

ชิน คอร์ปอเรชั่น

มูลค่าเพิ่มจากใบอนุญาตทีวีดิจิตอล
ในช่วงครึ่งหลังปี 2556

ICT
Overweight

ประเด็นการลงทุน : หลังจากเข้าร่วมประชุมฟรีวิงบ ไตรมาส 2/55 เรายังคงมีมุมมองเชิงบวกต่อแนวโน้มผลประกอบการไตรมาส 2/55 ของ INTUCH โดยกำไรสุทธิที่ขยายตัวแข็งแกร่งของ INTUCH จะได้รับปัจจัยหนุนจากกำไรสุทธิของ ADVANC ซึ่งขยายตัวในระดับสูงและกำไรสุทธิของ THCOM ที่ยังคงเพิ่มสูงขึ้น เราคิดว่าราคาหุ้น INTUCH ในฐานะบริษัทโฮลดิ้งยังคงถือว่าถูกที่สุดในประเด็นการลงทุนเรื่องใบอนุญาต 3 จี รวมถึงราคาหุ้น ณ ปัจจุบันของ ADVANC ถือได้ว่าเต็มมูลค่าแล้ว ณ ขณะนี้ เราคาดส่วนลดบริษัทโฮลดิ้งของ INTUCH มีแนวโน้มแคบลงอีกในอนาคตเนื่องจากสภาพคล่องของการซื้อขายหุ้นที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นและมูลค่าเพิ่มที่มาจากธุรกิจใหม่ในปี 2556 เรายังคงคำแนะนำ ชื้อ โดยมีปัจจัยหนุนจาก 1) กำไรหลักปี 2555 ที่ยังเติบโตแข็งแกร่ง 2) การประมูลใบอนุญาต 3 จีที่จะจัดให้มีขึ้นในช่วงกลางเดือนต.ค. 3) อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลในระดับดีที่ 6% และ 4) มูลค่าเพิ่มที่จะมาจากธุรกิจใหม่

กำไรสุทธิไตรมาส 2/55 แข็งแกร่ง: เราคาดกำไรสุทธิไตรมาส 2/55 ของ INTUCH ที่ 3.41 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 28% YoY แต่ลดลง 4% QoQ กำไรหลักมีแนวโน้มอยู่ที่ 3.5 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 26% YoY แต่ลดลง 3% QoQ การเติบโตของกำไรหลัก YoY ได้รับปัจจัยหนุนจากกำไรหลักของ ADVANC ที่ขยายตัวสูงถึง 32% YoY และการพลิกฟื้นเป็นกำไร (คาดกำไรหลักไตรมาส 2/55 ที่ 150 ล้านบาทเทียบกับขาดทุนหลักไตรมาส 2/54 ที่ 16 ล้านบาท) รายได้บริการในไตรมาส 2/55 ของ ADVANC ไม่ได้ได้รับผลกระทบแต่อย่างใดจากปัจจัยด้านฤดูกาล THCOM มีแนวโน้มรายงานผลกำไรสุทธิติดต่อกันเป็นไตรมาสที่สี่โดยได้รับปัจจัยหนุนจากรายได้ดาวเทียมไทยคม 5 และไอพีสตาร์ที่ยังขยายตัวต่อเนื่อง และการลดลงของค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ

แผนออกใบอนุญาต ช่องทีวีดิจิตอลในเดือน ส.ค.2556: กสทช.วางแผนที่จะเปิดประมูลใบอนุญาตทีวีดิจิตอลสำหรับผู้ให้บริการช่องเชิงพาณิชย์ในเดือน ส.ค.2556 จำนวน 35 ใบอนุญาต โดยในช่วงเริ่มต้นจะมีช่องทีวีเชิงพาณิชย์แบบมาตรฐานจำนวน 18 ช่องและช่องทีวีที่มีความละเอียดสูง (HDTV) จำนวน 4 ช่อง ราคาเริ่มต้นสำหรับการประมูลคลื่นความถี่ทีวีดิจิตอลสำหรับผู้ให้บริการช่องเชิงพาณิชย์คาดว่าจะอยู่ที่ 300-400 ล้านบาทต่อช่องทีวีมาตรฐานและ 1.2-1.6 พันล้านบาทต่อช่องทีวีที่มีความละเอียดสูง INTUCH วางแผนที่จะประมูลใบอนุญาตทีวีดิจิตอลจำนวน 2-3 ช่อง

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**
เป้าหมายพื้นฐาน: **83.00 บาท**
ราคา (13/07/12): **65.00 บาท**

Key Ratios & Statistics

Market cap	Bt208.42bn		
12-mth price range	Bt33.00/Bt66.50		
12-mth avg daily volume	Bt496.19m		
# of shares (m)	3,206.4		
Est. free float (%)	20.4		
Foreign limit (%)	47.2		
Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	7.6	15.2	83.2
Absolute	12.6	18.7	95.5

Financial summary

FY Ended 31 Dec	2011	2012E	2013E	2014E
Revenues (Btm)	8,649	10,556	11,525	13,378
Net profit (Btm)	16,560	14,965	16,418	18,946
EPS (Bt)	5.17	4.67	5.12	5.91
BLS/Consensus (x)	n.a.	1.14	1.07	n.a.
EPS growth (%)	+106.4%	-9.7%	+9.7%	+15.4%
Core profit (Btm)	11,172	14,965	16,418	18,946
Core EPS (Bt)	3.49	4.67	5.12	5.91
Core EPS growth (%)	+30.7%	+33.8%	+9.7%	+15.4%
PER (x)	7.5	13.9	12.7	11.0
Core PER (x)	11.1	13.9	12.7	11.0
EV/EBITDA (x)	46.0	96.6	82.7	75.7
PBV (x)	4.2	6.4	5.8	5.1
Dividend (Bt)	5.50	3.73	4.10	4.73
Dividend yield (%)	14.2	5.7	6.3	7.3
ROE (%)	78.3	62.0	59.8	60.7
Net gearing (x)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	0.1

CG Rating - 2011



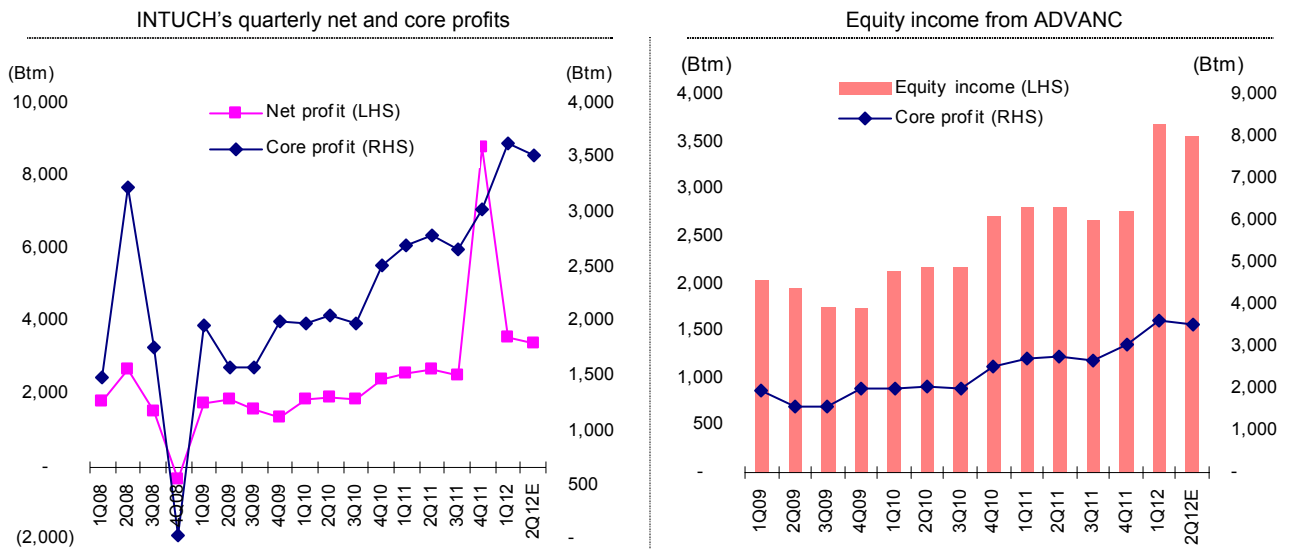
Company profile

Shin Corporation Plc (INTUCH) is a holding company. Its main assets are a 40.45% stake in Advanced Info Service Plc (ADVANC) and a 41.14% stake in Thaicom Plc (THCOM). ADVANC is Thailand's biggest and most profitable mobile telecoms firm. THCOM is Thailand's only satellite operator and also holds controlling stakes in Internet (CSL), yellow pages TeleInfomedia (TMC) and mobile and fixed-line telecoms (51% stake in Shenington).

สภาพคล่องที่มีแนวโน้มเพิ่มมากขึ้น: เราคิดว่าส่วนลดของบริษัทโฮลดิ้งของ INTUCH มีแนวโน้มแคบลงในอนาคตเนื่องจากเมื่อเร็วๆ นี้ได้เข้าซื้อขายใน SET50 รวมถึงความเป็นไปได้ที่บริษัทซีตาร์ โฮลดิ้ง จำกัดอาจจะขายหุ้นออกมาเพิ่มเติมเพื่อเพิ่มสภาพคล่องของหุ้น INTUCH

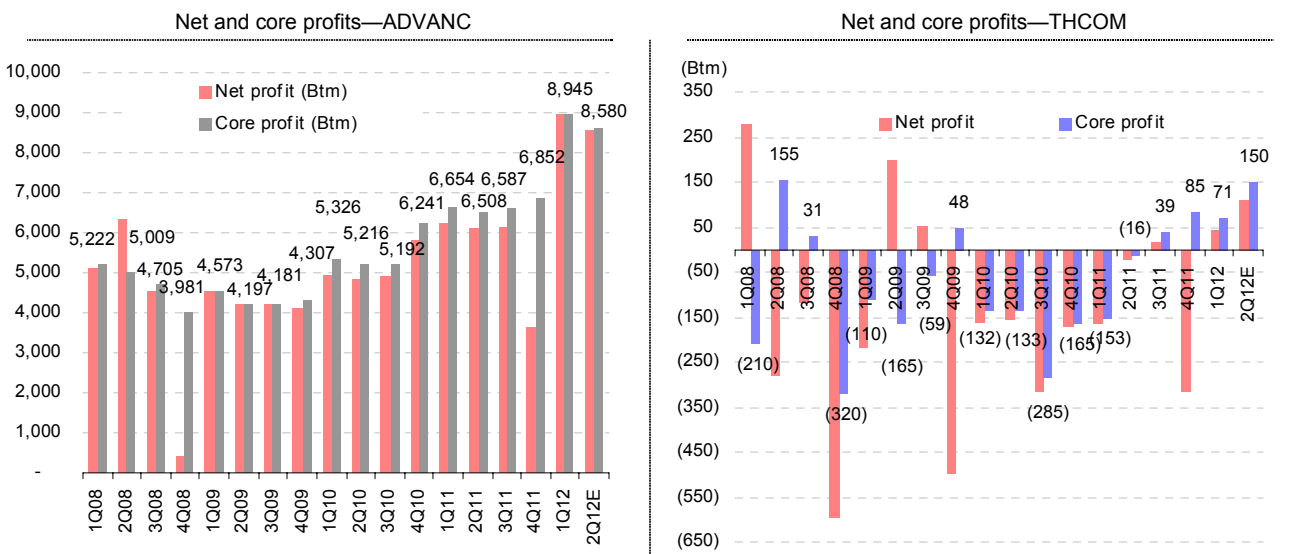
ปรับราคาเป้าหมายปี 2555 เพิ่มขึ้นอีก 4% มาอยู่ที่ 83 บาท: เราปรับประมาณการผลกำไรสุทธิปี 2555 ของ INTUCH เพิ่มขึ้นอีก 3% มาอยู่ที่ 1.49 หมื่นล้านบาท เพื่อสะท้อนผลกำไรสุทธิของ ADVANC ในปี 2555 ที่ปรับเพิ่มขึ้นอีก 3% และผลจากการที่ราคาเป้าหมายของ ADVANC ปรับเพิ่มขึ้นจาก 205 บาทเป็น 212 บาท เราจึงทำการปรับราคาเป้าหมายของ INTUCH ซึ่งประเมินโดยวิธี NAV เพิ่มขึ้นอีก 4% (มาอยู่ที่ 83 บาท)

Figure 1: INTUCH's quarterly consolidated net and core profits versus equity income from affiliates



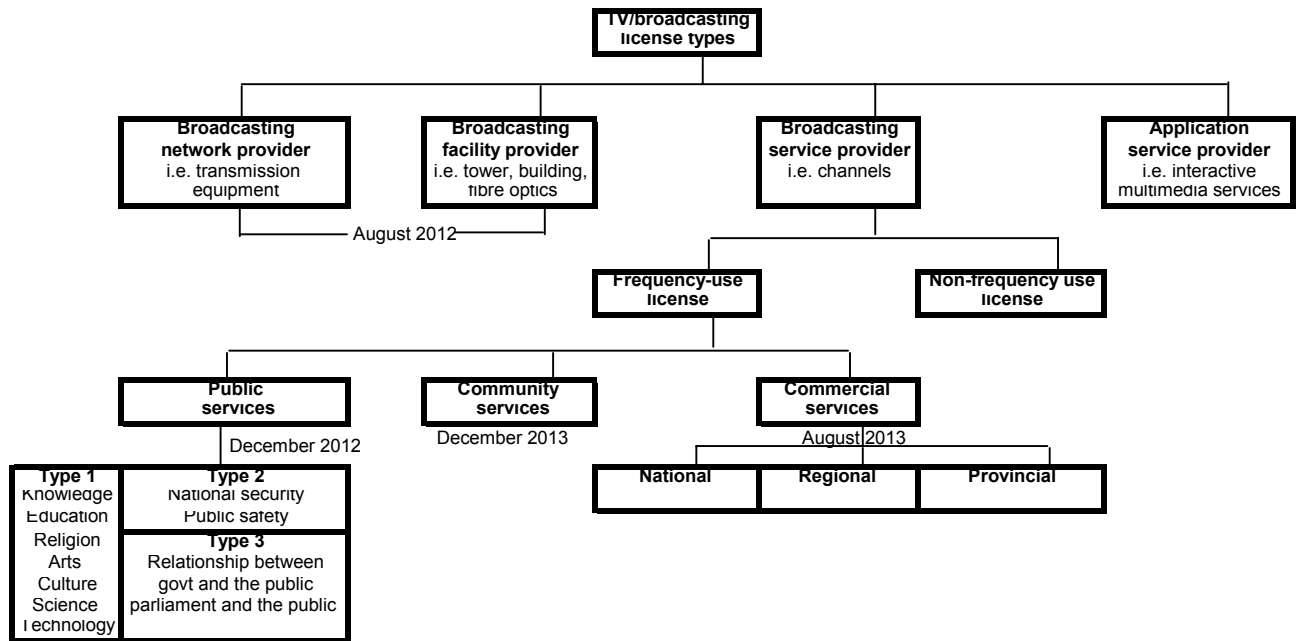
Sources: Company data and Bualuang Research estimates

Figure 2: Quarterly net and core profits—ADVANC and THCOM



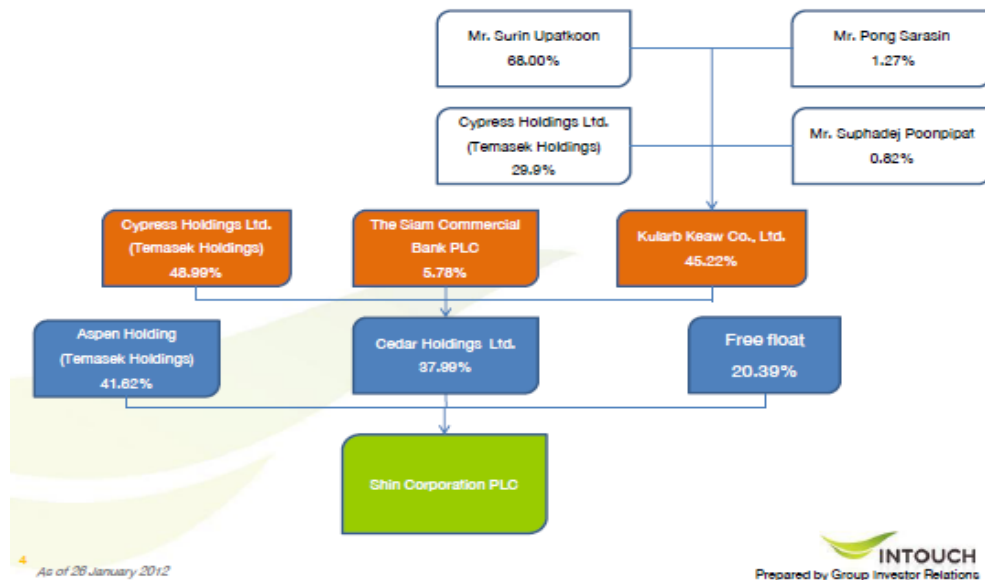
Sources: Company data and Bualuang Research estimates

Figure 3: Types of TV/broadcasting licenses and their licensing timeframes



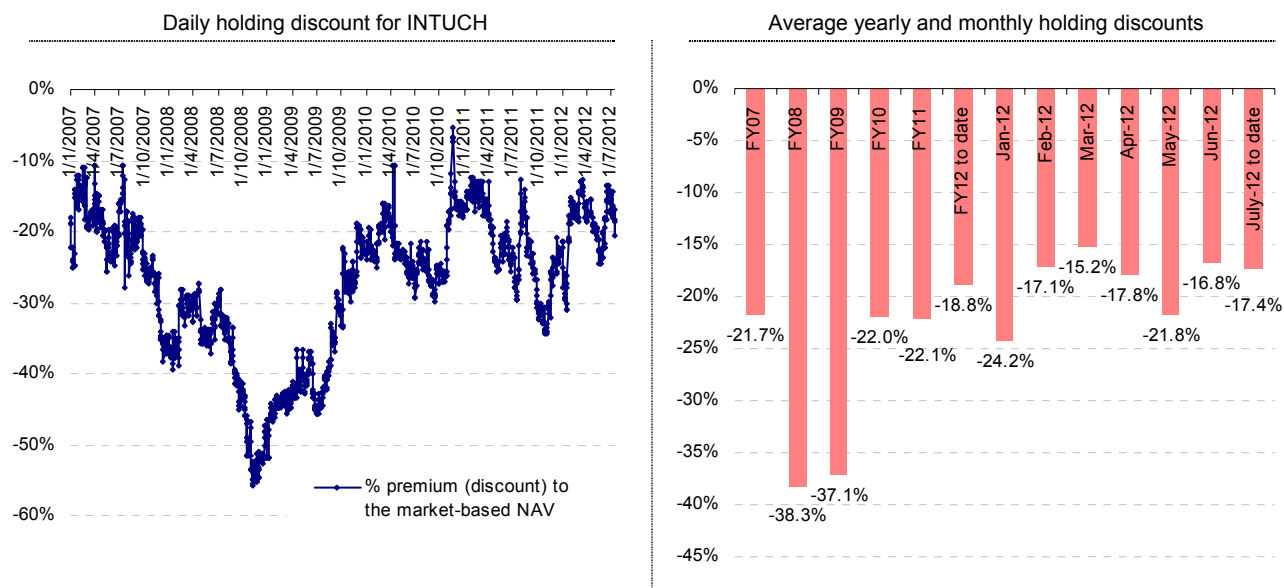
Sources: The NBTC and Bualuang Research estimates

Figure 4: INTUCH's current shareholding structure



Source: The Company

Figure 5: INTUCH's holding company discount



Sources: SET and Bualuang Research estimates

Figure 6: 2Q12 earnings preview

	2Q12E	2Q11	% YoY	1Q12	% QoQ	1H12E	1H11	% YoY
Services & sales	2,184	2,148	1.6	2,120	3.0	4,304	3,967	8.5
Costs of services & sales	(1,616)	(1,679)	(3.8)	(1,606)	0.6	(3,222)	(3,217)	0.1
Gross profit	568	469	21.0	514	10.5	1,082	750	44.3
SG&A	(465)	(479)	(2.8)	(468)	(0.6)	(933)	(930)	0.3
EBIT	103	(9)	n.m.	46	122.0	149	(180)	n.m.
Interest expense	(115)	(122)	(5.4)	(117)	(1.9)	(232)	(242)	(4.2)
Other income (exp.)	75	48	55.7	65	14.9	140	76	84.4
Pre-tax profit (loss)	63	(83)	n.m.	(6)	n.m.	57	(347)	n.m.
Tax credit (expense)	(110)	(17)	536.4	(61)	81.8	(171)	(4)	n.m.
After-tax profit	(47)	(100)	52.7	(66)	28.5	(113)	(351)	67.7
FX and extra items	(100)	(117)	(14.4)	(95)	4.9	(195)	(238)	(17.8)
Equity earnings from affiliates	3,547	2,819	25.8	3,676	(3.5)	7,222	5,632	28.2
Minority interest	15	61	(75.4)	25	(39.7)	40	200	(80.0)
Net profit (loss)	3,414	2,663	28.2	3,539	(3.5)	6,953	5,243	32.6
Core profit (loss)	3,514	2,780	26.4	3,634	(3.3)	7,149	5,480	30.4
Reported EPS (Bt)	1.06	0.83	28.0	1.10	(3.5)	2.17	1.64	32.4
EBITDA	738	646	14.3	701	5.2	1,439	1,111	29.5

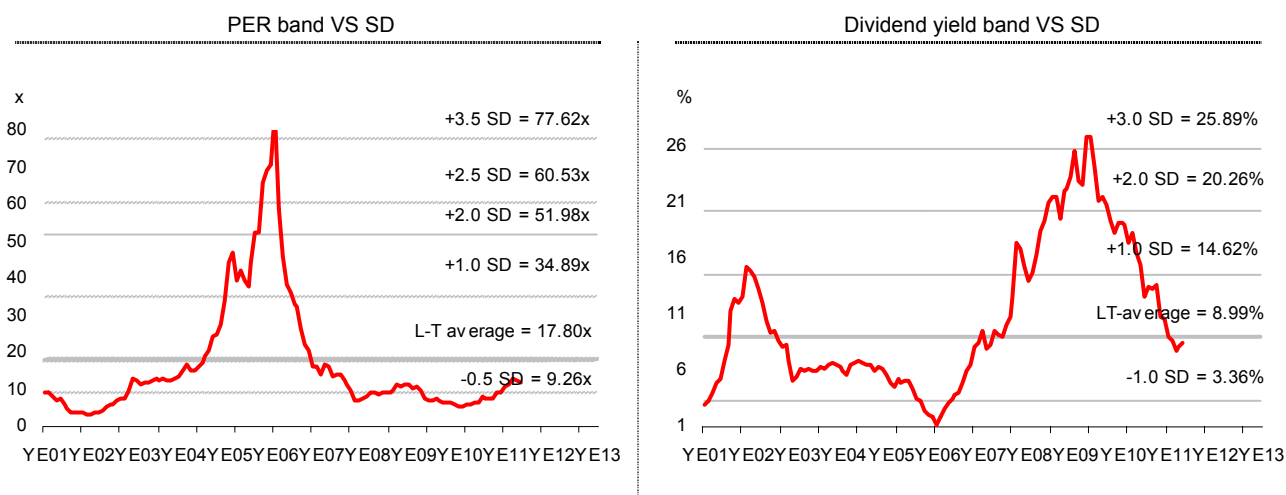
Sources: Company data and Bualuang Research estimates

Figure 7: 2Q12 net profit breakdown by business

	2Q12E	2Q11	% YoY	1Q12	% QoQ	1H12E	1H11	% YoY
Shin Corporation and others	(51)	(48)	6.1	(42)	22.3	(93)	(93)	0.1
ADVANC	3,507	2,776	26.3	3,631	(3.4)	7,137	5,529	29.1
THCOM	45	(10)	(547.8)	17	160.1	63	(73)	(186.4)
Media and advertising	(87)	(55)	59.4	(67)	29.1	(154)	(122)	26.8
Total	3,414	2,663	28.2	3,539	(3.5)	6,953	5,243	32.6

Sources: Company data and Bualuang Research estimates

Figure 8: Band comparisons versus SD



Sources: Company data, SET, and Bualuang Research estimates

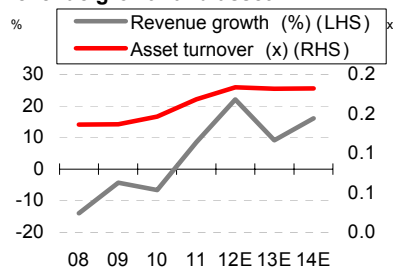
Figure 9: INTUCH's net asset value (NAV) under different scenarios

Net Asset Value (market price)	Types of fair value as of 28/05/12	Fair value per share (Bt/share)	Equity values of its holdings (Btm)	INTUCH's holding (%)	Equity values of INTUCH's holdings (Btm)	Equity values per INTUCH share (Bt/share)
1) ADVANC	Market price	207.00	615,411	40.45%	248,934	77.65
2) THCOM	Market price	16.00	17,535	41.14%	7,214	2.25
Unconsolidated net cash (debt) of INTUCH as at YE12					2,000	0.62
Total INTUCH break-up value (Bt)						80.52
Applying a 0% discount for holding company						0%
INTUCH's estimated NAV (Bt)						80.52

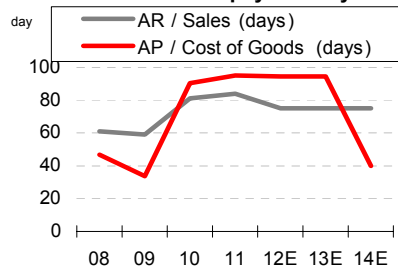
Net Asset Value (3G DCF)	Type of fair value	Fair value per share (Bt/share)	Equity values of its holdings (Btm)	INTUCH's holding (%)	Equity values of INTUCH's holding (Btm)	Equity values per INTUCH share (Bt/share)
1) ADVANC	3G DCF	212.00	630,276	40.45%	254,947	79.52
2) THCOM	DCF	18.00	19,727	41.14%	8,116	2.53
Unconsolidated net cash (debt) of INTUCH as at YE12					2,000	0.62
Total INTUCH's break-up value (Bt)						82.68
Applying 0% discount for a holding company						0%
INTUCH's estimated NAV (Bt)						82.68

Source: Bualuang Research estimates

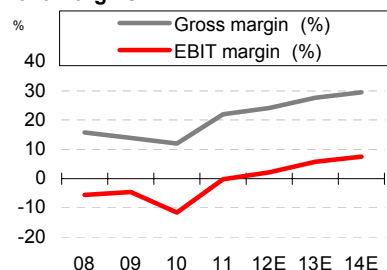
Revenue growth and asset



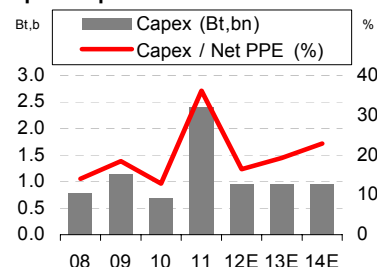
A/C receivable & A/C payable days



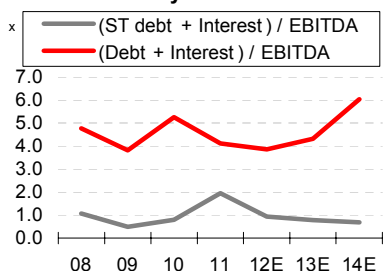
Profit margins



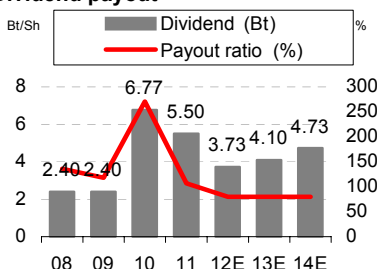
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



Financial tables

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
PROFIT & LOSS (Btm)					
Revenue	7,967	8,649	10,556	11,525	13,378
Cost of sales and services	(7,015)	(6,750)	(8,010)	(8,336)	(9,435)
Gross profit	952	1,899	2,546	3,189	3,943
SG&A	(1,875)	(1,919)	(2,322)	(2,535)	(2,943)
EBIT	(923)	(20)	224	653	1,000
Interest expense	(499)	(482)	(223)	(198)	(173)
Other income/exp.	165	244	307	277	322
EBT	(1,257)	(258)	308	732	1,149
Corporate tax	124	(136)	(168)	(170)	(172)
After-tax profit (loss)	(1,133)	(394)	139	562	977
Minority interest	476	490	(153)	(372)	(610)
Equity earnings from affiliates	9,196	11,076	14,978	16,228	18,580
Extra items	(523)	5,388	0	0	0
Net profit (loss)	8,015	16,560	14,965	16,418	18,946
Reported EPS	2.50	5.17	4.67	5.12	5.91
Fully diluted EPS	2.50	5.16	4.67	5.12	5.91
Core net profit	8,539	11,172	14,965	16,418	18,946
Core EPS	2.67	3.49	4.67	5.12	5.91
EBITDA	1,696	2,620	2,122	2,502	2,798

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	(6.6)	8.6	22.0	9.2	16.1
Gross margin (%)	11.9	22.0	24.1	27.7	29.5
EBITDA margin (%)	21.3	30.3	20.1	21.7	20.9
Operating margin (%)	(11.6)	(0.2)	2.1	5.7	7.5
Net margin (%)	100.6	191.5	141.8	142.5	141.6
Core profit margin (%)	107.2	129.2	141.8	142.5	141.6
ROA (%)	17.0	29.8	25.2	24.4	23.8
ROCE (%)	20.5	41.8	37.0	35.1	33.1
Asset turnover (x)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
Current ratio (x)	0.8	1.6	1.0	1.4	n.m.
Gearing ratio (x)	0.3	0.4	0.2	0.3	0.4
Interest coverage (x)	n.m.	n.m.	1.0	3.3	5.8

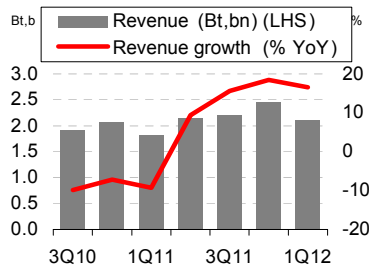
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	4,335	13,954	11,255	12,010	13,393
Accounts receivable	1,769	1,988	2,169	2,368	2,749
Inventory	417	243	391	407	461
PP&E-net	5,318	6,668	5,777	4,935	4,143
Other assets	17,268	15,590	18,558	24,389	31,996
Total assets	47,173	55,527	59,362	67,268	79,625
Accounts payable	1,734	1,757	2,071	2,156	1,034
ST debts & current portion	856	4,627	1,749	1,749	1,749
Long-term debt	7,549	5,653	6,214	8,833	14,952
Other liabilities	462	680	317	346	401
Total liabilities	16,454	26,201	26,890	31,141	39,099
Paid-up capital	3,201	3,206	3,206	3,206	3,206
Share premium	10,198	10,342	10,342	10,342	10,342
Retained earnings	4,575	3,506	6,499	9,783	13,572
Shareholders equity	22,142	21,159	24,152	27,435	31,225
Minority interests	8,577	8,167	8,319	8,691	9,301
Total Liab.&Shareholders' equity	47,173	55,527	59,362	67,268	79,625

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
CASH FLOW (Btm)					
Net income	8,015	16,560	14,965	16,418	18,946
Depreciation and amortization	2,619	2,640	1,899	1,849	1,799
Change in working capital	685	(21)	(16)	(131)	(1,556)
FX, non-cash adjustment & others	12,263	(5,916)	(4,517)	(5,515)	(7,152)
Cash flows from operating activities	23,582	13,263	12,330	12,621	12,037
Capex (Invest)/Divest	(683)	(2,411)	(950)	(950)	(950)
Others	253	7,215	(334)	(797)	(553)
Cash flows from investing activities	(430)	4,803	(1,284)	(1,747)	(1,503)
Debt financing (repayment)	(318)	1,306	(2,317)	2,619	6,119
Equity financing	0	149	0	0	0
Dividend payment	(21,671)	(10,125)	(11,972)	(13,134)	(15,157)
Others	(466)	(371)	0	0	0
Cash flows from financing activities	(22,454)	(9,041)	(14,289)	(10,515)	(9,038)
Net change in cash	699	9,025	(3,243)	358	1,496

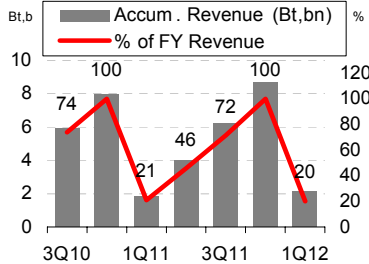
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Free cash flow (Btm)	22,899	10,852	11,380	11,671	11,087
FCF per share (Bt)	7.15	3.38	3.55	3.64	3.46

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

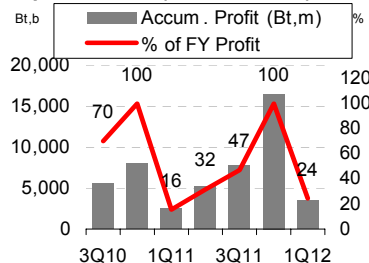
Revenue trend



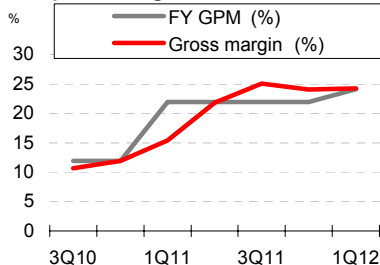
Revenue trend (accumulated)



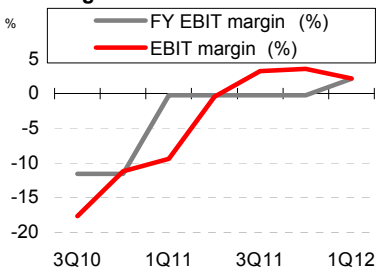
Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin



Financial tables

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
PROFIT & LOSS (Btm)					
Revenue	1,819	2,148	2,220	2,462	2,120
Cost of sales and services	(1,538)	(1,679)	(1,663)	(1,870)	(1,606)
Gross profit	280	469	557	592	514
SG&A	(452)	(479)	(484)	(504)	(468)
EBIT	(171)	(9)	72	88	46
Interest expense	(121)	(122)	(120)	(120)	(117)
Other income/exp.	28	48	43	124	65
EBT	(264)	(83)	(4)	92	(6)
Corporate tax	13	(17)	(41)	(90)	(61)
After-tax profit (loss)	(251)	(100)	(45)	1	(66)
Minority interest	139	61	38	252	25
Equity earnings from affiliates	2,813	2,819	2,672	2,772	3,676
Extra items	(121)	(117)	(132)	5,757	(95)
Net profit (loss)	2,580	2,663	2,533	8,784	3,539
Reported EPS	0.81	0.83	0.79	2.74	1.10
Fully diluted EPS	0.81	0.83	0.79	2.74	1.10
Core net profit	2,700	2,780	2,665	3,026	3,634
Core EPS	0.84	0.87	0.83	0.94	1.13
EBITDA	465	646	733	776	701

KEY RATIOS

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
Gross margin (%)	15.4	21.8	25.1	24.0	24.2
EBITDA margin (%)	25.6	30.0	33.0	31.5	33.1
Operating margin (%)	(9.4)	(0.4)	3.3	3.6	2.2
Net margin (%)	141.8	124.0	114.1	356.7	166.9
Core profit margin (%)	148.5	129.4	120.1	122.9	171.4
BV (Bt)	10.4	9.7	8.9	9.1	8.7
ROE (%)	41.7	47.1	50.6	166.1	72.1
ROA (%)	20.7	22.0	21.9	63.3	27.4
Current ratio (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Gearing ratio (x)	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
Interest coverage (x)	n.m.	n.m.	0.6	0.7	0.4

BALANCE SHEET (Btm)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
Cash & Equivalent	4,654	4,995	5,364	13,954	7,027
Accounts receivable	1,246	1,313	1,362	1,988	1,728
Inventory	417	342	301	243	210
PP&E-net	5,268	5,969	6,463	6,668	6,691
Other assets	32,857	35,431	32,447	32,593	30,692
Total assets	49,835	48,345	46,330	55,527	51,626
Accounts payable	611	686	633	1,757	1,789
ST debts & current portion	1,141	1,663	2,334	4,627	4,641
Long-term debt	7,454	7,385	7,314	5,653	5,564
Other liabilities	467	469	526	680	654
Total liabilities	16,628	17,262	17,922	26,201	23,878
Paid-up capital	3,201	3,202	3,206	3,206	3,206
Share premium	10,198	10,224	10,342	10,342	10,342
Retained earnings	7,155	4,919	2,226	3,506	1,979
Shareholders equity	24,749	22,638	20,034	21,159	19,621
Minority interests	8,458	8,445	8,374	8,167	8,127
Total Liab.&Shareholders' equity	49,835	48,345	46,330	55,527	51,626

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.