

กรุงเทพประกันชีวิต

BLA TB / BLA.BK

10 สิงหาคม 2558

คาดไตรมาส 2/58 เติบโตดี

คาดผลประกอบการไตรมาส 2/59 เพิ่มขึ้น 29% QoQ

เราคาดว่าผลกำไร BLA ในไตรมาส 2/58 จะอยู่ที่ 985 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 29% QoQ และ 48% YoY เราเชื่อว่าผลกำไรที่เพิ่มขึ้น YoY นั้นมีปัจจัยจากการสำรวจกรมธรรม์ประกันชีวิตออมทรัพย์ลดลง (เนื่องจากบริษัทหันมาให้ความสนใจในกรมธรรม์ระยะยาวที่กำไรสูงกว่า) โดยคาดว่าสำรวจกรมธรรม์ประกันชีวิตแบบสามัญในไตรมาส 2/58 จะอยู่ที่ 70% ของรายได้จากเบี้ยประกันทั้งหมด จากเดิมอยู่ที่ 83% ในช่วงนี้ปีที่ผ่านมา ประเมินการรายได้จากเบี้ยประกัน (รวมเบี้ยประกันภัยชำระครั้งเดียว) อยู่ที่ 8.3 พันล้านบาท ลดลง 15% YoY และ 47% QoQ ตามฤดูกาล

ผู้บริหารแนะนำอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน (ROI) อยู่ที่ 4.8-5% จากเดิม 6% เมื่อปีที่แล้ว แนวโน้มอัตราผลตอบแทนของหุ้นที่ลดลงเร็วกว่าปกติในปีนี้อาจจำกัด BLA ให้หันไปสะสมหุ้นระยะยาว อย่างไรก็ตามเราคาดว่ารายได้การลงทุน BLA ในไตรมาส 2/58 จะอยู่ที่ 2.6 พันล้านบาท (เทียบกับ ROI ที่ 4.9%) เพิ่มขึ้น 23% YoY

BLA มีแนวโน้มหันมาสนใจผลิตภัณฑ์ระยะยาวที่ให้กำไรสูงกว่าใน 2H15

เราคาดว่ายอดขายปี 58 ปรับลดลง 8% YoY เป็น 47 พันล้านบาท หลังจากบริษัทได้หันความสนใจจากกรมธรรม์ระยะสั้น (Gain 1st 245) เป็นกรมธรรม์ระยะยาว (เช่น นโยบายแบบออมทรัพย์ และ ประกันการคุ้มครองภาระหนี้สิน อย่าง กรมธรรม์บัวหลวงห่วงลูกหลาน และกรมธรรม์บัวหลวงห่วงครอบครัว รวมทั้งกองทุนบำเหน็จบำนาญ 555/600) และสินค้ากรมธรรม์ประกันชีวิตทั้งหมดที่มีช่วงเวลาชำระเบี้ย 7 ปี ซึ่งให้เห็นว่า BLA ได้เน้นความสนใจมาที่สินค้าผลิตภัณฑ์ระยะยาวในครึ่งหลังปี 58 โดยสินค้าเหล่านี้มีอัตรากำไรที่เพิ่มขึ้นแต่ขายยากขึ้น

ค่าสำรวจต่ำกว่าคาดอาจเป็นปัจจัยกระตุ้นผลประกอบการตั้งแต่ 2H15

เราคาดว่าค่าสำรวจกรมธรรม์ประกันชีวิตแบบสามัญจะอยู่ที่ 70% ของเบี้ยประกันทั้งหมดในปีนี้และปีหน้า การปรับความสนใจมาที่ผลิตภัณฑ์ที่มีกำไรมากขึ้นจะส่งผลให้ค่าสำรวจกรมธรรม์ประกันชีวิตแบบออมทรัพย์ลงเล็กน้อยใน ครึ่งหลังปี 58 และปี 59 ทั้งปี ทั้งนี้ BLA มีแนวโน้มที่จะปรับลดค่าสำรวจความเสี่ยงดอกเบี้ยลงในปี 58 จากเดิมที่ 3.3 พันล้านบาท ในปี 57 หากอัตราดอกเบี้ยในครึ่งหลังปี 58 ไม่ปรับลงอีก BLA สามารถปรับค่าสำรวจความเสี่ยงดอกเบี้ยและสามารถรับรู้เป็นรายได้ได้ อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าค่าสำรวจกรมธรรม์ประกันชีวิตของ BLA จะอยู่ที่ 70% ของเบี้ยประกันทั้งหมดในปีนี้ เมื่อเทียบกับ 83% ในช่วงเดียวกันปีที่แล้ว

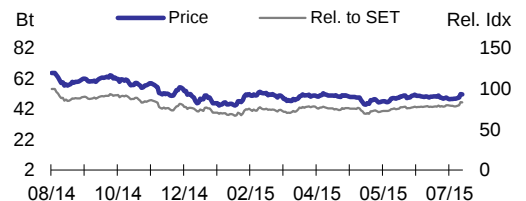
Sector: Insurance – OVERWEIGHT

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**

เป้าหมายพื้นฐาน: 67.00 บาท

ราคา (07/08/58): 51.75 บาท

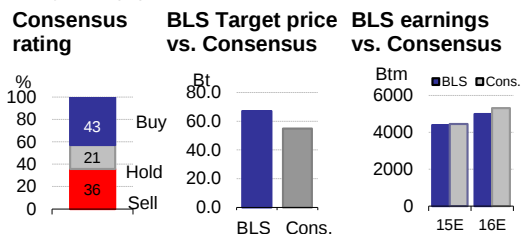
Price chart



Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	6.7	12.5	(36.5)
Absolute	3.0	7.8	(42.7)

Key statistics

Market cap	Bt88.1bn	USD2.5bn
12-mth price range	Bt44.0/Bt92.5	
12-mth avg daily volume	Bt89m	USD2.5m
# of shares (m)	1,703	
Est. free float (%)	41.6	
Foreign limit (%)	25.0	



Financial summary

FY Ended 31 Dec	2014	2015E	2016E	2017E
Total rev (Btm)	61,427	57,601	61,590	66,504
Net profit (Btm)	2,662	4,400	5,000	5,600
Fully diluted EPS (Bt)	1.56	2.58	2.93	3.28
EPS growth (%)	-39.2%	+65.3%	+13.6%	+12.0%
PER (x)	29.5	17.9	15.7	14.0
EV/EBITDA (x)	24.2	13.4	11.7	9.9
PBV (x)	3.57	3.07	2.79	2.45
Dividend (Bt)	0.51	1.10	1.20	1.30
ROA (%)	1.2	1.9	1.8	1.7
Net gearing (x)	7.2	6.8	7.4	7.5
Total loss ratio (%)	79.8	70.0	70.0	70.0
Total premium Mkt (%)	12.0	10.0	10.0	10.0

CG rating


สุวัฒน์ บารุงชาติอุดม

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

suwat@bualuang.co.th

+66 2 618 1340

ประเด็นการลงทุน

จากการหันมาเน้นผลิตภัณฑ์ที่ให้กำไรมากขึ้นอย่าง กรมธรรม์ประกันชีวิตระยะยาว นโยบายแบบออมทรัพย์ และ ประกันการคุ้มครองภาระหนี้สิน ทำให้ BLA สามารถลดสำรองกรมธรรม์ประกันชีวิตลงจากปีก่อนและอาจจะมากกว่าที่เราคาดไว้ได้ ซึ่งหมายความว่าอาจมี upside ต่อประมาณการของเรา (รวมทั้งปัจจัยอัตราดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้นในปี 59 ด้วย) อย่างไรก็ตามจากประมาณการเชิงอนุรักษ์ เรา ยังคงใช้ประมาณการเดิม โดยกำไรอยู่ที่ 4.4 พันล้านบาทใน ปี 58 เพิ่มขึ้น 65% YoY และ 5 พันล้านบาท ในปี 59 เพิ่มขึ้น 14% YoY เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” ด้วยราคาเป้าหมายที่ 67 บาท อิงจากการประเมินมูลค่าธุรกิจที่ 31.26 บาทต่อหุ้น และมูลค่าการสร้างธุรกิจใหม่รวมที่ 35.8 บาท

BLA: Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Insurance premium	38,795	51,172	47,110	49,937	52,933
Less Life policy reserve	(25,357)	(40,818)	(32,977)	(34,956)	(37,053)
Net premium	13,438	10,354	14,133	14,981	15,880
Underwriting expenses	(13,939)	(15,531)	(16,919)	(17,934)	(19,274)
Profit from insurance	(501)	(5,177)	(2,786)	(2,953)	(3,395)
Revenue on investment	7,601	10,255	10,491	11,653	13,571
Other income/exp.	39	48	44	47	50
Net revenue	7,139	5,126	7,750	8,747	10,227
Operating expenses	(1,828)	(2,018)	(2,295)	(2,596)	(2,944)
EBIT	5,311	3,108	5,455	6,151	7,282
Minority interest	0	0	0	0	0
Extra items	0	0	0	0	0
Income tax	(930)	(446)	(1,055)	(1,151)	(1,682)
Net profit (loss)	4,381	2,662	4,400	5,000	5,600
Reported EPS	3.62	1.56	2.58	2.93	3.28
Fully diluted EPS	3.62	1.56	2.58	2.93	3.28
Core net profit	4,341	2,614	4,356	4,953	5,550
Core EPS	3.58	1.53	2.55	2.90	3.25
EBITDA	5,407	3,204	5,550	6,247	7,378

KEY RATIOS

Revenue growth (%)	12.7	31.9	(7.9)	6.0	6.0
Gross margin (%)	15.4	8.3	13.4	14.2	15.4
EBITDA margin (%)	11.6	5.2	9.6	10.1	11.1
Operating margin (%)	9.4	4.3	7.6	8.0	8.3
Net margin (%)	9.4	4.3	7.6	8.1	8.4
Core profit margin (%)	9.4	4.3	7.6	8.0	8.3
ROA (%)	2.5	1.2	1.9	1.8	1.7
ROE (%)	19.7	10.4	14.8	15.3	15.0
Commission/Insurance premium	11.2	9.3	13.0	13.0	13.5
Life policy Provision/insurance premium	65.4	79.8	70.0	70.0	70.0
Cost/income	34.0	34.0	34.0	34.0	34.0
Combined ratio	81.3	114.1	110.8	111.1	112.0

BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	1,331	5,708	6,000	2,200	3,650
Total investment in securities	161,126	198,238	218,061	259,493	298,417
Total net loans	3,526	4,735	5,366	5,902	6,472
Premises & equipment (Net)	327	389	770	910	992
Other assets	5,925	6,520	6,709	7,597	11,710
Total assets	172,234	215,590	236,906	276,103	321,241
Life policy reserve	136,616	177,435	210,412	248,017	287,720
Unpaid benefit to life policy	8,800	1,489	(8,382)	(6,771)	(5,327)
Premium received in advance	950	2,239	0	0	0
Other liabilities	3,604	8,851	5,092	2,158	1,490
Total liabilities	149,971	190,013	207,122	243,405	283,883
Paid-up capital	1,212	1,698	1,708	1,708	1,708
Share premium	2,846	3,091	3,091	3,091	3,091
Retained earnings	18,138	20,787	24,985	27,899	32,559
Shareholders equity	22,264	25,576	29,784	32,698	37,358
Minority interests	0	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	172,234	215,590	236,906	276,103	321,241

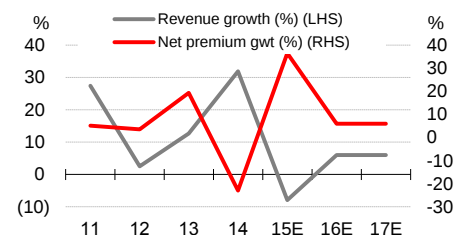
CASH FLOW (Btm)

Net income	4,381	2,662	4,400	5,000	5,600
Depreciation and amortization	136	143	150	157	165
Change in working capital	23,571	39,586	33,882	35,950	38,570
FX, non-cash adjustment & others	804	805	806	807	808
Cash flows from operating activities	28,087	42,390	38,432	41,107	44,335
Capex (Invest)/Divest	(88)	(126)	(381)	(140)	(82)
Others	(27,427)	(49,777)	(25,374)	(41,155)	(38,763)
Cash flows from investing activities	(27,515)	(36,529)	(25,755)	(41,295)	(38,845)
Debt financing (repayment)	0	0	0	0	0
Equity financing	809	0	0	0	1
Dividend payment	(917)	(678)	(871)	(1,879)	(1,440)
Others	(27,427)	(49,777)	(25,374)	(41,155)	(38,763)
Cash flows from financing activities	(107)	(678)	(871)	(1,879)	(1,438)
Net change in cash	465	5,183	11,806	(2,066)	4,052
Free cash flow (Btm)	28,000	42,264	38,051	40,967	44,253
FCF per share (Bt)	23.1	24.7	22.3	24.0	25.9

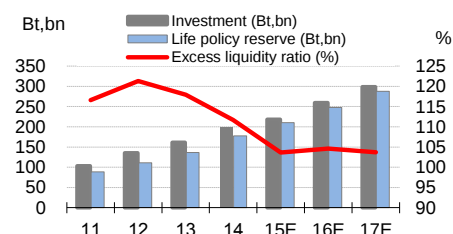
Insurance data

2013	2014	2015E	2016E	2017E	
FYP (Btm)	6,818	8,928	8,219	8,712	9,235
RYP (Btm)	28,545	37,379	34,411	36,476	38,665
SP	1,425	1,358	1,362	1,472	3,716
Total premium (Btm)	39,079	51,172	47,110	49,937	52,933
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

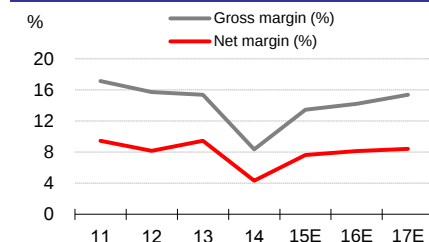
Revenue and net premium growth



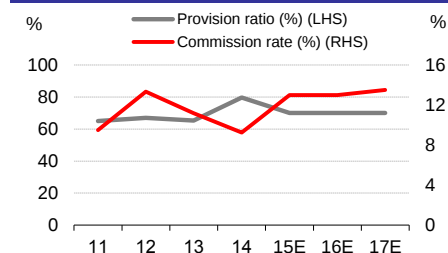
Excess liquidity



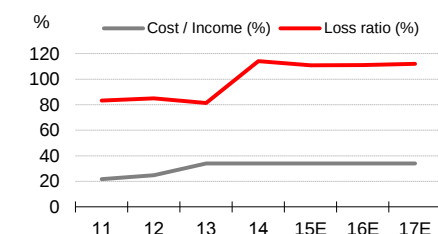
Profit margins



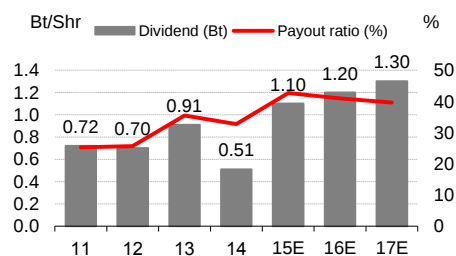
Commission and life policy provision ratios



Cost/Income and Loss ratios



Dividend payout



BLA: Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15
Net insurance premium revenue	26,712	9,769	7,245	7,446	15,711
Less provision for life policy reserve	22,415	8,099	7,118	3,187	12,104
Revenue realization on premium	4,297	1,670	127	4,260	3,607
Underwriting expenses	4,525	3,497	3,389	4,120	5,746
Profit from insurance business	(228)	(1,828)	(3,261)	140	(2,139)
Net investment income	2,014	2,153	2,386	2,259	2,511
Gain on investment	8	322	162	951	1,010
Total revenue from investment	2,022	2,475	2,548	3,210	3,522
Other income	9	17	10	13	15
Total revenues	1,803	664	(703)	3,362	1,398
Total operating expenses	496	501	482	539	498
Exceptional items	0	0	0	0	0
EBT	1,307	163	(1,185)	2,823	900
Income tax	211	(6)	(304)	546	135
Minority Interest	0	0	(0)	(0)	0
Net profit	1,096	169	(881)	2,278	765
EPS	1	0	(1)	1	0
Core profit before tax	1,290	(175)	(1,357)	1,859	(126)
Core EPS	1	(0)	(1)	1	(0)

KEY RATIOS

Premium/life policy reserve (%)	67	23	17	17	33
Life policy provision/Premium (%)	84	83	98	43	77
Claim/life policy (%)	8	6	5	7	24
ROI (%)	5	5	5	6	7
Net margin (%)	4	1	(9)	21	4
Equity/Life policy reserve (%)	16	15	14	14	14
BV (Bt)	20	20	20	21	15
ROE (%)	20	3	(14)	38	12
ROA (%)	3	0	(2)	4	1
D/E (x)	7	7	7	8	7
Cost to Income (%)	28	75	(69)	16	36

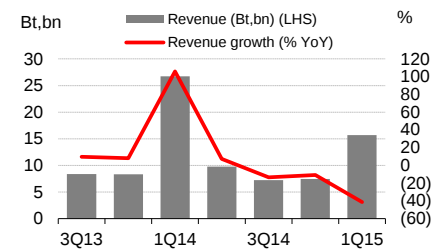
QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15
Cash & Equivalent	1,810	2,800	2,184	5,708	1,405
Total investment in securities	182,310	190,289	196,098	198,238	212,733
Total net loans	3,645	3,939	4,323	4,735	4,938
Premises & equipment (Net)	336	358	388	389	460
Other assets	8,807	7,618	7,435	6,520	10,524
Total assets	196,908	205,003	210,428	215,590	230,061
Life policy reserve	159,031	168,314	174,248	177,435	189,539
Unpaid benefit to life policy	9,033	427	91	1,489	1,690
Premium received in advance	551	504	487	380	566
Other liabilities	4,224	11,438	11,607	10,710	12,498
Total liabilities	172,839	180,683	186,434	190,013	204,293
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	14,321	13,872	12,449	14,678	15,443
Shareholders equity	24,069	24,320	23,994	25,576	25,768
Minority interests	0	0	0	0	0

Insurance data	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15
FYP (Btm)	2,861	642	757	768	1,672
RYP (Btm)	12,251	8,103	6,147	6,240	13,914
SP (Btm)	11,885	1,154	472	530	436
Total premium (Btm)	26,997	9,899	7,376	7,538	16,022
FYP+SP mkt (%)	29.1	4.3	3.2	3.2	5.3
Total premium Mkt (%)	20.0	8.2	6.3	5.8	12.0

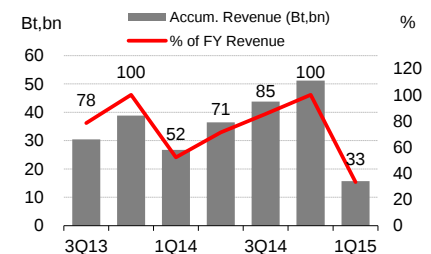
Company profile

Bangkok Life Assurance Public Company Limited (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.

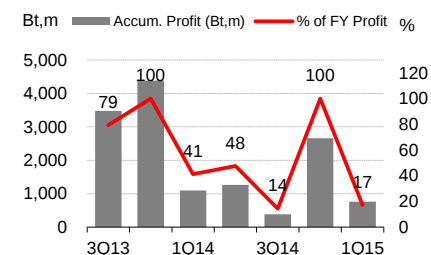
Revenue trend



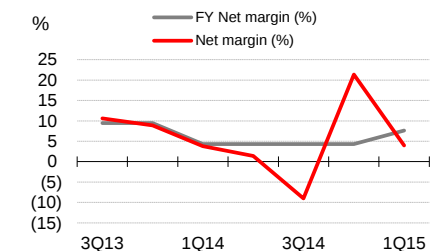
Revenue trend (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Net margin



ROE

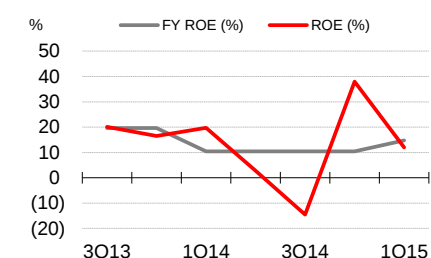


Figure 1 : 2Q15 earnings preview

FY Ended 31 Dec (Btm)	2Q15	2Q14	YoY %	1Q15	QoQ %	6M15	6M14	YoY %	
Income Statement									
Net insurance premium revenue	8,303	9,769	(15)	15,711	(47)	24,014	36,480	(34)	
Less provision for life policy rese	5,812	8,099	(28)	12,104	(52)	17,917	30,514	(41)	
Revenue realization on premium	2,491	1,670	49	3,607	(31)	6,098	5,967	2	
Underwriting expenses	3,452	3,497	(1)	5,746	(40)	9,198	8,022	15	
Profit from insurance business	(961)	(1,828)	(47)	(2,139)	(55)	(3,100)	(2,055)	51	
Net investment income	2,649	2,153	23	2,511	5	5,160	4,167	24	
Gain on investment	80	322	(75)	1,010	(92)	1,090	330	231	
Other income	16	17	(2)	15	7	32	25	nm	
Total revenues	1,784	664	169	1,398	28	3,182	2,467	29	
Total operating expenses	567	501	13	498	14	1,065	997	7	
EBT	1,217	163	645	900	35	2,117	1,470	44	
Income tax	232	(6)	nm	135	72	367	205	79	
Net profit	985	169	484	765	29	1,750	1,265	38	
EPS	0.58	0.14	314	0.45	29	1.02	1.04	(2)	
Key ratios									
Premium/life policy reserve (%)	16.8	23.2		33.2		25.0	45.2		
Life policy provision/Premium (%)	70.0	82.9		77.0		74.6	83.6		
ROI (%)	4.9	5.2		6.7		5.8	4.9		
Tax rate (%)	19.1	(3.4)		15.0		17.3	14.0		
Net margin (%)	8.9	1.4		4.0		6.5	2.6		
D/E (x)	7.9	7.2		7.4		7.9	7.2		
Cost to Income (%)	31.8	75.4		35.6		33.5	40.4		
Asset/Equity (%)	8.9	8.2		8.4		8.9	8.2		
Balance Sheet									
Cash & Equivalent	1,500	2,800	(46)	1,405	7				
Total assets	235,975	205,003	15	230,061	3				
Unpaid benefit to life policy	1,690	427	295	1,690	0				
Premium received in advance	566	504	100	566	0				
Total liabilities	209,731	180,683	16	204,293	3				
Retained earnings	15,918	13,872	15	15,443	3				
Shareholders equity	26,244	24,320	8	25,768	2				
Minority interests	0	0	nm	0	nm				
BV (Bt)	15.4	20.3	(24)	15.1	2				

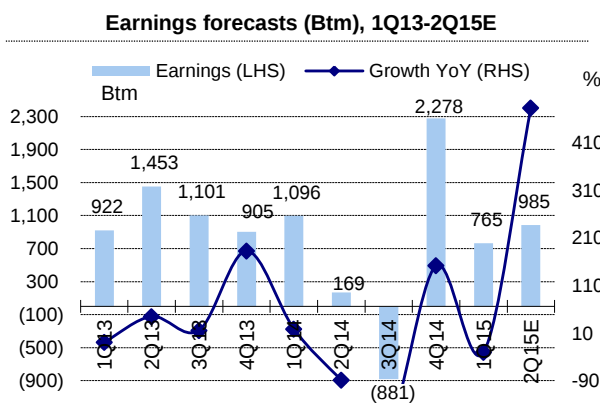
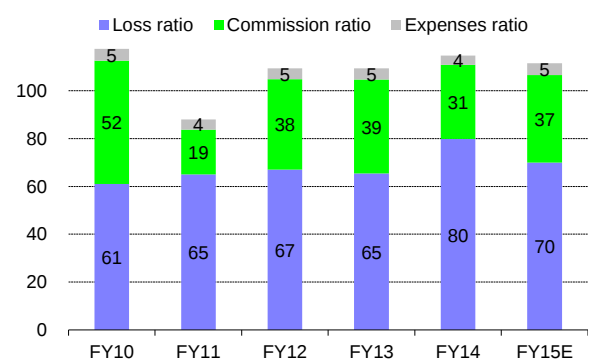
- FYPs are estimated to drop QoQ and YoY
- Lower YoY provisioning for the life-policy reserve
- A lower YoY investment gain
- Dipping ROI in YoY terms, due to less investment gains

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

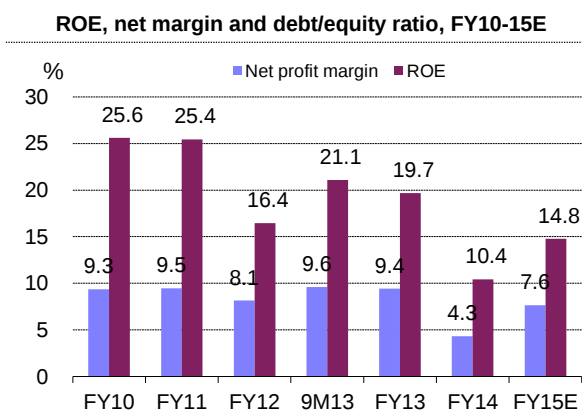
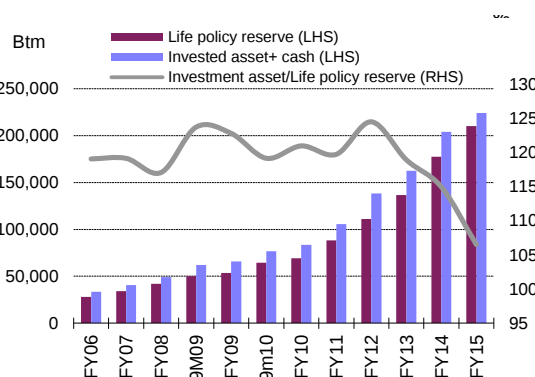
Figure 1: Total life assurance premium market share (%), FY07-2M15

Market share of Total premium (%)	FY07	FY08	FY09	FY10	FY11	FY12	FY13	FY14	1Q15	5M15
American International Assurances (AIA)	38.9	37.9	33.3	31.0	28.7	26.3	24.99	22.8	20.61	21.2
Audhya Allianz C.P Life Plc., (AZAY)	9.5	6.5	6.1	6.2	6.3	5.8	5.67	5.4	5.09	5.2
Thai Life Insurance	15.2	14.4	13.7	12.4	12.2	12.5	12.44	12.5	11.36	12.1
SCB Life Insurance Plc	6.0	6.8	7.5	8.3	9.2	10.7	10.28	9.6	10.38	10.6
Muang Thai Life Assurance	6.8	7.7	8.3	10.0	11.5	12.5	13.62	14.9	17.73	17.2
Bangkok Life Assurance Plc.,	6.1	6.7	7.7	8.9	9.6	8.9	8.83	10.3	11.98	9.5
Krungthai AXA Life Insurance	2.9	4.1	4.9	6.0	6.4	7.4	8.53	9.7	9.79	10.8
Ocean Life Insurance	4.6	4.3	4.1	3.9	4.0	3.8	3.08	2.9	2.36	2.4
Prudential Life Assurance (Thailand) Plc.,	0.9	1.1	1.2	1.2	1.3	1.4	2.32	3.1	3.16	3.1
Others	3.2	4.2	6.6	5.5	4.9	5.5	10.24	8.8	7.54	7.9
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, 1Q14-1Q15E

Breakdown of combined ratio (%), FY10-15E


Sources: Company and BLS forecasts

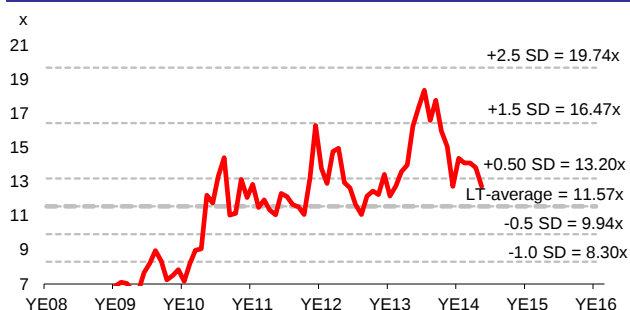
Figure 4: Net margin (%), ROE (%) and debt/equity ratio, FY10-15E, and life-policy reserve and invested assets (Btm)

Life-policy reserve and invested assets, FY06-15E


Sources: Company data and TLAA

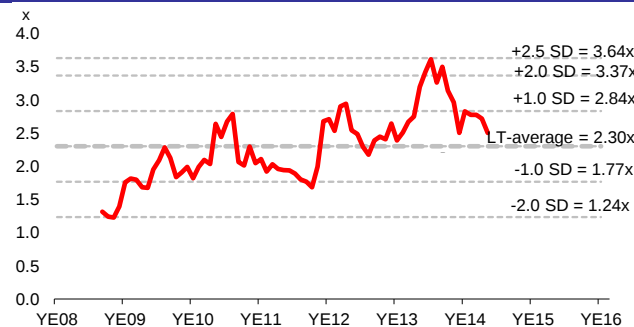
Regional Comparisons

	Bloomberg	Price	Market Cap	PER (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div Yield (%)	
	Code	(local curr.)	(US\$ equivalent)	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E
Ping An Insurance (Group)	601318 CH	CNY33.9	101,436	11.9	10.4	15.6	14.9	1.8	1.5	15.8	16.6	1.3	1.5
China Life Insurance	601628 CH	CNY28.2	122,025	18.5	15.9	32.6	17.7	2.4	2.2	13.8	14.8	1.8	2.0
China Pacific Insurance (Group)	601601 CH	CNY25.1	36,973	15.1	13.2	36.1	15.0	1.7	1.6	12.1	12.9	2.3	2.6
T&D Holdings	8795 JP	JPY1,909.5	10,473	14.9	13.9	-9.1	6.4	0.9	0.9	6.4	6.6	1.4	1.6
Bangkok Life Assurance	BLA TB	THB51.75	2,507	20.1	17.7	65.3	13.6	3.0	2.7	14.8	15.3	2.1	2.3
Thaire Life Assurance	THREL TB	THB12.60	215	16.5	14.5	23.5	13.3	5.7	5.1	36.4	36.9	4.3	4.8
Simple average				16.1	14.3	27.3	13.5	2.6	2.3	16.6	17.2	2.2	2.5

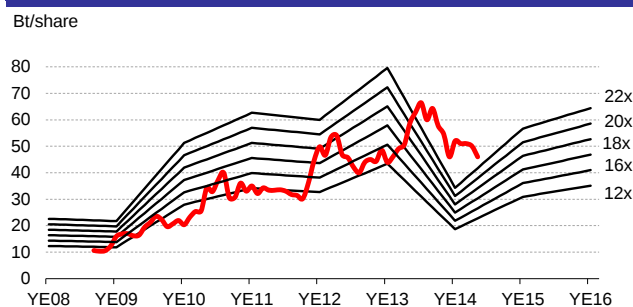
PER band versus SD (next 12 months)



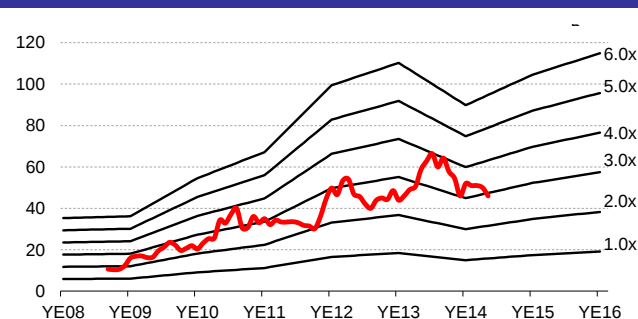
PER band versus SD (next 12 months)



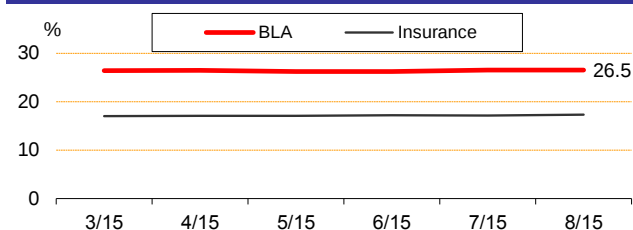
PER band and share price



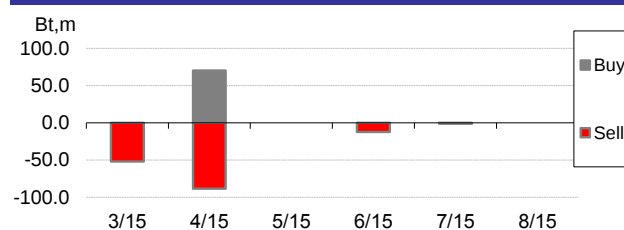
PBV band and share price



Foreign holdings



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

Financial Advisor	Lead underwriter/ Underwriter/ Co-underwriter
	COM7, TFG

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.