

ธนาคารกสิกรไทย

ปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิปี2555
จากรายได้จากค่าธรรมเนียมที่แข็งแกร่ง

Bank
Overweight

ประเด็นการลงทุน: เราได้ปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิของKBANKปี2555-56 อีก 6.5% และ 8.8% มาอยู่ที่ 32.8 พันล้านบาท และ 42.7 พันล้านบาท ตามลำดับ อันเป็นผลมาจาก รายได้ค่าธรรมเนียมที่คาดว่าจะเติบโตแข็งแกร่งกว่าที่เราคาดไว้ก่อนหน้านี้ โดยเราได้ปรับเพิ่มประมาณการรายได้จากค่าธรรมเนียมปี2555-56 อีก 20% และ 15% ตามลำดับ จาก 13% และ 12% และส่งผลให้ เราปรับเพิ่มราคาเป้าหมายปี2555อีก 10.4% มาอยู่ที่ 191 บาท อ้างอิงกับ PBV ที่ 2.35 เท่า และเรายังคงแนะนำ **ซื้อ**

สินเชื่อไตรมาส2/55 เติบโตดี: KBANKคาดว่า การเติบโตของสินเชื่อไตรมาส2/55 อยู่ที่ 4% YTD หนุนโดยสินเชื่อบริษัทขนาดใหญ่ ผู้บริหารวางแผนที่จะเร่งปล่อยสินเชื่อให้แก่SMEและสินเชื่อรายย่อย มากขึ้นในครึ่งหลัง 2555 รวมถึง การเร่งขยายช่องทางโลนดของธปท. จำนวน 40 พันล้านบาท สำหรับลูกหนี้ที่ได้รับผลกระทบจากเหตุการณ์น้ำท่วมในไตรมาส 4/54 ดังนั้น อัตราเติบโตของสินเชื่อปี2555 จะอยู่สูงกว่าเป้าหมายธนาคารที่ 9-11% (เราคาดว่าอัตราเติบโตจะอยู่ที่ 12%)

ปรับเพิ่มรายได้จากค่าธรรมเนียมปี2555 อีก 20%: รายได้จากค่าธรรมเนียมเติบโตอย่างแข็งแกร่งในไตรมาส1/55 ที่ 24% QoQ และ 22% YoY ดังนั้น เราได้ปรับเพิ่มประมาณการอัตราเติบโตรายได้จากค่าธรรมเนียมปี2555-56 เป็น 20% และ 15% ตามลำดับ จาก 13% และ 12% ดังนั้น เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิปี 2555-56 อีก 6.5% และ 8.8% ตามลำดับ มาอยู่ที่ 32.8 พันล้านบาท และ 42.7 พันล้านบาท ผู้บริหารกล่าวว่าอัตราการเติบโตรายได้จากค่าธรรมเนียมปี 2555 มีแนวโน้มว่าจะสูงกว่า 18% และ KBANKคาดว่าอัตราเติบโตของรายได้ในไตรมาส2/55 จะยังคงมีแนวโน้มที่ดีต่อเนื่องจากไตรมาสแรก

การกันสำรองหนี้สูญกลับสู่ภาวะปกติในไตรมาส 2/55: คุณภาพทรัพย์สินของธนาคารยังคงดีมาก ผลกระทบจากอุทกภัยในไตรมาส4/54 ปัจจุบันธนาคารสามารถบริหารจัดการได้ดีและกลับสู่ปกติเป็นส่วนใหญ่ ธนาคารจะยังคงตั้งสำรองหนี้สูญที่ 1.7-1.9 พันล้านบาทต่อไตรมาสในปี นี้ นอกจากนี้ เราคาดว่า การกันสำรองหนี้สูญปี2555 จะอยู่ที่ 7.7 พันล้านบาท สูงขึ้น 3% YoY

BUALUANG RESEARCH

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

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**
เป้าหมายพื้นฐาน: 191.00 บาท
ราคา (29/06/12): 162.00 บาท

Key Ratios & Statistics

Market cap	Bt387.71bn		
12-mth price range	Bt102.50/Bt164.00		
3-mth avg daily volume	Bt1,384.13m		
# of shares (m)	2,393.3		
Est. free float (%)	86.2		
Foreign limit (%)	49.0		
Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	5.3	5.8	19.2
Absolute	6.9	3.2	31.7

Financial summary

FY Ended 31 Dec	2010	2011	2012E	2013E
Revenues (Btm)	62,740	83,693	85,734	97,357
Net profit (Btm)	20,047	24,226	32,800	42,700
EPS (Bt)	8.38	10.17	13.77	17.93
BLS/Consensus (x)	n.m.	n.m.	1.00	1.08
EPS Consensus (Bt)	n.m.	n.m.	13.77	16.67
EPS growth (%)	+36.1%	+20.8%	+35.4%	+30.2%
Core profit (Btm)	27,168	32,776	41,855	52,031
Core EPS (Bt)	11.41	13.76	17.57	21.84
Core EPS growth (%)	+15.9%	+20.6%	+27.7%	+24.3%
PER (x)	19.3	15.9	11.8	9.0
Core PER (x)	14.2	11.8	9.2	7.4
P/PPOP (x)	10.6	8.3	7.5	6.2
PABV (x)	2.65	2.31	1.99	1.57
Dividend (Bt)	2.50	2.50	3.00	3.25
Dividend yield (%)	1.5%	1.5%	1.9%	2.0%
ROE (%)	15.1	14.8	18.2	18.8

CG Rating - 2009



Company profile

KBANK is the fourth-largest commercial bank in Thailand in terms of total assets. It has a registered capital of Bt30.5bn and a paid-up capital of Bt23.8bn, total assets of Bt1.7trn, deposits of Bt1.3trn and loans outstanding of Bt1.2trn. At end-March 31, 2012, the bank operated 822 branches nationwide

กำไรสุทธิไตรมาส2/55 เติบโตแข็งแกร่งและคาดว่าจะเติบโตต่อเนื่องในไตรมาส 3/55: จากส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยที่คงที่, รายได้ค่าธรรมเนียมเติบโตอย่างแข็งแกร่ง, และการบริหารค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่ดีในไตรมาส2/55 ทำให้เราคาดว่ากำไรสุทธิไตรมาส2/55 จะเติบโตแข็งแกร่งที่ 8.8 พันล้านบาท สูงขึ้น 20% YoY (แต่ลดลง 2% QoQ เนื่องจากปัจจัยฤดูกาล) ทั้งนี้ สินเชื่อที่สูงขึ้นในไตรมาส 2/55 แต่เนื่องจากค่าใช้จ่ายดำเนินงานของธนาคารจะเพิ่มขึ้นมากจากไตรมาสแรกส่งผลให้ กำไรของ KBANK ของธนาคาร ทรงตัวจากไตรมาสแรก เรายังคงคาดว่ากำไรสุทธิไตรมาส3/55 จะคงที่ QoQ เป็นผลจากค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่สูงขึ้น (บางส่วนมาจาก K-transformation)

Figure 1: 2Q12 earnings preview

FY Ended 31 Dec (Btm)	2Q12	2Q11	YoY %	1Q12	QoQ %	6M12	6M11	YoY %
Income Statement								
Interest Income	24,139	20,267	19	22,974	5	47,113	38,490	22
Interest Expense	8,646	6,323	37	8,055	7	16,701	11,601	44
Net interest income	15,493	13,944	11	14,918	4	30,412	26,889	13
Fee & service income	9,561	8,264	16	8,966	7	18,527	15,610	19
Total non-interest income	10,101	8,784	15	9,695	4	19,796	16,817	18
Operating expenses	11,316	10,097	12	10,260	10	21,576	20,378	6
Operating profit before provision	14,278	12,630	13	14,354	(1)	28,631	23,328	23
Provisioning charges	1,850	1,785	4	1,831	1	3,681	3,466	6
Operating profit after provision	12,428	10,845	15	12,523	(1)	24,951	19,862	26
Exceptional items	20	338	na	155	na	175	605	(71)
Profit before tax	12,448	11,183	11	12,678	(2)	25,126	20,467	23
Tax	2,987	3,361	(11)	3,043	(2)	6,030	6,027	0
Minority Interest	(660)	(504)	nm	(648)	nm	(1,308)	(1,008)	30
Net profit (loss)	8,800	7,318	20	8,988	(2)	17,788	13,432	32
EPS	3.68	3.06	20	3.76	(2)	7.43	5.61	32
Key ratios								
Asset Yield/Avg Assets (%)	5.14	4.84	0.30	5.13	0.00	5.14	4.84	
Funding Cost (%)	1.84	1.51	0.33	1.80	0.04	1.82	1.51	
Interest Spread (%)	3.30	3.33	(0.03)	3.33	(0.04)	3.32	3.33	
Tax rate (%)	24.0	30.0		24.0		24.0	29.4	
Net Interest Margin (%)	3.46	3.44	0.02	3.47	(0.00)	3.46	3.44	
Assets to Equities (X)	10.1	10.8		10.4		10.1	10.8	
Cost to Income (%)	44.2	45.5		43.0		44.1	47.9	
Est CAR (%)	15.4	13.6		15.5		15.4	13.6	
Balance Sheet								
Cash & Equivalent	41,500	28,861	44	42,459	(2)			
Net Loan & accrued interests	1,212,326	1,129,968	7.3	1,180,750	2.7			
ST debts, REPO & current porti	211,000	149,129	41	180,564	17			
Long-term debt	0	0	0	0	0			
Total liabilities	1,713,959	1,517,804	13	1,677,982	2			
Retained earnings	116,592	89,323	31	107,792	8			
Shareholders equity	174,519	143,249	22	165,719	5			
Minority interests	13,500	11,288	20	13,448	0			
BV (Bt)	72.9	64.6	13	74.9	(3)			

• NII is expected to rise QoQ

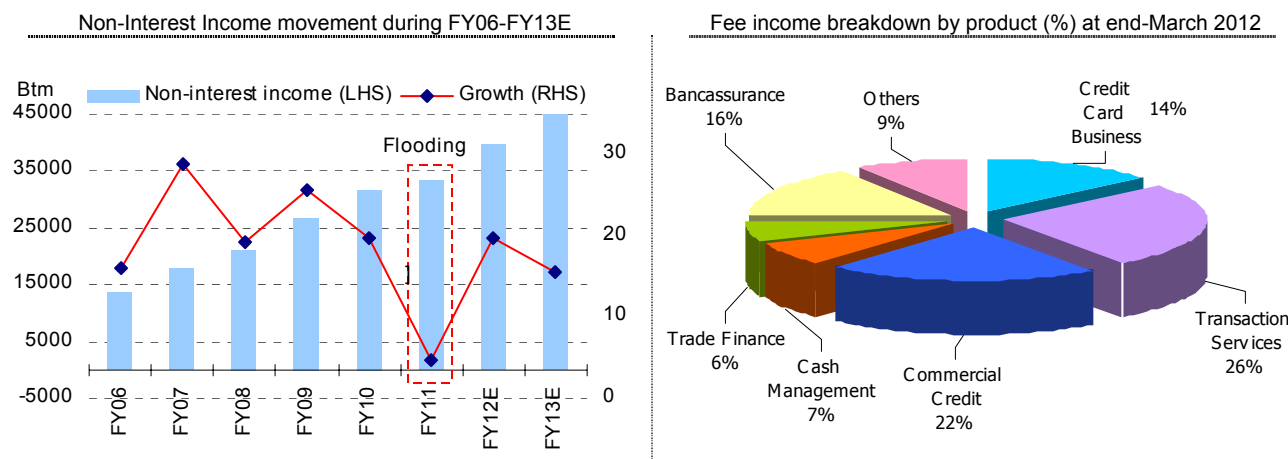
• LLPs should be flat QoQ

• NIM will be flat QoQ

• Net loan growth anticipated at 2.7% QoQ and 3.4% YTD

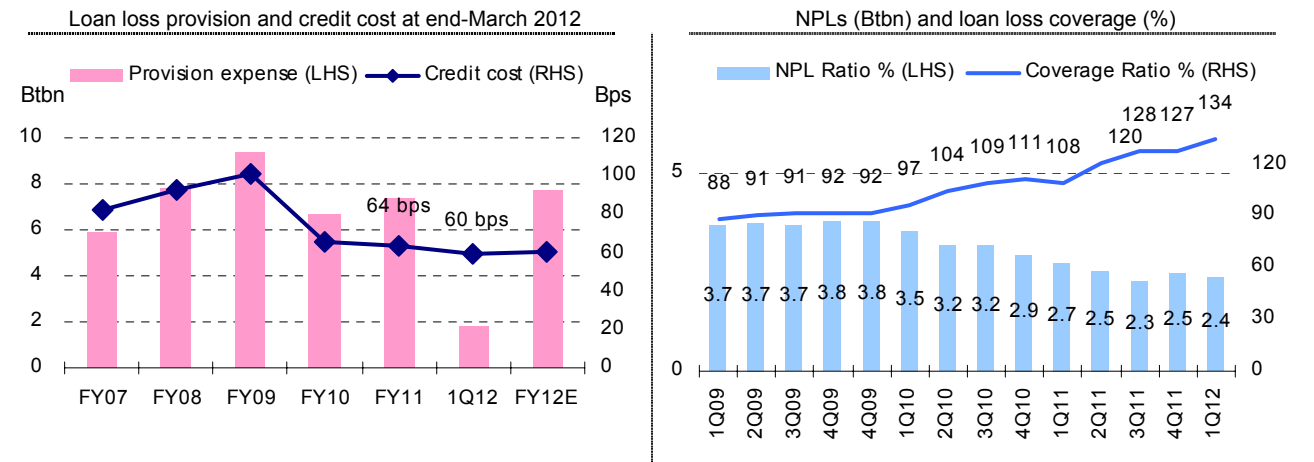
Source: Company data

Figure 2: Loan breakdown (%) and NPLs/loans ratio, loan loss coverage (%) at end-March 2012



Sources: Company data and Bualuang Research

Figure 3: Provision expenses (Btbn), credit cost (%) and NPLs/loans ratio, loan loss coverage (%) at end March 2012



Sources: Company data and Bualuang Research

Figure 4: Loan breakdown (%), YE08-1Q12, and Net Interest Margin (%), 1Q05-4Q12E

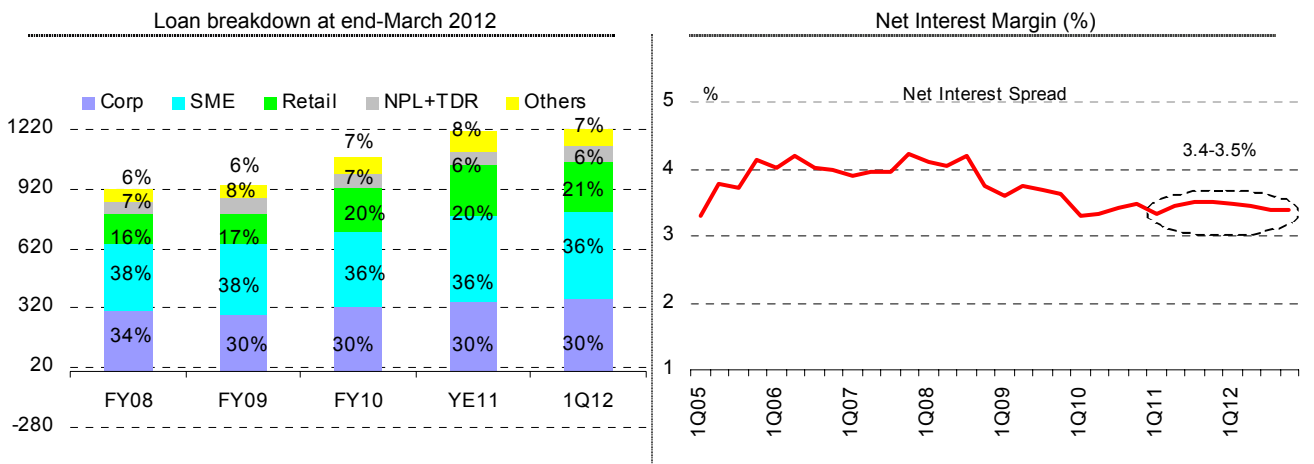
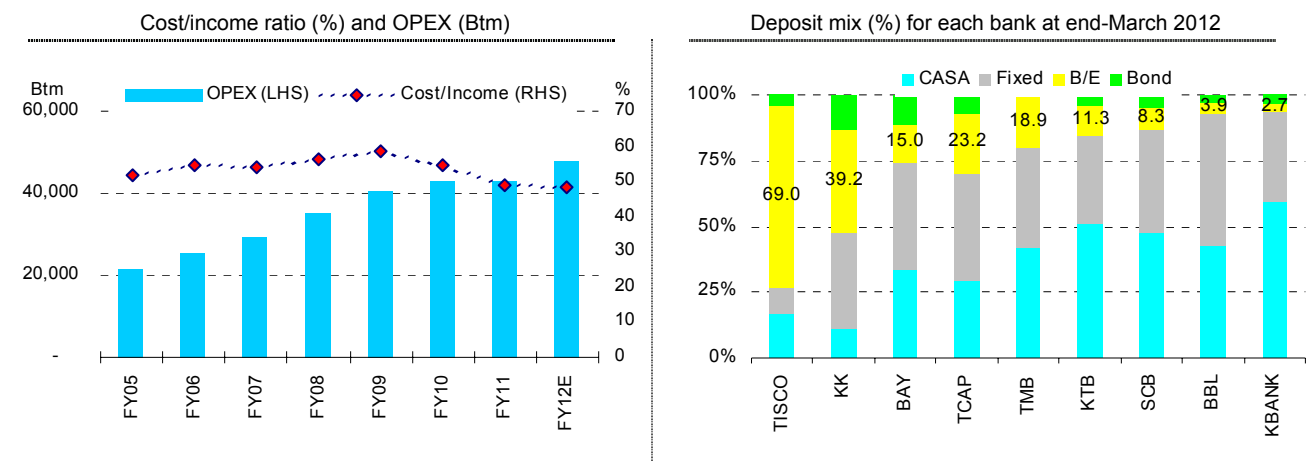


Figure 5: KBANK's cost/income ratio (%), OPEX (Btm), FY05-12E and deposit mix (%), FY07at end March 2012



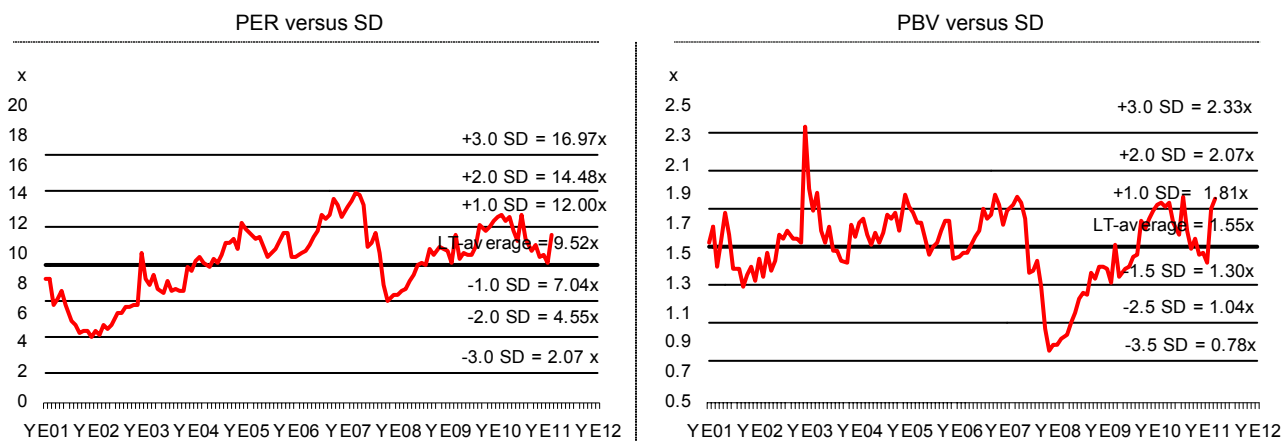
Sources: Company data and Bualuang Research

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 Rakyat	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	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 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	13.4	10.4	8.6	27.7%	1.4	1.2	3.7%	4.2%	13.2	14.5	
KASIKORN BANK	KBANK TB	15.9	11.8	9.0	38.1%	2.0	1.6	1.7%	1.9%	18.2	18.8	
Siam Commercial Bank	SCB TB	13.8	11.9	10.1	17.9%	2.3	2.0	2.4%	2.6%	19.4	19.5	
Krung Thai Bank	KTB TB	10.6	8.4	7.5	20.7%	1.3	1.2	4.8%	5.3%	15.6	15.6	
Bank of Ayudhya	BAY TB	19.3	12.3	9.9	47.4%	1.6	1.4	2.8%	3.5%	13.5	15.1	
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	16.5	13.8	11.3	22.8%	1.2	1.1	2.6%	3.3%	8.7	9.9	
TISCO Financial Group	TISCO TB	8.5	7.7	7.0	11.3%	1.5	1.4	5.8%	5.8%	19.8	19.3	
Kiatnakin Bank	KK TB	8.0	8.8	7.3	4.5%	0.9	0.9	6.9%	6.9%	10.6	11.9	
Avg 24 regional banks		12.9	11.3	9.8	16.3%	1.7	1.5	3.8%	4.2%	16.4	16.9	
Avg only 9 Thai banks		12.6	10.2	8.5	22.8%	1.5	1.3	4.0%	4.3%	14.7	15.4	

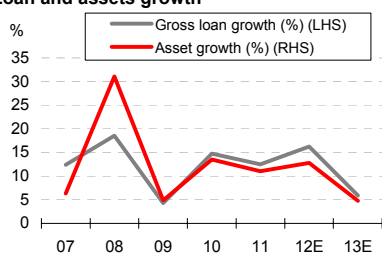
Sources: Company data, Bualuang Research estimates, Bloomberg, Reuters estimates

Figure 7: Valuation multiples

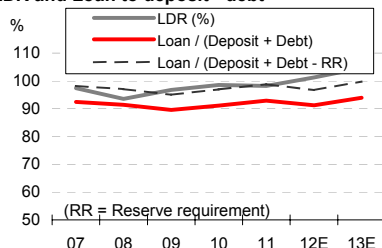


Sources: SETSMART, Company data, Bualuang Research

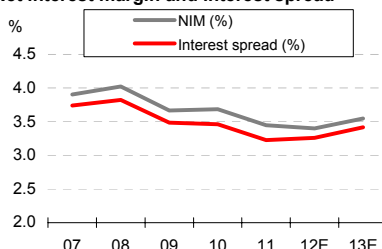
Loan and assets growth



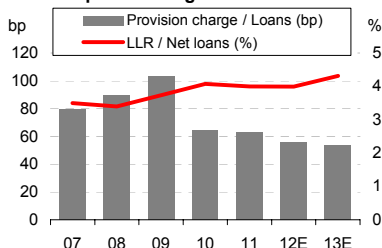
LDR and Loan to deposit +debt



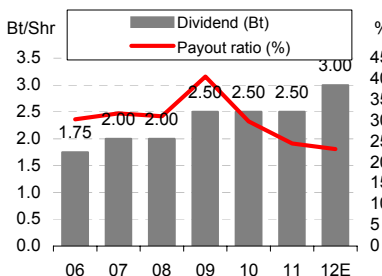
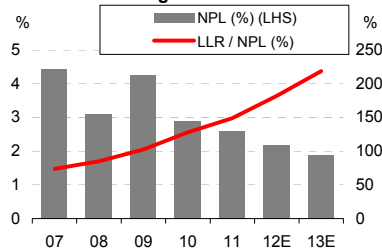
Net interest margin and interest spread



Loan loss provisioning



NPL and Reserve against NPL



Financial tables

	2009	2010	2011	2012E	2013E
PROFIT & LOSS (Btm)					
Interest income	56,396	62,740	83,693	85,734	97,357
Interest expense	-13,021	-11,502	-27,202	-25,975	-29,423
Net interest income	43,375	51,238	56,491	59,760	67,935
Fee & service income	25,607	30,934	31,262	37,399	43,016
Total non-interest income	26,553	31,790	33,265	39,789	45,958
Operating income	69,928	83,027	89,756	99,548	113,893
Operating expenses	-40,445	-46,765	-43,019	-47,862	-51,309
Operating profit before provision	29,484	36,263	46,737	51,687	62,584
Provisioning charges	-9,403	-6,696	-7,346	-7,600	-7,700
Operating profit after provision	20,081	29,566	39,392	44,087	54,884
Exceptional items	745	874	752	600	631
Tax	-6,033	-9,094	-13,962	-9,831	-10,553
Minority interest	-62	-1,299	-1,957	-2,055	-2,262
Net profit (loss)	14,732	20,047	24,226	32,800	42,700
Reported EPS	6.16	8.38	10.17	13.77	17.93
Fully diluted EPS	6.18	8.42	10.17	13.77	17.93
Core net profit	23,451	27,168	32,776	41,855	52,031
Core EPS	9.85	11.41	13.76	17.57	21.84
PPOP	29,484	36,263	46,737	51,687	62,584

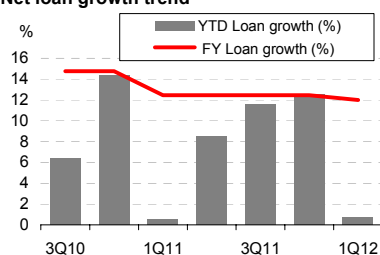
	2009	2010	2011	2012E	2013E
KEY RATIOS					
Revenue Growth (%)	2.06	13.96	23.73	7.32	14.17
PPOP Growth (%)	3.67	22.99	28.89	10.59	21.08
EPS Growth (%)	(3.92)	36.07	20.85	35.39	30.18
Gross Loan Growth (%)	4.35	14.76	12.45	12.00	10.00
Cum. LLRs to Net loans (%)	3.74	4.07	4.00	4.00	4.32
Provision charge to loans (%)	1.03	0.64	0.63	0.56	0.53
Yield on Average Assets (%)	4.53	4.29	4.78	4.68	4.89
Cost of Funds (%)	1.41	1.07	1.55	1.42	1.48
Interest Spread (%)	3.48	3.46	3.23	3.26	3.41
Net Interest Margin: NIM (%)	3.67	3.68	3.45	3.40	3.55
Effective tax rate (%)	28.97	29.88	34.78	22.00	19.01
Asset growth (%)	4.87	13.50	11.05	12.79	4.77

	2009	2010	2011	2012E	2013E
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	26,674	32,457	33,500	16,502	30,000
Interbank & securities	63,384	97,560	111,969	117,567	123,446
Investment in securities	254,984	251,217	264,295	288,081	309,687
Net Loan & accrued interests	910,384	1,041,566	1,172,596	1,363,485	1,439,732
Other assets	111,567	128,727	140,580	157,702	133,227
Total assets	1,366,993	1,551,528	1,722,940	1,943,338	2,036,092
Deposits	975,492	1,100,036	1,242,229	1,399,566	1,436,005
ST debts, REPO & current portion	37,404	88,932	70,303	52,500	116,500
Long-term debt	41,567	0	0	101,500	46,500
Other liabilities	184,384	217,071	243,442	181,739	191,239
Total liabilities	1,238,847	1,406,040	1,555,974	1,735,305	1,790,244
Paid-up capital	23,933	23,933	23,933	23,933	23,933
Share premium	18,103	18,103	18,103	18,103	18,103
Retained earnings	66,452	80,658	98,779	125,623	161,177
Shareholders equity	119,997	134,943	166,965	193,810	229,364
Minority interests	8,149	10,545	12,167	14,222	16,484
Total Liab.&Shareholders' equity	1,366,993	1,551,528	1,722,940	1,943,338	2,036,092
	0.0	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)

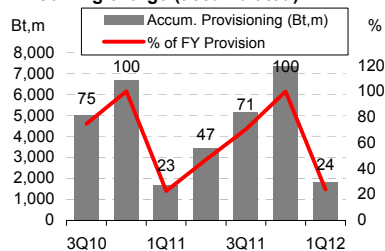
	2009	2010	2011	2012E	2013E
Asset quality					
Loan loss reserve	34,045	42,431	46,906	54,506	62,206
Average interest earnings assets	1,236,048	1,390,648	1,699,205	1,757,228	1,915,276
Average interest bearing liabilities	1,084,609	1,179,018	1,429,549	1,474,494	1,583,535
BV per share	50.38	61.08	70.09	81.36	103.21
ABV per share	52.87	58.67	64.97	76.41	91.09
NPL amounts	33,231	33,175	31,516	29,940	28,443
NPL (%)	4.25	2.90	2.59	2.20	1.90
Equity/loans	13.18	12.96	14.24	14.21	15.93
Equity/NPLs	361.10	406.76	529.78	647.32	806.39

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

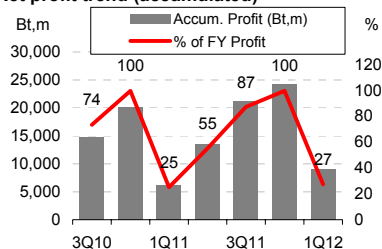
Net loan growth trend



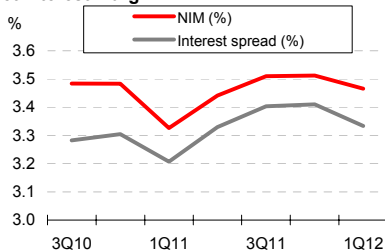
Provisoining charge (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Net interest margin



Financial tables

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
Interest Income	18,222	20,267	22,119	23,084	22,974
Interest Expense	5,278	6,323	7,440	8,161	8,055
Net interest income	12,945	13,944	14,680	14,922	14,918
Fee & service income	7,346	8,264	8,497	7,199	8,966
Other income & MI	688	520	363	433	729
Total non-interest income	8,034	8,784	8,860	7,632	9,695
Operating inc	20,978	22,728	23,540	22,554	24,613
Operating expenses	10,280	10,097	10,265	12,420	10,260
Operating profit before provision	10,698	12,630	13,275	10,134	14,354
Provisioning charges	1,681	1,785	1,719	2,160	1,831
Operating profit after provision	9,017	10,845	11,556	7,974	12,523
Exceptional items	267	338	19	128	155
Profit before tax	9,284	11,183	11,575	8,102	12,678
Tax	2,666	3,361	3,424	4,511	3,043
Minority Interest	(504)	(504)	(390)	(558)	(648)
Net profit (loss)	6,114	7,318	7,761	3,032	8,988
EPS	2.55	3.06	3.24	1.27	3.76
Core profit	7,528	8,765	9,462	5,064	10,663
Core EPS	3.15	3.66	3.95	2.12	4.46

KEY RATIOS

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
Asset Yield/Avg Assets (%)	4.51	4.84	5.13	5.28	5.13
Funding Cost (%)	1.31	1.51	1.73	1.86	1.80
Interest Spread (%)	3.21	3.33	3.40	3.41	3.33
Net Interest Margin (%)	3.33	3.44	3.51	3.51	3.47
Fee income/total operating income (%)	35.0	36.4	36.1	31.9	36.4
BV (Bt)	63.56	64.57	67.20	69.76	74.86
ROE (%)	16.4	19.1	20.7	8.2	23.4
ROA (%)	1.5	1.7	1.7	0.8	2.2
Assets to Equities (X)	11.0	10.8	11.1	10.3	10.4
Cost to Income (%)	50.7	45.5	44.3	56.1	43.0
Est CAR (%)	15.7	13.6	13.6	13.8	15.5

QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
Cash & Equivalent	26,721	28,861	31,276	53,211	42,459
Interbank & securities	251,974	155,246	200,267	138,695	167,105
Investment in securities	252,441	263,801	287,454	264,295	372,295
Net Loan & accrued interests	1,046,713	1,129,968	1,162,475	1,172,596	1,180,750
Other assets	100,013	94,465	96,322	94,143	94,541
Total assets	1,677,862	1,672,341	1,777,794	1,722,940	1,857,149
Deposits	1,182,390	1,202,505	1,255,177	1,242,229	1,305,687
ST debts, REPO & current portion	181,922	149,129	170,905	123,644	180,564
Long-term debt	0	0	0	0	0
Other liabilities	209,491	209,492	209,493	209,494	191,732
Total liabilities	1,525,739	1,517,804	1,616,977	1,555,974	1,677,982
Paid-up capital	30,486	23,933	23,933	23,933	23,933
Share premium	18,103	18,103	18,103	18,103	18,103
Retained earnings	86,784	89,323	95,963	109,713	107,792
Shareholders equity	141,051	143,249	149,707	166,965	165,719
Minority interests	11,072	11,288	11,111	12,167	13,448
Total Liab.&Shareholders' equity	1,677,862	1,672,341	1,777,794	1,722,940	1,857,149
	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.

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 base 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.