

## บ้านปู

Energy  
(Mining)  
Neutral

### ราคาถ่านหินอ่อนตัวต่อเนื่อง แต่ผลกระทบต่อราคาหุ้นจำกัด

**ประเด็นการลงทุน :** เรายังคงแนะนำ ซื้อ หุ้น BANPU แต่เราลดความมั่นใจที่ว่าราคาหุ้นจะปรับตัวดีกว่าตลาดในครึ่งปีหลังตามที่เราเคยคาดไว้ เนื่องจากสต็อกถ่านหินที่ยังมีมากในกลุ่มผู้ผลิตไฟฟ้าเอกชนของจีน จึงยากที่จะหาปัจจัยมาผลักดันราคาถ่านหินให้เพิ่มขึ้นตลอดปีนี้ อย่างไรก็ตาม การขยายอย่างหนักในช่วงก่อนหน้าทำให้มูลค่าหุ้นสะท้อนปัจจัยเชิงลบดังกล่าวไปพอสมควร เราคาดว่าแนวโน้มราคาหุ้น BANPU จะเคลื่อนไหวแบบ sideways จนกว่าอุปสงค์จะกลับมาฟื้นตัวเนื่องจากการลดสต็อกถ่านหินในจีน จากการที่เราปรับลดประมาณการกำไรสุทธิลง เราจึงปรับลดราคาเป้าหมายของปี 2555 จาก 700บาทต่อหุ้นลงมาอยู่ที่ 608 บาทต่อหุ้น

**แนวโน้มราคาถ่านหินยังคงอ่อนตัว :** แม้ว่าราคาถ่านหินจะตกลงอย่างรุนแรงตั้งแต่ต้นปี (ในขณะนี้ลดลงต่ำกว่าต้นทุนการผลิตของผู้ประกอบการรายสุดท้าย) MS เชื่อว่าแนวโน้มของราคาถ่านหินจะยังคงถูกกดดันจนกว่าจะมีการตอบสนองต่ออุปทานที่ล้นตลาด ภายใต้ความน่าจะเป็นของราคาถ่านหินนิวคาสเซิลในกรณีที่เกิดตลาดอยู่ในช่วงขาขึ้นและขาลงตามประมาณการของ MS เราประมาณการราคาถ่านหินในปี 2556 และ 2557 อยู่ที่ 103 เหรียญต่อตัน และ 107 เหรียญต่อตัน

**ราคาถ่านหินอ่อนตัวต่อเนื่อง-สต็อกถ่านหินของจีนสูงสุดในช่วง 3 ปี :** สต็อกถ่านหินของผู้ผลิตไฟฟ้าเอกชนในจีนยังคงสูงอย่างต่อเนื่อง ซึ่งนับว่าเป็นระดับที่สูงที่สุดหลังจากช่วงวิกฤตปี 2551-52 การสต็อกถ่านหินนี้เนื่องมาจากส่วนต่างราคาเพิ่มขึ้นระหว่างราคาในประเทศและต่างประเทศ ซึ่งส่งผลให้จีนเริ่มการกักตุนถ่านหิน แม้ว่าจีนกำลังเข้าสู่ช่วงที่อุปสงค์สูงสุดในเดือน ก.ค. - ส.ค. การลดสต็อกถ่านหินจึงยังไม่น่าจะเกิดขึ้นได้รวดเร็วในส่วนต่างราคายังคงสูงอยู่

**ปรับลดประมาณการ แต่ปริมาณการผลิตที่เพิ่มขึ้นจะช่วยลดผลกระทบต่อกำไร:** จากการที่เรามิมองเชิงลบต่อแนวโน้มราคาถ่านหินในช่วงครึ่งปีหลัง รวมทั้งการปรับตัวของราคาถ่านหินที่ต่ำกว่าที่คาดไว้ตั้งแต่ต้นปี เราจึงปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2555 ลง 13% มาอยู่ที่ 11,848 ล้านบาท กอปรกับประมาณการใหม่ของราคาถ่านหิน เป็นผลให้เราปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2556-57 ลง 27% และ 28% ตามลำดับ มาอยู่ที่ 10,733 ล้านบาท และ 13,371 ล้านบาท อย่างไรก็ตาม เราคาดช่วงประมาณการกำไรสุทธิจะแกว่งตัวอยู่ที่ -25% ถึง +32% จากสถานการณ์จำลองในกรณีที่ตลาดอยู่ในช่วงขาขึ้นและขาลงตามประมาณการของ MS

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**  
เป้าหมายพื้นฐาน: 608.00 บาท  
ราคา (29/06/12): 448.00 บาท

#### Key Ratios & Statistics

Market cap	Bt121.74bn		
12-mth price range	Bt491.75/Bt764.50		
3-mth avg daily volume	Bt909.71m		
# of shares (m)	271.7		
Est. free float (%)	83.6		
Foreign limit (%)	40.0		
<b>Share price perf. (%)</b>	<b>1M</b>	<b>3M</b>	<b>12M</b>
Relative to SET	(7.1)	(24.4)	(50.0)
Absolute	(5.5)	(27.0)	(37.4)

#### Financial summary

FY Ended 31 Dec	2011	2012E	2013E	2014E
Revenues (Btm)	112,404	86,707	73,855	76,317
Net profit (Btm)	20,060	11,848	10,733	13,371
EPS (Bt)	73.82	43.60	39.49	49.20
BLS/Consensus (x)	n.m.	0.77	0.62	0.73
EPS growth (%)	-18.9%	-40.9%	-9.4%	+24.6%
Core profit (Btm)	11,993	11,848	10,733	13,371
Core EPS (Bt)	44.13	43.60	39.49	49.20
Core EPS growth (%)	+12.7%	-1.2%	-9.4%	+24.6%
PER (x)	6.1	10.3	11.3	9.1
Core PER (x)	10.2	10.3	11.3	9.1
EV/EBITDA (x)	6.5	6.3	6.6	5.6
PBV (x)	1.4	1.3	1.2	1.1
Dividend (Bt)	21.00	13.08	11.85	14.76
Dividend yield (%)	4.7	2.9	2.6	3.3
ROE (%)	29.3	15.1	12.6	14.3
Net gearing (x)	0.7	0.5	0.3	0.1

CG Rating - 2008

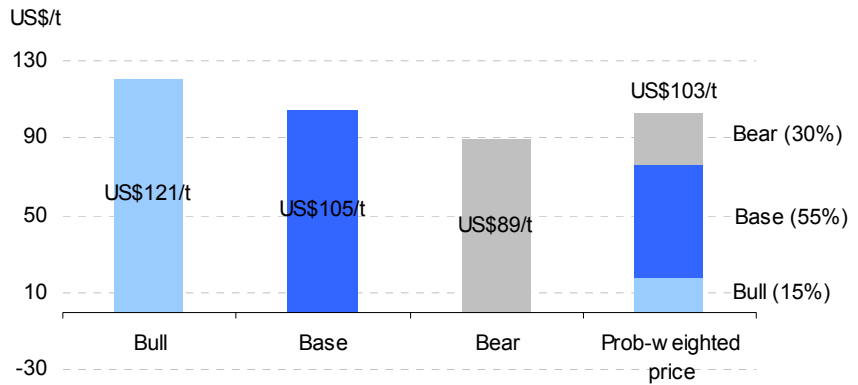


#### Company profile

BANPU is a leading coal-based energy player in the Asia-Pacific with operations in Thailand, Indonesia, China and Australia. It has also diversified into power project development in Thailand. At YE11 it had total proved reserves of 695m tonnes and sold 45.9m tonnes last year. In the power business, BANPU owns and operates a 1,434MW coal-fired IPP in Thailand and three coal-fired Combined Heat and Power (CHP) plants in China with a total power capacity of 248MW and steam capacity of 808tph. The firm also has a 40% stake in the 1,800MW lignite-fueled Hong Sa project in Laos (commercial start-up is slated for 2015).

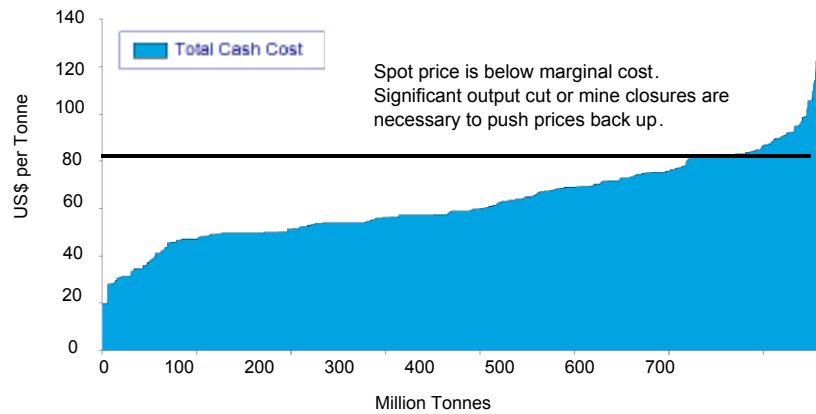
**ราคาสะท้อนอะไร? แนวโน้มจากผลกระทบที่จำกัด :** แม้ว่าจะมีแนวโน้มที่ไม่ดีนัก จากการที่ราคาหุ้น BANPU ลดลง 37% จากช่วงพีคในเดือนก.พ. และการที่ราคาหุ้นปรับตัวต่ำกว่าเมื่อเทียบกับดัชนี NEWC และหุ้นถ่านหินในภูมิภาค ซึ่งให้เห็นว่าความเสี่ยงจากการลดลงของราคาหุ้นนั้นมีจำกัด ในขณะที่หุ้นมีการซื้อขายอยู่ที่ค่าเฉลี่ยระยะยาวของ PER และคิดเป็นราคาถ่านหินระยะยาวที่ อยู่เพียง 83 เหรียญต่อดัน ใกล้เคียงกับระดับต้นทุนการผลิตของผู้ประกอบการรายสุดท้าย

**Figure 1: MS's Newcastle thermal coal price for 2013: bear-, bull- and base-case and probability weightings**



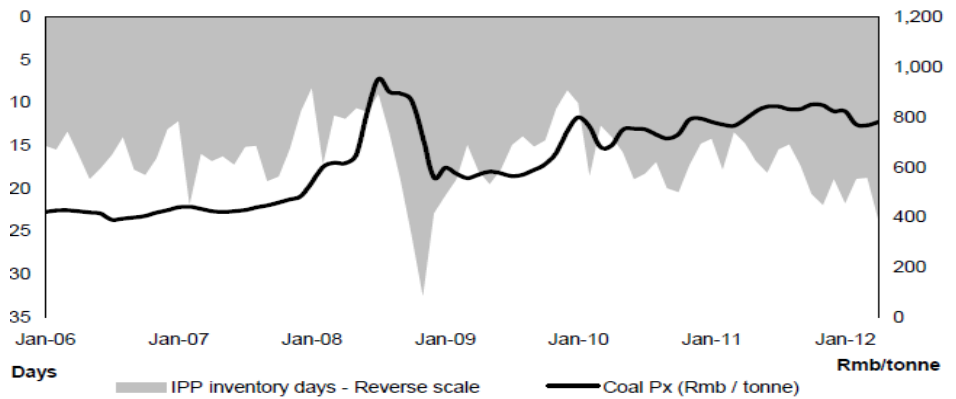
Sources: Morgan Stanley Research

**Figure 2: The thermal spot price is now below the production cost of marginal operators**



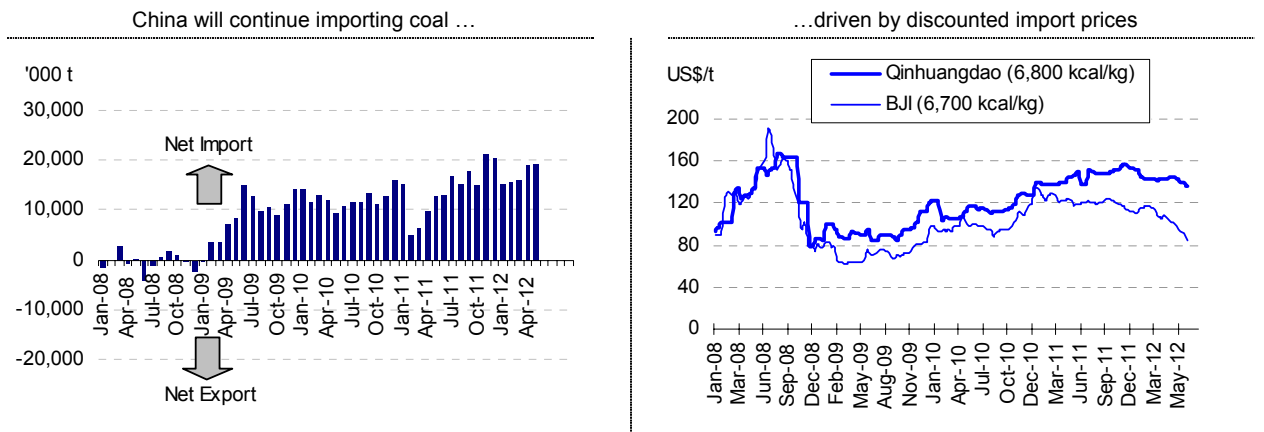
Source: Morgan Stanley Research

**Figure 3: China coal inventory creeping up toward the 2008/09 crisis level**



Source: Morgan Stanley Research

**Figure 4: China will continue importing coal, as the prices of imported equivalent calorific value coal are lower**



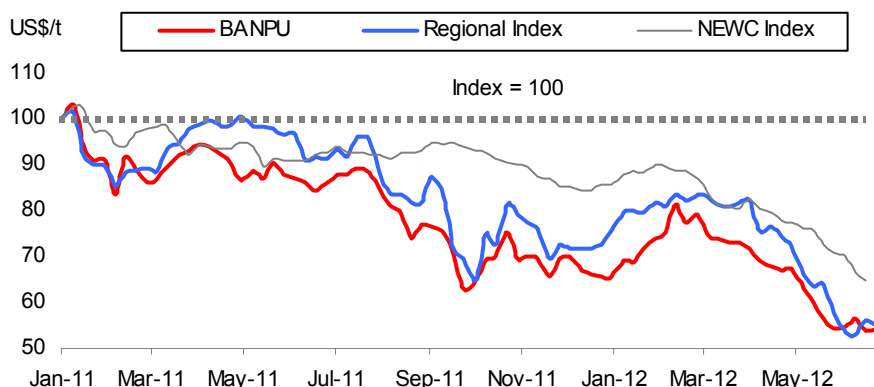
Sources: Bloomberg, Bualuang Research

**Figure 5: A modest earnings swing of -25%/+32% on our FY12 forecast, based on bear- and bull-case scenarios**

	Base	Bear		Prob-weighted price		Bull		% Chg Bear		% Chg Bull	
		2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E
NWIC (US\$/t)	100	89	97	103	107	121	116	-14%	-9%	+17%	+8%
ASP (US\$/t)	100	81	75	86	85	91	97	-5%	-12%	+6%	+14%
NP (Btm)	11,848	8,005	10,086	10,733	13,371	14,214	16,883	-25%	-25%	+32%	+26%
EPS (Bt/s)	43.60	29.46	37.11	39.49	49.20	52.31	62.13	-25%	-25%	+32%	+26%
DCF (Bt/s)		575		608		643		-5%		+6%	

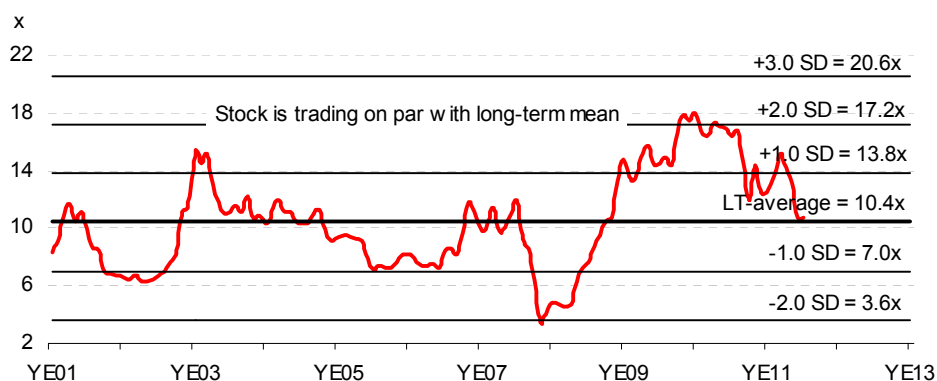
Sources: Morgan Stanley Research, Bualuang Research estimates

**Figure 6: BANPU's share price performance versus the Newcastle Index and regional coal counters**



Sources: Bloomberg, Bualuang Research

**Figure 7: BANPU's P/E Band versus SD**



Sources: Company data, Bloomberg, Bualuang Research

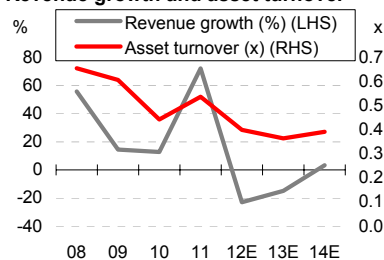
**Figure 8: Sector comparisons**

	Bloomberg Code	Price (local curr.)	Market Cap (US\$ equivalent)	PER (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div Yield (%)	
				FY12	FY13	FY12	FY13	FY12	FY13	FY12	FY13	FY12	FY13
Rio Tinto Ltd	RIO AU	AUD56.50	90,394.50	6.4	6.6	+23.8	-3.4	1.4	1.2	22.8	18.6	3.1	3.3
PT Bumi Resources	BUMI IJ	IDR1,110.00	2,453.03	4.1	2.8	+35.0	+48.1	1.0	1.1	31.0	41.6	9.0	7.2
Shenhua Energy	1088 HK	HKD27.05	70,188.37	9.9	9.1	+11.6	+8.0	1.8	1.6	19.9	18.9	4.0	4.1
Yanzhou Coal Mining	1171 HK	HKD11.98	11,865.49	6.2	5.6	+8.2	+10.8	1.0	0.9	16.9	15.4	4.8	4.4
PT Tambang Batubara Bukit	PTBA IJ	IDR14,650.00	3,591.01	8.0	7.5	+17.5	+6.4	2.8	2.5	37.3	36.0	6.1	6.9
Indo Tambangraya	ITMG IJ	IDR35,950.00	4,321.36	7.1	6.8	+9.6	+4.8	2.9	2.6	43.4	39.1	9.5	10.8
BANPU	BANPU TB	Id448.00	3,833.22	10.3	11.3	-40.9	-9.4	1.3	1.2	15.1	12.6	2.9	2.6
<b>Simple average</b>				<b>7.4</b>	<b>7.1</b>	<b>+9.3</b>	<b>+9.3</b>	<b>1.7</b>	<b>1.6</b>	<b>26.6</b>	<b>26.0</b>	<b>5.6</b>	<b>5.6</b>

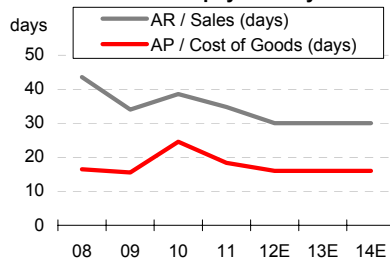
Note: Prices as at 29/06/12

Sources: Company, Bualuang estimates/Research, Reuters

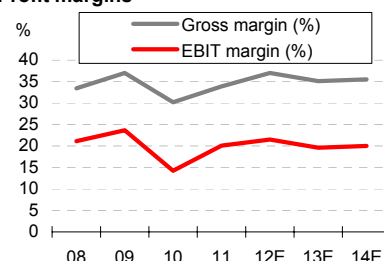
### Revenue growth and asset turnover



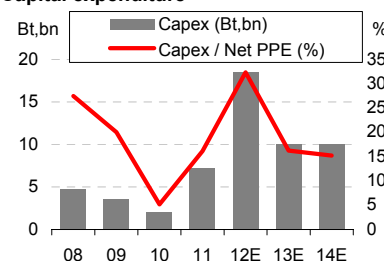
### A/C receivable & A/C payable days



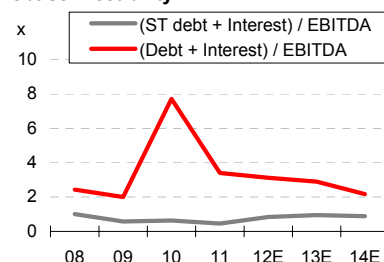
### Profit margins



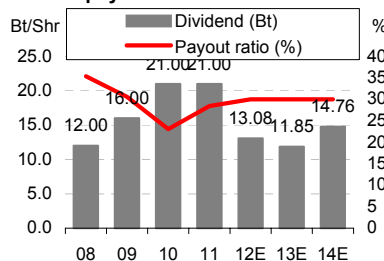
### Capital expenditure



### Debt serviceability



### Dividend payout



### Financial tables

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>PROFIT &amp; LOSS (Btm)</b>					
Revenue	65,285	112,404	86,707	73,855	76,317
Cost of sales and services	(45,566)	(74,330)	(54,611)	(47,936)	(49,199)
<b>Gross profit</b>	<b>19,720</b>	<b>38,074</b>	<b>32,096</b>	<b>25,919</b>	<b>27,118</b>
SG&A	(10,428)	(15,477)	(13,440)	(11,448)	(11,829)
<b>EBIT</b>	<b>9,292</b>	<b>22,597</b>	<b>18,656</b>	<b>14,471</b>	<b>15,288</b>
Interest expense	(1,981)	(3,396)	(4,327)	(3,706)	(2,995)
Other income/exp.	1,996	1,322	434	369	382
<b>EBT</b>	<b>9,307</b>	<b>20,523</b>	<b>14,763</b>	<b>11,135</b>	<b>12,675</b>
Corporate tax	(3,733)	(8,506)	(4,429)	(3,341)	(3,802)
<b>After-tax net profit (loss)</b>	<b>5,574</b>	<b>12,017</b>	<b>10,334</b>	<b>7,795</b>	<b>8,872</b>
Minority interest	(1,987)	(5,338)	(4,413)	(3,624)	(3,751)
Equity earnings from affiliates	6,117	1,939	5,926	6,562	8,250
Extra items	15,024	11,442	0	0	0
<b>Net profit (loss)</b>	<b>24,728</b>	<b>20,060</b>	<b>11,848</b>	<b>10,733</b>	<b>13,371</b>
Reported EPS	91.00	73.82	43.60	39.49	49.20
Fully diluted EPS	91.00	73.82	43.60	39.49	49.20
<b>Core net profit</b>	<b>10,645</b>	<b>11,993</b>	<b>11,848</b>	<b>10,733</b>	<b>13,371</b>
Core EPS	39.17	44.13	43.60	39.49	49.20
<b>EBITDA</b>	<b>11,995</b>	<b>28,827</b>	<b>27,278</b>	<b>23,327</b>	<b>24,283</b>

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>KEY RATIOS</b>					
Revenue growth (%)	12.8	72.2	(22.9)	(14.8)	3.3
Gross margin (%)	30.2	33.9	37.0	35.1	35.5
EBITDA margin (%)	18.4	25.6	31.5	31.6	31.8
Operating margin (%)	14.2	20.1	21.5	19.6	20.0
Net margin (%)	37.9	17.8	13.7	14.5	17.5
Core profit margin (%)	16.3	10.7	13.7	14.5	17.5
ROA (%)	16.8	9.6	5.5	5.3	6.9
ROCE (%)	20.1	11.7	6.6	6.3	8.2
Asset turnover (x)	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
Current ratio (x)	1.8	1.7	1.4	1.4	1.5
Gearing ratio (x)	1.3	1.1	0.9	0.6	0.4
Interest coverage (x)	4.7	6.7	4.3	3.9	5.1

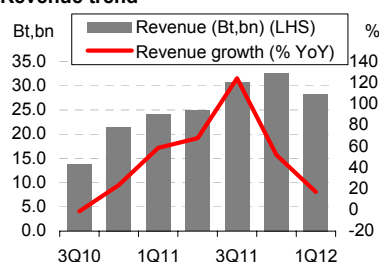
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>BALANCE SHEET (Btm)</b>					
<b>Cash &amp; Equivalent</b>	<b>16,980</b>	<b>29,523</b>	<b>29,365</b>	<b>31,834</b>	<b>35,680</b>
Accounts receivable	6,898	10,699	7,127	6,070	6,273
Inventory	4,118	5,976	3,741	3,283	3,370
PP&E-net	40,431	44,595	57,434	61,709	65,977
Other assets	125,172	134,217	111,161	93,842	81,848
<b>Total assets</b>	<b>193,598</b>	<b>225,010</b>	<b>208,826</b>	<b>196,738</b>	<b>193,147</b>
Accounts payable	3,068	3,736	2,394	2,101	2,157
ST debts & current portion	5,670	9,830	18,463	18,463	18,463
Long-term debt	84,959	84,982	62,359	45,545	31,338
Other liabilities	30,189	37,807	31,430	29,271	29,679
<b>Total liabilities</b>	<b>123,885</b>	<b>136,355</b>	<b>114,646</b>	<b>95,380</b>	<b>81,638</b>
Paid-up capital	2,717	2,717	2,717	2,717	2,717
Share premium	5,058	5,058	5,058	5,058	5,058
Retained earnings	53,201	68,115	73,639	80,818	90,969
<b>Shareholders equity</b>	<b>60,977</b>	<b>75,891</b>	<b>81,415</b>	<b>88,593</b>	<b>98,745</b>
Minority interests	8,737	12,765	12,765	12,765	12,765
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>193,598</b>	<b>225,010</b>	<b>208,826</b>	<b>196,738</b>	<b>193,147</b>

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>CASH FLOW (Btm)</b>					
Net income	30,448	33,904	11,848	10,733	13,371
Depreciation and amortization	2,703	6,230	8,622	8,855	8,995
Change in working capital	(2,818)	(10,963)	1,844	940	(185)
FX, non-cash adjustment & others	(22,011)	(7,843)	(3,525)	(3,120)	(3,240)
<b>Cash flows from operating activities</b>	<b>8,323</b>	<b>21,328</b>	<b>18,790</b>	<b>17,408</b>	<b>18,941</b>
Capex (Invest)/Divest	(2,081)	(7,192)	(18,553)	(10,010)	(10,022)
Others	(47,533)	5,775	19,301	15,441	12,353
<b>Cash flows from investing activities</b>	<b>(49,614)</b>	<b>(1,418)</b>	<b>748</b>	<b>5,431</b>	<b>2,330</b>
Debt financing (repayment)	48,591	448	(13,989)	(16,815)	(14,206)
Equity financing	100	0	0	0	0
Dividend payment	(5,659)	(8,181)	(5,707)	(3,554)	(3,220)
Others	0	0	0	0	0
<b>Cash flows from financing activities</b>	<b>43,032</b>	<b>(7,733)</b>	<b>(19,696)</b>	<b>(20,369)</b>	<b>(17,426)</b>
Net change in cash	1,741	12,177	(158)	2,470	3,845
<b>Free cash flow (Btm)</b>	<b>6,241</b>	<b>14,135</b>	<b>236</b>	<b>7,398</b>	<b>8,919</b>
<b>FCF per share (Bt)</b>	<b>22.97</b>	<b>52.02</b>	<b>0.87</b>	<b>27.22</b>	<b>32.82</b>

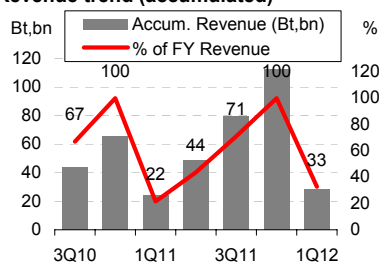
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>Key assumptions</b>					
Bt/US\$ - average	32.00	31.84	31.40	29.80	29.80
BJI (US\$/t)	95.00	130.00	100.00	103.00	107.00
Indonesian ASP (US\$/t)	74.76	96.80	100.32	85.64	85.30
CEY ASP (US\$/t)	63.30	70.20	68.98	69.97	73.54
Indonesian tonnage sales (mt)	22.32	24.00	26.00	27.00	28.00
CEY tonnage sales (mt)	13.80	15.00	16.00	16.50	18.00

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

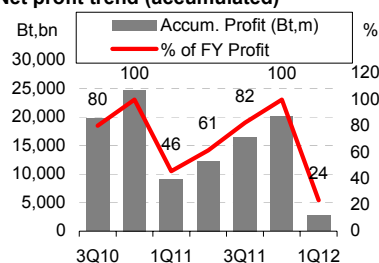
## Revenue trend



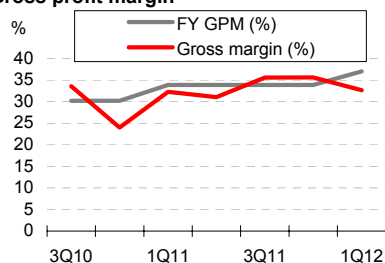
## Revenue trend (accumulated)



## Net profit trend (accumulated)



## Gross profit margin



## QUARTERLY PROFIT &amp; LOSS (Btm)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
Revenue	24,178	24,888	30,685	32,653	28,310
Cost of sales and services	(16,374)	(17,163)	(19,775)	(21,019)	(19,067)
<b>Gross profit</b>	<b>7,804</b>	<b>7,725</b>	<b>10,910</b>	<b>11,634</b>	<b>9,243</b>
SG&A	(3,648)	(3,205)	(3,506)	(5,119)	(4,317)
<b>EBIT</b>	<b>4,157</b>	<b>4,520</b>	<b>7,405</b>	<b>6,515</b>	<b>4,926</b>
Interest expense	(771)	(852)	(842)	(931)	(912)
Other income/exp.	171	291	291	569	278
<b>EBT</b>	<b>3,557</b>	<b>3,959</b>	<b>6,854</b>	<b>6,153</b>	<b>4,291</b>
Corporate tax	(3,187)	(1,216)	(2,205)	(1,897)	(1,724)
<b>After-tax net profit (loss)</b>	<b>370</b>	<b>2,743</b>	<b>4,649</b>	<b>4,256</b>	<b>2,567</b>
Minority interest	(810)	(1,180)	(1,656)	(1,691)	(1,193)
Equity earnings from affiliates	503	800	843	(207)	567
Extra items	9,101	799	372	1,171	843
<b>Net profit (loss)</b>	<b>9,163</b>	<b>3,161</b>	<b>4,208</b>	<b>3,528</b>	<b>2,785</b>
Reported EPS	33.72	11.63	15.48	12.98	10.25
Fully diluted EPS	33.72	11.63	15.48	12.98	10.25
<b>Core net profit</b>	<b>2,062</b>	<b>2,362</b>	<b>3,836</b>	<b>2,358</b>	<b>1,942</b>
Core EPS	7.59	8.69	14.12	8.68	7.15
<b>EBITDA</b>	<b>5,602</b>	<b>6,207</b>	<b>8,781</b>	<b>8,237</b>	<b>6,345</b>

## KEY RATIOS

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
Gross margin (%)	32.3	31.0	35.6	35.6	32.7
EBITDA margin (%)	23.2	24.9	28.6	25.2	22.4
Operating margin (%)	17.2	18.2	24.1	20.0	17.4
Net margin (%)	37.9	12.7	13.7	10.8	9.8
Core profit margin (%)	8.5	9.5	12.5	7.2	6.9
BV (Bt)	281.77	296.76	296.65	326.24	335.26
ROE (%)	56.9	18.3	23.9	19.3	14.5
ROA (%)	18.6	6.2	8.2	6.6	5.0
Current ratio (x)	1.6	2.3	2.1	1.7	1.8
Gearing ratio (x)	1.2	1.1	1.1	1.1	1.0
Interest coverage (x)	5.4	5.3	8.8	7.0	5.4

## QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
<b>Cash &amp; Equivalent</b>	<b>15,153</b>	<b>30,185</b>	<b>31,167</b>	<b>29,523</b>	<b>31,892</b>
Accounts receivable	8,118	9,821	10,852	10,699	8,580
Inventory	3,084	4,597	5,314	5,976	6,244
PP&E-net	40,593	42,214	41,127	44,595	45,245
Other assets	133,253	118,988	116,803	134,217	130,673
<b>Total assets</b>	<b>200,202</b>	<b>205,806</b>	<b>205,262</b>	<b>225,010</b>	<b>222,635</b>
Accounts payable	2,276	3,817	1,892	3,736	2,614
ST debts & current portion	20,115	5,470	5,440	9,830	10,392
Long-term debt	70,224	83,958	81,096	84,982	84,616
Other liabilities	31,017	31,916	36,219	37,807	33,905
<b>Total liabilities</b>	<b>123,632</b>	<b>125,162</b>	<b>124,648</b>	<b>136,355</b>	<b>131,527</b>
Paid-up capital	2,717	2,717	2,717	2,717	2,717
Share premium	5,058	5,058	5,058	5,058	5,058
Retained earnings	59,976	62,733	62,521	68,115	69,722
<b>Shareholders equity</b>	<b>67,752</b>	<b>70,508</b>	<b>70,297</b>	<b>75,891</b>	<b>77,498</b>
Minority interests	8,817	10,136	10,317	12,765	13,610
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>200,202</b>	<b>205,806</b>	<b>205,262</b>	<b>225,010</b>	<b>222,635</b>

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

## 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.

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 base 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.

Score Range	Number of Logo	Description
90 – 100		Excellent
80 – 89		Very Good
70 – 79		Good
60 – 69		Satisfactory
50 – 59		Pass
Below 50	No logo given	N/A

## 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.