

กรุงเทพประกันชีวิต BLA TB / BLA.BK

6 พฤศจิกายน 2014

ตั้งสำรองกรมธรรม์ ในครึ่งหลังของปี 2557 ลดลงมาก HoH

ประเด็นการลงทุน

บริษัทเปลี่ยนจากมุ่งเน้นที่ประกันชีวิตออมทรัพย์ระยะสั้นในช่วงครึ่งแรกของปี 2557 ไปเป็นประกันภัยระยะยาวซึ่งมีอัตราค่าไถ่สูงกว่า กำไรในครึ่งหลังของปี 2557 จึงคาดจะเติบโต HoH เนื่องจากตั้งสำรองกรมธรรม์ประกัน (สำรองค่าสินไหมทดแทน) จะลดลงเรายังคงประมาณการกำไรที่ 4 พันล้านบาทสำหรับปี 2557 และ 5.4 พันล้านบาทสำหรับปี 2558 ไว้เท่าเดิม และยังคงคำแนะนำ ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมาย ณ สิ้นปี 2558 ที่ 79 บาท อ้างอิงจากการประเมินมูลค่าธุรกิจ (embedded value) 32.3 บาทต่อหุ้น รวมกับมูลค่าการสร้างธุรกิจใหม่ (VNB) ที่ 46.6 บาท

หันไปเน้นผลิตภัณฑ์ระยะยาวที่มีกำไรสูงในครึ่งหลังปี 2557

เบี่ยงประกันปีแรกเพิ่มขึ้นก้าวกระโดดถึง 200% YoY ในครึ่งแรกของปี 2557 หนุนจากเบี่ยงประกันชีวิตชำระครั้งเดียวซึ่งมีอัตราค่าไถ่ต่ำ แต่ BLA ได้ปรับเปลี่ยนจากมุ่งเน้นยอดขายของผลิตภัณฑ์ประกันภัยออมทรัพย์ซึ่งเป็นประกันชีวิตระยะสั้น (Gain 1st 116 and Gain 1st 245) ไปเป็นประกันชีวิตระยะยาว (บัวหลวงห่วงลูกหลานและบัวหลวงห่วงครอบครัว) BLA พร้อมเกษียณ(555/600) และประกันชีวิตตลอดชีพซึ่งมีระยะเวลาจ่ายเบี่ยงประกันอย่างน้อย 7 ปี ซึ่งผลิตภัณฑ์เหล่านี้ให้อัตราค่าไถ่ที่ดีกว่าและการตั้งสำรองก็ต่ำกว่ามาก

คาดสำรองค่าสินไหมทดแทนจะเป็นปกติครึ่งหลังของปี 2557

ครึ่งแรกของปี 2557 บริษัทเน้นไปที่ประกันภัยระยะสั้นซึ่งมีอัตราค่าไถ่ที่ต่ำ ส่งผลให้บริษัทตั้งเงินสำรองประกันภัยไว้ค่อนข้างสูงที่ 84% ของรายได้เบี่ยงประกันรวม ผู้บริหารคาดว่าอัตราสินไหมทดแทนในปีนี้จะอยู่ที่ 65-69% อย่างไรก็ตาม เรายังคงตั้งสมมติฐานเงินสำรองสินไหมทดแทนในปีนี้อยู่ที่ 76% ของเบี่ยงประกันรวมในปีนี้ และ 68.5% ในปีหน้า เราคาดว่า การที่บริษัทเปลี่ยนไปเน้นประกันภัยอัตราค่าไถ่สูงจะส่งผลให้อัตราส่วนดังกล่าวลดลงอย่างมาก HoH ในช่วงครึ่งหลังของปี 2557 และยังส่งผลให้กำไรของ BLA ปรับตัวเพิ่มขึ้น โดยอัตราสินไหมทดแทนในไตรมาส 3/57 คาดจะอยู่ที่ราวๆ 68%

อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนปี 2557 อยู่ที่ประมาณ 5%

BLA ตั้งเป้าอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนสำหรับปี 2557 และ 2558 ไว้ที่อย่างต่ำ 5% หลังทำได้ 5.2% ในไตรมาส 2/57 (ดีกว่าคาดเนื่องจากตลาดหุ้นไทยฟื้นตัว) ผลตอบแทนพันธบัตรที่สูงเปิดโอกาสให้บริษัทเข้าซื้อพันธบัตรระยะกลางถึงยาวเพิ่มขึ้น ล่าสุด BLA ได้ลงทุนในพันธบัตรสกุลเงินต่างชาติดมมูลค่า 1.3 หมื่นล้านบาท (คิดเป็น 10% ของพอร์ต) ซึ่งให้อัตราผลตอบแทนสูงกว่า 6%

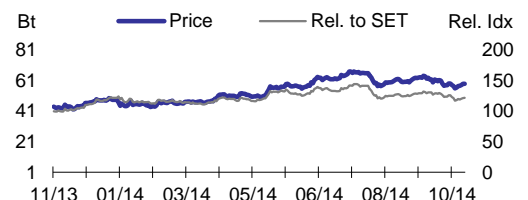
คาดกำไรไตรมาส 3/57 เติบโต 20% YoY

เราคาดว่า BLA จะรายงานกำไรสุทธิไตรมาส 3/57 ที่ 1.33 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 20% YoY และ 685% QoQ ซึ่งปัจจัยที่ทำให้กำไรเพิ่มขึ้นก้าวกระโดด QoQ โดยหลักแล้วมาจากตั้งสำรองสำรองสินไหมทดแทนที่ลดลงหลังจากที่บริษัทเปลี่ยนไปเน้นกลุ่มประกันชีวิตระยะยาวซึ่งมีอัตราค่าไถ่สูง

Sector: Insurance Overweight

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**
เป้าหมายพื้นฐาน: 79.00 บาท
ราคา (05/11/57): 59.00 บาท

Price chart

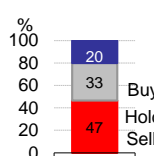


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(34.0)	(39.9)	(13.1)
Absolute	(31.8)	(36.7)	(1.7)

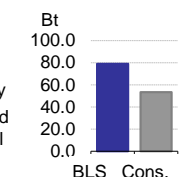
Key statistics

Market cap	Bt71.6bn	USD2.2bn
12-mth price range	Bt55.8/Bt95.5	
12-mth avg daily volume	Bt77m	USD2.3m
# of shares (m)	1,213	
Est. free float (%)	40.8	
Foreign limit (%)	25.0	

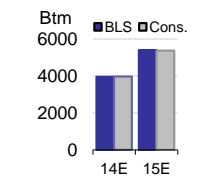
Consensus rating



BLS Target price vs. Consensus



BLS earnings vs. Consensus



Financial summary

FY Ended 31 Dec	2013	2014E	2015E	2016E
Total rev (Btm)	46,396	69,714	63,187	67,471
Net profit (Btm)	4,381	3,950	5,400	6,000
Fully diluted EPS (Bt)	2.56	2.31	3.16	3.51
EPS growth (%)	-5.9%	-9.8%	+36.7%	+11.1%
PER (x)	16.3	18.1	13.2	11.9
EV/EBITDA (x)	15.9	20.5	13.9	11.9
PBV (x)	3.21	3.76	3.22	2.80
Dividend (Bt)	0.91	1.00	1.10	1.20
ROA (%)	2.5	1.7	2.0	2.0
Net gearing (x)	6.7	7.4	7.4	7.5
Total loss ratio (%)	65.4	76.0	68.5	68.5
Total premium Mkt (%)	8.8	12.0	10.0	10.0

CG rating



สุวัฒน์ บำรุงชาติอุตม

นักวิเคราะห์การลงทุนที่วิจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

suwat@bualuang.co.th

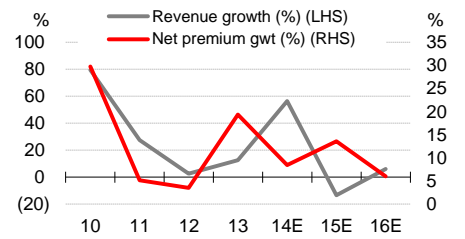
+66 2 618 1341

เราประเมินว่าอัตราเงินสำรองสินไหมทดแทนในไตรมาสนี้อยู่ที่ 68% ของรายได้เบี่ยประกันรวม ลดลงจาก 19% จากไตรมาส 2/57 และคาดรายได้เบี่ยประกันรวม (รวมเบี่ยประกันภัยชำระครั้งเดียว) ในไตรมาส 3/57 จะเป็น 9.6 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 15% YoY (แต่ลดลง 1% QoQ)

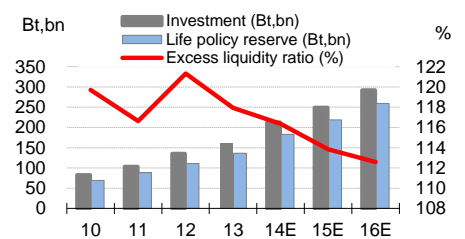
BLA : Financial Tables – Year

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
PROFIT & LOSS (Btm)					
Insurance premium	34,128	38,795	60,710	52,533	55,685
Less Life policy reserve	(22,873)	(25,357)	(46,140)	(35,985)	(38,144)
Net premium	11,255	13,438	14,571	16,548	17,541
Underwriting expenses	(11,094)	(13,939)	(16,847)	(17,369)	(18,411)
Profit from insurance	161	(501)	(2,277)	(821)	(870)
Revenue on investment	6,204	7,601	9,004	10,654	11,786
Other income/exp.	(28)	39	41	36	38
Net revenue	6,337	7,139	6,769	9,869	10,954
Operating expenses	(1,573)	(1,828)	(2,117)	(3,214)	(3,539)
EBIT	4,764	5,311	4,652	6,655	7,416
Minority interest	0	0	0	0	0
Extra items	0	0	0	0	0
Income tax	(1,480)	(930)	(702)	(1,255)	(1,416)
Net profit (loss)	3,284	4,381	3,950	5,400	6,000
Reported EPS	2.73	3.62	3.26	4.46	4.95
Fully diluted EPS	2.73	3.62	3.26	4.46	4.95
Core net profit	3,313	4,341	3,909	5,364	5,962
Core EPS	2.75	3.58	3.23	4.43	4.92
EBITDA	4,860	5,407	4,748	6,751	7,511
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	2.5	12.7	56.5	(13.5)	6.0
Gross margin (%)	15.7	15.4	9.7	15.6	16.2
EBITDA margin (%)	12.1	11.6	6.8	10.7	11.1
Operating margin (%)	8.2	9.4	5.6	8.5	8.8
Net margin (%)	8.1	9.4	5.7	8.5	8.9
Core profit margin (%)	8.2	9.4	5.6	8.5	8.8
ROA (%)	2.3	2.5	1.7	2.0	2.0
ROE (%)	16.4	19.7	14.7	17.2	16.7
Commission/Insurance premium	13.3	11.2	9.3	9.0	9.0
Life policy Provision/insurance premium	67.0	65.4	76.0	68.5	68.5
Cost/income	24.8	34.0	34.0	34.0	34.0
Combined ratio	85.0	81.3	107.2	107.7	107.9
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	866	1,331	1,400	1,550	1,750
Total investment in securities	134,979	161,126	212,670	249,031	292,195
Total net loans	2,649	3,526	4,139	4,710	5,338
Premises & equipment (Net)	305	327	400	770	910
Other assets	3,988	5,925	7,779	7,906	7,344
Total assets	142,787	172,234	226,387	263,967	307,537
Life policy reserve	111,259	136,616	182,756	218,742	259,536
Unpaid benefit to life policy	8,787	8,800	13,772	3,101	4,976
Premium received in advance	0	950	0	4,500	4,850
Other liabilities	2,768	3,604	3,028	6,288	2,158
Total liabilities	122,814	149,971	199,556	232,630	271,520
Paid-up capital	1,205	1,212	1,212	1,212	1,212
Share premium	2,759	2,846	2,846	2,846	2,846
Retained earnings	15,945	18,138	22,691	27,279	31,959
Shareholders equity	19,973	22,264	26,832	31,337	36,017
Minority interests	0	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	142,787	172,234	226,387	263,967	307,537
CASH FLOW (Btm)					
Net income	3,284	4,381	3,950	5,400	6,000
Depreciation and amortization	129	136	143	150	157
Change in working capital	22,996	23,571	46,699	37,090	39,403
FX, non-cash adjustment & others	837	804	805	806	807
Cash flows from operating activities	27,247	28,087	50,792	42,640	45,560
Capex (Invest)/Divest	1	(88)	(73)	(370)	(140)
Others	(28,585)	(27,427)	(49,658)	(42,261)	(42,846)
Cash flows from investing activities	(28,583)	(27,515)	(49,732)	(42,631)	(42,986)
Debt financing (repayment)	200	0	0	0	0
Equity financing	100	809	0	0	0
Dividend payment	(835)	(917)	(1,103)	(1,200)	(1,320)
Others	(28,585)	(27,427)	(49,658)	(42,261)	(42,846)
Cash flows from financing activities	(535)	(107)	(1,103)	(1,200)	(1,320)
Net change in cash	(1,871)	465	(42)	(1,191)	1,254
Free cash flow (Btm)	27,249	28,000	50,718	42,270	45,420
FCF per share (Bt)	22.6	23.1	41.9	34.9	37.5
Insurance data	2012	2013	2014E	2015E	2016E
FYP (Btm)	7,481	6,818	10,592	9,165	9,715
RYP (Btm)	25,175	28,545	44,346	38,373	40,675
SP	1,425	1,358	1,362	1,472	3,716
Total premium (Btm)	34,128	39,079	60,710	52,533	55,685
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

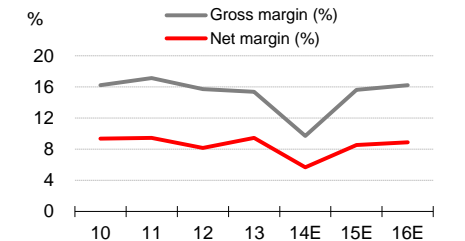
Revenue and net premium growth



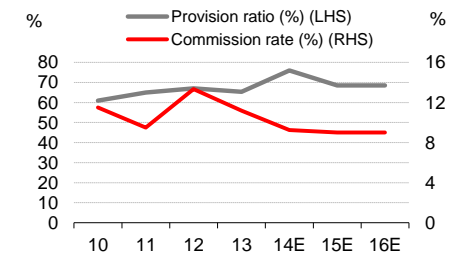
Excess liquidity



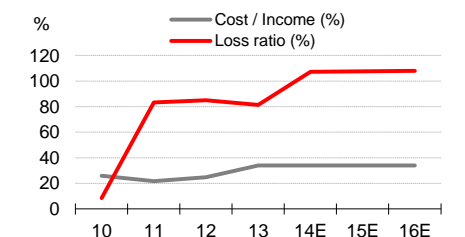
Profit margins



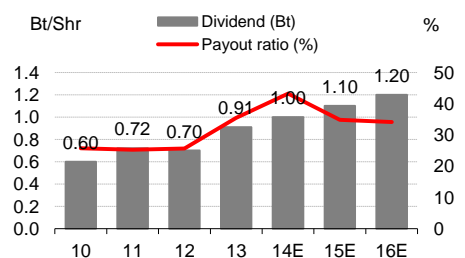
Commission and life policy provision ratios



Cost/Income and Loss ratios



Dividend payout



BLA : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14
Net insurance premium revenue	9,095	8,372	8,350	26,712	9,769
Less provision for life policy reserve	5,858	5,446	4,151	22,415	8,099
Revenue realization on premium	3,237	2,926	4,199	4,297	1,670
Underwriting expenses	2,896	3,159	4,519	4,525	3,497
Profit from insurance business	341	(232)	(320)	(228)	(1,828)
Net investment income	1,703	1,909	1,768	2,014	2,153
Gain on investment	173	105	89	8	322
Total revenue from investment	1,876	2,015	1,857	2,022	2,475
Other income	15	(5)	23	9	17
Total revenues	2,232	1,777	1,560	1,803	664
Total operating expenses	455	465	442	496	501
Exceptional items	0	0	0	0	0
EBT	1,777	1,311	1,118	1,307	163
Income tax	324	211	213	211	(6)
Minority Interest	0	0	0	0	0
Net profit	1,453	1,101	905	1,096	169
EPS	1	1	1	1	0
Core profit before tax	1,589	1,212	1,006	1,290	(175)
Core EPS	1	1	1	1	(0)

KEY RATIOS

Premium/life policy reserve (%)	29	25	24	67	23
Life policy provision/Premium (%)	64	65	50	84	83
Claim/life policy (%)	6	6	10	8	6
ROI (%)	5	5	5	5	5
Net margin (%)	13	11	9	4	1
Equity/Life policy reserve (%)	18	17	17	16	15
BV (Bt)	18	18	19	20	20
ROE (%)	27	20	16	20	3
ROA (%)	4	3	2	3	0
D/E (x)	6	6	7	7	7
Cost to Income (%)	20	26	28	28	75

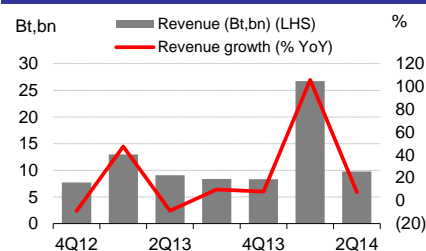
QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14
Cash & Equivalent	401	401	1,331	1,810	2,800
Total investment in securities	153,433	157,157	161,126	182,310	190,289
Total net loans	3,014	3,231	3,526	3,645	3,939
Premises & equipment (Net)	299	301	327	336	358
Other assets	6,793	6,295	5,925	8,807	7,618
Total assets	163,941	167,384	172,234	196,908	205,003
Life policy reserve	127,020	132,466	136,616	159,031	168,314
Unpaid benefit to life policy	96	94	8,800	9,033	427
Premium received in advance	1,387	1,437	450	551	504
Other liabilities	13,519	11,420	4,104	4,224	11,438
Total liabilities	142,023	145,418	149,971	172,839	180,683
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	11,702	12,320	13,225	14,321	13,872
Shareholders equity	21,918	21,966	22,264	24,069	24,320
Minority interests	0	0	0	0	0

Insurance data	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14
FYP (Btm)	790	717	819	2,861	642
RYP (Btm)	7,907	6,139	6,194	12,251	8,103
SP (Btm)	518	1,641	1,129	11,885	1,154
Total premium (Btm)	9,216	8,498	8,141	26,997	9,899
FYP+SP mkt (%)	3.6	6.3	5.5	29.1	4.3
Total premium Mkt (%)	8.8	7.8	6.9	20.0	8.2

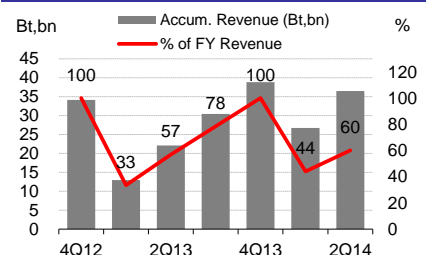
Company profile

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

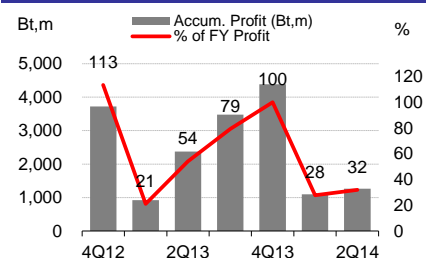
Revenue trend



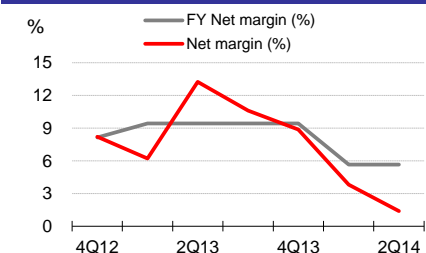
Revenue trend (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Net margin



ROE

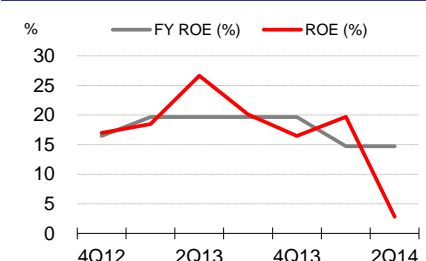


Figure 1 : 3Q14 earnings preview

FY Ended 31 Dec (Btm)	3Q14	3Q13	YoY %	2Q14	QoQ %	9M14	9M13	YoY %
Income Statement								
Net insurance premium revenue	9,628	8,372	15	9,769	(1)	46,108	30,445	51
Less provision for life policy reser	6,547	5,446	20	8,099	(19)	37,061	21,207	75
Revenue realization on premiurr	3,081	2,926	5	1,670	85	9,048	9,239	(2)
Underwriting expenses	3,393	3,159	7	3,497	(3)	11,415	9,420	21
Profit from insurance business	(312)	(232)	34	(1,828)	(83)	(2,368)	(181)	1,204
Net investment income	2,253	1,909	18	2,153	5	6,420	5,288	21
Gain on investment	180	105	71	322	(44)	510	456	12
Other income	17	(5)	nm	17	2	42	17	nm
Total revenues	2,138	1,777	20	664	222	4,604	5,579	(17)
Total operating expenses	522	465	12	501	4	1,519	1,386	10
EBT	1,616	1,311	23	163	890	3,086	4,193	(26)
Income tax	291	211	38	(6)	nm	496	717	(31)
Net profit	1,325	1,101	20	169	685	2,590	3,476	(25)
EPS	0.78	0.91	(15)	0.14	457	1.82	2.89	(37)
Key ratios								
Premium/life policy reserve (%)	22.0	25.3		23.2		37.5	32.3	
Life policy provision/Premium (%)	68.0	65.0		82.9		80.4	69.7	
ROI (%)	4.9	5.1		5.2		4.9	5.1	
Tax rate (%)	18.0	16.1		(3.4)		16.1	17.1	
Net margin (%)	11.0	10.6		1.4		5.4	10.0	
D/E (x)	7.4	6.5		7.2		7.4	6.5	
Cost to Income (%)	24.4	26.2		75.4		33.0	24.8	
Asset/Equity (%)	8.4	7.5		8.2		8.4	7.5	
Balance Sheet								
Cash & Equivalent	3,000	401	649	2,800	7			
Total assets	213,490	167,384	28	205,003	4			
Unpaid benefit to life policy	500	94	430	427	17			
Premium received in advance	550	1,437	100	504	0			
Total liabilities	187,904	145,418	29	180,683	4			
Retained earnings	15,137	12,320	23	13,872	9			
Shareholders equity	25,586	21,966	16	24,320	5			
Minority interests	0	0	nm	0	nm			
BV (Bt)	21.3	18.3	16	20.3	5			

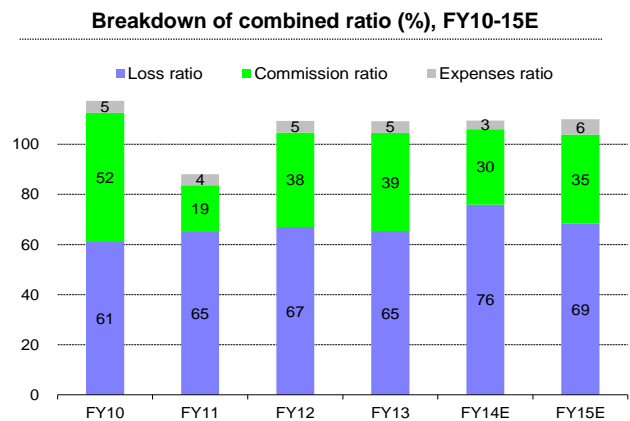
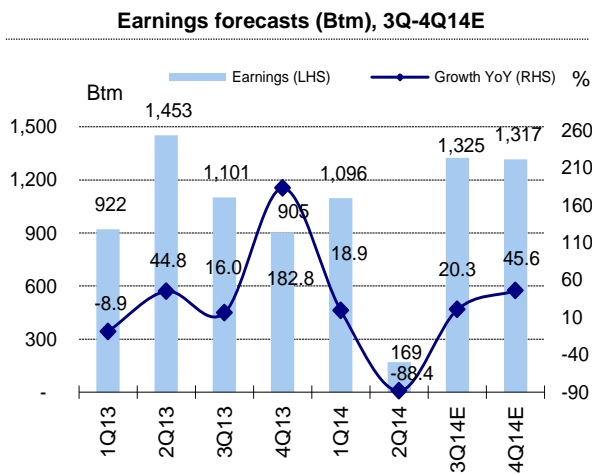
- FYPs are estimated to have jumped YoY but declined QoQ
- Lighter QoQ provisioning for the life policy reserve
- A lower YoY investment gain
- Slimmer ROI in QoQ terms, due to a smaller investment gain and bond yield shrinkage

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

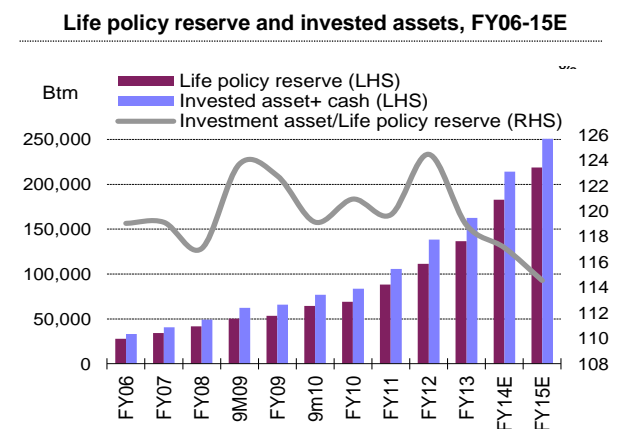
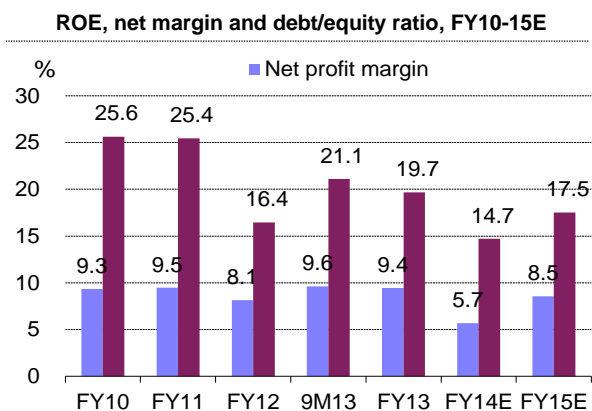
Figure 1: Total life assurance premium market share (%), FY07-8M14

Market share of Total premium (%)	FY07	FY08	FY09	FY10	FY11	FY12	FY13	1Q14	1H14	8M14
American International Assurances (AIA)	38.9	37.9	33.3	31.0	28.7	26.3	24.99	19.7	20.7	21.6
Audhya Allianz C.P Life Plc., (AZAY)	9.5	6.5	6.1	6.2	6.3	5.8	5.67	4.7	4.9	5.1
Thai Life Insurance	15.2	14.4	13.7	12.4	12.2	12.5	12.44	10.3	11.6	12.0
SCB Life Insurance Plc	6.0	6.8	7.5	8.3	9.2	10.7	10.28	9.1	9.7	9.6
Muang Thai Life Assurance	6.8	7.7	8.3	10.0	11.5	12.5	13.62	14.8	15.4	15.3
Bangkok Life Assurance Plc.,	6.1	6.7	7.7	8.9	9.6	8.9	8.83	20.0	14.4	12.6
Krungthai AXA Life Insurance	2.9	4.1	4.9	6.0	6.4	7.4	8.53	8.1	9.3	9.3
Ocean Life Insurance	4.6	4.3	4.1	3.9	4.0	3.8	3.08	2.4	2.6	2.8
Prudential Life Assurance (Thailand) Plc.,	0.9	1.1	1.2	1.2	1.3	1.4	2.32	2.7	2.9	3.0
Others	3.2	4.2	6.6	5.5	4.9	5.5	10.24	8.23	8.5	8.7
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100	100	100	100

Sources: TLAA and Bualuang estimates

Figure 2: Earnings forecasts, 2Q-4Q14E


Sources: Company and BLS's forecasts

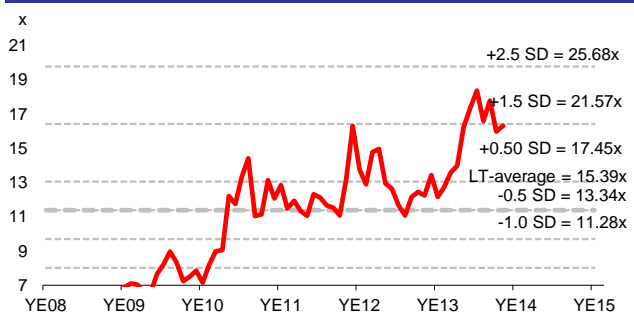
Figure 3: Net margin (%), ROE (%) and debt/equity ratio, FY10-14E, and life policy reserve and invested assets (Btm)


Sources: Company and TLAA

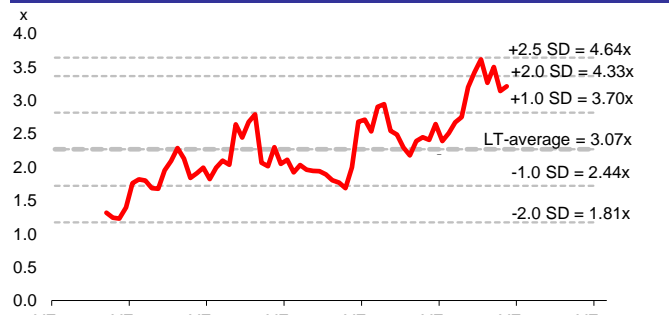
Regional Comparisons

	Bloomberg Code	Price (local curr.)	Market Cap (US\$ equivalent)	PER (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div Yield (%)	
				2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E
Ping An Insurance (Group)	601318 CH	CNY42.5	58,185	9.2	7.8	29.3	18.5	13	12	17.2	17.3	18	19
China Life Insurance	601628 CH	CNY15.9	76,138	14.0	12.0	30.0	16.5	16	14	13.1	12.9	2.4	2.7
China Pacific Insurance (Group)	601601 CH	CNY19.8	30,560	15.4	12.8	27.2	20.6	15	13	11.9	11.3	2.3	2.8
T&D Holdings	8795 JP	JPY1423.5	8,458	11.8	11.2	3.0	4.5	0.8	0.8	7.4	7.8	18	18
Bangkok Life Assurance	BLA TB	THB59.00	3,056	18.1	13.2	-9.8	36.7	3.8	3.2	14.7	17.2	1.7	1.9
Thaire Life Assurance	THREL TB	THB 4.60	267	25.5	19.1	-10.5	33.7	6.9	5.5	29.0	31.9	2.8	3.7
Simple average				15.7	12.7	11.5	21.8	2.6	2.2	15.6	16.4	2.1	2.5

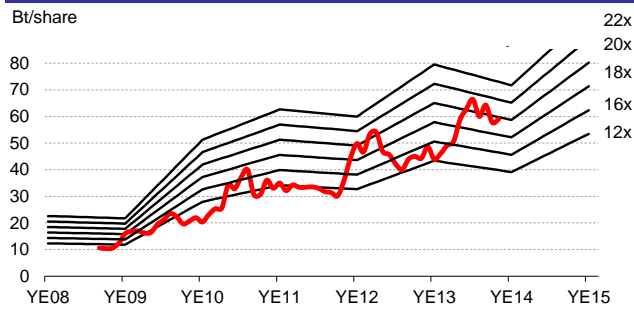
PER band versus SD (next 12 months)



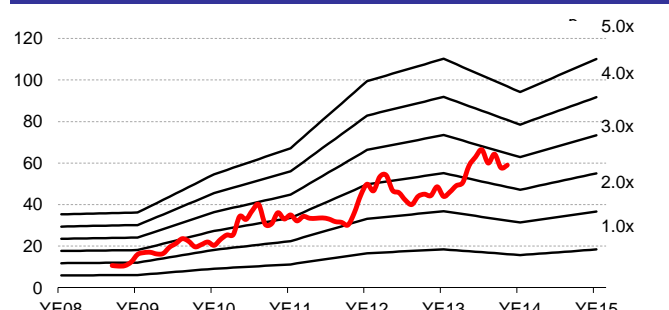
PER band versus SD (next 12 months)



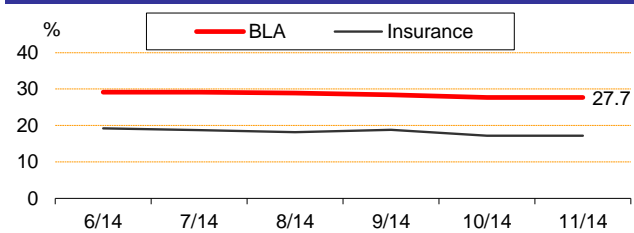
PER band and share price



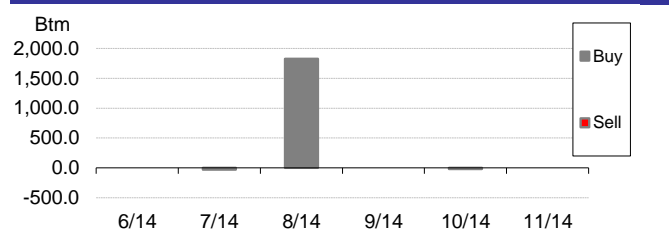
PBV band and share price



Foreign holding



Management trading activities during past six months



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

Financial Advisor	Lead underwriter/ Underwriter/ Co-underwriter
TSE	BA, BGH, CBG, TSE

Score Range

90 – 100
80 – 89
70 – 79
60 – 69
50 – 59
Below 50

Score Range

Description

Excellent
Very Good
Good
Satisfactory
Pass
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.

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.