

ทีเอสโก้ไฟแนนเชียลกรุ๊ป

TISCO TB / TISCO.BK

12 พฤษภาคม 2559

สินเชื่อบริษัทเดือนเมษายนเติบโตตามคาด

ประเด็นการลงทุน

เรายังคงมองว่า TISCO มีความเสี่ยงที่จะประสบปัญหาการหดตัวของสินเชื่อต่ำกว่าเป้า ต่อเนื่องจากปี 2558 ซึ่งหดตัวถึง ถึง 9% โดยมีปัจจัยมาจากความเสี่ยงมาจากยอดขายรถยนต์ที่ย่ำแย่ รวมถึงนโยบายการปล่อยสินเชื่อซึ่งค่อนข้างเข้มงวด โดยเราคาดว่าปัจจัยหลักที่จะมาขับเคลื่อนผลกำไรในปี 2559 ได้แก่ 1) ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยที่ติดอยู่ 2) การลดลงของนโยบายการตั้งสำรองหนี้เสียในช่วงปี 2559 – 2560 ซึ่งจะมาช่วยลดผลกระทบของการหดตัวของสินเชื่อและค่าธรรมเนียมซึ่งอยู่ในระดับต่ำได้ โดยในกลุ่มธนาคารที่ปล่อยสินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์ เรายังคงชอบ KKP เนื่องจากผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ระดับ 7.4% ในปี 2559 เทียบกับผลตอบแทนจากเงินปันผลของ TISCO เพียงแค่ 5.9% โดยเราแนะนำ "ขาย" สำหรับ TISCO โดยแนะนำให้เปลี่ยนตัวเล่นไปยัง KKP

ตัวเลขสินเชื่อสุทธิเดือนเมษายนลดลง 1.3% MoM จากยอดสินเชื่อ SME

TISCO รายงานตัวเลขสินเชื่อสุทธิเดือนเมษายนที่ 223 พันล้านบาท ลดลง 1.3% MoM และ 3.5% YTD , ตัวเลขสินเชื่อ SME และรายย่อย ลดลง 6.0% MoM และ 0.9% MoM ตามลำดับ รวมถึงในส่วนของสินเชื่อธุรกิจซึ่งลดลงในทิศทางเดียวกันที่ 0.5% MoM โดยเราคาดว่า การหดตัวของสินเชื่อยังคงมีต่อไปจนถึงช่วงเดือนกรกฎาคม 2559 โดยเรามองว่าสินเชื่อจะหดตัว 4% สำหรับปี 2559 โดยตัวเลขดังกล่าวอาจเพิ่มขึ้นหากสภาพเศรษฐกิจไม่สามารถปรับตัวขึ้นได้ตามคาด

ลดการตั้งสำรองในปี 2559 หากเศรษฐกิจฟื้นตัวในช่วงครึ่งหลังของปี

TISCO มีคุณภาพสินทรัพย์ที่ดีขึ้นจากการลดลงของ NPL เทียบกับไตรมาสก่อนหน้ารวมถึงกระบวนการปรับโครงสร้างหนี้เสียที่เร็วกว่าคาด โดยบริษัทวางเป้าหมายการตั้งสำรองอยู่ที่ 1.2% ของยอดสินเชื่อ (ประมาณ 3.2 พันล้านบาท) เนื่องจากบริษัทแผนที่จะพัฒนาระบบการจัดการคุณภาพสินทรัพย์และคาดว่าจะได้รับผลบวกจากเติบโตของเศรษฐกิจในช่วงครึ่งหลังของปี ซึ่งตัวเลขการตั้งสำรองหนี้เสียดังกล่าวต่ำกว่าประมาณการของเราที่ 1.7% (หรือประมาณ 3.7 พันล้านบาท) โดยหากบริษัทสามารถดำเนินการตามนโยบายดังกล่าวจะส่งผลดีต่อแนวโน้มผลกำไรสุทธิในช่วงครึ่งหลังของปี 2559

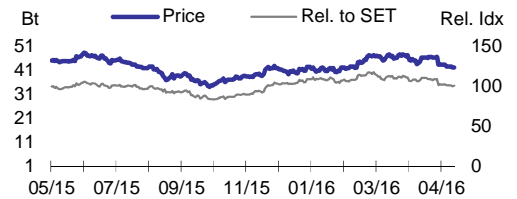
Sector: Bank – NEUTRAL

คำแนะนำพื้นฐาน: ขาย

เป้าหมายพื้นฐาน: 47.50 บาท

ราคา (11/05/59): 42.25 บาท

Price chart

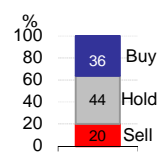


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(4.3)	(7.1)	0.3
Absolute	(4.5)	(1.2)	(6.6)

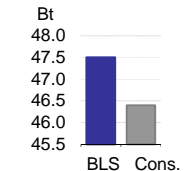
Key statistics

Market cap	Bt33.8bn	USD1.0bn
12-mth price range	Bt34.0/Bt49.3	
12-mth avg daily volume	Bt69m	USD2.0m
# of shares (m)	801	
Est. free float (%)	75.0	
Foreign limit (%)	49.0	

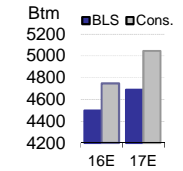
Consensus rating



BLS Target price vs. Consensus



BLS earnings vs. Consensus



Financial summary

FY Ended 31 Dec	2014	2015	2016E	2017E
Revenues (Btm)	18,891	16,888	15,995	16,496
Net profit (Btm)	4,250	4,250	4,500	4,688
EPS (Bt)	5.31	5.31	5.62	5.86
EPS grow th (%)	+0.0%	+0.0%	+5.9%	+4.2%
Core profit (Btm)	8,437	9,437	8,107	8,102
Core EPS (Bt)	10.54	11.79	10.13	10.12
Core EPS grow th (%)	+4.2%	+11.9%	-14.1%	-0.1%
PER (x)	8.3	8.0	7.5	7.2
PBV (x)	1.3	1.2	1.1	1.0
Dividend (Bt)	2.0	2.4	2.5	2.6
Dividend yield (%)	4.7	5.7	5.9	6.2
ROE (%)	16.5	15.1	14.6	14.0

CG/Anti-Corruption



4

สุวัฒน์ บำรุงชาติอุดม
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้าน
หลักทรัพย์
suwat@bualuang.co.th
+66 2 618 1341

ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยลดลงเล็กน้อยในปี 2559 แต่ยังคงสูงกว่าคาด

TISCO ยังเชื่อว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะยังไม่ปรับขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปีและช่วงไตรมาส 3/59 เนื่องจากเศรษฐกิจที่ยังคงเติบโตช้า โดยบริษัทมีแผนที่จะเน้นไปที่กลุ่ม สินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์ และ สินเชื่อรายย่อย เพื่อเพิ่มส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย ซึ่งในเดือนเมษายน โดยลูกค้าสินเชื่อรายย่อยที่มีหลักประกัน เพิ่มขึ้น 0.8% MoM และ 2.8% YTD โดย TISCO คาดว่าส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยจะต่ำกว่าปีที่แล้วเล็กน้อยอยู่ที่ระดับ 3.7% แต่ยังคงสูงกว่าที่เราคาดที่ระดับ 3.5% สำหรับปี 2559 และหาก TISCO สามารถรักษาระดับส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยให้สูงกว่าคาดการณ์ของเราได้ก็จะสามารถชดเชยผลกระทบจากสินเชื่อที่หดตัวและเป็นผลดีต่อกำไรสุทธิของปี 2559

TISCO: Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2013	2014	2015	2016E	2017E
Interest income	18,961	18,891	16,888	15,995	16,496
Interest expense	(10,144)	(9,351)	(6,758)	(6,628)	(7,188)
Net interest income	8,817	9,540	10,130	9,367	9,308
Fee & service income	5,191	4,976	5,057	5,462	5,953
Total non-interest income	5,584	5,546	5,867	6,241	6,822
Operating income	14,401	15,085	15,996	15,608	16,130
Operating expenses	(5,265)	(5,605)	(5,527)	(6,252)	(6,948)
Operating profit before provision	9,136	9,480	10,469	9,356	9,182
Provisioning charges	(4,141)	(4,426)	(5,277)	(3,650)	(3,500)
Operating profit after provision	4,995	5,054	5,192	5,706	5,682
Exceptional items	354	264	96	50	95
Tax	(1,041)	(1,043)	(1,032)	(1,249)	(1,080)
Minority interest	(59)	(25)	(6)	(7)	(9)
Net profit (loss)	4,249	4,250	4,250	4,500	4,688
Reported EPS	5.31	5.31	5.31	5.62	5.86
Fully diluted EPS	5.31	5.31	5.31	5.62	5.86
Core net profit	8,095	8,437	9,437	8,107	8,102
Core EPS	10.11	10.54	11.79	10.13	10.12
PPOP	9,136	9,480	10,469	9,356	9,182

KEY RATIOS	2013	2014	2015	2016E	2017E
Revenue Growth (%)	24.9	(1.2)	(8.1)	(2.2)	4.6
PPOP Growth (%)	38.1	3.8	10.4	(10.6)	(1.9)
EPS Growth (%)	3.8	0.0	0.0	5.9	4.2
Net Loan Growth (%)	15.2	(8.6)	(9.3)	(6.1)	1.8
Cum. LLRs to Net loans (%)	3.3	2.0	2.7	3.7	4.4
Provision charge to loans (%)	1.5	1.7	2.3	1.7	1.6
Yield on Average Assets (%)	5.9	5.9	6.0	5.7	5.9
Cost of Funds (%)	3.2	2.9	2.4	2.4	2.6
Interest Spread (%)	2.7	3.0	3.6	3.4	3.3
Net Interest Margin: NIM (%)	2.8	2.9	3.7	3.5	3.4
Effective tax rate (%)	19.5	19.6	19.5	21.7	18.7
Asset growth (%)	21.7	(10.1)	(11.8)	(0.6)	2.0

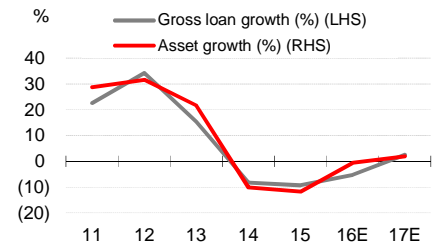
BALANCE SHEET (Btm)	2013	2014	2015	2016E	2017E
Cash	1,131	1,180	1,101	1,250	1,450
Interbank & securities	53,214	38,058	31,163	39,855	40,000
Investment in securities	11,647	15,003	8,649	10,000	12,500
Net Loan & accrued interests	280,619	256,390	232,634	218,378	222,388
Other assets	6,795	7,026	6,747	9,110	7,726
Total assets	353,406	317,657	280,294	278,593	284,064
Deposits	264,642	205,384	158,125	142,101	144,771
ST debts, REPO & current portion	43,084	65,406	74,519	76,500	76,501
Long-term debt	145	29	0	0	0
Other liabilities	22,481	21,014	19,455	29,200	29,206
Total liabilities	330,352	291,833	252,099	247,801	250,478
Paid-up capital	8,007	8,007	8,007	8,007	8,007
Share premium	1,018	1,018	1,018	1,018	1,018
Retained earnings	11,896	14,429	16,979	19,558	22,244
Shareholders' equity	22,919	25,731	28,095	30,692	33,478
Minority interests	67	93	99	100	108
Total Liab.&Shareholders' equity	353,406	317,657	280,294	278,593	284,064

Asset quality

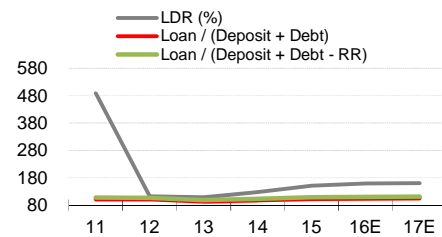
Loan loss reserve	6,354	6,950	6,168	7,993	9,743
Average interest earnings assets	314,737	303,331	275,082	271,515	272,910
Average interest bearing liabilities	278,709	283,130	246,510	226,571	220,937
BV per share	28.63	32.14	35.09	38.33	41.81
ABV per share	29.12	32.63	35.59	38.83	42.31
NPL amounts	4,966	6,750	7,701	7,480	7,448
NPL (%)	1.18	2.57	3.23	3.00	2.90
Equity/loans	8.17	9.81	12.08	14.05	15.05
Equity/NPLs	616.36	3.83	364.84	410.32	449.52

KEY ASSUMPTIONS (%)	2013	2014	2015	2016E	2017E
GDP Growth	4.5	0.9	2.8	3.7	4.3
Avg Lending Rate	6.3	6.6	6.7	6.8	6.8
Avg Funding Cost	3.3	3.8	4.0	4.2	4.2
Net Fee Income Growth	25.7	(4.2)	1.6	8.0	9.0
OPEX Growth	4.8	6.5	(1.4)	13.1	11.1
1 Day REPO rate	2.3	2.0	2.5	2.8	2.8

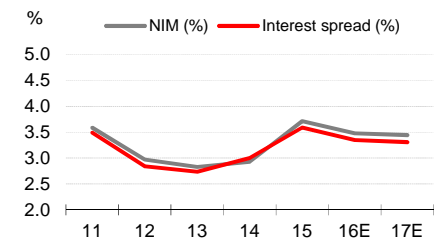
Loan and asset growth



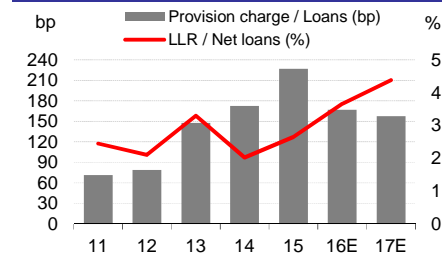
LDR and loan to deposit + debt



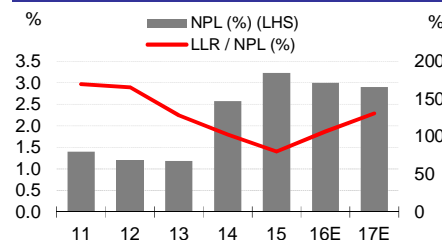
Net interest margin and interest spread



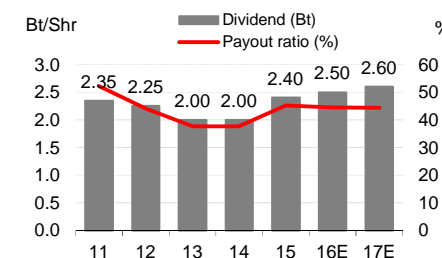
Loan loss provisioning



NPLs and reserve against NPLs



Dividend payout



TISCO: Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16
Interest Income	4,374	4,263	4,176	4,074	4,067
Interest Expense	1,974	1,815	1,559	1,409	1,374
Net interest income	2,400	2,448	2,617	2,665	2,692
Fee & service income	1,241	1,337	1,278	1,330	1,247
Other income & MI	77	32	36	438	155
Total non-interest income	1,339	1,404	1,337	1,786	1,422
Operating inc	3,739	3,852	3,954	4,452	4,114
Operating expenses	1,501	1,434	928	1,665	1,566
Operating profit before provision	2,238	2,419	3,026	2,787	2,547
Provisioning charges	972	1,244	2,166	896	981
Operating profit after provision	1,267	1,175	860	1,890	1,566
Exceptional items	223	78	143	(347)	(0)
Profit before tax	1,490	1,252	1,003	1,543	1,566
Tax	292	243	197	301	309
Minority Interest	(5.96)	(5.12)	3.92	1.56	(1.82)
Net profit (loss)	1,192	1,004	810	1,244	1,255
EPS	1.49	1.25	1.01	1.55	1.57
Core profit	1,941	2,170	2,833	2,488	2,237
Core EPS	2.42	2.71	3.54	3.11	2.79

KEY RATIOS

Yield on Average Assets (%)	5.6	5.7	5.8	5.8	5.8
Cost of Funds (%)	2.5	2.4	2.1	2.0	2.0
Interest Spread (%)	3.1	3.3	3.6	3.8	3.9
Net Interest Margin (%)	3.3	3.4	3.7	3.9	4.0
Fee income/total operating income (%)	33.2	34.7	32.3	29.9	30.3
BV (Bt)	33.7	33.0	33.7	35.2	36.8
ROE (%)	18.1	15.1	12.2	18.1	17.1
ROA (%)	1.5	1.3	1.1	1.8	1.8
Assets to Equities (X)	11.2	11.3	10.6	10.0	9.1
Cost to Income (%)	40.4	37.6	23.6	37.6	38.3
Est CAR (%)	17.1	17.5	17.9	16.5	18.1

QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	1,082	1,022	955	1,101	1,094
Interbank & securities	30,057	37,003	34,880	31,163	36,657
Investment in securities	15,678	9,298	8,805	8,649	7,195
Net Loan & accrued interests	247,887	242,245	231,976	232,634	227,280
Other assets	7,503	7,711	7,022	6,747	6,367
Total assets	302,207	297,279	283,639	280,294	278,593
Deposits	200,149	184,354	162,105	158,125	152,873
ST debts, REPO & current portion	64,273	76,130	85,645	86,043	89,303
Long-term debt	0	2	0	0	0
Other liabilities	10,793	10,346	8,928	7,931	5,625
Total liabilities	275,215	270,833	256,679	252,099	247,801
Paid-up capital	8,007	8,007	8,007	8,007	8,006
Share premium	1,019	1,019	1,019	1,018	1,018
Retained earnings	15,623	15,031	15,824	19,070	21,667
Shareholders equity	26,893	26,342	26,856	28,089	30,686
Minority interests	99	104	104	105	106
Total Liab.&Shareholders' equity	302,207	297,279	283,639	280,294	278,593

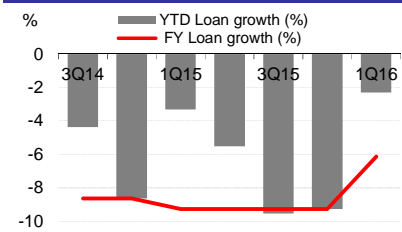
BANK DATA

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16
Total Income Growth (%)	4	3	4	13	10
NII/Total Income (%)	64	64	66	60	65
Non-NII/Total Income (%)	36	36	34	40	35
Net Interest Income Growth (%)	4	1	5	15	12
Net Fee Income Growth (%)	0	6	0	8	0
OPEX Growth (%)	15	5	(36)	13	4

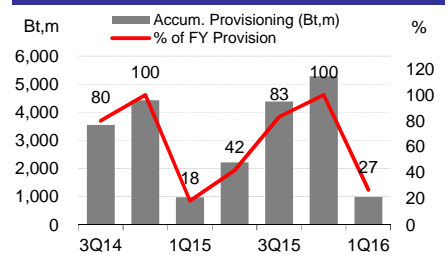
Company profile

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 December 31, 2015 with 155 branches. At end-December 2015 lending slipped by 9.3%YoY, which accounted for 82% of assets. Retail loans made up 69% of total loans, followed by corporate and SME loans at 21% and 9%, respectively. As of end-December 2015, its CAR was a high 18.00% with 14.0% for Tier-1.

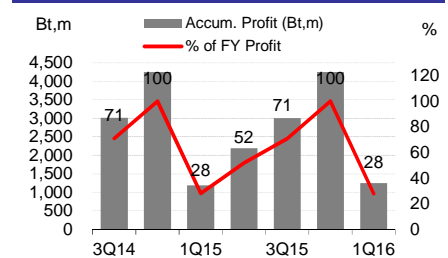
Net loan growth trend



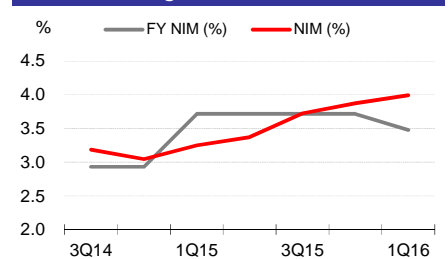
Provisioning charge (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Net interest margin



Interest spread

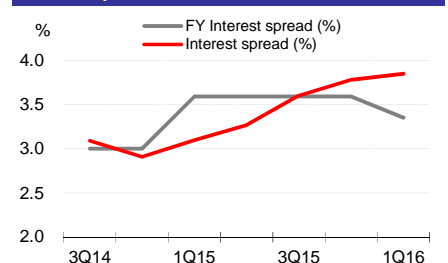


Figure 1 : April net lending performance—MoM and YoY comparisons

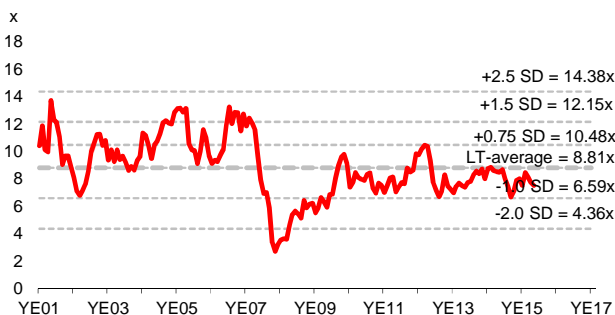
TISCO	Apr-15	Dec-15	Mar-16	Apr-16	%MoM	% YTD	%YoY
Net loans	245,904	232,092	226,777	223,905	(1.3%)	(3.5%)	(8.9%)
Investment in securitie	14,158	8,617	7,195	7,087	(1.5%)	(17.7%)	(49.9%)
REPO Markets	41,590	31,163	36,657	42,636	+16.3%	+36.8%	+2.5%
Deposit	207,449	158,125	152,873	153,044	+0.1%	(3.2%)	(26.2%)
Borrowings	51,995	74,519	75,017	76,387	+1.8%	+2.5%	+46.9%
LDR (plus borrowing)	105.2%	102.4%	89.3%	89.3%	nm	nm	nm

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

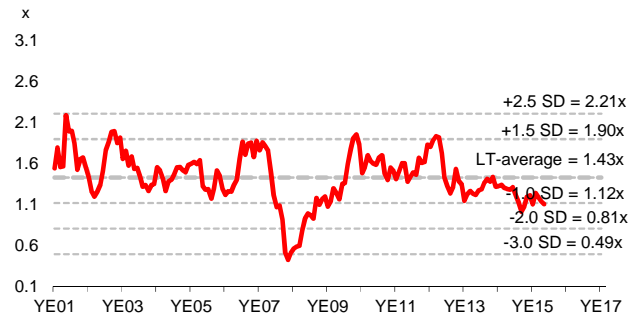
Regional Comparisons

	Bloomberg	Price	Market Cap	PER (x)	EPS Growth (%)	PBV (x)	ROE (%)	Div Yield (%)					
	Code	(local curr.)	(US\$ equivalent)	2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E
Hang Seng Bank	11 HK	HKD137.1	33,774	15.4	14.2	52.6	6.6	1.8	1.7	12.3	12.7	4.4	4.5
BOC Hong Kong	2388 HK	HKD22.4	30,516	7.4	8.5	124.6	-8.4	1.1	1.0	13.2	13.0	5.8	5.8
DBS group Holding	DBS SP	SGD14.7	26,882	8.5	8.3	-2.7	4.1	0.9	0.8	10.4	10.1	4.2	4.2
UOB	UOB SP	SGD17.6	20,645	9.2	8.8	-0.9	4.2	0.9	0.9	10.2	10.0	4.3	4.4
Malayan Bank	MAY MK	MYR8.9	21,552	12.9	12.3	-4.9	3.8	1.4	1.3	10.8	10.7	5.5	5.8
CIMB Group Holding Bhd	CIMB MK	MYR4.7	10,179	10.2	9.0	34.8	13.2	0.9	0.9	9.1	9.6	3.7	4.2
China Citic Bank	601998 CH	CNY5.6	38,313	6.8	6.6	-6.6	2.9	0.8	0.7	12.2	11.2	3.8	3.9
China Construction Bank	601939 CH	CNY4.7	153,127	5.3	5.1	-1.5	2.7	0.8	0.7	15.1	14.0	5.7	5.9
Bank Rakyat	BBRI IJ	IDR10,000.0	18,589	9.5	8.3	2.5	13.7	1.8	1.6	21.0	20.4	3.0	3.3
Bank Mandiri Tbk PT	BMRI IJ	IDR9,625.0	16,923	10.6	9.0	5.0	15.8	1.7	1.5	16.8	16.9	2.4	2.7
Bank Central Asia Tbk PT	BBCA IJ	IDR13,150.0	24,430	16.6	15.0	7.6	10.8	3.1	2.6	19.7	18.7	1.3	1.5
Bank of Philippines	BPI PM	PHP94.7	8,003	17.3	15.1	20.6	13.1	2.2	2.0	13.4	13.7	2.0	2.2
ICICI Bank Ltd	ICICIBC IN	INR224.0	19,554	10.0	8.0	31.8	21.6	1.2	1.1	13.3	15.5	2.4	2.6
Axis Bank Ltd	AXSB IN	INR498.2	17,838	11.7	8.4	20.8	40.3	2.0	1.6	18.0	21.3	1.1	1.2
Bank of Ayudhya	BAY TB	THB34.50	7,201	12.7	11.5	7.3	10.0	1.2	1.2	9.8	10.1	3.2	3.5
Bangkok Bank	BBL TB	THB156.50	8,476	8.3	7.7	4.7	8.9	0.8	0.7	9.6	9.8	4.3	4.6
KASIKORN BANK	KBANK TB	THB158.00	10,729	8.5	7.2	12.7	16.9	1.1	0.9	14.0	15.2	2.5	2.7
Kiatnakin Bank	KKP TB	THB40.50	973	8.6	7.6	20.6	12.5	0.9	0.8	10.3	11.0	7.7	8.0
Krung Thai Bank	KTB TB	THB16.40	6,504	6.9	6.4	15.8	9.1	0.9	0.8	12.8	12.8	5.5	6.1
Siam Commercial Bank	SCB TB	THB126.00	12,138	8.8	7.8	2.8	13.4	1.3	1.2	15.0	15.5	4.4	4.8
Thanachart Capital	TCAP TB	THB33.75	1,224	7.4	7.2	7.6	2.6	0.8	0.7	10.4	10.1	5.8	6.2
TISCO Financial Group	TISCO TB	THB42.25	960	7.5	7.2	5.9	4.2	1.1	1.0	14.6	14.0	5.9	6.2
TMB Bank	TMB TB	THB2.18	2,710	8.4	7.5	21.1	11.5	1.1	1.0	13.3	13.3	3.3	3.7
Simple average				9.9	9.0	16.6	10.2	1.3	1.2	13.3	13.5	4.0	4.3

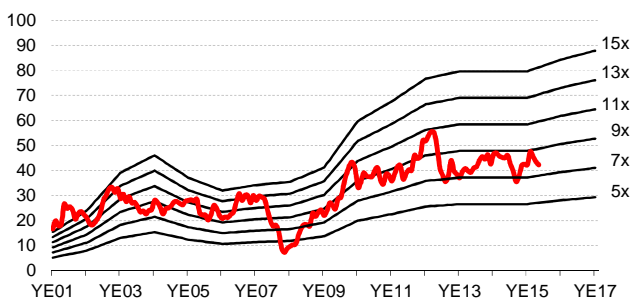
PER band versus SD (next 12 months)



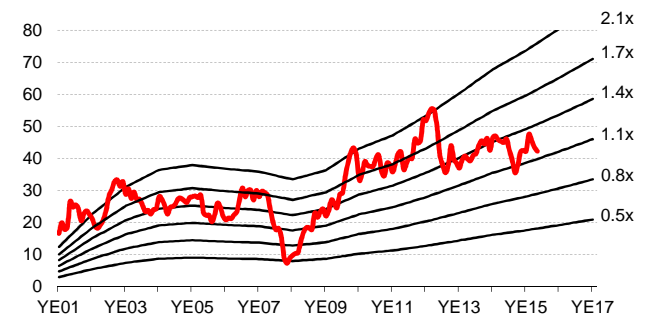
PBV band versus SD (next 12 months)



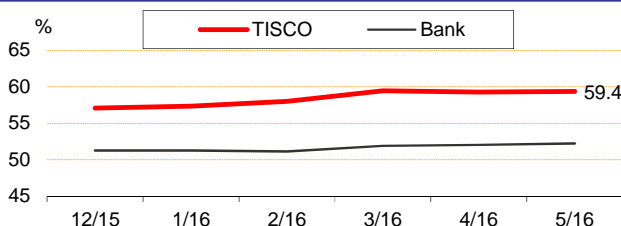
PER band and share price



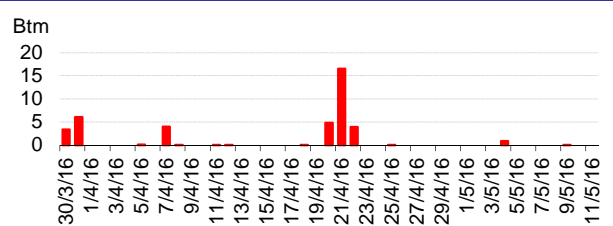
PBV band and share price



Foreign holdings



Short selling activities during past four weeks



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

Financial Advisor	Lead underwriter/ Underwriter/ Co-underwriter

CG Rating

Score Range	Score Range	Description
90 – 100		Excellent
80 – 89		Very Good
70 – 79		Good
60 – 69		Satisfactory
50 – 00359		Pass
Below 50	No logo given	N/A

Anti-Corruption Progress Indicator

Level	Description
5	Extended
4	Certified
3B	Established by Commitment and Policy
3A	Established by Declaration of Intent
2	Declared
1	Committed
Partially progress	Partially progress
No progress	No progress

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 neither confirms nor certifies the accuracy of such survey results.

“Disclaimer: The disclosure of the Anti-Corruption Progress Indicators of a listed company on the Stock Exchange of Thailand, which is assessed by the relevant institution as disclosed by the Office of the Securities and Exchange Commission, is made in order to comply with the policy and sustainable development plan for the listed companies. The relevant institution made this assessment based on the information received from the listed company, as stipulated in the form for the assessment of Anti-corruption which refers to the Annual Registration Statement (Form 56-1), Annual Report (Form 56-2), or other relevant documents or reports of such listed company. The assessment result is therefore made from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on any inside information. Since this assessment is only the assessment result as of the date appearing in the assessment result, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, [•] Securities Company Limited neither confirms, verifies, nor certifies the accuracy or completeness of the assessment 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.