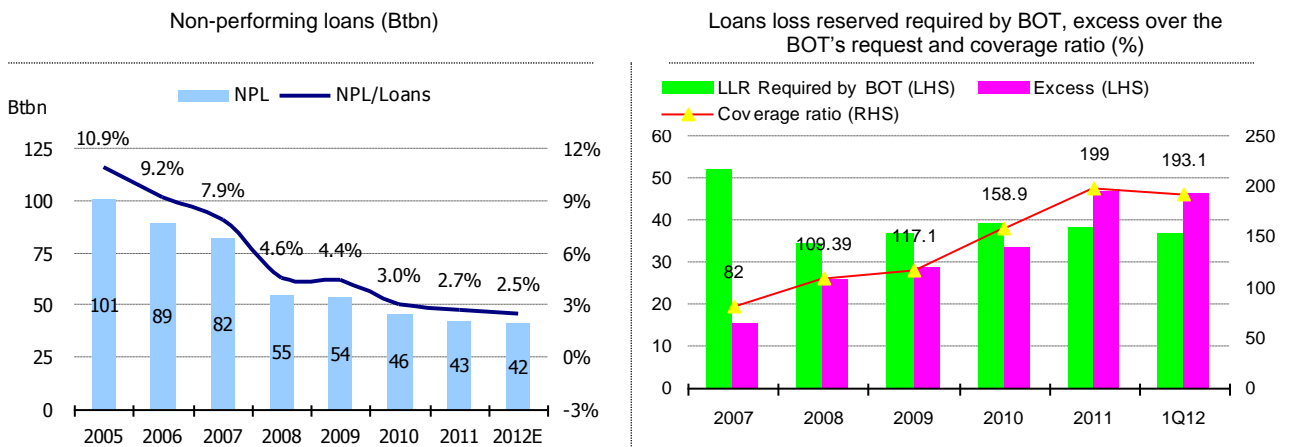
Source: Company data

Figure 2: Loan and deposit growth (% MoM) and loan breakdown at end-March 2012



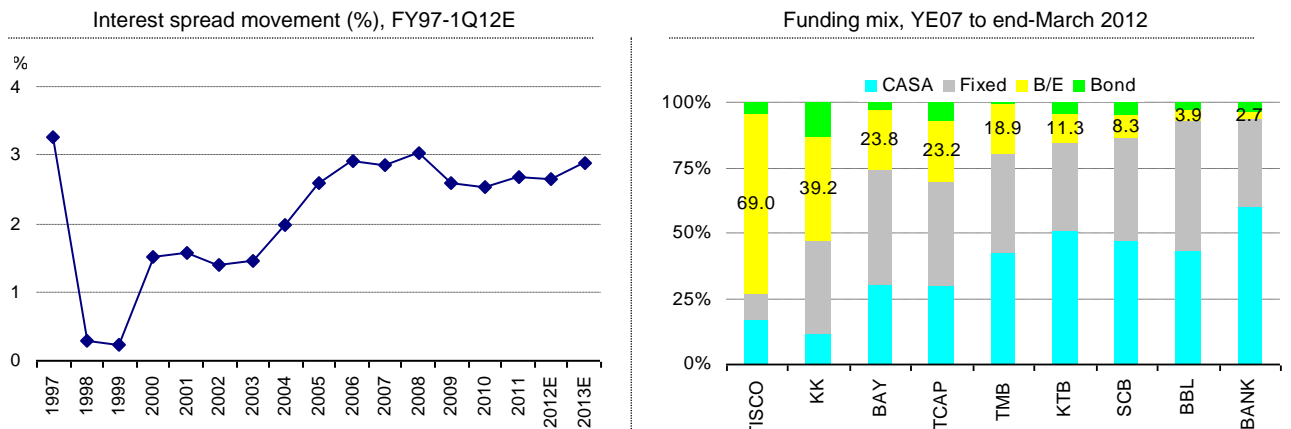
Sources: Company data, Bualuang Research

Figure 3: NPL and NPLs/loans ratio, YE05-12E, and loans loss reserve, excess reserve and coverage ratio, FY98-12E



Sources: Company data, Bualuang Research

Figure 4: Interest spread movement (%) and funding sources by classification (Btm)



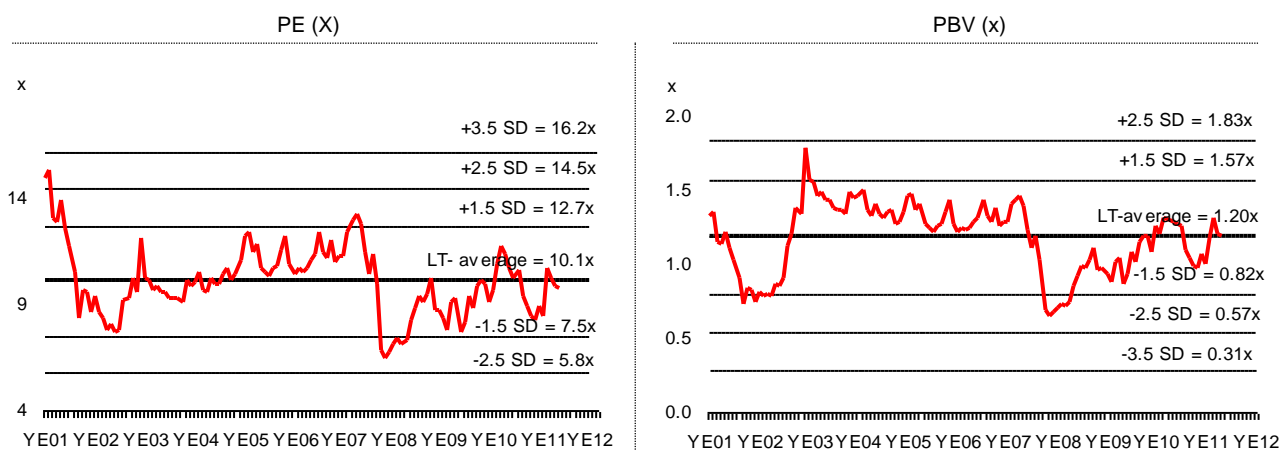
Sources: Company data, Bualuang Research

Figure 5: Valuation comparisons with regional peers

Company	Ticker	PER			2-Yr EPS	PBV		Div Yld (%)		ROE (%)	
		FY11	FY12E	FY13E	Growth (%)	FY12E	FY13E	FY12E	FY13E	FY12E	FY13E
Hang Seng Bank	11 HK	12.4	11.6	10.5	8.8%	2.3	2.1	5.1%	5.2%	20.6	21.7
BOC Hong Kong	2388 HK	12.9	13.4	12.1	3.3%	1.8	1.7	4.7%	5.3%	13.9	15.0
Wing Hang Bank	302 HK	13.9	12.6	11.5	10.6%	1.3	1.2	2.4%	2.7%	10.4	11.0
DBS group Holding	DBS SP	11.0	11.0	10.2	3.8%	1.1	1.0	4.5%	4.7%	10.0	10.2
UOB	UOB SP	12.4	12.1	10.9	7.0%	1.3	1.2	3.9%	4.1%	10.8	10.9
Malayan Bank	MAY MK	12.2	13.3	12.3	-0.4%	1.9	1.7	6.0%	6.2%	14.6	14.7
CIMB Group Holding Bhd	CIMB MK	14.2	13.6	11.7	10.8%	2.0	1.9	3.9%	4.5%	15.5	16.6
China Citic Bank	601998 CH	6.1	5.3	4.7	15.8%	1.0	0.8	5.1%	6.0%	19.4	18.7
China Construction Bank	601939 CH	6.7	5.7	4.9	18.1%	1.2	1.1	6.5%	7.4%	22.9	23.4
Bank Rakrat	BBRI UJ	10.9	9.4	8.0	18.2%	2.4	2.0	2.3%	2.7%	28.9	27.8
Bank of Philippines	BPI PM	21.1	18.5	15.8	16.9%	2.8	2.5	2.7%	2.7%	15.2	16.6
ICICI Bank LTD	ICICIB IN	17.3	14.5	12.8	17.2%	1.6	1.5	1.9%	2.2%	12.6	12.7
AXIS Bank Ltd	AXSB IN	12.7	10.7	8.9	21.9%	1.9	1.6	1.6%	1.8%	19.9	20.4
Bank Mandiri Tbk PT	BMRI UJ	13.6	12.2	10.2	17.0%	2.4	2.0	2.7%	3.1%	21.3	21.9
Bank Central Asia Tbk PT	BBCA UJ	17.9	15.6	13.2	17.5%	3.7	3.1	2.1%	2.4%	25.4	25.0
Bangkok Bank	BBL TB	12.6	9.9	8.1	27.7%	1.3	1.2	3.9%	4.4%	13.2	14.5
KASIKORN BANK	KBANK TB	15.6	12.3	9.6	31.0%	2.0	1.6	1.7%	1.9%	17.2	17.6
Siam Commercial Bank	SCB TB	13.3	11.5	9.8	17.9%	2.2	1.9	2.5%	2.6%	19.4	19.5
Krung Thai Bank	KTB TB	10.1	8.0	7.2	20.7%	1.2	1.1	5.0%	5.6%	15.6	15.6
Bank of Ayudhya	BAY TB	18.5	12.6	10.4	39.1%	1.5	1.4	2.7%	3.3%	12.2	13.4
Thanachart Capital	TCAP TB	7.7	6.8	5.9	15.0%	0.9	0.8	5.2%	5.2%	13.6	14.3
TMB Bank	TMB TB	16.6	13.9	11.4	22.8%	1.2	1.1	2.6%	3.3%	8.7	9.9
TISCO Financial Group	TISCO TB	8.3	7.5	6.8	11.3%	1.5	1.3	6.0%	6.0%	19.8	19.3
Kiatnakin Bank	KK TB	7.6	8.4	7.0	4.5%	0.9	0.8	7.2%	7.2%	10.6	11.9
Avg 24 regional banks		12.7	11.3	9.7	15.7%	1.7	1.5	3.8%	4.2%	16.3	16.8
Avg only 9 Thai banks		12.3	10.1	8.5	21.1%	1.4	1.3	4.1%	4.4%	14.5	15.1

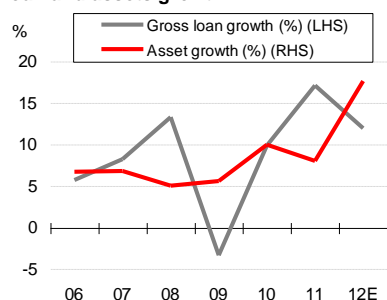
Sources: Bualuang Research estimates

Figure 6: Valuation multiples

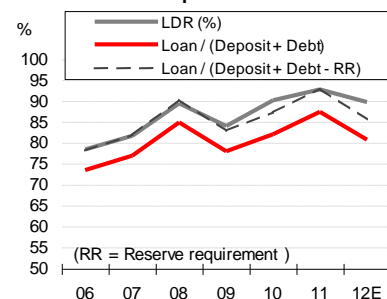


Sources: Company data, Bualuang Research, Bloomberg, Reuters

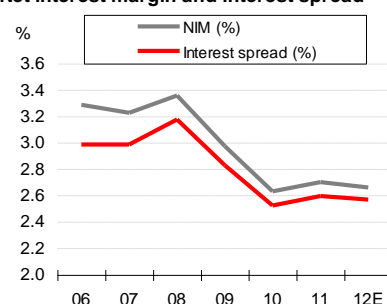
Loan and assets growth



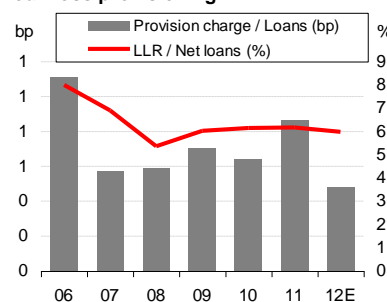
LDR and Loan to deposit +debt



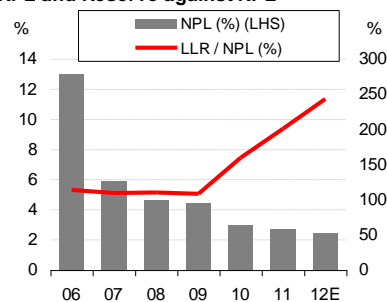
Net interest margin and interest spread



Loan loss provisioning



NPL and Reserve against NPL



PROFIT & LOSS (Btm)

	2009	2010	2011	2012E	2013E
Interest income	65,157	65,498	81,827	95,434	111,057
Interest expense	-15,767	-18,057	-29,131	-36,472	-41,395
Net interest income	49,390	47,440	52,696	58,962	69,662
Fee & service income	24,373	25,948	22,364	24,685	27,770
Total non-interest income	25,254	26,739	26,355	29,181	29,720
Operating income	74,644	74,179	79,051	88,143	99,382
Operating expenses	-39,579	-37,504	-36,059	-38,381	-41,782
Operating profit before provision	35,065	36,675	42,992	49,762	57,600
Provisioning charges	-7,598	-7,568	-12,027	-7,500	-7,500
Operating profit after provision	27,467	29,108	30,964	42,262	50,100
Exceptional items	1,615	7,205	3,183	2,900	3,700
Tax	-8,393	-11,505	-6,497	-9,746	-10,760
Minority interest	-127	-215	-313	-417	-540
Net profit (loss)	20,562	24,593	27,338	35,000	42,500
Reported EPS	10.77	12.88	14.32	18.34	22.26
Fully diluted EPS	10.77	12.88	14.32	18.34	22.26
Core net profit	25,664	24,165	32,191	35,103	44,350
Core EPS	13.44	12.66	16.86	18.39	23.23
PPOP (Btm)	35,065	36,675	42,992	49,762	57,600

KEY RATIOS

	2009	2010	2011	2012E	2013E
Revenue Growth (%)	(13.32)	2.14	13.94	15.29	15.57
PPOP Growth (%)	(7.04)	4.59	17.22	15.75	15.75
EPS Growth (%)	0.77	19.61	11.16	28.03	21.43
Net Loan Growth (%)	(3.91)	9.81	17.15	12.21	10.13
Cum. LLRs to Net loans (%)	6.03	6.15	6.17	5.98	5.87
Provision charge to loans (%)	0.70%	0.64%	0.87%	0.48%	0.44%
Yield on Average Assets (%)	3.73%	3.59%	4.03%	4.16%	4.46%
Cost of Funds (%)	0.90%	0.72%	1.44%	1.59%	1.66%
Interest Spread (%)	2.83%	2.53%	2.60%	2.57%	2.80%
Net Interest Margin : NIM (%)	2.98%	2.63%	2.70%	2.66%	2.89%
Effective tax rate (%)	28.86%	31.68%	19.03%	21.58%	20.00%
Asset growth (%)	5.65%	10.03%	8.06%	17.69%	0.95%

BALANCE SHEET (Btm)

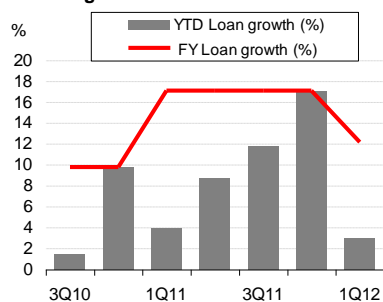
	2009	2010	2011	2012E	2013E
Cash & Equivalent	35,780	40,508	45,289	45,000	47,500
Interbank & securities	230,775	360,704	268,367	400,000	293,000
Investment in securities	343,141	285,047	328,775	400,000	375,001
Net Loan & accrued interests	1,080,316	1,186,346	1,389,822	1,559,520	1,717,540
Other assets	81,920	77,083	74,659	75,152	70,148
Total assets	1,771,932	1,949,688	2,106,912	2,479,672	2,503,189
Deposits	1,360,716	1,394,388	1,587,834	1,838,470	1,968,037
ST debts, REPO & current portion	97,370	138,480	97,986	105,358	105,000
Long-term debt	8,574	0	0	100,000	10,001
Other liabilities	107,810	185,472	176,405	169,500	126,577
Total liabilities	1,574,470	1,718,340	1,862,226	2,213,328	2,209,615
Paid-up capital	19,088	19,088	19,088	19,088	19,088
Share premium	56,746	56,746	56,746	56,746	56,746
Retained earnings	38,927	47,212	59,692	81,331	108,560
Shareholders equity	196,776	230,572	243,815	265,453	292,682
Minority interests	686	776	872	891	892
Total Liab. & Shareholders' equity	1,771,932	1,949,688	2,106,912	2,479,672	2,503,189
	(0.0)	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)

Asset quality

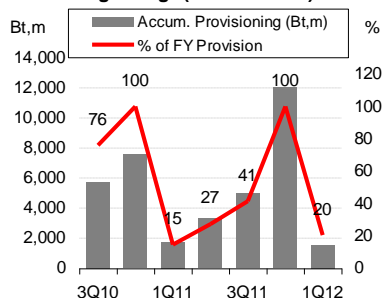
	2009	2010	2011	2012E	2013E
Loan loss reserve	65,145	72,941	85,788	93,288	100,788
Average interest earnings assets	1,659,225	1,801,923	1,949,011	2,213,913	2,413,636
Average interest bearing liabilities	1,540,025	1,643,162	1,798,359	2,027,167	2,241,434
BV per share	103.45	121.20	128.19	139.53	153.80
ABV per share	105.90	127.61	136.93	149.27	164.53
NPL amounts	60,000	45,588	42,574	38,317	34,485
NPL (%)	4.4%	3.0%	2.7%	2.4%	2.2%
Equity/loans	18.21%	19.44%	17.54%	17.02%	17.04%
Equity/NPLs	328.0%	505.8%	572.7%	692.8%	848.7%

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

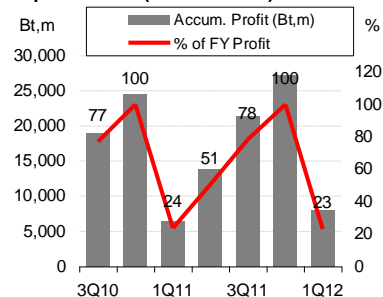
Net loan growth trend



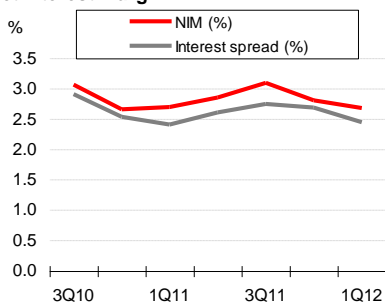
Provisioning charge (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Net interest margin



QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
Interest Income	17,882	19,827	21,653	22,465	22,460
Interest Expense	5,991	6,745	7,800	8,595	9,237
Net interest income	11,890	13,082	13,853	13,870	13,223
Fee & service income	5,819	5,514	5,682	5,349	5,826
Other income & MI	1,040	815	1,319	816	893
Total non-interest income	6,859	6,330	7,001	6,165	6,719
Operating inc	18,749	19,412	20,854	20,035	19,942
Operating expenses	8,099	8,791	8,553	10,616	8,523
Operating profit before provision	10,651	10,621	12,301	9,419	11,419
Provisioning charges	1,760	1,536	1,685	7,046	1,534
Operating profit after provision	8,890	9,085	10,616	2,374	9,886
Exceptional items	703	1,015	504	962	964
Profit before tax	9,593	10,100	11,119	3,335	10,850
Tax	3,013	2,638	3,474	(2,628)	2,749
Minority Interest	(111)	(56)	(95)	(52)	(17)
Net profit (loss)	6,469	7,406	7,551	5,912	8,084
EPS	3.39	3.88	3.96	3.10	4.24
Core profit	10,539	10,565	12,206	9,368	11,403
Core EPS	5.52	5.53	6.39	4.91	5.97

KEY RATIOS	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
Asset Yield /Avg Assets (%)	3.63	3.96	4.30	4.36	4.17
Funding Cost (%)	1.22	1.35	1.55	1.67	1.71
Interest Spread (%)	2.41	2.61	2.75	2.69	2.45
Net Interest Margin (%)	2.70	2.86	3.10	2.81	2.68
Fee income /total operating income (%)	31.0	28.4	27.2	26.7	29.2
BV (Bt)	124.06	123.80	122.38	127.73	132.55
ROE (%)	11.03	12.48	12.81	9.87	12.66
ROA (%)	1.31	1.48	1.50	1.15	1.36
Assets to Equities (X)	8.38	8.49	8.59	8.61	9.31
Cost to Income (%)	43.2	45.3	41.0	53.0	42.7
Est CAR (%)	15.9	15.6	16.1	15.4	14.9

QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
Cash & Equivalent	34,160	36,186	33,588	45,289	36,214
Interbank & securities	326,470	286,132	208,550	258,072	317,886
Investment in securities	311,774	314,446	357,634	328,775	337,603
Net Loan & accrued interests	1,233,580	1,290,450	1,326,333	1,389,822	1,431,141
Other assets	85,343	84,643	88,531	84,954	82,792
Total assets	1,991,326	2,011,857	2,014,637	2,106,912	2,205,637
Deposits	1,446,213	1,470,711	1,533,943	1,587,834	1,645,469
ST debts, REPO & current portion	250,583	253,157	186,080	214,914	257,592
Long-term debt	0	0	0	0	0
Other liabilities	56,862	50,917	60,183	59,478	49,512
Total liabilities	1,753,658	1,774,785	1,780,206	1,862,226	1,952,573
Paid-up capital	19,088	19,088	19,088	19,088	19,088
Share premium	56,346	56,346	56,346	56,346	56,346
Retained earnings	38,960	39,466	37,984	43,692	50,346
Shareholders equity	236,803	236,322	233,608	243,815	253,016
Minority interests	865	750	823	872	47
Total Liab. & Shareholders' equity	1,991,326	2,011,857	2,014,637	2,106,912	2,205,637
	0	0	0	0	0

Sources: Company data, Bualuang Research

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 ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DERIVATIVE WARRANTS on the securities ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BCP, BEC, BGH, BH, BIGC, BJC, BLA, BTS, CPALL, CPF, DTAC, ESSO, GLOW, HMPRO, IRPC, IVL, KBANK, KK, KTB, LH, MINT, PS, PTT, PTTEP, PTTGC, SCB, SCC, SPALI, STA, TCAP, THAI, TISCO, TOP, TMB, TPIPL, TRUE, TUF. Before making an investment decision over a derivative warrant, a potential investor should carefully read the prospectus for the details of the said derivative warrant.

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.

Score Range	Number of Logo	Description
90 – 100		Excellent
80 – 89		Very Good
70 – 79		Good
60 – 69		Satisfactory
50 – 59		Pass
Below 50	No logo given	N/A

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.