

กรุงเทพประกันชีวิต

BLA TB / BLA.BK

8 พฤษภาคม 2557

กำไรไตรมาส 1/57 คาดปรับตัวสูงขึ้น 16%

ประเด็นการลงทุน

เราคาด BLA จะประกาศกำไรเติบโตแข็งแกร่ง หนุนโดยยอดขายเบี้ยประกันภัยชำระครั้งเดียว ประมาณการกำไรของเราปี 2557 ยังคงอยู่ที่ 5.4 พันล้านบาท สูงขึ้น 23% YoY และถ้าหากการตั้งสำรองค่าใช้จ่ายสำหรับเงินสำรองประกันภัยต่ำกว่าสมมติฐานของเราขณะนี้ จะส่งผลให้มีแนวโน้มที่จะปรับเพิ่มประมาณการกำไร (และอัตราดอกเบี้ยที่เพิ่มสูงขึ้นในปีหน้าจะมีอัตราต่อประมาณการกำไรปี 2558 ของเรา) เรายังคงคำแนะนำ ชื้อ ด้วยราคาเป้าหมาย ณ สิ้นปี 2557 ที่ 75 บาท อ้างอิงจากการประเมินมูลค่าธุรกิจที่ 34.0 บาทต่อหุ้น และมูลค่าธุรกิจใหม่รวมที่ 40.6 บาท

กำไรไตรมาส 1/57 คาดโตขึ้น 16% YoY

จากประมาณการของเราชี้ว่า BLA จะรายงานกำไรไตรมาส 1/57 ที่ 1.1 พันล้านบาท สูงขึ้น 16% YoY และ 18% QoQ โดยเรายังคงสมมติฐานกำไรปรับตัวสูงขึ้นมาจากยอดสินค้ากรรมธรรม์ประกันภัยจำนวนมาก (อาทิ เช่น เกนเฟส 245 พลัส) ซึ่งรายได้จากเบี้ยประกันรับปีถัดไปจะมีแนวโน้มสูงขึ้น แต่เรา BLA จะสำรองค่าใช้จ่ายสำหรับเงินสำรองประกันภัยจำนวนมากในไตรมาสที่เท่ากับ 74.5% ของเบี้ยประกันรวม โดยเราคาดว่ารายได้เบี้ยประกันรวมไตรมาส 1/57 (รวมถึงเบี้ยประกันภัยแบบชำระครั้งเดียว) ปรับตัวสูงขึ้น 87% QoQ และ 20% YoY เป็น 15.6 พันล้านบาท

สัดส่วนสำรองค่าใช้จ่ายไตรมาส 1/57 อยู่ในระดับสูง

ในไตรมาส 1/57 บริษัทมุ่งเน้นที่นโยบายขยายผลิตภัณฑ์ออมทรัพย์ (ส่วนมากได้แก่เบี้ยประกันภัยชำระครั้งเดียว) ซึ่งจะทำให้ BLA ตั้งสำรองจำนวนมากสำหรับกรรมธรรม์ประกันภัย ซึ่งคิดเป็นรายการสำรองค่าใช้จ่ายจะอยู่ที่ 74.5% ของเบี้ยรับสุทธิสูงขึ้นจาก 49.7% ในไตรมาส 4/56 (แต่ลดลงเพียงเล็กน้อยจาก 76.3% ในไตรมาส 1/56) ซึ่งอัตราส่วนนี้คาดว่าจะลดลงมาอยู่ที่ 65% ในไตรมาส 2/57 เป็นต้นไป เนื่องจาก BLA จะกลับมาเน้นสินค้าที่มีกำไรสูง ได้แก่ ประกันชีวิตตลอดชีวิต, เครดิตไลฟ์ และนโยบายแบบออมทรัพย์ระยะยาว

อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนไตรมาส 1/57 ยังลดลงอยู่ที่ 4.3%

เราคำนวณอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนไตรมาส 1/57 ที่ 4.3% ลดลงจาก 4.6% ในไตรมาส 4/56 เนื่องจากรายได้จากเงินปันผลในไตรมาสลดลงและกำไรจากการลงทุนในตลาดหุ้นลดลง รายได้จากการลงทุนในไตรมาส 1/57 คาดอยู่ที่ 1.82 พันล้านบาท สูงขึ้น 9% YoY และ 3% QoQ แต่อย่างไรก็ตามเราคาดกำไรจากการลงทุนในไตรมาสปรับตัวลดลงเป็น 79% YoY และ 58% QoQ ที่ 37 ล้านบาท สำหรับปี 2557 BLA ตั้งเป้าอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนที่ 5% สูงขึ้นเพียงเล็กน้อยจาก 4.8% ในปี 2556

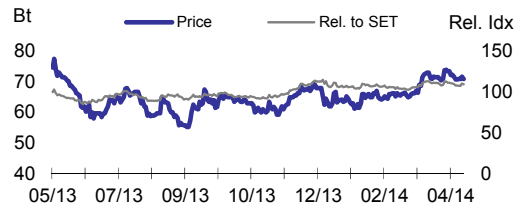
Sector: Insurance Overweight

คำแนะนำพื้นฐาน: ชื้อ

เป้าหมายพื้นฐาน: 75.00 บาท

ราคา (07/05/14): 71.00 บาท

Price chart

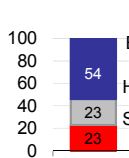


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(3.6)	5.0	7.5
Absolute	(2.1)	13.1	(5.6)

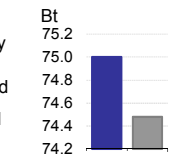
Key statistics

Market cap	Bt86.1bn	USD2.7bn
12-mth price range	Bt53.5/Bt79.3	
12-mth avg daily volume	Bt56m	USD1.7m
# of shares (m)	1,212	
Est. free float (%)	40.1	
Foreign limit (%)	25.0	

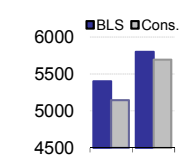
Consensus rating



BLS Target price vs. Consensus



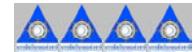
BLS earnings vs. Consensus



Financial summary

FY Ended 31 Dec	2013	2014E	2015E	2016E
Total rev (Btm)	46,396	52,290	56,110	60,690
Net profit (Btm)	4,381	5,400	5,800	6,400
Fully diluted EPS (Bt)	3.62	4.46	4.79	5.28
EPS growth (%)	+17.0%	+23.3%	+7.4%	+10.3%
PER (x)	20.1	16.3	15.1	13.7
EV/EBITDA (x)	12.7	9.3	8.6	8.4
PBV (x)	3.65	2.94	2.48	2.33
Dividend (Bt)	0.90	1.00	1.10	1.20
ROA (%)	2.5	2.8	2.5	2.4
Net gearing (x)	6.7	5.8	5.9	6.1
Total loss ratio (%)	6.6	5.8	5.0	105.0
Total premium Mkt (%)	8.7	9.2	9.2	9.2

CG rating



สายงานวิจัย บริษัทหลักทรัพย์บัวหลวง

+662 618 1000

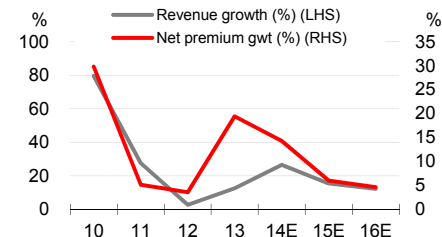
เงินทุนแข็งแกร่ง; ยังไม่มีประเด็นการเพิ่มเงินทุนให้ต้องกังวล

การลดความเสี่ยงเรื่อง ผลตอบแทนจากการลงทุน จากผลต่างของเวลา (Reinvestment rate risk) ระหว่างค่าเฉลี่ยพอร์ตการลงทุน (7 ปี) และค่าเฉลี่ยระยะเวลาการชำระหนี้ตามกรมธรรม์เฉลี่ย (10 ปี) ซึ่งมีส่วนต่าง 3 ปี โดย BLA จะลดส่วนต่างนี้ให้น้อยกว่า 3 ปีในปี 2557 เพื่อที่จะลดอัตราความเสี่ยงของการลงทุนใหม่ ซึ่งจะส่งผลให้อัตราส่วนเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยงสูงกว่า 280% (BLA ตั้งเป้าอัตราส่วนเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยงที่ 300% ณ สิ้นปี 2557) โดยจะสูงกว่าจำนวนขั้นต่ำที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับและส่งเสริมการประกอบธุรกิจประกันภัย (คปภ.) กำหนดไว้ที่ 140%

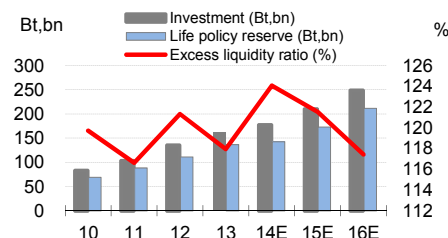
BLA : Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)					
Insurance premium	34,128	38,795	43,890	46,523	50,117
Less Life policy reserve	(22,873)	(25,357)	(28,529)	(30,240)	(33,077)
Net premium	11,255	13,438	15,362	16,283	17,040
Underwriting expenses	(11,094)	(13,939)	(14,777)	(15,493)	(15,975)
Profit from insurance	161	(501)	585	790	1,065
Revenue on investment	6,165	7,601	8,400	9,586	10,574
Other income/exp.	20	39	44	47	51
Net revenue	6,346	7,139	9,029	10,423	11,689
Operating expenses	(1,582)	(1,828)	(2,101)	(3,160)	(3,550)
EBIT	4,764	5,311	6,928	7,263	8,139
Minority interest	0	0	0	0	0
Extra items	0	0	0	0	0
Income tax	(1,041)	(930)	(1,528)	(1,463)	(1,739)
Net profit (loss)	3,724	4,381	5,400	5,800	6,400
Reported EPS	3.09	3.62	4.46	4.79	5.28
Fully diluted EPS	3.09	3.62	4.46	4.79	5.28
Core net profit	3,704	4,341	5,356	5,753	6,349
Core EPS	3.07	3.58	4.42	4.75	5.24
EBITDA	4,860	5,407	7,023	7,359	8,235
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	2.7	12.5	26.5	15.4	12.1
Gross margin (%)	15.7	15.4	17.3	18.6	19.2
EBITDA margin (%)	12.1	11.6	13.4	13.1	13.6
Operating margin (%)	9.2	9.4	10.2	10.3	10.5
Net margin (%)	9.2	9.4	10.3	10.3	10.5
Core profit margin (%)	9.2	9.4	10.2	10.3	10.5
ROA (%)	2.6	2.5	2.8	2.5	2.4
ROE (%)	19.1	19.7	19.6	17.7	16.9
Commission/Insurance premium	8.5	10.0	10.0	10.0	9.0
Life policy Provision/insurance premium	67.0	68.8	65.0	65.0	66.0
Cost/income	24.9	34.0	34.0	34.0	34.0
Total Loss ratio (benefit payment/Life policy premium)	5.5	6.6	5.8	5.0	105.0
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	866	1,331	2,529	2,852	4,181
Total investment in securities	134,979	161,126	177,000	210,067	248,114
Total net loans	2,649	3,526	4,104	4,671	5,295
Premises & equipment (Net)	305	327	750	770	910
Other assets	4,768	5,925	6,435	9,285	12,758
Total assets	143,567	172,234	190,818	227,645	271,258
Life policy reserve	111,259	136,616	142,661	172,835	211,290
Unpaid benefit to life policy	8,787	8,800	10,639	12,088	15,066
Premium received in advance	0	950	4,015	4,500	4,850
Other liabilities	4,056	3,604	5,888	5,518	2,269
Total liabilities	124,103	149,971	163,203	194,941	233,475
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	15,437	18,138	23,557	28,645	33,725
Shareholders equity	19,465	22,264	27,615	32,703	37,783
Minority interests	0	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	143,567	172,234	190,818	227,645	271,258
CASH FLOW (Btm)					
Net income	3,724	4,381	5,400	5,800	6,400
Depreciation and amortization	129	136	143	150	157
Change in working capital	22,557	23,571	29,914	31,554	34,659
FX, non-cash adjustment & others	837	804	805	806	807
Cash flows from operating activities	27,247	28,087	35,456	37,504	41,216
Capex (Invest)/Divest	1	(88)	(423)	(20)	(140)
Others	(28,585)	(27,427)	(15,519)	(32,903)	(37,854)
Cash flows from investing activities	(28,583)	(27,515)	(15,943)	(32,923)	(37,994)
Debt financing (repayment)	200	0	0	0	0
Equity financing	100	809	1	2	0
Dividend payment	(835)	(917)	(1,090)	(1,212)	(1,320)
Others	(28,585)	(27,427)	(15,519)	(32,903)	(37,854)
Cash flows from financing activities	(535)	(107)	(1,088)	(1,208)	(1,320)
Net change in cash	(1,871)	465	18,425	3,373	1,902
Free cash flow (Btm)	27,249	28,000	35,033	37,484	41,076
FCF per share (Bt)	22.6	23.1	28.9	30.9	33.9
Insurance data					
FYP (Btm)	7,481	8,504	9,620	10,198	0
RYP (Btm)	25,175	28,618	32,376	34,319	0
SP	1,425	1,358	1,362	1,472	1,674
Total premium (Btm)	34,128	38,795	43,890	46,523	0
FYP mkt (%)	7.8	9.7	8.4	7.6	7.4
Total premium Mkt (%)	7.7	8.9	9.6	8.7	8.5

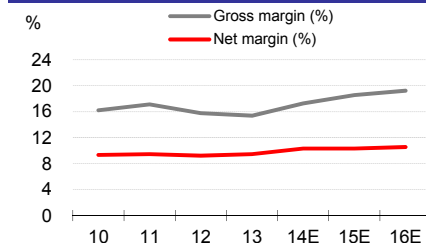
Revenue and net premium growth



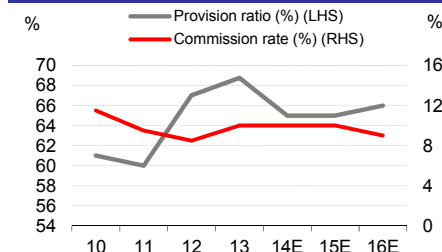
Excess liquidity



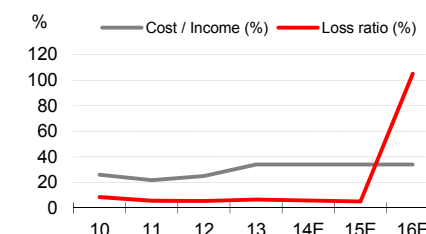
Profit margins



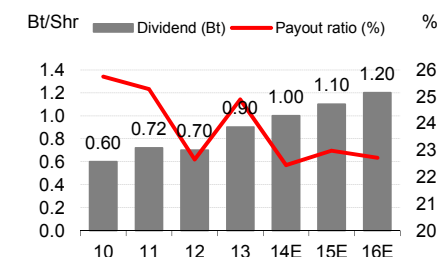
Commission and life policy provision ratios



Cost/Income and Loss ratios



Dividend payout



BLA : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14
Net insurance premium revenue	12,978	9,095	8,372	8,350	15,574
Less provision for life policy reserve	9,903	5,858	5,446	4,151	11,603
Revenue realization on premium	3,075	3,237	2,926	4,199	3,971
Underwriting expenses	3,365	2,896	3,159	4,519	4,038
Profit from insurance business	(290)	341	(232)	(320)	(67)
Net investment income	1,675	1,703	1,909	1,768	1,817
Gain on investment	179	173	105	89	37
Total revenue from investment	1,854	1,876	2,015	1,857	1,854
Other income	7	15	(5)	23	16
Total revenues	1,570	2,232	1,777	1,560	1,803
Total operating expenses	465	455	465	442	498
Exceptional items	0	0	0	0	0
EBT	1,105	1,777	1,311	1,118	1,305
Income tax	183	324	211	213	235
Minority Interest	0	0	0	0	0
Net profit	922	1,453	1,101	905	1,070
EPS	1	1	1	1	1
Core profit before tax	919	1,589	1,212	1,006	1,252
Core EPS	1	1	1	1	1

KEY RATIOS

Premium/life policy reserve (%)	43	29	25	24	42
Life policy provision/Premium (%)	76	64	65	50	75
Claim/life policy (%)	7	6	6	10	7
ROI (%)	5	5	5	5	4
Net margin (%)	6	13	11	9	6
Equity/Life policy reserve (%)	18	18	17	17	16
BV (Bt)	18	18	18	19	20
ROE (%)	18	27	20	16	19
ROA (%)	3	4	3	2	2
D/E (x)	6	6	6	7	7
Cost to Income (%)	30	20	26	28	28

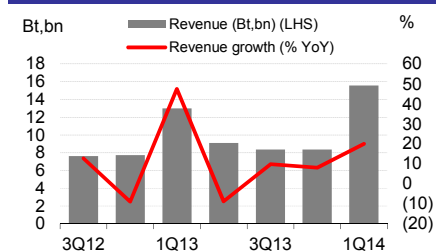
QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14
Cash & Equivalent	603	401	401	1,331	1,400
Total investment in securities	146,611	153,433	157,157	161,126	172,728
Total net loans	2,768	3,014	3,231	3,526	4,000
Premises & equipment (Net)	299	299	301	327	330
Other assets	6,890	6,793	6,295	5,925	6,013
Total assets	157,171	163,941	167,384	172,234	184,471
Life policy reserve	121,162	127,020	132,466	136,616	148,219
Unpaid benefit to life policy	99	96	94	8,800	7,500
Premium received in advance	504	1,387	1,437	450	500
Other liabilities	13,587	13,519	11,420	4,104	4,300
Total liabilities	135,352	142,023	145,418	149,971	160,519
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	10,683	11,702	12,320	13,225	14,295
Shareholders equity	21,819	21,918	21,966	22,264	23,952
Minority interests	0	0	0	0	0

Insurance data	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14
FYP (Btm)	4,492	790	717	1,601	(7)
RYP (Btm)	8,305	7,907	6,139	6,000	9
SP (Btm)	428	518	1,641	1,850	177
Total premium (Btm)	13,224	9,216	8,498	9,451	20
FYP+SP mkt (%)	12.8	3.6	6.3	9.2	0.0
Total premium Mkt (%)	12.1	8.8	7.8	8.6	0.0

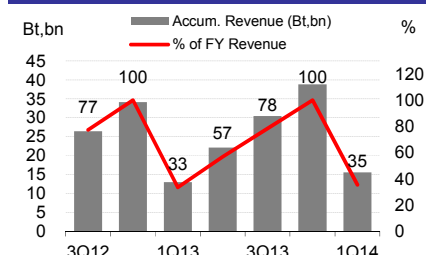
Company profile

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.

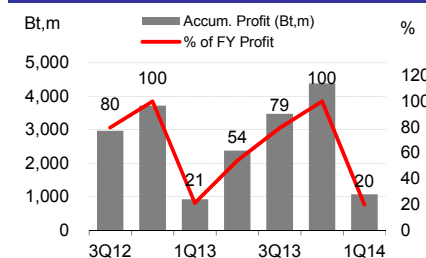
Revenue trend



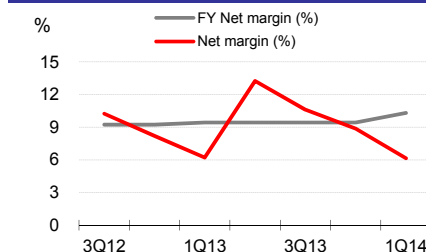
Revenue trend (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Net margin



ROE

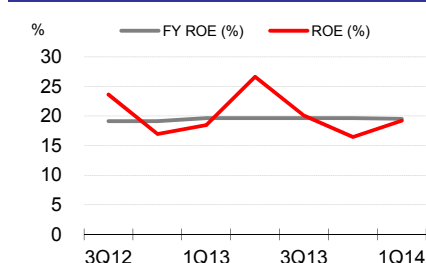


Figure 1 : 1Q14 earnings preview

FY Ended 31 Dec (Btm)	1Q14	1Q13	YoY %	4Q13	QoQ %	3M14	3M13	YoY %
Income Statement								
Net insurance premium revenue	15,574	12,978	20	8,350	87	15,574	12,978	20
Less provision for life policy reserve	11,603	9,903	17	4,151	180	11,603	9,903	17
Revenue realization on premium	3,971	3,075	29	4,199	(5)	3,971	3,075	29
Underwriting expenses	4,038	3,365	20	4,519	(11)	4,038	3,365	20
Profit from insurance business	(67)	(290)	(77)	(320)	(79)	(67)	(290)	(77)
Net investment income	1,817	1,675	9	1,768	3	1,817	1,675	9
Gain on investment	37	179	(79)	89	(58)	37	179	(79)
Other income	16	7	132	23	(29)	16	7	nm
Total revenues	1,803	1,570	15	1,560	16	1,803	1,570	15
Total operating expenses	498	465	7	442	13	498	465	7
EBT	1,305	1,105	18	1,118	17	1,305	1,105	18
Income tax	235	183	29	213	11	235	183	29
Net profit	1,070	922	16	905	18	1,070	922	16
EPS	0.88	0.77	15	0.75	18	0.88	0.77	15
Key ratios								
Premium/life policy reserve (%)	42.0	42.8		24.4		42.0	42.8	
Life policy provision/Premium (%)	74.5	76.3		49.7		74.5	76.3	
ROI (%)	4.3	5.2		4.6		4.3	5.2	
Tax rate (%)	18.0	16.6		19.1		18.0	16.6	
Net margin (%)	6.1	6.2		8.9		6.1	6.2	
D/E (x)	6.7	6.1		6.6		6.7	6.1	
Cost to Income (%)	27.6	29.6		28.3		27.6	29.6	
Asset/Equity (%)	7.7	7.1		7.6		7.7	7.1	
Balance Sheet								
Cash & Equivalent	1,400	603	132	1,331	5			
Total assets	184,471	157,171	17	172,234	7			
Unpaid benefit to life policy	7,500	99	7,499	8,800	(15)			
Premium received in advance	500	504	100	450	0			
Total liabilities	160,519	135,352	19	149,971	7			
Retained earnings	14,295	10,683	34	13,225	8			
Shareholders equity	23,952	21,819	10	22,264	8			
Minority interests	0	0	nm	0	nm			
BV (Bt)	20.0	18.2	10	18.6	8			

- FYPs jumped YoY
- Heavier QoQ provisioning for the life policy reserve
- A lower YoY and QoQ investment gain
- ROI slippage, both QoQ and YoY

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

Figure 2 : Total life assurance premium market share (%)

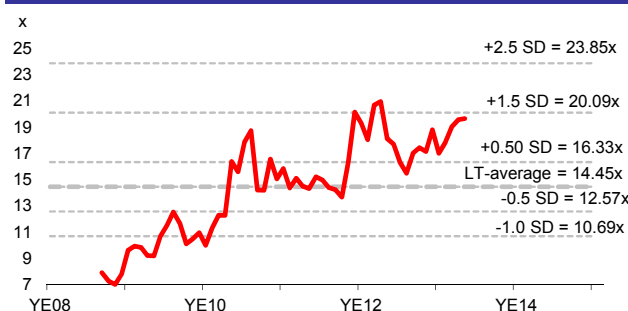
Market share of Total premium (%)	FY07	FY08	FY09	FY10	FY11	FY12	FY13	2M14
American International Assurances (AIA)	38.9	37.9	33.3	31.0	28.7	26.3	25.0	21.8
Audhya Allianz C.P Life Plc., (AACP)	9.5	6.5	6.1	6.2	6.3	5.8	5.7	5.2
Thai Life Insurance	15.2	14.4	13.7	12.4	12.2	12.5	12.4	10.6
SCB Life Insurance Plc	6.0	6.8	7.5	8.3	9.2	10.7	10.3	9.1
Muang Thai Life Assurance	6.8	7.7	8.3	10.0	11.5	12.5	13.6	15.4
Bangkok Life Assurance Plc.,	6.1	6.7	7.7	8.9	9.6	8.9	8.8	15.2
Krungthai AXA Life Insurance	2.9	4.1	4.9	6.0	6.4	7.4	8.5	8.1
Ocean Life Insurance	4.6	4.3	4.1	3.9	4.0	3.8	3.1	2.7
FWD (ING Life Limited)	2.4	2.8	3.0	3.1	3.1	2.9	2.9	2.4
Prudential Life Assurance (Thailand) Plc.,	0.9	1.1	1.2	1.2	1.3	1.4	2.3	2.9
Thai Cardif Life Assurance	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5	0.6	0.9	0.8
Generali Life Assurance	0.5	0.5	0.6	0.5	0.6	0.5	0.5	0.9
Finansa Life Assurance	1.0	0.8	0.7	0.5	0.3	-	-	-
Siam City Life Assurance	0.8	0.8	1.1	1.1	0.6	0.4	0.3	0.2
ACE Life Assurance	0.5	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8	0.7	0.5
Others	3.2	4.2	6.6	5.5	4.9	5.5	4.9	4.2
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Sources: OIC, and Bualuang Research estimates

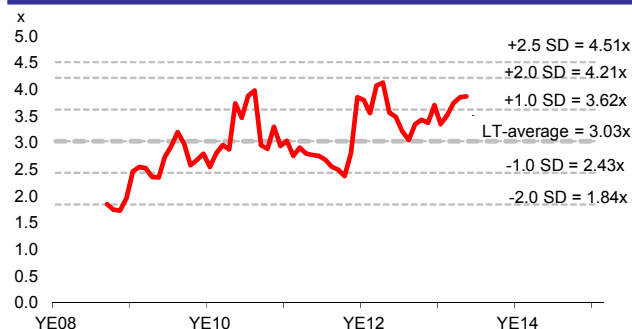
Regional Comparisons

	Bloomberg	Price	Market Cap	PER (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div Yield (%)	
	Code	(local curr.)	(US\$ equivalent)	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E
Ping An Insurance (Group)	601318 CH	CNY39.4	53,068	8.9	7.6	24.8	17.6	13	11	17.0	17.6	2.2	2.4
China Life Insurance	601628 CH	CNY13.5	64,077	11.3	9.8	36.6	15.9	14	12	14.3	13.1	2.8	3.1
China Pacific Insurance (Group)	601601 CH	CNY16.2	24,826	12.8	10.9	24.8	17.4	12	11	11.6	10.9	2.7	3.1
T&D Holdings	8795 JP	JPY1254.0	8,350	11.6	11.0	114	5.3	0.8	0.7	7.5	7.6	19	2.0
Bangkok Life Assurance	BLA TB	THB7100	2,656	15.9	14.8	23.3	7.4	3.1	2.6	19.6	17.7	14	15
Thaire Life Assurance	THREL TB	THB13.80	255	18.4	16.2	17.5	13.3	6.5	5.2	35.4	31.8	3.8	4.3
Simple average				13.2	11.7	23.1	12.8	2.4	2.0	17.6	16.4	2.5	2.8

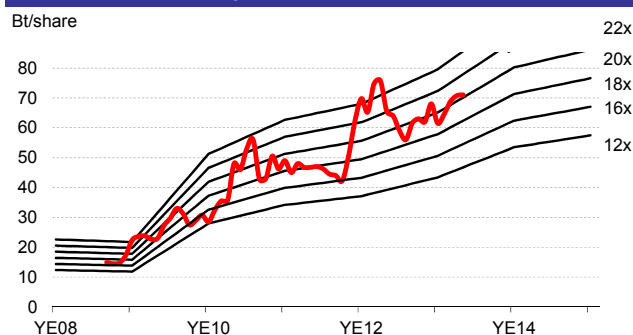
PER band versus SD (next 12 months)



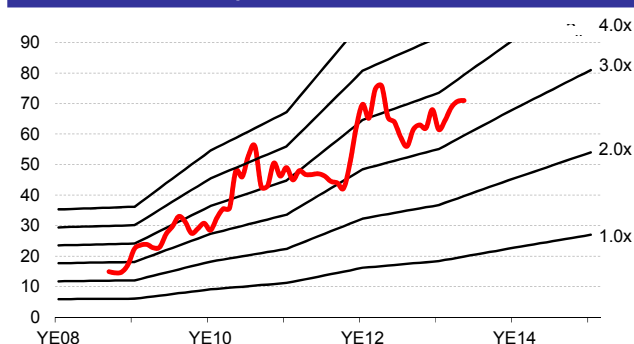
PER band versus SD (next 12 months)



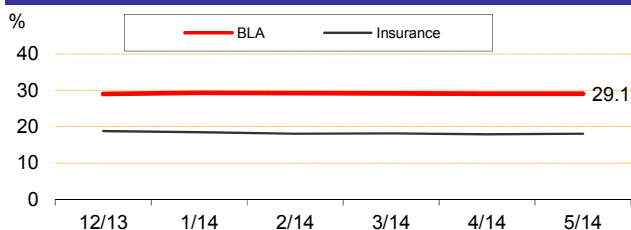
PER band and share price



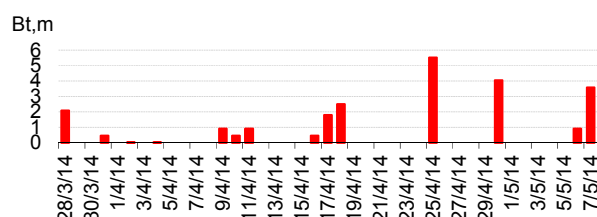
PBV band and share price



Foreign holding



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 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. (Please file information: www.blswarrant.com)

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
OTO	ICHI, OTO

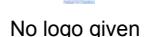
Score Range

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

Score Range






No logo given

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.