

## เจริญโภคภัณฑ์อาหาร

Foods  
Neutral

ราคาหุ้นสะท้อนกำไรสุทธิไตรมาส 2/55  
ที่มีแนวโน้มลดลงไปแล้ว

**ประเด็นการลงทุน:** หลังจากเข้าร่วมประชุมนักวิเคราะห์คาดการณ์ผลประกอบการไตรมาส 2/55 เรายังคงมุมมองเดิมว่ากำไรหลักไตรมาส 2/55 มีแนวโน้มลดลง YoY แต่เพิ่มขึ้น QoQ เราคิดว่าตลาดรับรู้ผลประกอบการไตรมาส 2/55 ที่คาดว่าจะออกมาแย่ไปแล้ว ซึ่งสะท้อนไปแล้วในราคาหุ้น ณ ปัจจุบัน ประเด็นที่ตลาดจะให้ความสนใจถัดไปได้แก่ การฟื้นตัวของผลประกอบการช่วงครึ่งปีหลังซึ่งจะได้รับปัจจัยหนุนมาจากผลการดำเนินงานธุรกิจเนื้อสัตว์ในประเทศและผลการดำเนินงานธุรกิจต่างประเทศที่ฟื้นตัว เราคาดว่าผู้ประกอบการไก่ส่งออกจะเริ่มส่งออกไก่สดแช่แข็งไปยังฮิยู่ในช่วงปลายไตรมาส 3/55 (ซึ่งก่อนหน้านี้เราใช้สมมติฐานว่าจะส่งออกไปยังฮิยู่ได้ตั้งแต่วันที่ 1 ก.ค. 2555 โดยทันที) เรายังคงคำแนะนำซื้อ จากเหตุผลได้แก่ ผลกำไรสุทธิครึ่งปีหลังที่มีแนวโน้มแข็งแกร่งมากขึ้น และความเป็นไปได้สำหรับดีลการเข้าซื้อกิจการใหม่ในช่วงครึ่งปีหลัง

**คาดการณ์กำไรสุทธิไตรมาส 2/55 ลดลง YoY:** เราคาดว่ากำไรสุทธิไตรมาส 2/55 ที่ 3.84 พันล้านบาท หรือลดลง 21% YoY และ 68% QoQ หากไม่รวมรายการพิเศษกำไรหลักปรับลดลง 34% YoY แต่เพิ่มขึ้น 25% QoQ กำไรหลักที่ลดลงเนื่องจาก 1) ผลประกอบการของธุรกิจเนื้อสัตว์ในประเทศและธุรกิจต่างประเทศที่แยลง 2) ความเป็นไปได้ของการรับรู้ผลขาดทุนที่เกิดขึ้นจริงเพิ่มขึ้นจากพันธุ์สัตว์ในประเทศเวียดนาม 3) ดอกเบี้ยจ่ายที่เพิ่มขึ้น ส่วนกำไรหลักที่เพิ่มขึ้น QoQ เนื่องจากผลการดำเนินงานธุรกิจเนื้อสัตว์ในประเทศที่ปรับตัวดีขึ้น ธุรกิจต่างประเทศโดยเฉพาะอินเดีย มาเลเซียและตุรกีมีแนวโน้มรายงานผลการดำเนินงานที่แยลง YoY

**ราคาไก่ในประเทศอ่อนตัวลงอีกครั้งในเดือนก.ค.:** ราคาไก่ในประเทศที่ปรับตัวลดลงเหลือ 35 บาท/กก.ในเดือนก.ค. เป็นผลมาจากการดัมพ์อุปทานไก่เข้าสู่ตลาดในประเทศของบริษัทสหฟาร์ม ซึ่งเป็นหนึ่งในผู้ประกอบการส่งออกไก่รายใหญ่ของไทย เนื่องจากแผนที่จะส่งออกไก่สดแช่แข็งไปยังฮิยู่มีความล่าช้าออกไปจากเดิมอันเนื่องมาจากกฎและระเบียบใหม่ของฮิยู่ซึ่งกำหนดให้เริ่มนับวันที่เป็นลูกเจี๊ยบคือวันที่ 1 ก.ค. นั้นหมายถึงจะสามารถส่งออกไปยังฮิยู่ได้ต้องรอจนกว่าลูกเจี๊ยบโตเป็นไก่เตรียมพร้อมเข้าโรงเชือดซึ่งจะครบกำหนดวงจรเลี้ยงในอีก 45-60 วัน) ดังนั้นเราคาดว่าผู้ประกอบการส่งออกไก่ไทยจะสามารถเริ่มส่งออกไปยังฮิยู่ได้ตั้งแต่วงกลางเดือนส.ค.หรือตั้งแต่ต้นเดือนก.ย. 2555 เป็นต้นไป

## BUALUANG RESEARCH

ประสิทธิ์ สุจิรวรกุล  
+662 618 1000

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**  
เป้าหมายพื้นฐาน: 44.00 บาท  
ราคา (11/07/12): 36.50 บาท

### Key Ratios & Statistics

Market cap	Bt282.62bn		
12-mth price range	Bt24.50/Bt38.50		
3-mth avg daily volume	Bt1,083.06m		
# of shares (m)	6,656.2		
Est. free float (%)	47.7		
Foreign limit (%)	40.0		
<b>Share price perf. (%)</b>	<b>1M</b>	<b>3M</b>	<b>12M</b>
Relative to SET	(8.3)	(6.4)	13.2
Absolute	(3.9)	(2.7)	27.0

### Financial summary

FY Ended 31 Dec	2011	2012E	2013E	2014E
Revenues (Btm)	206,099	327,916	395,870	421,769
Net profit (Btm)	15,837	26,026	19,929	22,670
EPS (Bt)	2.38	3.44	2.57	2.93
BLS/Consensus (x)	n.a.	1.00	0.85	n.a.
EPS growth (%)	+16.8%	+44.5%	-25.1%	+13.8%
Core profit (Btm)	14,023	14,759	18,179	20,920
Core EPS (Bt)	2.11	1.95	2.35	2.70
Core EPS growth (%)	+21.0%	-7.5%	+20.4%	+15.1%
PER (x)	11.8	10.6	14.2	12.5
Core PER (x)	13.3	18.7	15.5	13.5
EV/EBITDA (x)	13.2	14.3	12.5	11.4
PBV (x)	3.1	2.8	2.5	2.3
Dividend (Bt)	1.20	1.72	1.47	1.67
Dividend yield (%)	4.3	4.7	4.0	4.6
ROE (%)	26.0	32.2	19.6	20.4
Net gearing (x)	0.7	0.6	0.6	0.5

CG Rating - 2011



### Company profile

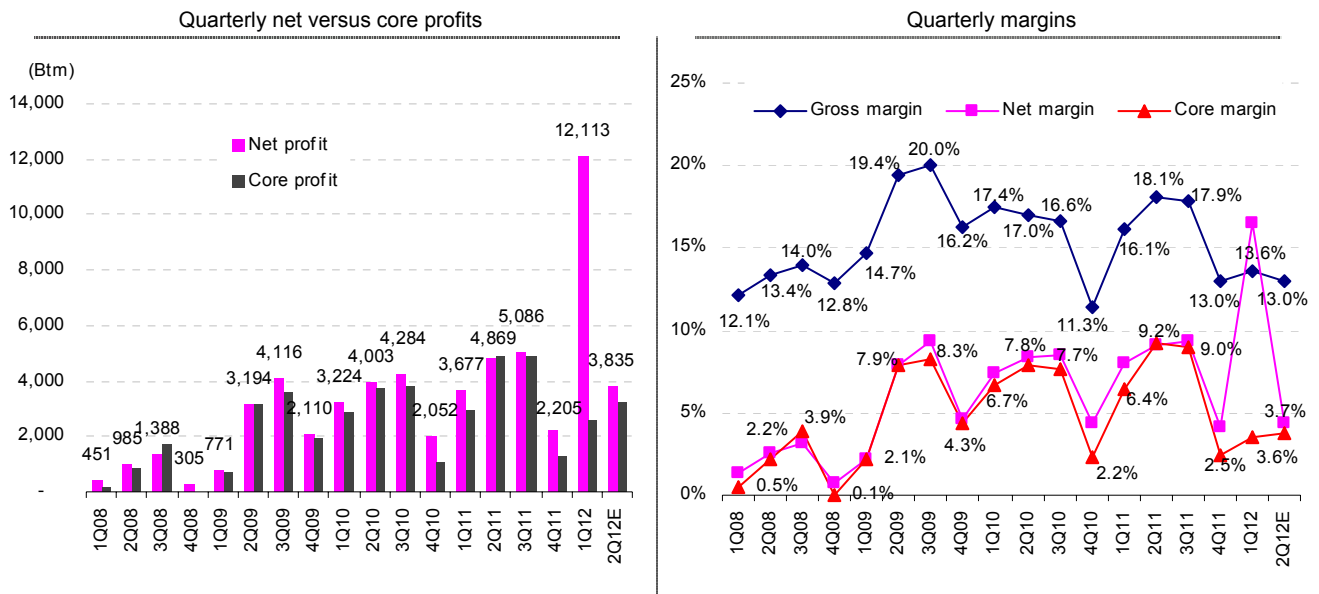
Charoen Pokphand Foods (CPF) is an integrated meat & poultry and seafood agribusiness. It is involved in the manufacture of feed meal for livestock and aquaculture, animal breeding and farming and processing—for both domestic consumption and export. Of CPF's 58 subsidiaries, 42 operate agribusinesses in Thailand, 13 in foreign countries and three are engaged in non-core activities. It has recently acquired a 74.18% stake in CP Pokphand Company Ltd (CPP), the No.2 feedmeal producers in China, in 1Q12.

**ราคาไก่ในประเทศมีแนวโน้มฟื้นตัวในไตรมาส 4/55:** ราคาคว่ำราคาไก่ในประเทศมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นเป็น 40-43 บาท/กก.ในไตรมาส 4/55 เนื่องจากการส่งออกไก่ไปยังฮิยูได้ในช่วงปลายไตรมาส 3/55 รวมถึงการบริโภคเนื้อสัตว์ที่มีแนวโน้มฟื้นตัวในช่วงครึ่งปีหลัง

**ผลการดำเนินงานธุรกิจต่างประเทศมีแนวโน้มฟื้นตัวในช่วงครึ่งปีหลัง:** ผู้บริหารให้แนวทางว่าผลประกอบการของธุรกิจต่างประเทศมีแนวโน้มฟื้นตัวเนื่องจากราคาเนื้อสัตว์ที่มีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้น โดยเฉพาะในตุรกี มาเลเซียและอินเดีย ซึ่งจะเริ่มเห็นการฟื้นตัวตั้งแต่ไตรมาส 3/55 เป็นต้นไป

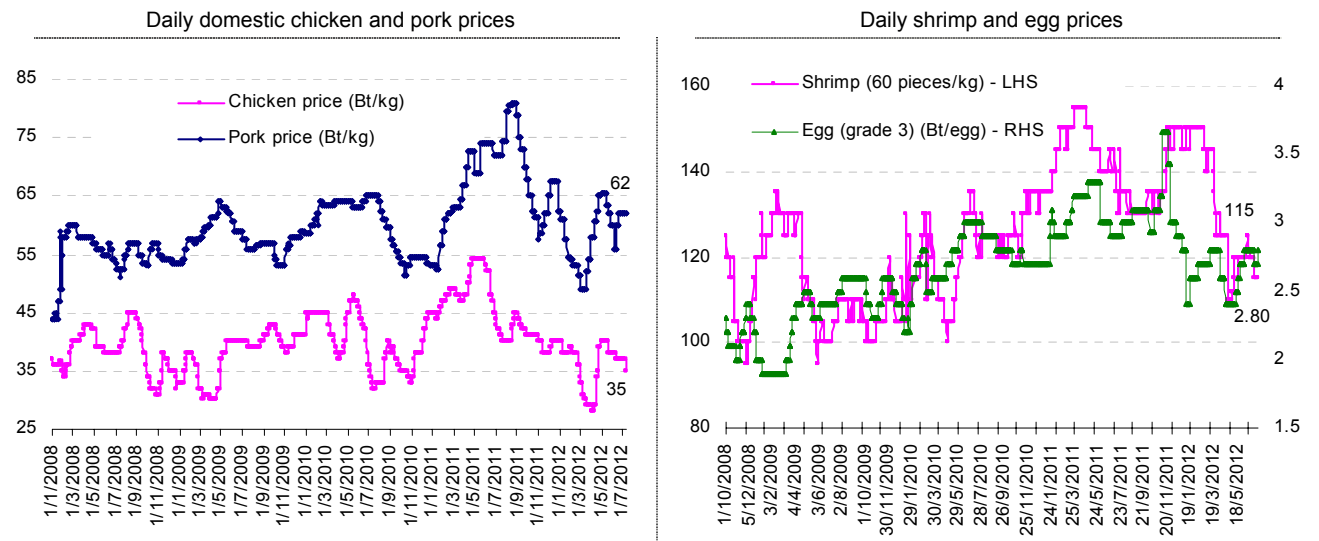
**เราปรับลดประมาณการผลกำไรสุทธิปี 2555 ลงอีก 23%:** เนื่องจากการปรับสมมติฐานราคาเนื้อไก่ในประเทศและราคาเนื้อหมูเฉลี่ยลดลงจากเดิม ส่งผลให้เราปรับราคาเป้าหมาย ณ ปลายปี 2555 ลดลงเหลือ 44 บาท

Figure 1: Quarterly net profit and margin



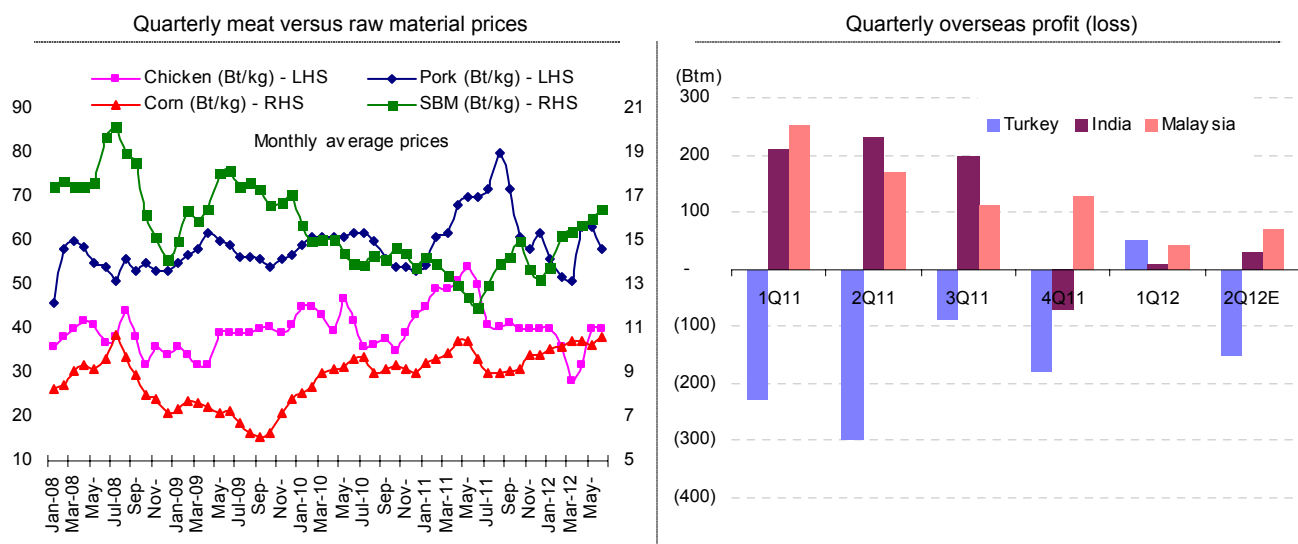
Sources: Company data, Bualuang Research estimates

Figure 2: Daily domestic chicken and pork prices versus egg and shrimp prices



Sources: Company data, Thai Broiler Processing Exporters Association and the Office of Agricultural Economics

**Figure 3: Quarterly meat and raw material prices versus overseas profit (loss)**



Sources: Company data, Thai Broiler Processing Exporters Association and the Office of Agricultural Economics and Bualuang Research estimates

**Figure 4: 2Q12 earnings preview**

Profit & Loss (Btm)	2Q12E	2Q11	% YoY	1Q12	% QoQ	1H12E	1H11	% YoY
Sales	87,500	53,230	64.4	73,480	19.1	160,980	98,974	62.6
Cost of sales and services	(76,125)	(43,578)	74.7	(63,464)	20.0	(139,589)	(81,935)	70.4
<b>Gross profit</b>	<b>11,375</b>	<b>9,652</b>	<b>17.9</b>	<b>10,016</b>	<b>13.6</b>	<b>21,391</b>	<b>17,039</b>	<b>25.5</b>
SG&A	(7,613)	(4,444)	71.3	(6,887)	10.5	(14,499)	(9,025)	60.7
<b>EBIT</b>	<b>3,763</b>	<b>5,207</b>	<b>(27.7)</b>	<b>3,129</b>	<b>20.2</b>	<b>6,892</b>	<b>8,014</b>	<b>(14.0)</b>
Interest expense	(1,400)	(673)	107.9	(1,175)	19.1	(2,575)	(1,078)	138.9
Other income/exp.	500	308	62.1	426	17.3	926	619	49.6
<b>EBT</b>	<b>2,863</b>	<b>4,842</b>	<b>(40.9)</b>	<b>2,380</b>	<b>20.3</b>	<b>5,242</b>	<b>7,555</b>	<b>(30.6)</b>
Corporate tax	(458)	(1,042)	(56.0)	(335)	36.7	(793)	(1,673)	(52.6)
<b>After-tax profit (loss)</b>	<b>2,405</b>	<b>3,801</b>	<b>(36.7)</b>	<b>2,045</b>	<b>17.6</b>	<b>4,449</b>	<b>5,882</b>	<b>(24.4)</b>
Minority interest	(550)	(40)	n.m.	(426)	29.1	(976)	(80)	n.m.
Equity earnings from affiliates	1,400	1,139	22.9	990	41.4	2,390	2,032	17.6
Extra items	580	(30)	n.m.	9,504	(93.9)	10,084	711	n.m.
<b>Net profit</b>	<b>3,835</b>	<b>4,869</b>	<b>(21.3)</b>	<b>12,113</b>	<b>(68.3)</b>	<b>15,947</b>	<b>8,546</b>	<b>86.6</b>
Reported EPS	0.58	0.73	(21.3)	1.76	(67.2)	2.33	1.28	81.6
Fully diluted EPS	0.58	0.73	(21.3)	1.76	(67.2)	2.33	1.28	81.6
<b>Core net profit</b>	<b>3,255</b>	<b>4,899</b>	<b>(33.6)</b>	<b>2,609</b>	<b>24.7</b>	<b>5,863</b>	<b>7,835</b>	<b>(25.2)</b>
Core EPS	0.49	0.74	(33.6)	0.38	29.3	0.87	1.18	(26.3)
<b>EBITDA</b>	<b>5,563</b>	<b>6,388</b>	<b>(12.9)</b>	<b>4,790</b>	<b>16.1</b>	<b>10,353</b>	<b>10,338</b>	<b>0.1</b>
Gross margin (%)	13.0	18.1		13.6		13.3	17.2	
EBITDA margin (%)	6.4	12.0		6.5		6.4	10.4	
Operating margin (%)	4.3	9.8		4.3		4.3	8.1	
Net margin (%)	4.4	9.1		16.5		9.9	8.6	
Core profit margin (%)	3.7	9.2		3.6		3.6	7.9	

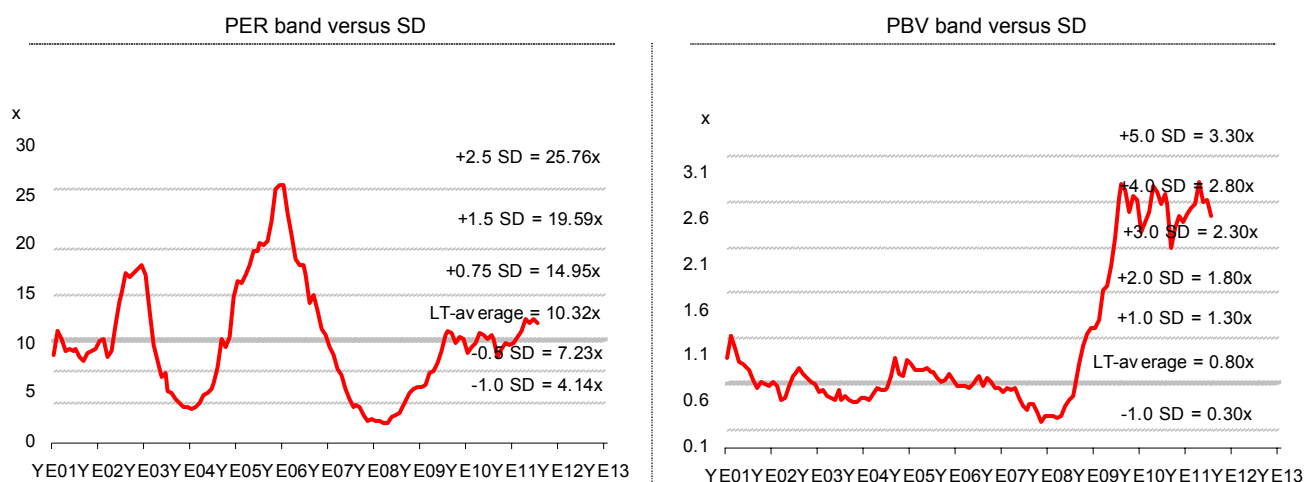
Sources: Company data and Bualuang Research estimate

**Figure 5: Average meat product and raw material prices**

<b>Major meat product prices:</b>	<b>2Q12</b>	<b>2Q11</b>	<b>% YoY</b>	<b>1Q12</b>	<b>% QoQ</b>	<b>1H12</b>	<b>1H11</b>	<b>% YoY</b>
Chicken (Bt/kg)	37.3	51.7	(27.7)	34.7	7.7	36.0	49.7	(27.5)
Pork (Bt/kg)	61.3	69.3	(11.5)	53.0	15.7	57.2	64.3	(11.0)
Fresh egg (Bt/piece)	2.5	2.9	(13.6)	2.4	4.1	2.5	2.8	(12.4)
Shrimp (Bt/kg) – 40 counts/kg	143.3	170.0	(15.7)	168.3	(14.9)	155.8	171.7	(9.2)
Shrimp (Bt/kg) – 60 counts/kg	123.3	148.3	(16.9)	148.3	(16.9)	135.8	145.8	(6.9)
<b>Major raw material prices:</b>								
Corn (Bt/kg)	10.5	10.2	2.4	10.3	1.9	10.4	9.9	4.3
Soybean meal (Bt/kg)	16.1	12.5	28.7	14.9	8.2	15.5	13.1	17.8
Fishmeal (Bt/kg)	29.7	28.5	4.3	29.3	1.6	29.5	28.5	3.5

Sources: Company data and Bualuang Research estimates

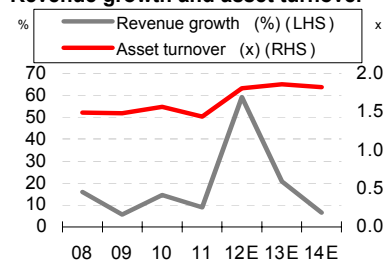
**Figure 6: Band comparison versus SD**



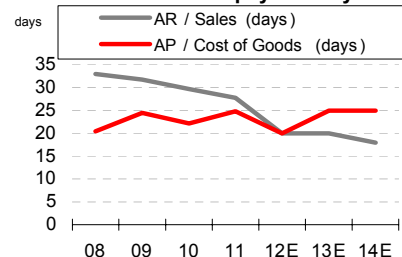
Sources: SET, Company data, Bualuang Research estimates

Financial tables

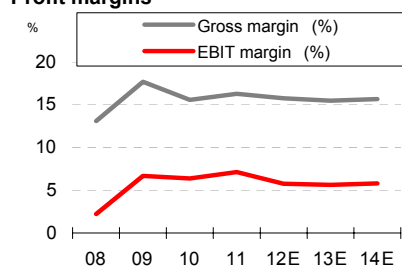
Revenue growth and asset turnover



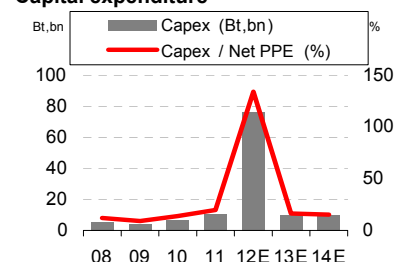
A/C receivable & A/C payable days



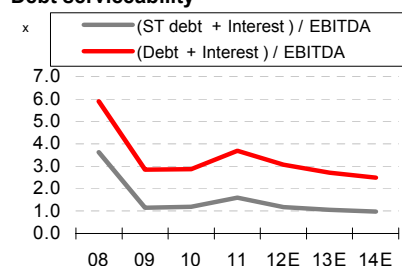
Profit margins



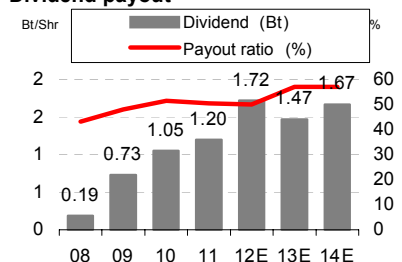
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



PROFIT & LOSS (Btm)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Revenue	189,049	206,099	327,916	395,870	421,769
Cost of sales and services	(159,578)	(172,488)	(276,193)	(334,543)	(355,686)
<b>Gross profit</b>	<b>29,471</b>	<b>33,612</b>	<b>51,723</b>	<b>61,327</b>	<b>66,082</b>
SG&A	(17,405)	(18,909)	(32,726)	(38,993)	(41,544)
<b>EBIT</b>	<b>12,066</b>	<b>14,703</b>	<b>18,997</b>	<b>22,334</b>	<b>24,538</b>
Interest expense	(1,824)	(2,432)	(4,566)	(5,418)	(5,449)
Other income/exp.	1,522	1,360	3,654	4,467	4,735
<b>EBT</b>	<b>11,764</b>	<b>13,631</b>	<b>18,085</b>	<b>21,384</b>	<b>23,824</b>
Corporate tax	(2,388)	(3,145)	(5,001)	(5,475)	(5,830)
<b>After-tax profit (loss)</b>	<b>9,376</b>	<b>10,486</b>	<b>13,084</b>	<b>15,908</b>	<b>17,994</b>
Minority interest	(296)	(120)	(1,412)	(1,528)	(1,584)
Equity earnings from affiliates	2,511	3,657	3,087	3,799	4,510
Extra items	1,971	1,814	11,267	1,750	1,750
<b>Net profit (loss)</b>	<b>13,563</b>	<b>15,837</b>	<b>26,026</b>	<b>19,929</b>	<b>22,670</b>
Reported EPS	2.04	2.38	3.44	2.57	2.93
Fully diluted EPS	1.80	2.11	3.36	2.57	2.93
<b>Core net profit</b>	<b>11,592</b>	<b>14,023</b>	<b>14,759</b>	<b>18,179</b>	<b>20,920</b>
Core EPS	1.74	2.11	1.95	2.35	2.70
<b>EBITDA</b>	<b>16,864</b>	<b>19,442</b>	<b>24,190</b>	<b>27,726</b>	<b>30,129</b>

KEY RATIOS

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Revenue growth (%)	14.5	9.0	59.1	20.7	6.5
Gross margin (%)	15.6	16.3	15.8	15.5	15.7
EBITDA margin (%)	8.9	9.4	7.4	7.0	7.1
Operating margin (%)	6.4	7.1	5.8	5.6	5.8
Net margin (%)	7.2	7.7	7.9	5.0	5.4
Core profit margin (%)	6.1	6.8	4.5	4.6	5.0
ROA (%)	11.2	11.1	14.3	9.3	9.8
ROCE (%)	13.2	13.0	16.9	11.3	12.1
Asset turnover (x)	1.6	1.4	1.8	1.9	1.8
Current ratio (x)	1.8	1.7	0.9	0.9	0.9
Gearing ratio (x)	0.8	1.0	0.7	0.6	0.6
Interest coverage (x)	6.6	6.0	4.2	4.1	4.5

BALANCE SHEET (Btm)

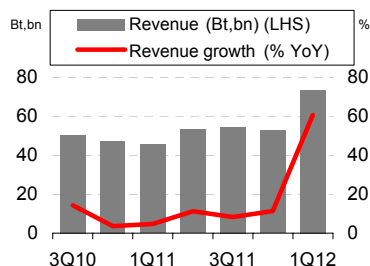
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>Cash &amp; Equivalent</b>	<b>7,761</b>	<b>24,341</b>	<b>5,691</b>	<b>6,526</b>	<b>9,184</b>
Accounts receivable	15,385	15,692	17,968	21,692	20,800
Inventory	33,863	33,747	15,134	18,331	19,490
PP&E-net	47,142	52,025	56,832	61,440	65,849
Other assets	2,266	5,049	7,510	12,268	15,083
<b>Total assets</b>	<b>126,092</b>	<b>160,506</b>	<b>202,742</b>	<b>224,343</b>	<b>239,262</b>
Accounts payable	9,707	11,733	15,134	22,914	24,362
ST debts & current portion	18,139	28,584	23,900	23,900	23,900
Long-term debt	28,511	40,866	45,800	45,800	45,800
Other liabilities	3,812	6,493	6,558	7,917	8,435
<b>Total liabilities</b>	<b>65,149</b>	<b>93,430</b>	<b>100,892</b>	<b>112,395</b>	<b>115,981</b>
Paid-up capital	7,520	7,520	7,743	7,743	7,743
Share premium	16,436	16,436	36,562	36,562	36,562
Retained earnings	32,548	39,161	52,174	60,744	70,492
<b>Shareholders equity</b>	<b>57,856</b>	<b>64,155</b>	<b>97,517</b>	<b>106,087</b>	<b>115,835</b>
Minority interests	3,088	2,922	4,334	5,862	7,446
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>126,092</b>	<b>160,506</b>	<b>202,742</b>	<b>224,343</b>	<b>239,262</b>

CASH FLOW (Btm)

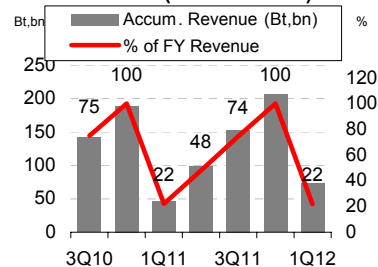
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Net income	13,563	15,837	26,026	19,929	22,670
Depreciation and amortization	4,798	4,739	5,193	5,392	5,591
Change in working capital	(8,002)	1,835	19,738	859	1,182
FX, non-cash adjustment & others	(777)	(4,853)	393	(1,298)	(1,961)
<b>Cash flows from operating activities</b>	<b>9,581</b>	<b>17,558</b>	<b>51,350</b>	<b>24,882</b>	<b>27,482</b>
Capex (Invest)/Divest	(6,530)	(10,358)	(76,310)	(10,000)	(10,000)
Others	(1,414)	(3,642)	(1,477)	(2,887)	(2,102)
<b>Cash flows from investing activities</b>	<b>(7,944)</b>	<b>(14,000)</b>	<b>(77,787)</b>	<b>(12,887)</b>	<b>(12,102)</b>
Debt financing (repayment)	4,212	23,092	451	200	200
Equity financing	0	0	20,349	0	0
Dividend payment	(6,656)	(7,653)	(13,013)	(11,360)	(12,922)
Others	(1,955)	(2,417)	0	0	0
<b>Cash flows from financing activities</b>	<b>(4,399)</b>	<b>13,022</b>	<b>7,787</b>	<b>(11,160)</b>	<b>(12,722)</b>
Net change in cash	(2,762)	16,580	(18,651)	835	2,658
<b>Free cash flow (Btm)</b>	<b>3,051</b>	<b>7,200</b>	<b>(24,960)</b>	<b>14,882</b>	<b>17,482</b>
<b>FCF per share (Bt)</b>	<b>0.41</b>	<b>0.96</b>	<b>(3.22)</b>	<b>1.92</b>	<b>2.26</b>

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

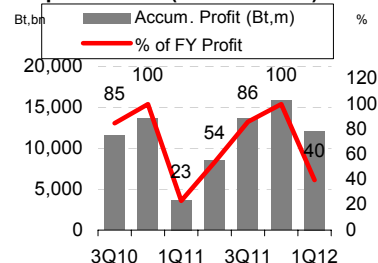
### Revenue trend



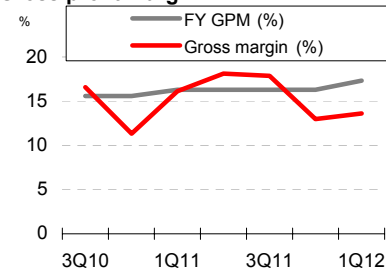
### Revenue trend (accumulated)



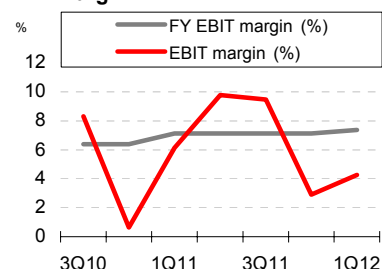
### Net profit trend (accumulated)



### Gross profit margin



### EBIT margin



### Financial tables

PROFIT & LOSS (Btm)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
Revenue	45,744	53,230	54,446	52,679	73,480
Cost of sales and services	(38,357)	(43,578)	(44,708)	(45,845)	(63,464)
<b>Gross profit</b>	<b>7,387</b>	<b>9,652</b>	<b>9,739</b>	<b>6,834</b>	<b>10,016</b>
SG&A	(4,581)	(4,444)	(4,585)	(5,298)	(6,887)
<b>EBIT</b>	<b>2,806</b>	<b>5,207</b>	<b>5,153</b>	<b>1,536</b>	<b>3,129</b>
Interest expense	(404)	(673)	(652)	(702)	(1,175)
Other income/exp.	311	308	313	427	426
<b>EBT</b>	<b>2,713</b>	<b>4,842</b>	<b>4,814</b>	<b>1,262</b>	<b>2,380</b>
Corporate tax	(631)	(1,042)	(1,043)	(429)	(335)
<b>After-tax profit (loss)</b>	<b>2,082</b>	<b>3,801</b>	<b>3,771</b>	<b>832</b>	<b>2,045</b>
Minority interest	(40)	(40)	3	(43)	(426)
Equity earnings from affiliates	894	1,139	1,123	502	990
Extra items	741	(30)	188	914	9,504
<b>Net profit (loss)</b>	<b>3,677</b>	<b>4,869</b>	<b>5,086</b>	<b>2,205</b>	<b>12,113</b>
Reported EPS	0.55	0.73	0.76	0.33	1.76
Fully diluted EPS	0.55	0.73	0.76	0.33	1.76
<b>Core net profit</b>	<b>2,935</b>	<b>4,899</b>	<b>4,898</b>	<b>1,291</b>	<b>2,609</b>
Core EPS	0.44	0.74	0.74	0.19	0.38
<b>EBITDA</b>	<b>3,950</b>	<b>6,388</b>	<b>6,310</b>	<b>2,794</b>	<b>4,790</b>

### KEY RATIOS

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
Gross margin (%)	16.1	18.1	17.9	13.0	13.6
EBITDA margin (%)	8.6	12.0	11.6	5.3	6.5
Operating margin (%)	6.1	9.8	9.5	2.9	4.3
Net margin (%)	8.0	9.1	9.3	4.2	16.5
Core profit margin (%)	6.4	9.2	9.0	2.5	3.6
BV (Bt)	9.3	9.5	9.6	10.1	16.9
ROE (%)	24.9	32.1	33.5	13.7	47.9
ROA (%)	10.9	14.3	14.5	5.5	17.5
Current ratio (x)	1.7	1.7	1.9	1.7	1.3
Gearing ratio (x)	0.8	0.8	0.8	1.0	1.0
Interest coverage (x)	6.9	7.7	7.9	2.2	2.7

### BALANCE SHEET (Btm)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
<b>Cash &amp; Equivalent</b>	<b>10,005</b>	<b>9,490</b>	<b>8,704</b>	<b>24,341</b>	<b>14,222</b>
Accounts receivable	14,532	14,757	15,392	15,692	18,946
Inventory	35,934	35,573	34,454	33,747	61,692
PP&E-net	47,719	48,825	49,629	52,025	73,629
Other assets	23,744	25,462	29,281	31,980	100,772
<b>Total assets</b>	<b>134,666</b>	<b>136,186</b>	<b>140,137</b>	<b>160,506</b>	<b>276,691</b>
Accounts payable	9,873	10,344	10,052	11,733	16,681
ST debts & current portion	20,406	19,848	14,221	28,584	44,368
Long-term debt	29,074	28,695	37,701	40,866	72,795
Other liabilities	7,178	7,283	7,344	6,493	10,187
<b>Total liabilities</b>	<b>72,560</b>	<b>72,655</b>	<b>76,548</b>	<b>93,430</b>	<b>159,901</b>
Paid-up capital	7,520	7,520	7,520	7,520	7,743
Share premium	16,436	16,436	16,436	16,436	36,463
Retained earnings	36,666	37,875	38,967	42,016	55,632
<b>Shareholders equity</b>	<b>59,117</b>	<b>60,615</b>	<b>60,755</b>	<b>64,155</b>	<b>101,228</b>
Minority interests	2,988	2,916	2,834	2,922	15,562
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>134,666</b>	<b>136,186</b>	<b>140,137</b>	<b>160,506</b>	<b>276,691</b>

Sources: Company data, Bualuang 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 IS OR MAY BE A CO-UNDERWRITER IN RESPECT OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING ("IPO") OF SECURITIES OF SRIRACHA CONSTRUCTION PUBLIC COMPANY LIMITED. "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 DERIVATIVE WARRANTS on the securities ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BCP, BEC, BGH, BH, BIGC, BJC, BLA, BTS, CPALL, CPF, DTAC, EGCO, ESSO, GLOW, HMPRO, HEMRAJ, INTUCH, IRPC, IVL, KBANK, KTB, LH, MINT, PS, PTT, PTTEP, PTTGC, SCB, SCC, SPALI, STA, TCAP, THAI, TISCO, TOP, TMB, TPIPL, TRUE, TUF. Before making an investment decision over a derivative warrant, a potential investor should carefully read the prospectus for the details of the said derivative warrant.

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.

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.