

## ปตท.

Energy  
(O & G)  
Neutral

### ประเด็นหลักจากการโรดโชว์ที่ประเทศอังกฤษ

**ประเด็นการลงทุน:** สัปดาห์ที่แล้วเราได้นำคุณวิรัตน์ เอื้อนฤมิตร ผู้ช่วยกรรมการผู้จัดการใหญ่ของ PTT ไปพบนักลงทุนสถาบันที่ประเทศอังกฤษ โดยรวมแล้วเรามีความรู้สึกว่านักลงทุนมีมุมมองเชิงบวกมากขึ้นต่อหุ้นกลุ่มพลังงาน ณ ราคาหุ้นในปัจจุบัน ระดับความเสี่ยงเทียบกับผลตอบแทนดูดีขึ้น ผู้จัดการกองทุนได้หันมามองแนวโน้มการเติบโตในระยะยาวมากกว่าที่จะมองผลกระทบเชิงลบเล็กน้อยในระยะสั้น ในกลุ่มของน้ำมันและพลังงานแล้วหุ้นกลุ่มปิโตรเคมีได้รับความนิยมมากที่สุดโดยเราได้สรุปประเด็นสำคัญในการประชุมไว้ดังนี้

**สถานการณ์อุปทานก๊าซธรรมชาติและการเติบโตในอนาคต:** PTTEP ตั้งเป้าหมายที่จะเพิ่มการสำรวจและการต่ออายุสัญญาสัมปทานสำหรับแหล่งปัจจุบันในอ่าวไทย ซึ่งกำลังจะหมดอายุลงในอีกไม่นานนี้ นอกจากนี้ PTT กำลังวางแผนที่จะเพิ่มกำลังการผลิตของสถานีรับส่งก๊าซแอลเอ็นจีเป็นสองเท่า เนื่องจากกำลังการผลิตในปัจจุบันที่ 5 ล้านตันต่อปี น่าจะเต็มภายใน 4 ปีข้างหน้า โดยพม่าจะเป็นฐานการผลิตในอนาคตของกลุ่มซึ่ง PTT ได้จัดทำนโยบายกลยุทธ์ที่จะครอบคลุมการขยายธุรกิจทั้งต้นน้ำจนถึงปลายน้ำ

**การปรับโครงสร้างของกลุ่ม:** PTT จะปรับสัดส่วนการถือครองสินทรัพย์ของกลุ่มโดยสินทรัพย์ที่เกี่ยวกับการผลิตต้นน้ำนั้นยังมีไม่เพียงพอ แต่สำหรับกลางน้ำและปลายน้ำมีอย่างเหมาะสมแล้ว ดังนั้นบริษัทจึงเน้นที่สินทรัพย์ต้นน้ำโดยส่วนใหญ่โดยหลักๆจะเป็นก๊าซธรรมชาติ ทั้งนี้ PTT กำลังวางแผนในการลดสัดส่วนในโรงกลั่นผ่านการ dilute ของหุ้น SPRC และ BCP ส่วน IRPC อาจถูกควบรวมกับ PTTGC แต่ติดตั้งกล่าวว่าจะได้ข้อสรุปในอีกหลายปีข้างหน้า บริษัทอาจจะนำบริษัทปิโตรเคมีที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ไปควบรวมกับ PTTGC

**การประเมิน Cove Energy และการเพิ่มทุนของ PTTEP:** PTT ปฏิเสธที่จะให้ความเห็นในการประเมินบริษัท Cove Energy โดยบริษัทกล่าวเพียงว่าสินทรัพย์ดังกล่าวเหมาะสมกับกลยุทธ์ของกลุ่มฯ เนื่องจาก PTTEP ตั้งเป้าว่าจะจำหน่ายก๊าซเป็นสัดส่วน 50% ของปริมาณการใช้ก๊าซในประเทศในปี 2563 เพิ่มขึ้นจาก 20% ในปัจจุบันซึ่งคิดเป็นเป้าหมายการผลิตที่ 900 KBD การปรับแผนพัฒนาพลังงานแห่งชาติได้สร้างแรงกดดันต่อกลุ่ม PTT เนื่องจากความต้องการก๊าซธรรมชาติจะเพิ่มขึ้นอย่างชัดเจนในช่วง 10 ปีข้างหน้า

**ประเด็นราคาของ PTTGC:** คุณวิรัตน์กล่าวว่ากรณีดังกล่าวจะได้รับความกระจ่างอย่างรวดเร็วที่สุดเท่าที่จะเป็นไปได้ซึ่งคาดว่าจะเป็นที่ การปรับราคาซื้อขายจะต้องพอเพียงสำหรับในอนาคตและต้องรวมคาดการณ์การลงทุนใหม่ไว้ด้วย เพื่อหลีกเลี่ยงการปรับราคาบ่อยครั้ง อีกทั้งเขายังกล่าวว่าหนึ่งในสามส่วนของก๊าซจากอ่าวไทย (ซึ่งในปัจจุบันยังไม่ได้ใช้กำลังการผลิตอย่างเต็มที่) จะต้องถูกส่งไปยังโรงแยกก๊าซเพื่อเป็นวัตถุดิบให้กับโครงการเพิ่มประสิทธิภาพการผลิตของ PTTGC

## BUALUANG RESEARCH

รภัทเทพ จันทร์กานต์  
+662 618 1000

คำแนะนำพื้นฐาน: ชื้อ  
เป้าหมายพื้นฐาน: 384.00 บาท  
ราคา (13/07/12): 334.00 บาท

### Key Ratios & Statistics

Market cap	Bt954.00bn		
12-mth price range	Bt236.00/Bt369.00		
12-mth avg daily volume	Bt1,593.96m		
# of shares (m)	2,856.3		
Est. free float (%)	48.8		
Foreign limit (%)	30.0		
<b>Share price perf. (%)</b>	<b>1M</b>	<b>3M</b>	<b>12M</b>
Relative to SET	(2.5)	(3.8)	(11.7)
Absolute	2.5	(0.3)	0.6

### Financial summary

FY Ended 31 Dec	2011	2012E	2013E	2014E
Revenues (Btm)	2,428,165	2,306,313	2,346,381	2,306,064
Net profit (Btm)	105,296	115,189	130,955	119,260
EPS (Bt)	36.86	40.33	45.85	41.75
BLS/Consensus (x)	n.m.	0.98	0.98	0.89
EPS growth (%)	+26.4%	+9.4%	+13.7%	-8.9%
Core profit (Btm)	74,568	85,788	103,139	91,444
Core EPS (Bt)	26.11	30.03	36.11	32.01
Core EPS growth (%)	+37.3%	+15.0%	+20.2%	-11.3%
PER (x)	9.1	8.3	7.3	8.0
Core PER (x)	12.8	11.1	9.2	10.4
EV/EBITDA (x)	6.1	5.1	4.2	4.3
PBV (x)	1.5	1.3	1.2	1.1
Dividend (Bt)	13.00	14.32	16.28	14.82
Dividend yield (%)	3.9	4.3	4.9	4.4
ROE (%)	20.1	19.7	19.9	16.3
Net gearing (x)	0.4	0.2	0.1	0.1

CG Rating - 2011

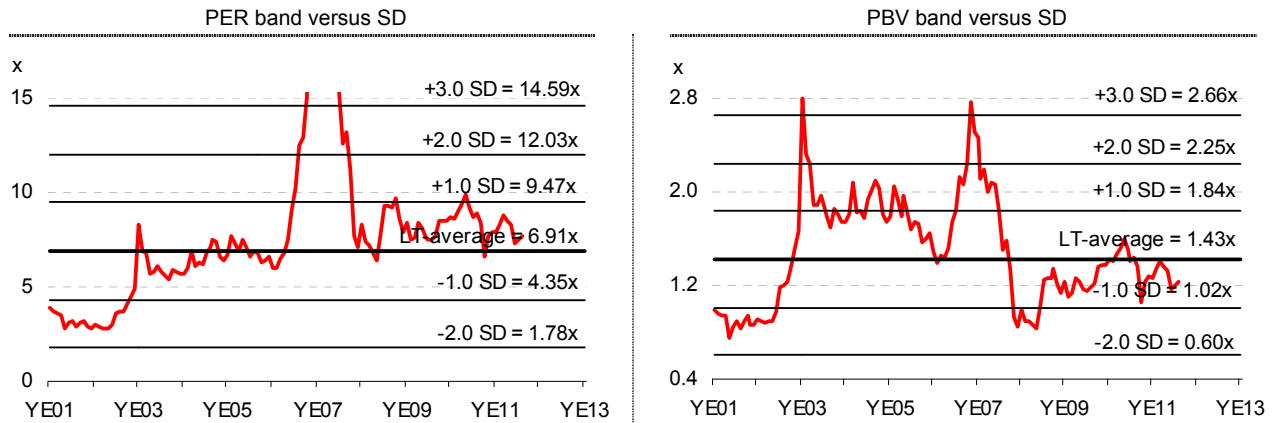


### Company profile

PTT is the only fully-integrated petroleum and chemicals complex player in Thailand with operations covering upstream (exploration and production), midstream (refining and production of olefins feedstock) and downstream (retail oil distribution) businesses. The firm comprises: 1) gas transmission and distribution, supply and marketing (S&M), processing, and investment in PTTEP, an exploration and production (E&P) operator, 2) oil marketing and trading and 3) investments in refineries and petrochemicals.

**การยกเลิกการควบคุมราคาก๊าซ:** PTT มองเชิงบวกว่ารัฐบาลจะปรับเพิ่มราคาก๊าซเอ็นจีวี (เริ่มในเดือน ส.ค.) หลังจากที่ได้สั่งให้บริษัทคงราคาไว้ในเดือน พ.ค. - ก.ค. ขณะที่รัฐบาลได้ปรับเพิ่มราคาแก๊สแอลพีจีสำหรับอุตสาหกรรมและการขนส่ง แต่ราคายังคงต่ำกว่าประเทศเพื่อนบ้าน ทั้งนี้คุณวิรัตน์กล่าวว่า การก่อตั้งประชาคมเศรษฐกิจอาเซียนในปี 2558 จะเป็นปัจจัยผลักดันให้รัฐบาลต้องปล่อยลอยตัวราคาพลังงานภายในประเทศ

Figure 1: PER and PBV bands



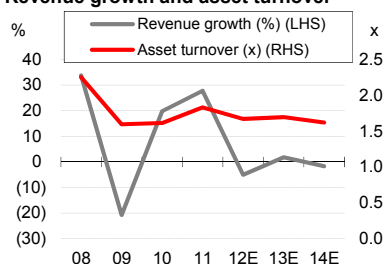
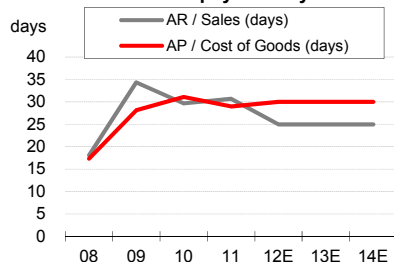
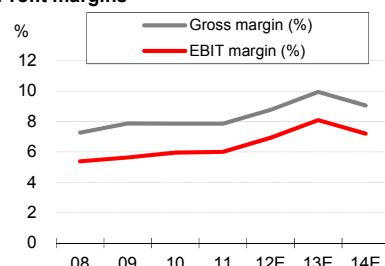
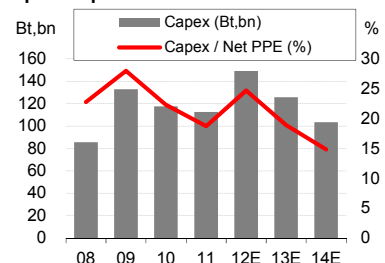
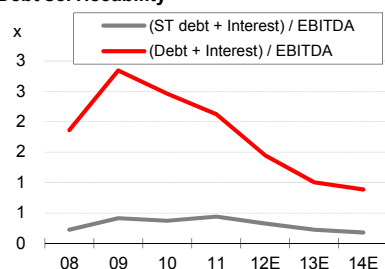
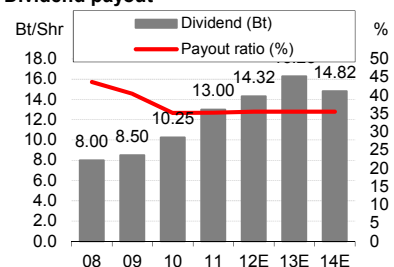
Sources: Bualuang Research estimates, Bloomberg

Figure 2: 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
CNOOC	883 HK	HKD15.02	86,922.11	9.8	10.0	-0.5	-2.1	2.2	1.9	24.0	21.4	3.0	3.2
Oil & Natural Gas Corp	ONGC IN	INR285.10	43,622.11	9.2	8.5	+36.1	+8.7	1.8	1.6	21.1	19.2	3.6	3.5
Reliance Industries	RIL IN	INR718.50	42,647.38	11.2	10.6	+1.6	+5.8	1.4	1.2	12.9	12.1	1.1	1.3
Origin Energy	ORG AU	AUD12.01	13,402.34	14.9	14.4	+15.7	+3.5	1.0	1.0	6.9	6.9	4.2	4.2
PetroChina	857 HK	HKD9.26	251,405.72	10.4	10.2	+16.8	+2.5	1.5	1.4	14.3	14.7	4.0	4.5
China Petroleum & Chemical	386 HK	HKD6.78	79,279.72	7.4	6.9	+8.4	+6.7	1.0	0.9	16.4	15.7	3.8	4.6
GAIL (India)	GAIL IN	INR363.30	8,265.96	11.9	11.2	+3.7	+6.6	2.1	1.9	18.9	17.2	2.3	2.4
PTT Exploration & Production	PTTEP TB	Bt172.50	18,072.92	10.2	8.6	+26.1	+17.7	2.6	2.2	26.7	27.5	3.9	4.6
PTT	PTT TB	Bt334.00	29,839.25	8.3	7.3	+9.4	+13.7	1.3	1.2	19.7	19.9	4.3	4.9
<b>Simple average</b>				<b>10.4</b>	<b>9.7</b>	<b>+13.0</b>	<b>+7.0</b>	<b>1.7</b>	<b>1.5</b>	<b>17.9</b>	<b>17.2</b>	<b>3.4</b>	<b>3.7</b>

Note: Prices as at 13/07/12

Sources: Company, Bualuang estimates/Research, Reuters

**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	1,900,005	2,428,165	2,306,313	2,346,381	2,306,064
Cost of sales and services	(1,750,668)	(2,237,540)	(2,104,046)	(2,113,206)	(2,097,512)
<b>Gross profit</b>	<b>149,337</b>	<b>190,624</b>	<b>202,268</b>	<b>233,175</b>	<b>208,551</b>
SG&A	(36,169)	(45,006)	(42,667)	(43,408)	(42,662)
<b>EBIT</b>	<b>113,168</b>	<b>145,618</b>	<b>159,601</b>	<b>189,767</b>	<b>165,889</b>
Interest expense	(16,043)	(18,042)	(16,389)	(13,500)	(11,108)
Other income/exp.	13,006	10,152	8,649	8,799	8,648
<b>EBT</b>	<b>110,131</b>	<b>137,728</b>	<b>151,860</b>	<b>185,065</b>	<b>163,429</b>
Corporate tax	(39,107)	(43,231)	(48,691)	(58,986)	(51,912)
<b>After-tax net profit (loss)</b>	<b>71,024</b>	<b>94,498</b>	<b>103,169</b>	<b>126,079</b>	<b>111,517</b>
Minority interest	(16,842)	(19,930)	(17,382)	(22,940)	(20,073)
Equity earnings from affiliates	18,992	29,463	28,030	27,815	27,815
Extra items	9,914	1,266	1,372	0	0
<b>Net profit (loss)</b>	<b>83,088</b>	<b>105,296</b>	<b>115,189</b>	<b>130,955</b>	<b>119,260</b>
Reported EPS	29.16	36.86	40.33	45.85	41.75
Fully diluted EPS	29.16	36.86	40.33	45.85	41.75
<b>Core net profit</b>	<b>54,181</b>	<b>74,568</b>	<b>85,788</b>	<b>103,139</b>	<b>91,444</b>
Core EPS	19.02	26.11	30.03	36.11	32.01
<b>EBITDA</b>	<b>164,390</b>	<b>200,936</b>	<b>220,348</b>	<b>254,255</b>	<b>237,040</b>

**KEY RATIOS**

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Revenue growth (%)	19.8	27.8	(5.0)	1.7	(1.7)
Gross margin (%)	7.9	7.9	8.8	9.9	9.0
EBITDA margin (%)	8.7	8.3	9.6	10.8	10.3
Operating margin (%)	6.0	6.0	6.9	8.1	7.2
Net margin (%)	4.4	4.3	5.0	5.6	5.2
Core profit margin (%)	2.9	3.1	3.7	4.4	4.0
ROA (%)	7.1	7.9	8.3	9.5	8.4
ROCE (%)	9.1	10.5	11.1	12.6	11.0
Asset turnover (x)	1.6	1.8	1.7	1.7	1.6
Current ratio (x)	1.3	1.1	1.1	1.1	1.1
Gearing ratio (x)	0.7	0.6	0.4	0.3	0.2
Interest coverage (x)	7.1	8.1	9.7	14.1	14.9

**BALANCE SHEET (Btm)**

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>Cash &amp; Equivalent</b>	<b>157,416</b>	<b>132,093</b>	<b>141,981</b>	<b>121,700</b>	<b>127,367</b>
Accounts receivable	154,449	203,986	157,967	160,711	157,950
Inventory	31,269	26,000	17,294	17,369	17,240
PP&E-net	526,796	601,341	603,074	664,205	696,479
Other assets	379,218	438,991	440,067	442,107	443,521
<b>Total assets</b>	<b>1,249,148</b>	<b>1,402,412</b>	<b>1,360,382</b>	<b>1,406,091</b>	<b>1,442,557</b>
Accounts payable	149,042	177,693	172,935	173,688	172,398
ST debts & current portion	45,101	70,499	54,957	43,079	31,379
Long-term debt	343,132	338,096	246,962	198,377	166,999
Other liabilities	140,560	172,176	168,324	169,056	167,801
<b>Total liabilities</b>	<b>677,835</b>	<b>758,464</b>	<b>643,177</b>	<b>584,201</b>	<b>538,577</b>
Paid-up capital	28,490	28,563	28,563	28,563	28,563
Share premium	27,585	29,211	29,211	29,211	29,211
Retained earnings	434,849	498,146	556,628	641,815	706,843
<b>Shareholders equity</b>	<b>490,925</b>	<b>555,920</b>	<b>614,402</b>	<b>699,589</b>	<b>764,617</b>
Minority interests	80,388	88,028	102,803	122,302	139,363
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>1,249,148</b>	<b>1,402,412</b>	<b>1,360,382</b>	<b>1,406,091</b>	<b>1,442,557</b>

**CASH FLOW (Btm)**

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Net income	83,088	105,296	115,189	130,955	119,260
Depreciation and amortization	51,223	55,318	60,747	64,488	71,151
Change in working capital	21,985	(41,133)	47,434	(2,021)	1,295
FX, non-cash adjustment & others	40,576	58,068	79,755	17,440	8,006
<b>Cash flows from operating activities</b>	<b>196,871</b>	<b>177,550</b>	<b>303,125</b>	<b>210,862</b>	<b>199,712</b>
Capex (Invest)/Divest	(117,444)	(112,524)	(148,921)	(125,619)	(103,426)
Others	(6,366)	(47,930)	(1,703)	(1,720)	(1,737)
<b>Cash flows from investing activities</b>	<b>(123,810)</b>	<b>(160,454)</b>	<b>(150,623)</b>	<b>(127,338)</b>	<b>(105,162)</b>
Debt financing (repayment)	32,265	(6,303)	(106,676)	(60,463)	(43,079)
Equity financing	3,628	1,983	0	0	0
Dividend payment	(32,132)	(41,103)	(37,132)	(40,892)	(46,489)
Others	0	0	0	0	0
<b>Cash flows from financing activities</b>	<b>3,761</b>	<b>(45,423)</b>	<b>(143,808)</b>	<b>(101,355)</b>	<b>(89,567)</b>
Net change in cash	76,823	(28,327)	8,693	(17,831)	4,982

**Free cash flow (Btm)**

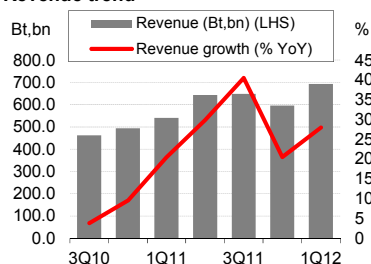
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>Free cash flow (Btm)</b>	<b>79,427</b>	<b>65,026</b>	<b>154,204</b>	<b>85,244</b>	<b>96,287</b>
<b>FCF per share (Bt)</b>	<b>27.88</b>	<b>22.77</b>	<b>53.99</b>	<b>29.84</b>	<b>33.71</b>

**Key assumptions**

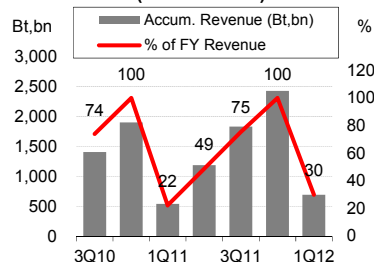
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Bt/US\$ - average	32.00	30.30	31.40	29.80	29.80
Brent price (US\$/bbl)	78.00	109.00	105.00	105.00	95.00
Pooled gas price (Bt/mmbtu)	203.57	212.40	227.96	227.96	227.96
Gas sales (mmcf)	4,070	4,100	4,420	4,879	5,075
GSP production (mt)	4.44	5.96	6.38	6.38	6.38
Loss on NGV sales (Btm)	9,000	9,928	3,671	1,241	1,242

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

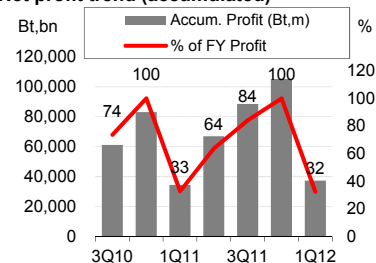
## Revenue trend



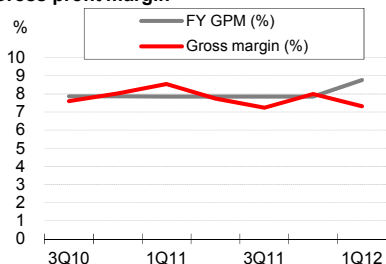
## Revenue trend (accumulated)



## Net profit trend (accumulated)



## Gross profit margin



## QUARTERLY PROFIT &amp; LOSS (Btm)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
Revenue	540,857	643,577	648,366	595,365	692,105
Cost of sales and services	(494,654)	(593,735)	(601,415)	(547,737)	(641,479)
<b>Gross profit</b>	<b>46,203</b>	<b>49,842</b>	<b>46,951</b>	<b>47,629</b>	<b>50,626</b>
SG&A	(9,837)	(9,589)	(9,685)	(15,895)	(10,948)
<b>EBIT</b>	<b>36,366</b>	<b>40,253</b>	<b>37,265</b>	<b>31,733</b>	<b>39,678</b>
Interest expense	(4,396)	(4,480)	(4,572)	(4,594)	(4,468)
Other income/exp.	4,247	4,608	3,530	(2,234)	4,540
<b>EBT</b>	<b>36,218</b>	<b>40,381</b>	<b>36,224</b>	<b>24,906</b>	<b>39,749</b>
Corporate tax	(10,728)	(14,490)	(10,378)	(7,635)	(9,431)
<b>After-tax net profit (loss)</b>	<b>25,490</b>	<b>25,891</b>	<b>25,846</b>	<b>17,270</b>	<b>30,319</b>
Minority interest	(4,801)	(4,836)	(3,484)	(6,809)	(6,154)
Equity earnings from affiliates	11,242	10,409	4,469	3,343	10,289
Extra items	2,592	1,064	(5,231)	2,841	2,932
<b>Net profit (loss)</b>	<b>34,524</b>	<b>32,528</b>	<b>21,599</b>	<b>16,645</b>	<b>37,386</b>
Reported EPS	12.22	11.52	7.65	5.89	13.24
Fully diluted EPS	12.22	11.52	7.65	5.89	13.24
<b>Core net profit</b>	<b>31,932</b>	<b>31,465</b>	<b>26,831</b>	<b>13,804</b>	<b>34,454</b>
Core EPS	7.33	7.46	7.92	5.99	10.84
<b>EBITDA</b>	<b>50,006</b>	<b>53,160</b>	<b>50,025</b>	<b>47,745</b>	<b>54,964</b>

## KEY RATIOS

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
Gross margin (%)	8.5	7.7	7.2	8.0	7.3
EBITDA margin (%)	9.2	8.3	7.7	8.0	7.9
Operating margin (%)	6.7	6.3	5.7	5.3	5.7
Net margin (%)	6.4	5.1	3.3	2.8	5.4
Core profit margin (%)	3.8	3.3	3.4	2.8	4.4
BV (Bt)	205.67	214.33	216.08	228.02	241.03
ROE (%)	27.7	25.2	16.4	12.3	26.1
ROA (%)	10.7	9.7	6.3	4.8	10.2
Current ratio (x)	1.2	1.2	0.0	0.0	0.0
Gearing ratio (x)	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
Interest coverage (x)	8.3	9.0	8.2	6.9	8.9

## QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
<b>Cash &amp; Equivalent</b>	<b>127,362</b>	<b>111,833</b>	<b>112,318</b>	<b>132,093</b>	<b>148,786</b>
Accounts receivable	182,201	196,189	207,888	203,986	263,065
Inventory	24,344	43,086	31,945	26,000	41,732
PP&E-net	547,260	564,235	582,986	601,341	605,153
Other assets	440,521	442,210	431,332	438,991	459,474
<b>Total assets</b>	<b>1,321,689</b>	<b>1,357,554</b>	<b>1,366,468</b>	<b>1,402,412</b>	<b>1,518,210</b>
Accounts payable	166,185	167,344	166,015	177,693	279,130
ST debts & current portion	46,387	88,031	92,158	70,499	82,050
Long-term debt	361,531	345,190	337,158	338,096	350,273
Other liabilities	166,773	151,699	160,905	172,176	126,080
<b>Total liabilities</b>	<b>740,876</b>	<b>752,264</b>	<b>756,236</b>	<b>758,464</b>	<b>837,532</b>
Paid-up capital	28,521	28,544	28,563	28,563	28,563
Share premium	28,273	28,782	29,211	29,211	29,211
Retained earnings	449,324	467,960	471,883	498,146	532,571
<b>Shareholders equity</b>	<b>506,118</b>	<b>525,286</b>	<b>529,657</b>	<b>555,920</b>	<b>590,345</b>
Minority interests	74,694	80,003	80,576	88,028	90,333
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>1,321,689</b>	<b>1,357,554</b>	<b>1,366,468</b>	<b>1,402,412</b>	<b>1,518,210</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.