

Bangkok Chain Hospital

BCH TB / BCH.BK

16 สิงหาคม 2565

โควิดผ่านจุดพีคไปแล้วตามคาด; ภาพครึ่งหลังของปี 2565 ไม่น่าตื่นเต้น

กำไรเป็นไปตามที่เราและตลาดคาด

BCH รายงานกำไรสุทธิไตรมาส 2/65 ที่ 1.1 พันล้านบาท ลดลง 0.2%YoY และ 44% QoQ หากไม่รวมขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนและค่าเผื่อนี้สูญที่ 100 ล้านบาท กำไรหลักจะอยู่ที่ 1.2 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 8.6% YoY แต่ลดลง 39% QoQ ซึ่งเป็นไปตามที่เราและตลาดคาด BCH ประกาศจ่ายเงินปันผลครั้งแรกของปี 2565 ที่ 0.40 บาทต่อหุ้น ซึ่งคิดเป็นอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลขั้นต้นที่ 1.9% (จะขึ้นเครื่องหมาย XD ในวันที่ 31 ส.ค. และจ่ายปันผลในวันที่ 14 ก.ย.)

ประเด็นสำคัญจากผลประกอบการ

รายได้จากธุรกิจการแพทย์อยู่ที่ 5.5 พันล้านบาท (เป็นผู้ป่วยเงินสด 54% และผู้ป่วยจากประกันสังคม 46%) เติบโต 28% YoY แต่ลดลง 22%QoQ ทั้งนี้รายได้จากผู้ป่วยเงินสดอยู่ที่ 3.0 พันล้านบาท (ซึ่งจำนวน 1.6 พันล้านบาทเป็นผู้ป่วยโควิด รวมทั้งการฉีดวัคซีน Moderna) ลดลง 16% YoY และ 47%QoQ เนื่องจากรายได้ที่เกี่ยวกับโควิดที่ลดลง ขณะที่รายได้จากประกันสังคมอยู่ที่ 2.5 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 247% YoY และ 74% QoQ เนื่องจากโครงการใหม่ของรัฐบาลได้จัดโครงการ COVID ใหม่ที่เกี่ยวกับการเบิกจ่ายประกันสังคม อัตราการขึ้นต้นอยู่ที่ 36.9% ลดลงจาก 46.3% ในไตรมาส 2/64 และ 45.1% ในไตรมาส 1/65 สัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายอยู่ที่ 7.7% ลดลง 1.6% YoY แต่เพิ่มขึ้น 0.7% QoQ เนื่องจากมีผลขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนและค่าเผื่อนี้ส่งเสียจะสูญถูกบันทึกเป็นค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร จำนวน 100 ล้านบาทในไตรมาส 2/65 ทั้งนี้อัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุนสุทธิ ณ สิ้นเดือน มิ.ย. อยู่ในระดับที่ต่ำมากที่ 0.3 เท่า

แนวโน้ม

กำไรไตรมาส 3/65 มีแนวโน้มปรับตัวลง YoY และ QoQ เราคาดว่ารายได้จะปรับตัวลง YoY และ QoQ เนื่องจากรัฐบาลได้ปรับระบบการเบิกจ่ายโรงพยาบาลเอกชนสำหรับบริการด้านโควิด (การชำระเงินที่เกี่ยวข้องกับโควิด คิดเป็น 56% ของรายได้ในไตรมาส 2/65) อัตราการขึ้นต้นมีแนวโน้มลดลงทั้ง YoY และ QoQ (จากอัตราที่ขยับตัวในไตรมาส 3/64 [อัตราที่ต่ำที่สุดอันดับสอง] และปี 2565) สัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายจะปรับตัวขึ้น YoY และ QoQ (จากรายได้ที่ลดลง)

สิ่งที่เปลี่ยนแปลง

เราปรับประมาณการกำไรหลักปี 2565 ขึ้น 25% ไปเป็น 4.2 พันล้านบาท (ลดลง 38% YoY จากสถิติสูงสุดในปี 2564) โดยเราปรับเพิ่มประมาณการรายได้ธุรกิจการแพทย์ขึ้น 22% ไปเป็น 1.87 หมื่นล้านบาท (ลดลง 13% YoY) เราคาดว่าอัตรากำไรหลักที่ 22.7% (ลดลง 9.3% YoY) กำไรหลักครึ่งแรกของปี 2565 คิดเป็น 77% ของประมาณการกำไรหลักใหม่ปี 2565 ของเรา (คิดเป็น 84% ของประมาณการตลาดซึ่งอาจมีการปรับเพิ่มประมาณการขึ้น) สำหรับปี 2566 เราคาดว่ากำไรหลักจะอยู่ที่ 1.6 พันล้านบาท ลดลง 62% YoY (แต่เพิ่มขึ้น 143% จากประมาณการปี 2562 ก่อนมีโควิด) เนื่องจากเราไม่ได้คาดหวังรายได้จากผู้ป่วยโควิดในปีหน้า อัตราการขึ้นต้นอยู่ที่ 13.3% ในปี 2566 ลดลง 9.4% YoY เราคาดว่าสัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายปี 2566 จะอยู่ที่ 13.7% เพิ่มขึ้น 4.2% YoY

Sector: Healthcare

OVERWEIGHT

คำแนะนำพื้นฐาน: ถือ

เป้าหมายพื้นฐาน: 22.00 บาท

ราคา (15/8/65): 20.60 บาท

Key statistics

Market cap	Bt51.4bn	USD1.4bn
12-mth price range	Bt17.7/Bt24.9	
12-mth avg daily volume	Bt456m	USD12.8m
# of shares (m)	2,494	
Est. free float (%)	50.0	
Foreign limit (%)	49.0	

Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(2.0)	2.3	(19.6)
Absolute	4.0	3.0	(13.4)

Financial summary

FY Ended 31 Dec	2021	2022E	2023E	2024E
Revenues (Btm)	21,405	18,682	12,252	12,852
Net profit (Btm)	6,846	4,237	1,625	1,676
EPS (Bt)	2.75	1.70	0.65	0.67
EPS growth (%)	+456.9%	-38.1%	-61.6%	+3.1%
Core profit (Btm)	6,846	4,237	1,625	1,676
Core EPS (Bt)	2.75	1.70	0.65	0.67
Core EPS growth (%)	+456.9%	-38.1%	-61.6%	+3.1%
PER (x)	7.3	12.1	31.6	30.7
PBV (x)	3.5	3.1	3.0	2.8
Dividend (Bt)	0.3	0.8	0.3	0.3
Dividend yield (%)	1.6	4.1	1.6	1.6
ROE (%)	68.9	30.2	10.5	10.3

CG / CAC Anti-Corruption Certification



ภูวดล ภูสอเงิน

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

Phoowadol.pho@bualuang.co.th

+66 2 618 1338

ปัญญาพล แทนศรีเจริญ

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

See disclaimer at the end of report

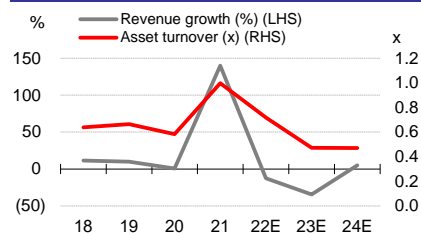
คำแนะนำ

ราคาหุ้นมีแนวโน้มปรับลดลง ซึ่งตรงกันข้ามกับหุ้นโรงพยาบาลอื่นๆที่เราให้คำแนะนำ เนื่องจาก BCH ไม่ได้รายงานผลประกอบการที่น่าตื่นตาตื่นใจในไตรมาส 2/65 เราแนะนำขายทำกำไรจากเนื่องจากสถานการณ์โควิดซึ่งมาถึงจุดพีคแล้ว และรายได้จะลดลงในปีนี้และปีหน้า เราคงคำแนะนำ ถือ ที่ราคาเป้าหมาย ณ สิ้นปี 2565 คิดด้วยวิธีคิดลดกระแสเงินสดที่ 22 บาท (บนสมมุติฐานที่ WACC 7.0% และ terminal growth ที่ 2.0%)

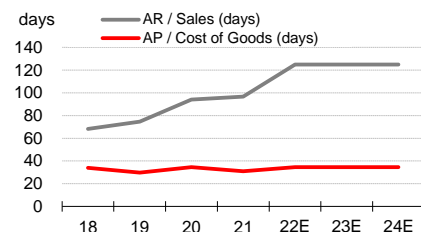
BCH: Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)					
Revenue	8,928	21,405	18,682	12,252	12,852
Cost of sales and services	(5,975)	(10,561)	(11,224)	(8,350)	(8,724)
Gross profit	2,953	10,844	7,458	3,902	4,127
SG&A	(1,213)	(1,469)	(1,775)	(1,678)	(1,761)
EBIT	1,741	9,374	5,683	2,223	2,367
Interest expense	(132)	(151)	(119)	(119)	(157)
Other income/exp.	93	129	97	104	109
EBT	1,702	9,352	5,661	2,208	2,319
Corporate tax	(313)	(1,846)	(1,019)	(409)	(464)
After-tax net profit (loss)	1,389	7,505	4,642	1,799	1,854
Minority interest	(163)	(661)	(406)	(176)	(181)
Equity earnings from affiliates	3	2	2	2	2
Extra items	0	0	0	0	0
Net profit (loss)	1,229	6,846	4,237	1,625	1,676
Reported EPS	0.49	2.75	1.70	0.65	0.67
Fully diluted EPS	0.49	2.75	1.70	0.65	0.67
Core net profit	1,229	6,846	4,237	1,625	1,676
Core EPS	0.49	2.75	1.70	0.65	0.67
EBITDA	2,619	10,379	6,735	3,302	3,495
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	0.5	139.8	(12.7)	(34.4)	4.9
Gross margin (%)	33.1	50.7	39.9	31.8	32.1
EBITDA margin (%)	29.3	48.5	36.1	27.0	27.2
Operating margin (%)	19.5	43.8	30.4	18.1	18.4
Net margin (%)	13.8	32.0	22.7	13.3	13.0
Core profit margin (%)	13.8	32.0	22.7	13.3	13.0
ROA (%)	8.0	31.9	16.3	6.3	6.1
ROCE (%)	9.0	37.9	20.3	7.8	7.5
Asset turnover (x)	0.6	1.0	0.7	0.5	0.5
Current ratio (x)	0.7	2.7	3.1	3.6	3.2
Gearing ratio (x)	0.9	0.5	0.2	0.2	0.3
Interest coverage (x)	13.2	62.0	47.6	18.6	15.1
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	944	4,520	5,720	8,968	11,191
Accounts receivable	2,303	5,669	6,398	4,196	4,401
Inventory	250	437	522	342	359
PP&E-net	11,438	11,790	11,179	10,876	10,559
Other assets	1,593	3,968	1,879	1,863	1,865
Total assets	16,527	26,384	25,698	26,245	28,376
Accounts payable	565	893	1,061	789	825
ST debts & current portion	4,289	2,980	2,980	2,980	4,230
Long-term debt	2,946	3,979	1,000	1,000	1,000
Other liabilities	1,102	4,225	4,232	4,239	4,246
Total liabilities	8,901	12,078	9,273	9,008	10,301
Paid-up capital	2,494	2,494	2,494	2,494	2,494
Share premium	645	645	645	645	645
Retained earnings	3,838	9,946	12,064	12,877	13,715
Shareholders equity	6,885	12,980	15,098	15,911	16,749
Minority interests	742	1,326	1,326	1,326	1,326
Total Liab.&Shareholders' equity	16,527	26,384	25,698	26,245	28,376
CASH FLOW (Btm)					
Net income	1,229	6,846	4,237	1,625	1,676
Depreciation and amortization	782	874	953	973	1,018
Change in working capital	(807)	(4,205)	1,450	2,132	(182)
FX, non-cash adjustment & others	1,888	9,587	0	0	0
Cash flows from operating activities	1,863	6,256	6,640	4,730	2,511
Capex (Invest)/Divest	(2,671)	(743)	(342)	(670)	(700)
Others	74	(752)	(1)	0	0
Cash flows from investing activities	(2,597)	(1,495)	(343)	(670)	(700)
Debt financing (repayment)	1,786	(207)	(2,979)	0	1,250
Equity financing	0	0	0	0	0
Dividend payment	(574)	(821)	(2,119)	(813)	(838)
Others	74	(752)	(1)	0	0
Cash flows from financing activities	886	(1,185)	(5,097)	(813)	412
Net change in cash	151	3,576	1,200	3,248	2,224
Free cash flow (Btm)	(808)	5,513	6,298	4,060	1,811
FCF per share (Bt)	(0.3)	2.2	2.5	1.6	0.7
KEY ASSUMPTIONS					
Cash revenue to total revenue	64%	85%	68%	58%	58%
Social welfare revenue to total	36%	15%	32%	42%	42%
Revenue growth, Cash	-2%	219%	-30%	-44%	6%
Revenue growth, SSO	5%	0%	86%	-14%	3%

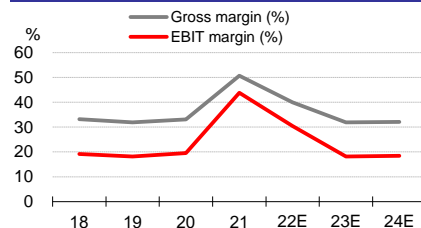
Revenue growth and asset turnover



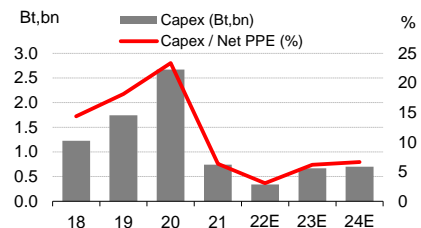
A/C receivable & A/C payable days



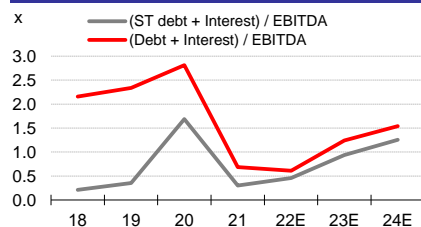
Profit margins



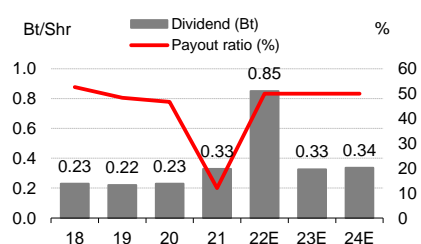
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



BCH: Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22
Revenue	4,313	7,959	6,816	7,087	5,523
Cost of sales and services	(2,318)	(3,689)	(2,935)	(3,890)	(3,487)
Gross profit	1,995	4,271	3,881	3,197	2,037
SG&A	(401)	(367)	(411)	(491)	(424)
EBIT	1,594	3,904	3,470	2,706	1,613
Interest expense	(35)	(40)	(48)	(48)	(39)
Other income/exp.	18	19	24	32	21
EBT	1,577	3,882	3,445	2,690	1,595
Corporate tax	(312)	(772)	(679)	(542)	(319)
After-tax net profit (loss)	1,266	3,111	2,766	2,148	1,276
Minority interest	(121)	(215)	(286)	(120)	(32)
Equity earnings from affiliates	1	0	1	1	0
Extra items	0	0	0	0	(100)
Net profit (loss)	1,146	2,896	2,480	2,028	1,144
Reported EPS	0.46	1.16	0.99	0.81	0.46
Fully diluted EPS	0.46	1.16	0.99	0.81	0.46
Core net profit	1,146	2,896	2,480	2,028	1,244
Core EPS	0.46	1.16	0.99	0.81	0.50
EBITDA	1,818	4,143	3,726	2,972	1,821

KEY RATIOS

Gross margin (%)	46.3	53.7	56.9	45.1	36.9
EBITDA margin (%)	42.2	52.1	54.7	41.9	33.0
Operating margin (%)	37.0	49.0	50.9	38.2	29.2
Net margin (%)	26.6	36.4	36.4	28.6	20.7
Core profit margin (%)	26.6	36.4	36.4	28.6	22.5
BV (Bt)	3.6	4.7	5.7	6.6	5.9
ROE (%)	57.0	109.7	76.4	54.1	33.7
ROA (%)	24.8	46.6	37.6	28.3	18.4
Current ratio (x)	1.3	1.5	1.7	1.7	1.7
Gearing ratio (x)	0.8	0.6	0.5	0.4	0.4
Interest coverage (x)	45.3	97.3	71.7	56.4	41.7

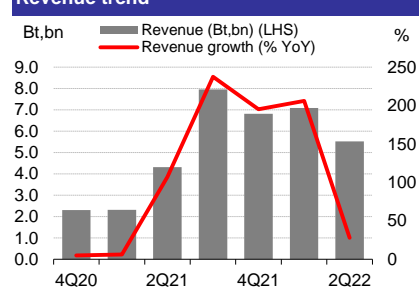
QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	1,627	2,288	5,256	4,173	1,618
Accounts receivable	3,181	6,573	5,669	7,093	4,148
Inventory	249	286	437	422	431
PP&E-net	11,455	11,533	11,790	11,929	11,597
Other assets	1,990	4,187	3,232	5,072	7,049
Total assets	18,503	24,867	26,384	28,688	24,842
Accounts payable	885	1,471	893	1,544	1,370
ST debts & current portion	2,059	2,324	2,980	3,519	2,707
Long-term debt	5,006	5,133	3,979	2,919	2,804
Other liabilities	1,665	4,317	4,225	4,273	3,218
Total liabilities	9,615	13,244	12,078	12,255	10,099
Paid-up capital	2,494	2,494	2,494	2,494	2,494
Share premium	649	650	651	652	653
Retained earnings	4,984	7,476	9,946	11,974	10,624
Shareholders' equity	8,043	10,559	12,980	14,994	13,593
Minority interests	845	1,064	1,326	1,439	1,150
Total Liab.&Shareholders' equity	18,503	24,867	26,384	28,688	24,842

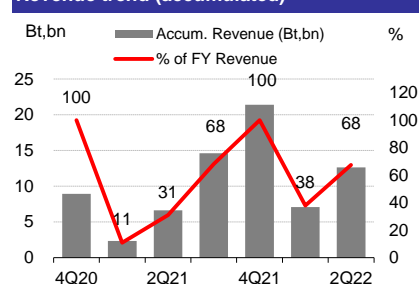
KEY STATS

Cash revenue to total revenue	83%	91%	14%	80%	54%
Social welfare revenue to total	17%	9%	86%	20%	46%
Revenue growth, YoY-- Cash	170%	398%	283%	272%	-16%
Revenue growth, YoY-- SSO	-4%	-18%	24%	81%	247%
Core margin change, YoY (%)	13%	19%	24%	-4%	-20%

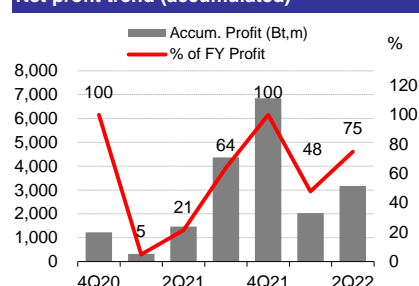
Revenue trend



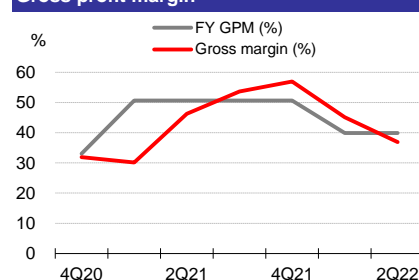
Revenue trend (accumulated)



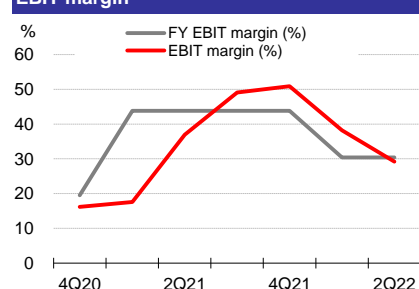
Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin



Company profile

Bangkok Chain Hospital Plc (BCH) is a private hospital operator. It was established in 1984 under the name of Kasemrad Hospital Co Ltd. Today it runs 11 hospitals in both Bangkok and the provinces under four brands—Karunvej Hospital, Kasemrad Hospital, Kasemrad International Hospital, and World Medical Hospital. BCH offers a range of specialist services.

Figure 1 : 2Q22 results

FY Ended 31 Dec (Btm)	2Q22	2Q21	YoY %	1Q22	QoQ %	6M22	6M21	YoY %	6M22 vs.
Income Statement									
Revenue	5,523	4,313	28	7,087	(22)	12,610	6,630	90	68
Cost of sales and services	(3,487)	(2,318)	50	(3,890)	(10)	(7,376)	(3,937)	87	66
EBITDA	1,821	1,818	0	2,972	(39)	4,794	2,510	91	71
EBIT	1,613	1,594	1	2,706	(40)	4,319	2,001	116	76
Interest expense	(39)	(35)	10	(48)	0	(87)	(63)	38	73
Other income/exp.	21	18	13	32	(35)	52	86	(39)	0
Equity earnings from affiliates	0	1	0	1	0	1	1	0	0
Extra items	(100)	0	0	0	0	(100)	0	0	0
EBT	1,595	1,577	1	2,690	(41)	4,284	2,024	112	76
Corporate tax	(319)	(312)	2	(542)	nm	(861)	(395)	118	0
Minority interest	(32)	(121)	nm	(120)	nm	(152)	(161)	0	0
Net profit (loss)	1,144	1,146	(0)	2,028	(44)	3,172	1,469	116	75
Reported EPS	0.46	0.46	(0)	0.81	(44)	1.27	0.59	116	75
Core net profit	1,244	1,146	9	2,028	(39)	3,272	1,469	123	77
Key ratios									
Gross margin (%)	36.9	46.3		45.1		41.5	40.6		
EBITDA margin (%)	33.0	42.2		41.9		38.0	37.9		
EBIT margin (%)	29.2	37.0		38.2		34.2	30.2		
Tax rate (%)	20.0	19.7		20.2		20.1	19.5		
Net margin (%)	20.7	26.6		28.6		25.2	22.2		
Current ratio (x)	1.7	1.3		nm		1.7	1.3		
Gearing ratio (x)	0.4	0.8		0.4		0.4	0.8		
Interest coverage (x)	41.7	45.3		56.4		49.8	31.9		
Balance Sheet									
Cash & Equivalent	1,618	1,627	(1)	4,173	(61)				
Total assets	24,842	18,503	34	28,688	(13)				
ST debts & current portion	2,707	2,059	31	3,519	(23)				
Long-term debt	2,804	5,006	(44)	2,919	(4)				
Total liabilities	10,099	9,615	5	12,255	(18)				
Retained earnings	10,624	4,984	113	11,974	(11)				
Shareholders equity	13,593	8,043	69	14,994	(9)				
Minority interests	1,150	845	36	1,439	(20)				
BV (Bt)	5.9	3.6	66	6.6	(10)				

- Healthcare revenue rose 28% YoY but dived 22% QoQ
- Healthcare GM slimmed back YoY and QoQ
- The SG&A/sales ratio declined 1.6% YoY but increased 0.7% QoQ
- Core profit was in line with our estimate and the consensus
- A low net gearing ratio

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

Figure 2 : Forecast changes

Btm	2022e			2023e		
	Old	New	% chg	Old	New	% chg
Core Revenue	15,359	18,682	22%	12,211	12,252	0%
Core Profit	3,380	4,237	25%	1,618	1,625	0%
Core EPS	1.36	1.70	25%	0.65	0.65	0%
Net profit (Btm)	3,380	4,237	25%	1,618	1,625	0%
DPS	0.68	0.85	25%	0.32	0.33	0%
Dividend yield	3.4%	4.3%	0.9%	1.6%	1.6%	0.0%
Gross margin	39.0%	39.9%	0.9%	31.8%	31.8%	0.0%
SG&A/sale	9.5%	9.5%	0.0%	13.7%	13.7%	0.0%
Core margin	22.0%	22.7%	0.7%	13.3%	13.3%	0.0%

Sources: Company data and Bualuang Securities Research

Bualuang Securities Public Company Limited

DISCLAIMER

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.

ADVANC	AEONTS	AMATA	AOT	BDMS	BH	CBG	CENTEL	CPALL	DTAC	EGCO	GLOBAL	GPSC	IRPC	KBANK
KCE	KTC	MINT	PTG	PTT	PTTEP	PTTGC	SCB	SPRC	TASCO	TOP	WHA	ESSO	CKP	STA
BGRIM	GULF	MTC	AWC	TCAP	CRC	CPF	CPN	HANA	HMPRO	I/L	OSP	SAWAD	THANI	BANPU
BCH	BTS	CK	SCC	STEC	TISCO	TRUE	TU	INTUCH	RATCH	VGI	SCGP	TQM	COM7	DOHOME
JMT	CHG	TMB	BAM	BCP	BCPG	AP	KTG	KKP	OR	BEM	GUNKUL	LH	EA	SPALI
RBF	EPG	STGT	MAJOR	MEGA	ACE	JMART	BEC	SYNEX	QH	BLA	KEX	RCL	SINGER	SIRI
STARK	TDLOR	TTA	RS	FORTH	PSL	TIPH								

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

90 – 100
80 – 89
70 – 79
60 – 69
50 – 00359
Below 50

Score Range






No logo given

Description

Excellent
Very Good
Good
Satisfactory
Pass
N/A

Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors

- companies that have **declared** their intention to join CAC, and
- companies **certified** by CAC.

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 IOD survey 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, Bualuang Securities Public Company Limited neither confirms, verifies, nor certifies the accuracy and 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.

IMPORTANT DISCLOSURES FOR U.S. PERSONS

This research report was prepared by Bualuang Securities Public Company Limited ("BLS"). BLS is not a registered broker-dealer in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended (the "Exchange Act").

Under no circumstances should any recipient of this research report effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments through BLS. Rosenblatt Securities Inc. accepts responsibility for the contents of this research report, subject to the terms set out below, to the extent that it is delivered to a U.S. person other than a major U.S. institutional investor.

The analyst whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with the Financial Industry Regulatory Authority ("FINRA") and may not be an associated person of Rosenblatt Securities Inc. and, therefore, may not be subject to applicable restrictions under FINRA Rules on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account.

Additional Disclosures

This research report is for distribution only under such circumstances as may be permitted by applicable law. This research report has no regard to the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any specific recipient, even if sent only to a single recipient. This research report is not guaranteed to be a complete statement or summary of any securities, markets, reports or developments referred to in this research report. Neither BLS nor any of its directors, officers, employees or agents shall have any liability, however arising, for any error, inaccuracy or incompleteness of fact or opinion in this research report or lack of care in this research report's preparation or publication, or any losses or damages which may arise from the use of this research report.

BLS may rely on information barriers, such as "Chinese Walls" to control the flow of information within the areas, units, divisions, groups, or affiliates of BLS.

Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the U.S. Securities and Exchange Commission. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the United States.

The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Past performance is not necessarily a guide to future performance and no representation or warranty, express or implied, is made by BLS with respect to future performance. Income from investments may fluctuate. The price or value of the investments to which this research report relates, either directly or indirectly, may fall or rise against the interest of investors. Any recommendation or opinion contained in this research report may become outdated as a consequence of changes in the environment in which the issuer of the securities under analysis operates, in addition to changes in the estimates and forecasts, assumptions and valuation methodology used herein.

No part of the content of this research report may be copied, forwarded or duplicated in any form or by any means without the prior consent of BLS and BLS accepts no liability whatsoever for the actions of third parties in this respect.