

ทีสโก้ไฟแนนเชียลกรุ๊ป

TISCO TB / TISCO.BK

13 พฤศจิกายน 2555

สินเชื่อแข็งแกร่งในเดือนต.ค.

ประเด็นการลงทุน

สินเชื่อและกำไรเติบโตแข็งแกร่งหนุนราคาหุ้น TISCO ในไตรมาส 4/55 เราไม่กังวลเกี่ยวกับคุณภาพของสินทรัพย์เนื่องจาก สัดส่วนหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ต่อสินเชื่อบริษัท TISCO อยู่ที่เพียง 1.2% เมื่อสิ้นเดือน ก.ย. และอัตราส่วนสำรองหนี้สูญและหนี้สงสัยจะสูญสะสมที่ 180% ของหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ จะช่วยให้ TISCO ลดอัตราการกักสำรองหนี้สูญ ในไตรมาส 4/55 ดังนั้นเราคงแนะนำ ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมาย ณ สิ้นปี 2556 ที่ 58 บาท อ้างอิงจาก PBV ที่ 1.98 เท่า

ประเด็นใหม่?

สินเชื่อสุทธิของ TISCO อยู่ที่ 2.29 แสนล้านบาทในเดือนต.ค. เพิ่มขึ้น 2.4% MoM 26.6% YTD และ 27.0% YoY สินเชื่อเช่าซื้อเป็นปัจจัยหนุนหลักตามมาด้วยสินเชื่อ SME (โดยเฉพาะตัวแทนจำหน่ายรถยนต์) สำหรับสินเชื่อบริษัทคงที่ MoM โดยสินเชื่อ 10 เดือนแรกของ TISCO นั้นมีแนวโน้มที่จะสูงกว่าประมาณปี 2555 ของเราเพียงเล็กน้อยที่ 28% เราคาดบริษัทจะรักษาแนวโน้มสินเชื่อให้คงตัวในเดือนพ.ย. และในอนาคต เนื่องจากผู้ผลิตรถยนต์ได้เพิ่มปริมาณการผลิตเพื่อรองรับความต้องการรถยนต์ที่แข็งแกร่งหนุนโดยนโยบายคืนภาษีรถคันแรกของรัฐบาลและอัตราดอกเบี้ยในปัจจุบันที่ยังต่ำอยู่

อัตราส่วนสินเชื่อต่อเงินฝากในช่วงสิ้นเดือนต.ค. (รวมการกู้ยืม) อยู่ที่ 103% เพิ่มขึ้นจาก 99% ในเดือนที่ผ่านมา เนื่องจากผลของตัวแลกเปลี่ยนระยะสั้นที่ลดลง 26% MoM ให้สังเกตว่าตัวแลกเปลี่ยนระยะสั้นเมื่อสิ้นเดือนต.ค. คิดเป็น 14% ของแหล่งเงินทุน และลดลงจาก 21% เมื่อสิ้นเดือน ก.ย. และ 79% ในช่วงสิ้นปี 2554

ประมาณการสินเชื่อเติบโตพีชปี 2555

เราคาดว่าประมาณการขยายตัวของสินเชื่อ 28% สำหรับปี 2555 นั้นดูจะน้อยเกินไป เนื่องจาก TISCO มีอัตราการเติบโตของสินเชื่อใน 10 เดือนแรกที่ 27% YoY โดยปกติแล้วไตรมาส 4 จะเป็นไตรมาสที่ดีที่สุดของปี สำหรับสินเชื่อรายย่อยเช่น สินเชื่อเช่าซื้อ นอกจากนี้อัตราการเติบโต GDP หนุนโดยการกระตุ้นการใช้จ่ายของรัฐบาลจะช่วยสร้างโอกาสให้กับธนาคารในการขยายสินเชื่อ SME (รวมถึงรายได้จากค่าธรรมเนียมที่เกี่ยวข้องกับสินเชื่อ)

คาดการณ์ไตรมาส 4/55 เติบโตดี

เราคาดว่า TISCO จะรายงานกำไรเติบโตดี QoQ ในไตรมาส 4/55 หนุนโดยการเติบโตของสินเชื่อเช่าซื้อและสินเชื่อ SME ในทางตรงกันข้ามสินเชื่อบริษัทจะเติบโตช้าเนื่องจากปัจจุบันธนาคารมุ่งเน้นธุรกิจที่มีอัตราผลตอบแทนสูง เราคาดส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยไตรมาส 4/55 อยู่ที่ 3.1% คงที่ QoQ จากสินเชื่อเติบโตแข็งแกร่ง อัตราการกักสำรองหนี้สูญต่ำและส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยคงที่สำหรับไตรมาส เราจึงคงประมาณการกำไรปี 2555 ที่ 3.77 พันล้านบาท กำไรในเดือน ก.ย. 2555 คิดเป็น 72% ของประมาณการกำไรทั้งปี

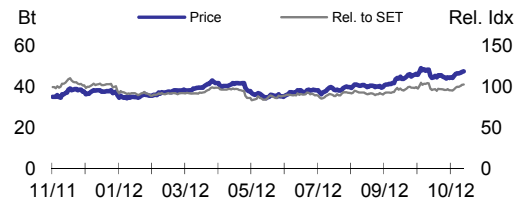
Sector: Bank Overweight

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**

เป้าหมายพื้นฐาน: 58.00 บาท

ราคา (12/11/12): 44.50 บาท

Price chart

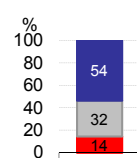


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	5.1	10.9	3.9
Absolute	4.9	16.5	35.5

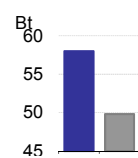
Key statistics

Market cap	Bt34.76bn	USD1.1bn
12-mth price range	Bt33.8/Bt49.3	
12-mth avg daily volume	Bt119.99m	
# of shares (m)	727.9	
Est. free float (%)	77.6	
Foreign limit (%)	49.0	

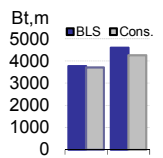
Consensus rating



BLS Target price vs. Consensus



BLS earnings vs. Consensus



Financial summary

FY Ended 31 Dec	2011	2012E	2013E	2014E
Revenues (Btm)	12,376	14,451	17,846	21,025
Net profit (Btm)	3,267	3,770	4,600	5,610
EPS (Bt)	4.51	5.20	6.34	7.74
EPS growth (%)	+13.1%	+15.4%	+22.0%	+22.0%
Core profit (Btm)	4,550	5,351	6,569	7,671
Core EPS (Bt)	6.28	7.38	9.06	10.58
Core EPS growth (%)	-1.6%	+17.6%	+22.8%	+16.8%
PER (x)	9.9	8.6	7.0	5.8
PBV (x)	2.0	1.8	1.5	1.3
Dividend (Bt)	2.4	2.3	2.3	2.8
Dividend yield (%)	5.3	5.1	5.1	6.2
ROE (%)	20.1	20.5	21.5	22.2

CG rating



สุวัฒน์ บำรุงชาติอุดม

+66 2 618 1000

TISCO : Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Interest income	9,520	12,376	14,451	17,846	21,025
Interest expense	(2,674)	(5,460)	(7,165)	(9,050)	(10,746)
Net interest income	6,845	6,916	7,285	8,796	10,279
Fee & service income	2,921	2,854	3,197	3,580	4,117
Total non-interest income	3,666	4,131	4,554	5,008	5,691
Operating income	10,512	11,047	11,839	13,803	15,969
Operating expenses	(4,630)	(4,935)	(5,379)	(6,053)	(6,866)
Operating profit before provision	5,882	6,112	6,461	7,750	9,103
Provisioning charges	(1,933)	(1,291)	(1,600)	(1,950)	(2,000)
Operating profit after provision	3,949	4,821	4,861	5,800	7,103
Exceptional items	210	34	50	50	55
Tax	(1,256)	(1,563)	(1,109)	(1,182)	(1,432)
Minority interest	(14)	(26)	(31)	(69)	(116)
Net profit (loss)	2,888	3,267	3,770	4,600	5,610
Reported EPS	3.98	4.51	5.20	6.34	7.74
Fully diluted EPS	3.98	4.51	5.20	6.34	7.74
Core net profit	4,626	4,550	5,351	6,569	7,671
Core EPS	6.38	6.28	7.38	9.06	10.58
PPOP	5,882	6,112	6,461	7,750	9,103

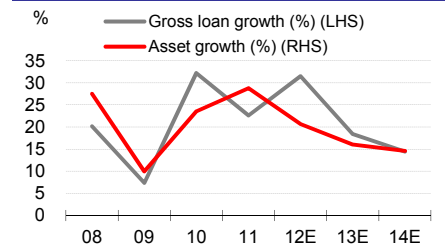
KEY RATIOS	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Revenue Growth (%)	17.9	22.4	15.9	21.4	17.3
PPOP Growth (%)	34.2	3.9	5.7	20.0	17.5
EPS Growth (%)	45.3	13.1	15.4	22.0	22.0
Net Loan Growth (%)	31.3	23.0	30.6	17.9	15.0
Cum. LLRs to Net loans (%)	2.8	2.4	3.2	3.6	3.1
Provision charge to loans (%)	1.3	0.7	0.7	0.7	0.6
Yield on Average Assets (%)	6.4	6.2	5.9	6.2	6.3
Cost of Funds (%)	1.8	2.7	2.9	3.1	3.2
Interest Spread (%)	4.5	3.5	3.0	3.1	3.1
Net Interest Margin: NIM (%)	4.5	3.6	3.1	3.1	3.2
Effective tax rate (%)	30.2	32.2	22.6	20.2	20.0
Asset growth (%)	23.5	28.8	20.7	16.0	14.6

BALANCE SHEET (Btm)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Cash	903	903	200	350	500
Interbank & securities	12,545	30,722	13,000	13,000	14,500
Investment in securities	6,481	3,706	11,900	11,900	12,500
Net Loan & accrued interests	146,997	180,851	236,121	278,437	320,064
Other assets	4,481	4,526	5,089	5,276	6,423
Total assets	171,408	220,709	266,310	308,963	353,987
Deposits	59,378	37,979	79,369	109,613	129,314
ST debts, REPO & current portion	75,313	145,397	135,139	141,727	125,000
Long-term debt	15,460	0	6,200	6,500	14,500
Other liabilities	6,398	21,044	27,218	29,704	59,850
Total liabilities	156,550	204,420	247,925	287,544	328,664
Paid-up capital	7,279	7,279	7,279	7,279	7,279
Share premium	679	988	988	988	988
Retained earnings	6,448	7,632	9,696	12,662	16,639
Shareholders equity	14,773	16,199	18,263	21,230	25,206
Minority interests	84	90	121	190	116
Total Liab.&Shareholders' equity	171,408	220,709	266,310	308,963	353,987

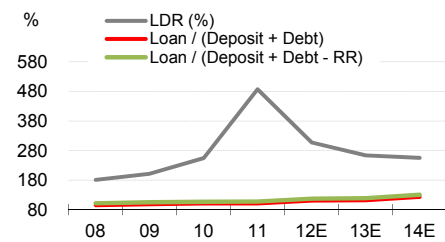
Asset quality	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Loan loss reserve	4,162	4,428	7,525	10,025	10,026
Average interest earnings assets	150,920	207,926	238,726	282,454	325,625
Average interest bearing liabilities	133,407	192,119	202,301	239,880	264,127
BV per share	20.22	22.34	25.19	29.28	34.77
ABV per share	20.72	22.84	25.69	29.78	35.26
NPL amounts	2,600	2,612	2,500	2,550	2,450
NPL (%)	1.80	1.40	0.96	0.84	0.71
Equity/loans	10.05	8.96	7.73	7.62	7.88
Equity/NPLs	568.21	620.18	730.52	832.53	1,028.82

KEY ASSUMPTIONS (%)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
GDP Growth	7.8	0.1	5.5	4.5	4.5
Avg Lending Rate	6.0	6.9	6.5	6.5	6.6
Avg Funding Cost	2.8	2.8	3.7	3.8	4.1
Net Fee Income Growth	40.6	(2.3)	12.0	12.0	15.0
OPEX Growth	3.8	6.6	9.0	12.5	13.4
1 Day REPO rate	2.0	3.3	3.0	3.0	3.0

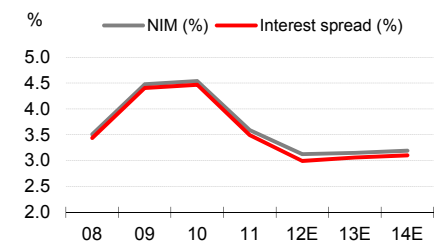
Loan and asset growth



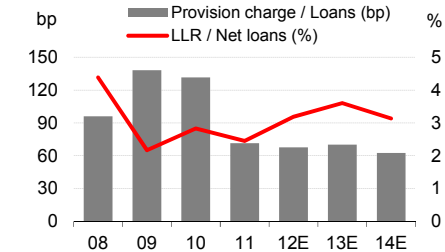
LDR and loan to deposit+debt



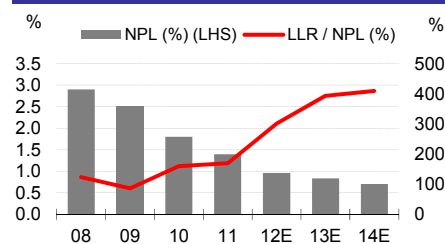
Net interest margin and interest spread



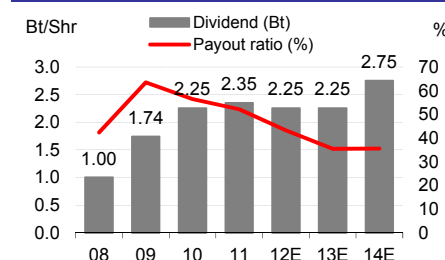
Loan loss provisioning



NPLs and reserve against NPLs



Dividend payout



TISCO : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12
Interest Income	3,312	3,342	3,413	3,617	3,940
Interest Expense	1,570	1,823	1,848	1,888	2,117
Net interest income	1,741	1,520	1,566	1,729	1,823
Fee & service income	728	697	911	924	1,060
Other income & MI	325	489	256	384	28
Total non-interest income	1,054	1,186	1,167	1,307	1,088
Operating inc	2,795	2,706	2,732	3,036	2,910
Operating expenses	1,258	1,152	1,448	1,420	1,268
Operating profit before provision	1,537	1,554	1,284	1,616	1,642
Provisioning charges	302	310	269	589	532
Operating profit after provision	1,235	1,244	1,016	1,027	1,110
Exceptional items	39	(74)	76	160	121
Profit before tax	1,274	1,170	1,091	1,187	1,232
Tax	370	481	248	261	271
Minority Interest	(4.84)	(12.66)	(6.32)	(6.46)	(7.61)
Net profit (loss)	899	676	837	920	953
EPS	1.24	0.93	1.15	1.27	1.31
Core profit	1,162	1,060	1,030	1,348	1,363
Core EPS	1.60	1.46	1.42	1.86	1.87

KEY RATIOS

Yield on Average Assets (%)	6.5	6.3	6.0	6.2	6.3
Cost of Funds (%)	3.1	3.4	3.3	3.3	3.4
Interest Spread (%)	3.4	2.8	2.8	3.0	2.9
Net Interest Margin (%)	3.5	2.9	2.9	3.2	3.0
Fee income/total operating income (%)	26.1	25.8	33.3	30.4	36.4
BV (Bt)	21.4	22.5	22.5	22.5	0.0
ROE (%)	23.9	17.0	20.0	22.0	22.7
ROA (%)	1.8	1.3	1.5	1.6	1.5
Assets to Equities (X)	13.4	13.6	13.6	14.3	15.8
Cost to Income (%)	45.0	42.6	53.0	46.8	43.6
Est CAR (%)	14.1	14.1	13.9	14.2	13.5

QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	980	903	871	793	880
Interbank & securities	18,749	30,722	30,899	14,520	35,618
Investment in securities	4,482	3,706	4,769	4,354	5,009
Net Loan & accrued interests	177,298	180,851	190,256	205,499	223,628
Other assets	5,360	4,526	6,176	5,737	7,674
Total assets	206,869	220,709	232,971	230,903	272,808
Deposits	37,914	37,979	41,696	81,428	181,590
ST debts, REPO & current portion	147,254	159,875	165,839	125,904	64,989
Long-term debt	0	0	0	0	0
Other liabilities	6,216	6,565	8,249	7,330	8,892
Total liabilities	191,384	204,420	215,785	214,662	255,470
Paid-up capital	7,279	7,279	7,279	7,279	0
Share premium	829	988	988	988	0
Retained earnings	7,078	7,632	8,471	7,664	8,617
Shareholders equity	15,399	16,199	17,092	16,146	17,213
Minority interests	87	90	94	95	125
Total Liab.&Shareholders' equity	206,869	220,709	232,971	230,903	272,808

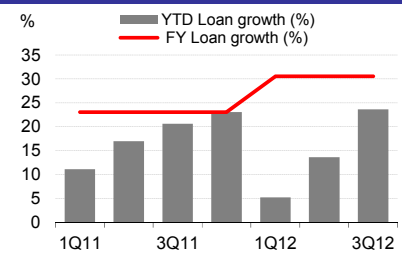
BANK DATA

Total Income Growth (%)	3	13	1	7	4
NII/Total Income (%)	62	56	57	57	63
Non-NII/Total Income (%)	38	44	43	43	37
Net Interest Income Growth (%)	(1)	4	(12)	(8)	5
Net Fee Income Growth (%)	(19)	(11)	24	29	46
OPEX Growth (%)	9	38	23	6	1

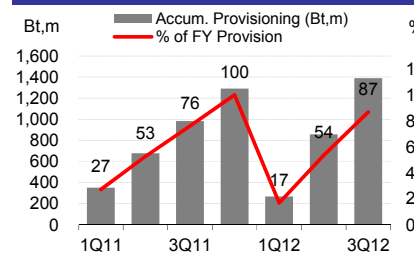
Company profile

Established in 1969 as Thailand's first investment bank, TISCO is the acronym of the company's original name—Thai Investment & Securities Co Ltd. It was the first finance company to receive approval from the Ministry of Finance to upgrade its status to a commercial bank in October 2004. TISCO commenced operating on June 30, 2010 with 46 branches. Lending grew by 16% YTD in end June-11 and accounts for 88% of assets. Retail loans made up 74% of total loans, followed by corporate and SME loans at 16% and 7%. As of end-September 2012, its CAR was 13.50% with 8.95% for Tier-1.

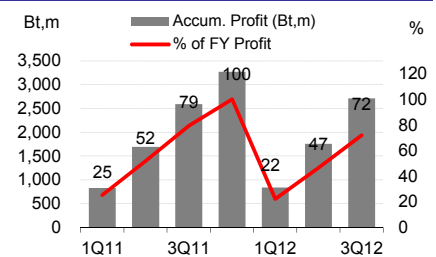
Net loan growth trend



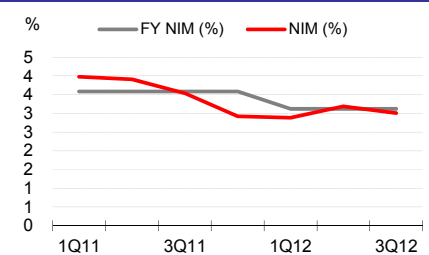
Provisioning charge (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Net interest margin



Interest spread

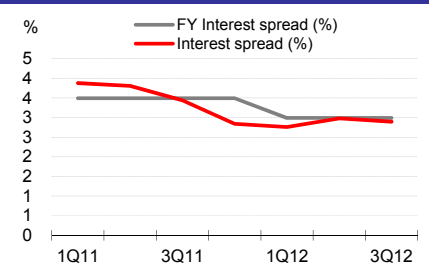
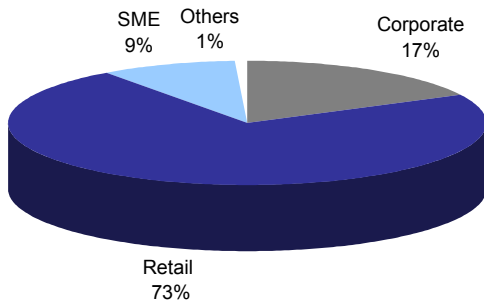
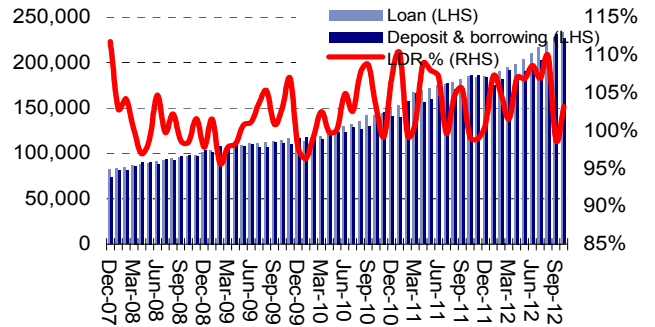


Figure 1 : Loan breakdown at end-September 2012



Sources: Company data, Bualuang Research, Bloomberg

Figure 2 : Gross loans, deposits+borrowing & LDR (%) YE07-October 2012



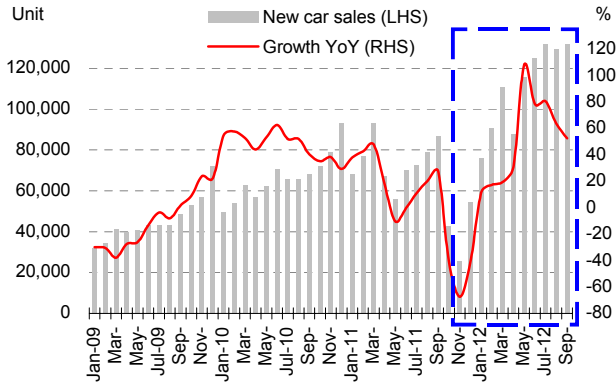
Sources: Company data, Bualuang Research, Bloomberg

Figure 3 : Net loans & liabilities breakdown, October 2011-October 2012

TISCO	Oct-11	Dec-11	Sep-12	Oct-12	%MoM	% YTD	%YoY	Reason
Net loans	180,100	180,585	223,330	228,641	+2.4%	+26.6%	+27.0%	Expanded mostly from HP
Investment in :	3,799	3,706	5,008	5,614	+12.1%	+51.5%	+47.8%	and SME (floor plan)
REPO Markets	32,805	30,722	35,618	25,943	(27.2%)	(15.6%)	(20.9%)	
Deposit	40,597	37,979	181,590	189,472	+4.3%	+398.9%	+366.7%	
Borrowings	145,719	145,397	49,626	36,801	(25.8%)	(74.7%)	(74.7%)	
LDR (plus borr	99%	101%	99%	103%	nm	nm	nm	

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

Figure 4 : Domestic new car sales, Jan 2009-Sept 2012



Sources: FTI and Bualuang Research

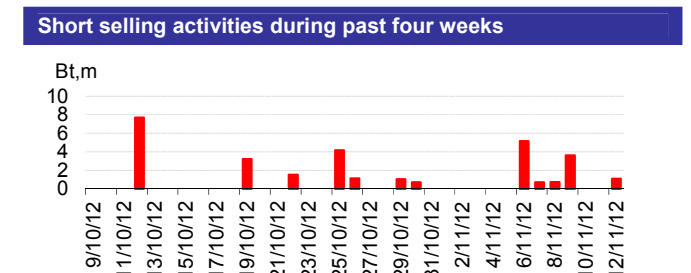
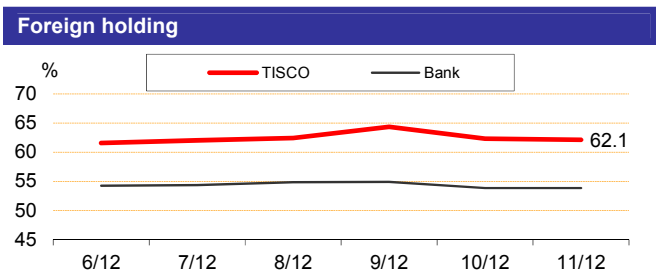
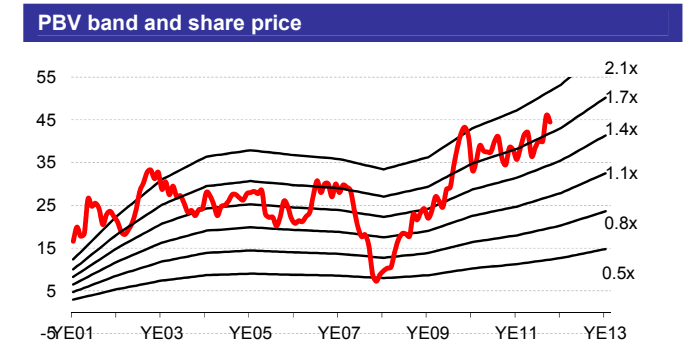
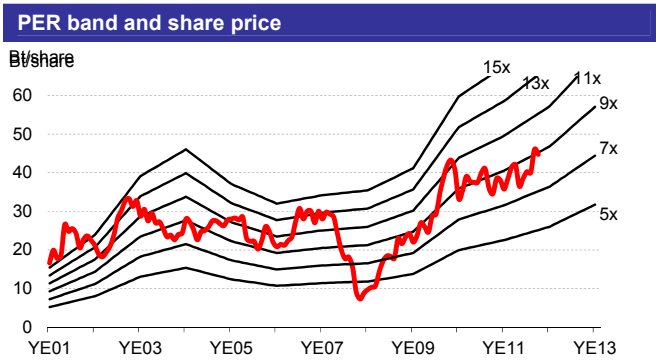
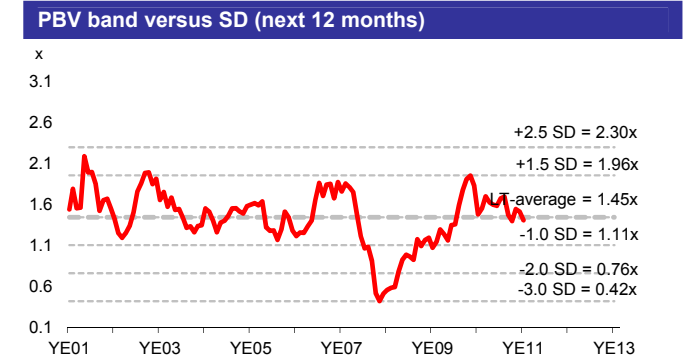
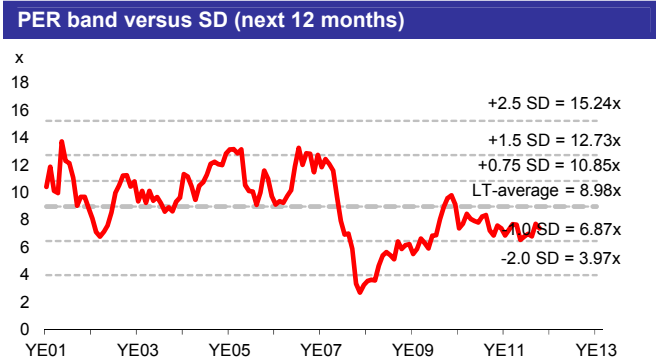
Figure 5 : Investment in new auto models, 2012-15

Brand name	Investment (Btm)	Model	Starts
Toyota	7,000	Eco-Car	Early 2013
Toyota	1,200	Fortuner	Late 2012
Isuzu	6,500	New D-Max	October 2012
Mitsubishi	15,000	Eco-car Mirage	March 2012
Suzuki	7,500	Eco-car Swift	March 2012
Jatco	7,000	CVT	2013
Bridgestone	20,000	All tyres	2015
Honda	10,200	Motocycle & Eco-Car	2014
Total	74,400		

Sources: SAT and Bualuang Research

Regional Comparisons

Bloomberg Code	Price (local curr.)	Market Cap (US\$ equivalent)	PER (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div Yield (%)		
			2012E	2013E	2012E	2013E	2012E	2013E	2012E	2013E	2012E	2013E	
Hang Seng Bank	11HK	HKD16.1	28,392	13.0	12.8	2.3	17	2.5	2.3	21.0	19.4	4.5	4.6
BOC Hong Kong	2388 HK	HKD23.7	32,330	12.3	11.7	0.6	5.4	18	17	14.9	14.6	5.1	5.3
Wing Hang Bank	302 HK	HKD77.5	3,020	12.4	12.4	-11.7	17	12	12	10.6	9.9	2.2	2.4
DBS group Holding	DBS SP	SGD14.1	28,153	10.1	10.0	9.2	-0.4	11	10	11.2	10.8	4.1	4.2
UOB	UOB SP	SGD18.3	23,526	11.1	10.9	14.4	2.5	13	12	11.6	11.2	3.5	3.6
Malayan Bank	MAY MK	MYR9.0	24,829	13.2	12.5	11.6	5.8	18	17	15.0	14.7	5.8	5.8
CIMB Group Holding Bhd	CIMB MK	MYR7.7	18,594	13.3	11.9	5.7	13.1	2.0	18	15.7	16.2	3.4	3.9
China Citic Bank	601998 CH	CNY3.7	26,203	4.9	4.7	5.8	5.3	0.9	0.8	17.7	16.1	5.7	5.8
China Construction Bank	601939 CH	CNY4.3	185,301	5.7	5.4	11.2	6.1	11	10	20.1	18.7	5.9	6.0
Bank Rakyat	BBRIJ	IDR7,200.0	18,463	10.4	9.4	9.8	11.3	2.8	2.3	29.3	27.0	2.0	2.2
Bank Mandiri Tbk PT	BMRIJ	IDR8,550.0	20,738	13.9	12.0	17.1	15.8	2.7	2.3	21.1	21.4	1.7	1.9
Bank Central Asia Tbk PT	BBCAJ	IDR8,700.0	22,297	13.5	15.7	5.9	17.7	4.3	3.6	25.2	24.9	1.5	1.7
Bank of Philippines	BPIPM	PHP85.5	7,398	19.6	17.9	21.3	10.0	3.1	2.8	16.5	16.7	2.4	2.3
ICICI Bank Ltd	ICICIB IN	INR1,058.4	22,134	13.7	11.4	16.2	24.8	18	16	13.8	13.9	1.8	2.1
Axis Bank Ltd	AXSB IN	INR1,226.5	9,522	10.5	8.5	14.6	22.6	19	16	19.8	20.0	1.6	1.9
Bank of Ayudhya	BAY TB	THB28.75	5,699	12.0	9.6	57.6	24.0	15	14	13.5	15.1	2.9	3.6
Bangkok Bank	BBL TB	THB178.50	11,120	10.3	8.5	21.1	20.8	13	12	12.6	13.9	3.9	4.5
KASIKORNBANK	KBANK TB	THB122.50	14,255	12.7	9.9	41.2	28.4	2.2	1.7	13.9	20.6	1.6	1.8
Kiatnakin Bank	KK TB	THB45.50	1,237	12.5	10.3	-19.5	21.7	12	11	11.0	11.4	4.4	5.3
Krung Thai Bank	KTB TB	THB18.60	8,484	9.6	9.0	27.0	7.4	15	13	15.1	14.7	4.2	4.5
Siam Commercial Bank	SCB TB	THB159.50	17,666	13.6	11.1	10.3	22.5	2.5	2.1	18.5	19.3	2.2	2.4
Thanachart Capital	TCAP TB	THB36.25	15.2	8.1	4.2	18.9	93.0	11	0.9	13.5	21.4	4.1	4.8
Tisco Financial Group	TISCO TB	THB47.75	1,134	9.2	7.5	15.4	22.0	19	16	20.5	21.5	4.7	4.7
TMB Bank	TMB TB	THB187	2,658	15.8	12.5	28.5	26.2	15	14	9.3	10.9	2.1	2.9
Simple average				11.9	10.4	13.9	17.1	1.9	1.7	16.5	16.9	3.4	3.7







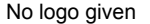
BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED (BLS) is a subsidiary of BANGKOK BANK PUBLIC COMPANY LIMITED (BBL). This document is produced based upon sources believed to be reliable but their accuracy, completeness or correctness is not guaranteed. The statements or expressions of opinion herein were arrived 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 DWs UNDERLYING STOCKS. Investors should carefully read the details of the derivative warrants 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.

DWs Underlying Stocks	Financial Advisor	Underwriter/ Co-underwriter
ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BCP, BEC, BGH, BH, BIGC, BJC, BLA, BTS, CPALL, CPF, CPN, DTAC, EGCO, ESSO, GLOW, HMPRO, HEMRAJ, INTUCH, IRPC, IVL, KBANK, KTB, LH, MAKRO, MINT, PS, PTT, PTTEP, PTTGC, ROBINS, SCB, SCC, SPALI, STA, TCAP, THAI, TISCO, TOP, TMB, TPIPL, TRUE, TUF	ANAN	ANAN, JMT, TMILL

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 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.

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.