

ธนาคารกรุงศรีอยุธยา

กำไรเพิ่มจากการปรับลดสำรองหนี้สูญ

Bank
Overweight

COMPANY UPDATE

ประเด็นกลางทุน : เราได้ปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิปี 2555-56 ที่ 6% และ 9% ตามลำดับ มาอยู่ที่ 14.6 พันล้านบาทและ 18.1 พันล้านบาท จากการบริหารคุณภาพสินทรัพย์ที่ดีทำให้ BAY ตั้งสำรองค่าเผื่อหนี้สูญและหนี้สงสัยจะสูญ ปี 2555-56 ลงได้ ดังนั้นเราจึงปรับลดประมาณการการกั้สำรองหนี้สูญในปี 2555-56 ลง 8% และ 16% ตามลำดับ มาอยู่ที่ 11 พันล้านบาทและ 10 พันล้านบาท จากความคาดหวังในการเติบโตของผลประกอบการและอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นที่เพิ่มสูงขึ้น เราจึงปรับเพิ่มราคาเป้าหมายขึ้น 9.8% มาอยู่ที่ 33.50 บาท โดยมีเป้า PBV ที่ 1.78 เท่า

กำไรสุทธิไตรมาส 2/55 เติบโตแข็งแกร่ง : เราประมาณการกำไรในไตรมาส 2/55 อยู่ที่ 3.8 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 26% YoY และ 9% QoQ หนุนโดยการเติบโตของสินเชื่อที่ 2% QoQ, การปรับลดการกั้สำรองหนี้สูญและส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้นเล็กน้อย QoQ โดยประมาณการของเราในไตรมาส 2/55 คิดเป็น 26% ของปี 2555 ที่มีมูลค่า 14.6 พันล้านบาท เราคาดกำไรสุทธิ BAY จะยังเติบโตในไตรมาส 3/55 ต่อเนื่องหนุนโดยสินเชื่อรายย่อยและสินเชื่อ SME, การลดกั้สำรองหนี้สูญ และรายได้ค่าธรรมเนียมที่อิงกับสินเชื่อที่เพิ่มขึ้น

การตั้งสำรองหนี้สูญที่ลดลงจะช่วยเพิ่มกำไรสุทธิ: ผู้บริหารตั้งเป้าที่จะลดการกั้สำรองหนี้สูญในปี 2555 จาก 1.4% ของสินเชื่อรวมลงมาอยู่ที่ 1.3% หรือคิดเป็นมูลค่า 11 พันล้านบาท ธนาคารวางแผนที่จะลดการกั้สำรองหนี้สูญลงไปที่ 1.2% ของสินเชื่อหรือ 10 พันล้านบาทในปีหน้า ดังนั้นเราจึงปรับลดประมาณการการกั้สำรองหนี้สูญในปี 2555-56 ลงไป 8% และ 16% ตามลำดับ เพื่อให้สอดคล้องกับประมาณการธนาคารส่งผลให้เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรในปี 2555-56 ขึ้นที่ 5.8% และ 8.7% ตามลำดับ มาอยู่ที่ 14.6 พันล้านบาท และ 18.1 พันล้านบาท

ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยไตรมาส 2/55 จะเพิ่มขึ้น QoQ : BAY กล่าวว่าในไตรมาสที่ 2/55 ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยจะเพิ่มขึ้นเล็กน้อยอันเป็นผลมาจากการเข้าซื้อกลุ่มสินเชื่อรายย่อยของ HSBC และการบริหารจัดการต้นทุนการเงินได้ดี ดังนั้นเราคาดส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยไตรมาส 2/55 จะอยู่ที่ 4.25% เพิ่มขึ้นจาก 4.18% ในไตรมาส 1/55 เรายังคงประมาณการส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยของปี 2555 ที่ 4.3% (ต่ำกว่าเป้าหมายของ BAY ที่ 4.4%)

BUALUANG RESEARCH

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

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**
เป้าหมายพื้นฐาน: 33.50 บาท
ราคา (27/06/12): 29.00 บาท

Key Ratios & Statistics

Market cap	Bt176.15bn		
12-mth price range	Bt17.80/Bt30.50		
12-mth avg daily volume	Bt345.88m		
# of shares (m)	6,074.1		
Est. free float (%)	67.1		
Foreign limit (%)	47.2		
Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	16	9.8	(4.6)
Absolute	2.7	6.4	10.5

Financial summary

FY Ended 31 Dec	2010	2011	2012E	2013E
Revenues(Btm)	48,728	56,428	60,926	66,882
Net profit(Btm)	8,793	9,264	14,600	18,100
EPS (Bt)	1.45	1.53	2.40	2.98
BLS/Consensus(x)	n.m.	n.m.	1.06	1.08
EPS Consensus(Bt)	n.m.	n.m.	2.27	2.76
EPS growth(%)	+32.0%	+5.4%	+57.6%	+24.0%
Core profit(Btm)	18,485	20,697	24,809	27,156
Core EPS(Bt)	3.04	3.41	4.08	4.47
Core EPS growth(%)	+17.2%	+12.0%	+19.8%	+9.4%
PER (x)	20.0	19.0	12.1	9.7
Core PER(x)	9.5	8.5	7.1	6.5
P/POPOP (x)	8.0	6.5	6.1	5.6
PBV (x)	1.8	1.7	1.5	1.4
Dividend (Bt)	0.57	0.52	0.83	1.03
Dividend yield(%)	2.0	1.8	2.9	3.5
ROE (%)	8.9	9.2	13.5	15.1

CG Rating - 2011



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.

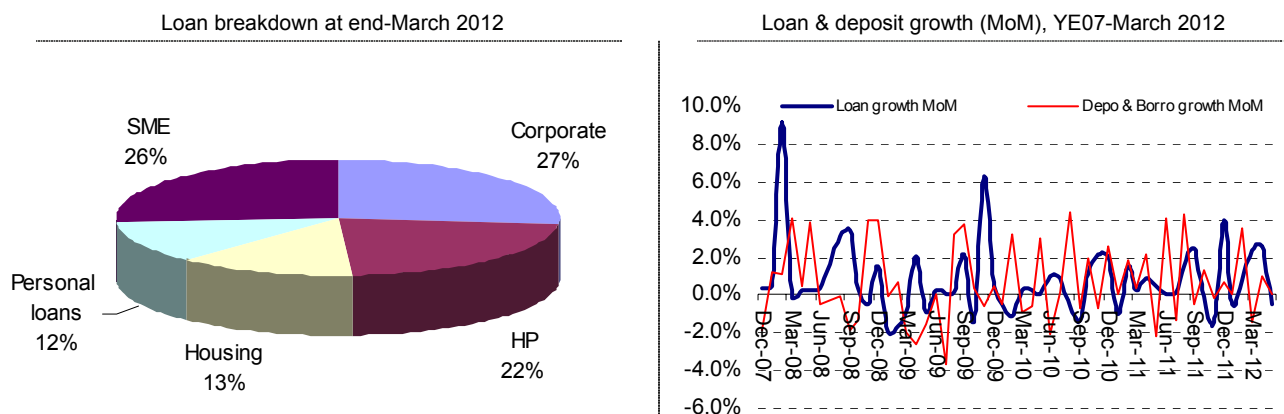
มีศักยภาพการเติบโตของสินเชื่อสูงกว่าประมาณการตลาด: ถึงแม้ผู้บริหารจะตั้งเป้าการเติบโตของสินเชื่อปี 2555 อยู่ที่ 11% แต่เราเห็นอู่ไฟซัดการเติบโตที่สูงกว่าจากได้รับขอฟลอนด์ของธปท. (สำหรับลูกหนี้ที่ได้รับผลกระทบจากเหตุการณ์น้ำท่วมในไตรมาส 4/54) มูลค่า 24.5 พันล้านบาท ซึ่งคิดเป็น 3.3% ของพอร์ตสินเชื่อปัจจุบันของ BAY สังเกตว่าเรายังไม่ได้รวมปัจจัยเรื่องขอฟลอนด์ของธปท.เข้ามาในการประมาณของเรา ในขณะที่เราคาดว่าสินเชื่อจะเติบโตที่ 11% ในปี 2555 และอีก 10% ในปี 2556

Figure 1: 2Q12 results

	2Q12	2Q11	YoY %	1Q12	QoQ %	6M12	6M11	YoY %	
Income Statement									
Interest Income	15,816	13,714	15	15,362	3	31,178	26,590	17	
Interest Expense	6,009	4,319	39	5,982	0	11,991	8,005	50	
Net interest income	9,807	9,394	4	9,380	5	19,187	18,585	3	• NII should inch up QoQ and YoY on good lending growth
Fee & service income	3,328	3,060	9	3,266	2	6,595	5,843	13	
Total non-interest income	4,606	4,046	14	4,735	(3)	9,340	8,197	14	
Operating expenses	7,110	6,678	6	7,007	1	14,117	13,565	4	• OPEX will post a 6% YoY rise
Operating profit before provisic	7,303	6,762	8	7,108	3	14,410	13,217	9	
Provisioning charges	2,750	3,099	(11)	2,713	1	5,463	5,849	(7)	
Operating profit after provisi	4,553	3,664	24	4,395	4	8,948	7,368	21	• LLPs will drop 11% YoY
Exceptional items	350	504	(31)	67	426	417	684	(39)	
Profit before tax	4,903	4,168	18	4,462	10	9,364	8,052	16	
Tax	1,139	1,186	(4)	1,020	12	2,159	2,251	(4)	
Minority Interest	(14)	(10)	nm	(12)	nm	(25)	(22)	15	
Net profit (loss)	3,750	2,972	26	3,430	9	7,180	5,780	24	
EPS	0.62	0.49	26	0.56	9	1.18	0.95	24	
Key ratios									
Asset Yield/Avg Assets (%)	6.37	6.14	0.23	6.39	(0.01)	6.38	6.03		
Funding Cost (%)	2.42	1.94	0.49	2.49	(0.07)	2.45	1.81		
Interest Spread (%)	3.95	4.21	(0.26)	3.90	0.05	3.93	4.22		• 1Q12 NIM will rise slightly QoQ.
Tax rate (%)	23.2	28.5	(5.22)	22.86	0.38	23.24	28.45		
Net Interest Margin (%)	4.25	4.51	(0.26)	4.18	0.06	4.22	4.53		
Assets to Equities (X)	9.2	9.1		9.20		9.2	9.1		
Cost to Income (%)	49.3	49.7		49.64		49.3	49.7		
Est CAR (%)	16.7	16.6		16.33		16.7	16.6		
Balance Sheet									
Cash & Equivalent	23,150	19,596	18	23,142	0				
Net Loan & accrued interests	722,990	639,440	13	712,158	2				• Lending should post a 2% QoQ increase
ST debts, REPO & current poi	243,555	216,304	13	237,384	3				
Long-term debt	1	0	0	0	0				
Total liabilities	898,893	814,288	10	869,913	3				
Retained earnings	28,364	20,199	40	24,614	15				
Shareholders equity	109,807	100,563	9	106,057	4				
Minority interests	133	206	(35)	133	0				
BV (Bt)	18.1	16.6	9	17.5	4				

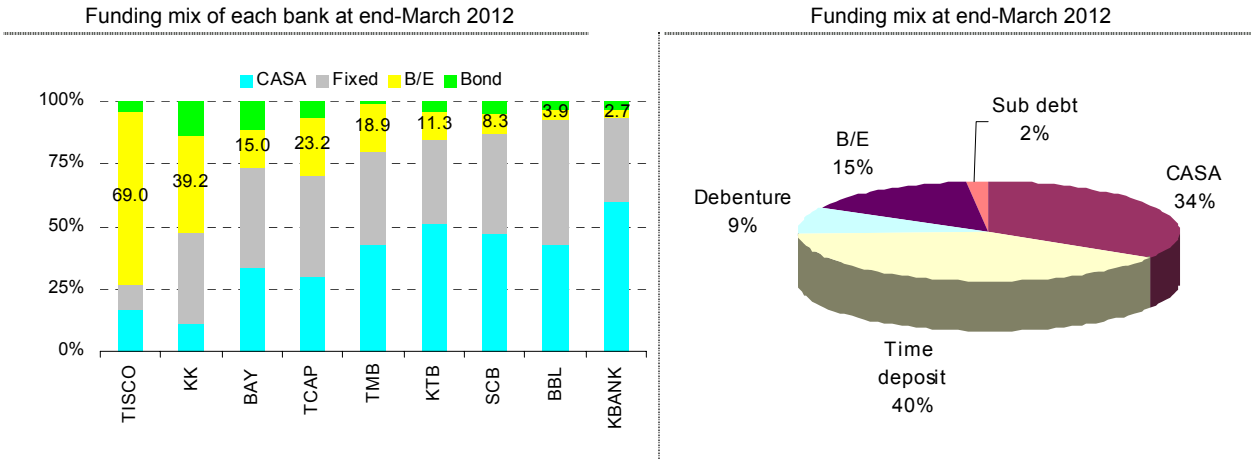
Source: Company data and BLS estimates

Figure 2: Loan breakdown (%) and loan & deposit growth, MoM (%)



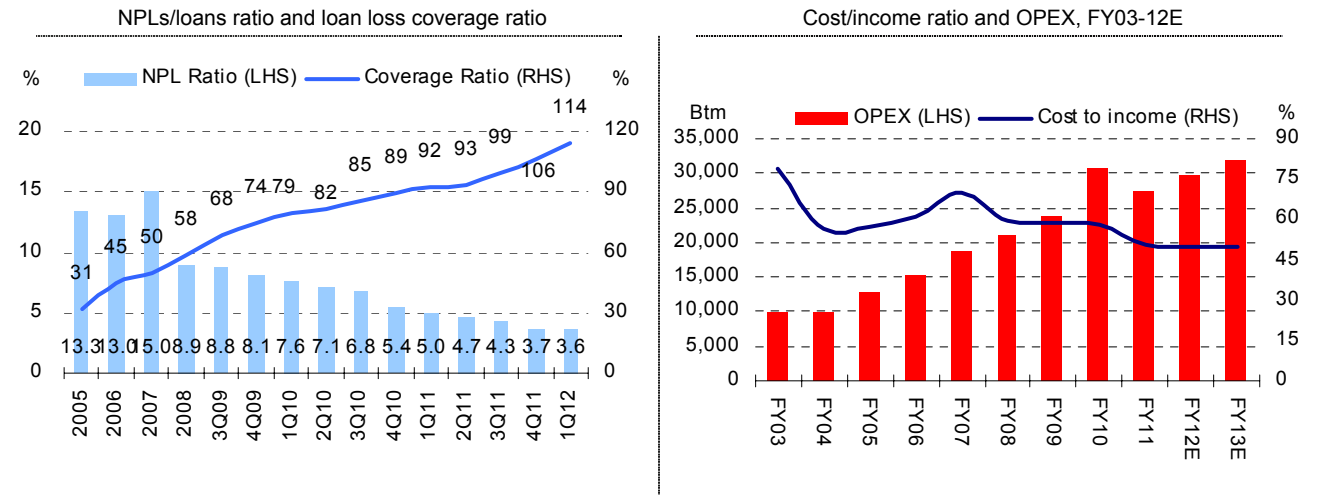
Sources: Company data, Bualuang Research

Figure 3: Funding mix at end-March 2012



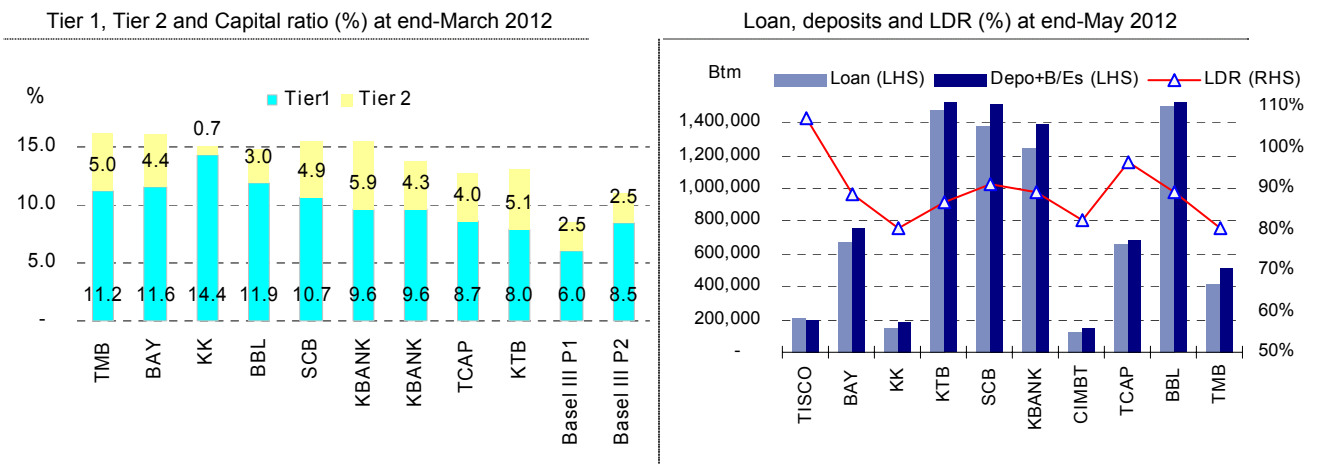
Sources: Company data, Bualuang Research

Figure 4: NPLs/loans ratio and loan loss coverage (%) and cost/income ratio (%)



Sources: Company data, Bualuang Research

Figure 5: Capital adequacy ratio of large commercial banks (%) at end-March and Loans, Deposits and LDR (%) at end-May



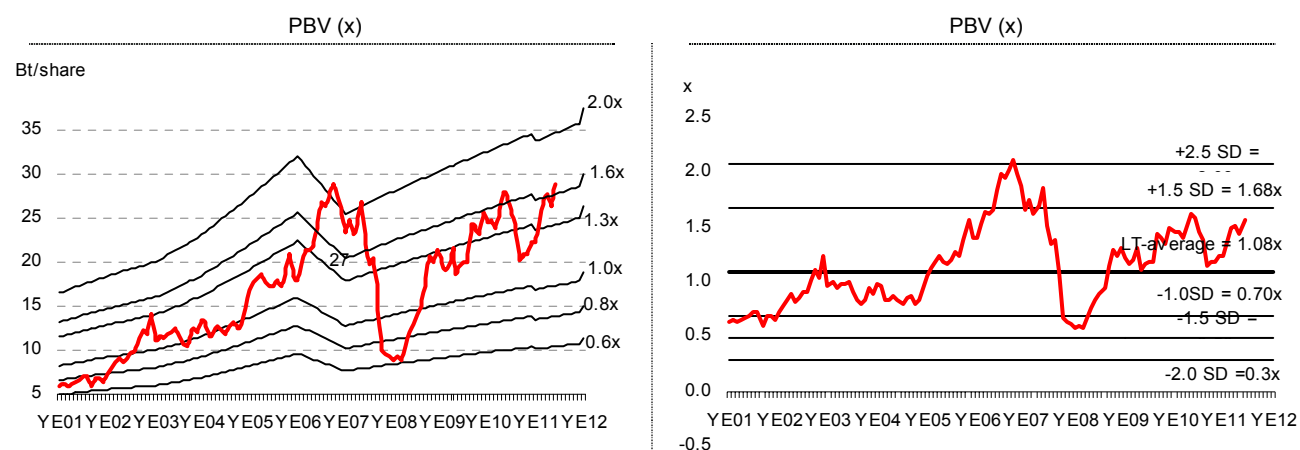
Sources: Company data, Bualuang Research

Figure 6 Sector comparisons

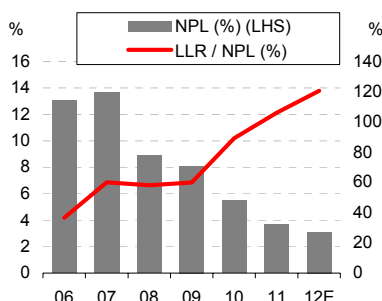
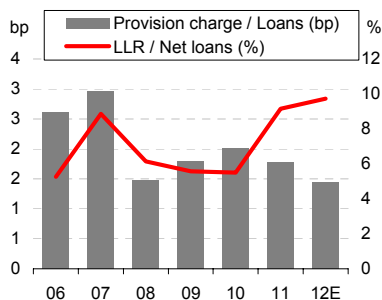
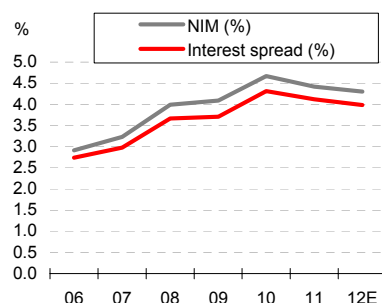
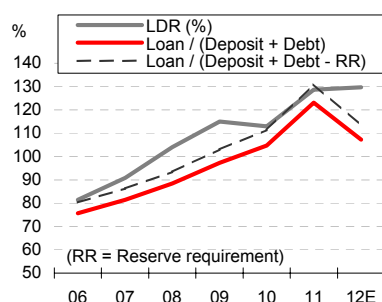
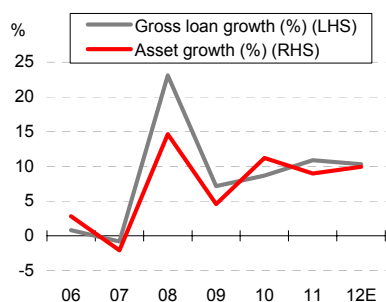
Company	Ticker	PER			2-Yr EPS	PBV		Div Yld (%)		ROE (%)	
		FY11	FY12E	FY13E	Growth (%)	FY12E	FY13E	FY12E	FY13E	FY12E	FY13E
Hang Seng Bank	11 HK	12.4	11.6	10.5	8.8%	2.3	2.1	5.1%	5.2%	20.6	21.7
BOC Hong Kong	2388 HK	12.9	13.4	12.1	3.3%	1.8	1.7	4.7%	5.3%	13.9	15.0
Wing Hang Bank	302 HK	13.9	12.6	11.5	10.6%	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 IJ	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	ICICIBC 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 IJ	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 IJ	17.9	15.6	13.2	17.5%	3.7	3.1	2.1%	2.4%	25.4	25.0
Bangkok Bank	BBL TB	13.0	10.2	8.4	27.7%	1.3	1.2	3.8%	4.3%	13.2	14.5
KASIKORNBANK	KBANK TB	16.1	12.6	9.9	31.0%	2.0	1.6	1.7%	1.8%	17.2	17.6
Siam Commercial Bank	SCB TB	13.6	11.7	10.0	17.9%	2.3	1.9	2.4%	2.6%	19.4	19.5
Krung Thai Bank	KTB TB	10.4	8.2	7.3	20.7%	1.3	1.2	4.9%	5.4%	15.6	15.6
Bank of Ayudhya	BAY TB	19.1	12.2	9.8	47.4%	1.6	1.4	2.8%	3.5%	12.2	13.4
Thanachart Capital	TCAP TB	7.5	6.7	5.8	15.0%	0.9	0.8	5.3%	5.3%	13.6	14.3
TMB Bank	TMB TB	16.5	13.8	11.3	22.8%	1.2	1.1	2.6%	3.3%	8.7	9.9
TISCO Financial Group	TISCO TB	8.6	7.8	7.0	11.3%	1.6	1.4	5.8%	5.8%	19.8	19.3
Kiatnakin Bank	KK TB	7.9	8.7	7.2	4.5%	0.9	0.9	7.0%	7.0%	10.6	11.9
Avg 24 regional banks		12.8	11.3	9.8	16.0%	1.7	1.5	3.8%	4.2%	16.3	16.8
Avg only 9 Thai banks		12.5	10.2	8.5	22.0%	1.5	1.3	4.0%	4.3%	14.5	15.1

Sources: Company data, Bualuang Research estimates, Bloomberg, Reuters estimates

Figure 7: Valuation multiples



Sources: Company data, Bualuang Research or Bualuang Research estimates, Bloomberg, Reuters estimates



PROFIT & LOSS (Btm)	2009	2010	2011	2012E	2013E
Interest income	39,457	48,728	56,428	60,926	66,882
Interest expense	-11,040	-12,647	-18,963	-21,266	-24,934
Net interest income	28,417	36,081	37,465	39,660	41,948
Fee & service income	10,187	13,748	12,065	13,593	15,292
Total non-interest income	12,669	16,660	17,019	19,170	21,581
Operating income	41,087	52,741	54,484	58,830	63,529
Operating expenses	-23,811	-30,686	-27,477	-29,725	-31,860
Operating profit before provision	17,276	22,055	27,007	29,105	31,670
Provisioning charges	-10,216	-12,391	-12,214	-11,000	-10,000
Operating profit after provision	7,060	9,664	14,794	18,105	21,670
Exceptional items	1,101	2,676	820	750	900
Tax	-1,504	-3,524	-6,310	-4,296	-4,514
Minority interest	2	23	39	41	44
Net profit (loss)	6,659	8,793	9,343	14,600	18,100
Reported EPS	1.10	1.45	1.54	2.40	2.98
Fully diluted EPS	1.10	1.45	1.54	2.40	2.98
Core net profit	15,772	18,485	20,697	24,809	27,156
Core EPS	2.60	3.04	3.41	4.08	4.47
PPOP	17,276	22,055	27,007	29,105	31,670

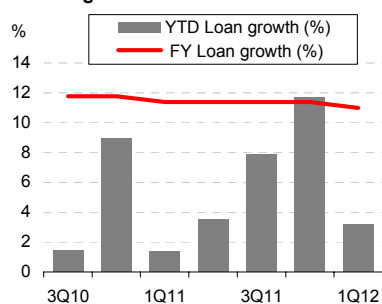
KEY RATIOS	2009	2010	2011	2012E	2013E
Revenue Growth (%)	0.27	25.85	9.63	8.80	10.27
PPOP Growth (%)	18.41	27.66	22.45	7.77	8.81
EPS Growth (%)	54.89	32.05	6.26	56.24	23.95
Gross Loan Growth (%)	8.33	11.78	11.39	11.00	10.00
Cum. LLRs to Net loans (%)	5.58	5.51	9.15	9.73	10.20
Provision charge to loans (%)	1.80%	2.01%	1.77%	1.44%	1.20%
Yield on Average Assets (%)	5.15%	5.82%	6.21%	6.12%	6.17%
Cost of Funds (%)	1.44%	1.51%	2.09%	2.14%	2.30%
Interest Spread (%)	3.71%	4.31%	4.12%	3.99%	3.87%
Net Interest Margin: NIM (%)	4.09%	4.67%	4.42%	4.30%	4.22%
Effective tax rate (%)	18.43%	28.56%	40.41%	22.78%	20.00%
Asset growth (%)	4.57%	11.23%	8.96%	9.95%	7.90%

BALANCE SHEET (Btm)	2009	2010	2011	2012E	2013E
Cash & Equivalent	20,090	22,461	25,165	38,500	36,500
Interbank & securities	53,668	92,387	90,497	70,000	70,001
Investment in securities	68,064	79,089	81,974	90,000	90,000
Net Loan & accrued interests	567,050	616,731	690,087	762,020	834,747
Other assets	73,169	59,167	60,075	81,579	93,178
Total assets	782,040	869,834	947,797	1,042,099	1,124,426
Deposits	520,515	576,479	560,540	613,791	659,825
ST debts, REPO & current portion	49,167	45,280	25,391	53,506	53,508
Long-term debt	45,596	0	0	75,000	100,000
Other liabilities	74,177	148,971	259,170	185,528	184,557
Total liabilities	689,455	770,730	845,102	927,825	997,890
Paid-up capital	60,741	60,741	60,741	60,741	60,741
Share premium	14,202	14,202	14,202	14,202	14,202
Retained earnings	12,793	19,225	22,442	33,337	45,597
Shareholders equity	92,414	98,915	102,489	113,383	125,643
Minority interests	172	189	207	891	892
Total Liab.&Shareholders' equity	782,040	869,834	947,797	1,042,099	1,124,426
		(0.0)	0.0	(0.0)	0.0

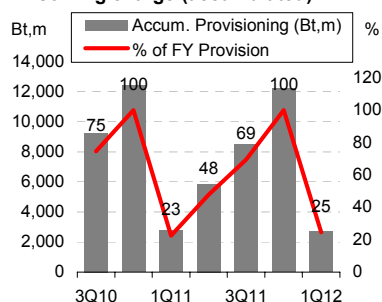
Asset quality	2009	2010	2011	2012E	2013E
Loan loss reserve (net write-off)	31,668	33,988	31,366	33,866	36,366
Average interest earnings assets	695,219	772,142	847,403	922,123	993,586
Average interest bearing liabilities	683,351	761,239	810,377	936,551	1,020,313
BV per share	15.24	16.32	16.91	18.81	20.83
ABV per share	17.17	18.24	18.83	20.73	22.75
NPL amounts	52,798	38,149	29,536	28,059	26,656
NPL (%)	8.1%	5.5%	3.7%	3.1%	2.7%
Equity/loans	16.30%	16.04%	14.85%	14.88%	15.05%
Equity/NPLs	175.0%	259.3%	347.0%	404.1%	471.3%

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

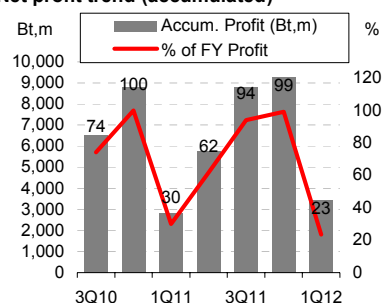
Net loan growth trend



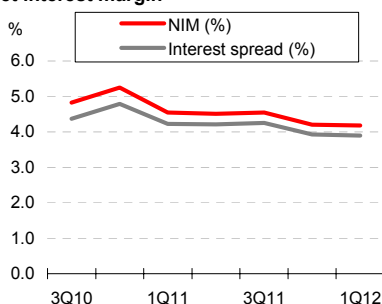
Provisioning charge (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Net interest margin



QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
Interest Income	12,876	13,714	14,879	14,959	15,362
Interest Expense	3,685	4,319	5,146	5,812	5,982
Net interest income	9,191	9,394	9,733	9,147	9,380
Fee & service income	2,784	3,060	3,110	3,112	3,266
Other income & MI	1,367	986	902	1,096	1,468
Total non-interest income	4,151	4,046	4,012	4,208	4,735
Operating income	13,342	13,440	13,745	13,355	14,114
Operating expenses	6,887	6,678	7,544	6,368	7,007
Operating profit before provision	6,455	6,762	6,201	6,987	7,108
Provisioning charges	2,750	3,099	2,624	3,740	2,713
Operating profit after provision	3,705	3,664	3,577	3,247	4,395
Exceptional items	180	504	674	64	67
Profit before tax	3,885	4,168	4,250	3,311	4,462
Tax	1,065	1,186	1,241	2,819	1,020
Minority Interest	(12)	(10)	(3)	(14)	(12)
Net profit (loss)	2,808	2,972	3,007	478	3,430
EPS	0.46	0.49	0.49	0.08	0.56
Core profit	6,443	6,752	6,197	6,973	7,096
Core EPS	1.06	1.11	1.02	1.15	1.17

KEY RATIOS

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
Asset Yield/Avg Assets (%)	5.92	6.14	6.51	6.43	6.39
Funding Cost (%)	1.69	1.94	2.25	2.50	2.49
Interest Spread (%)	4.23	4.21	4.26	3.93	3.90
Net Interest Margin (%)	4.54	4.51	4.55	4.20	4.18
Fee income/total operating income (%)	20.9	22.8	22.6	23.3	23.1
BV (Bt)	16.01	16.56	16.64	16.87	17.46
ROE (%)	11.44	12.01	11.90	1.87	12.94
ROA (%)	1.29	1.33	1.31	0.21	1.41
Assets to Equities (X)	8.95	9.10	9.04	9.25	9.20
Cost to Income (%)	51.62	49.69	52.58	47.68	49.64
Est CAR (%)	16.79	16.58	16.28	16.29	16.33

QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
Cash & Equivalent	19,367	19,596	20,112	25,165	23,142
Interbank & securities	84,844	113,292	74,886	81,818	65,782
Investment in securities	70,842	74,110	88,582	81,974	102,347
Net Loan & accrued interests	626,347	639,440	666,734	690,087	712,158
Other assets	69,010	68,621	64,055	68,754	72,676
Total assets	870,410	915,058	914,368	947,797	976,104
Deposits	572,270	551,775	536,120	560,540	572,538
ST debts, REPO & current portion	151,562	216,304	233,014	232,003	237,384
Long-term debt	0	0	0	0	0
Other liabilities	46,643	46,209	43,937	52,559	59,992
Total liabilities	770,474	814,288	813,070	845,102	869,913
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	19,292	20,199	21,087	21,126	24,614
Shareholders equity	99,739	100,563	101,100	102,489	106,057
Minority interests	196	206	198	207	133
Total Liab.&Shareholders' equity	870,410	915,058	914,368	947,797	976,104
				0	0

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

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.