

# ไทยยูเนียน โพรเซ่น โปรดักส์

Foods  
Neutral

แนวโน้มกำไรหลักไตรมาส 2/55  
แข็งแกร่ง

**ประเด็นการลงทุน:** หลังจากที่เราประชุมนักวิเคราะห์คาดการณ์ผลการดำเนินงานไตรมาส 2/55 เราคาดว่ากำไรหลักไตรมาส 2/55 ยังคงมีแนวโน้มแข็งแกร่ง แม้ว่าผลกำไรสุทธิจะมีแนวโน้มลดลงเนื่องจากผลกระทบจากค่าใช้จ่ายทางการเงินที่บันทึกครั้งเดียว เราคาดรายได้รวมในช่วงครึ่งปีหลังมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น (หลังจากที่รายได้รวมไตรมาส 2/55 มีแนวโน้มต่ำกว่าเป้า) เนื่องจากผลการดำเนินงานของ COSI และ MWB รวมถึงรายได้ผลิตภัณฑ์กุ้งของประเทศไทยที่ฟื้นตัว เรายังคำแนะนำ ชื้อ จากเหตุผลของกำไรหลักปี 2555 ที่เติบโตอย่างแข็งแกร่งและมูลค่าเพิ่มจากการเข้าซื้อกิจการใหม่ซึ่งคาดว่าจะเกิดขึ้นก่อนสิ้นปีนี้

**กำไรสุทธิไตรมาส 2/55 ลดลง...** เราคาดว่ากำไรสุทธิไตรมาส 2/55 ที่ 950 ล้านบาท หรือลดลง 23% YoY และ 35% QoQ เนื่องจากการบันทึกกำไรพิเศษครั้งเดียวที่ไม่ใช่รายการเงินสดผ่านงบกำไรขาดทุนในไตรมาส 2/55 ซึ่งเกิดขึ้นจากการคืนเงินกู้ก่อนกำหนดจำนวน 250 ล้านยูโรโดยใช้เงินที่ได้รับ 9.6 พันล้านบาทจากการเพิ่มทุนให้กับผู้ถือหุ้นเดิมในเดือนพ.ค.2555

ค่าใช้จ่ายดังกล่าวเป็นค่าธรรมเนียมที่เกี่ยวข้องกับเงินกู้จากการเข้าซื้อกิจการของ MWB ซึ่งถูกบันทึกไว้เป็นสินทรัพย์รอดัดบัญชีและทยอยตัดจำหน่ายผ่านงบกำไรขาดทุนเป็นระยะเวลา 5 ปี แต่เนื่องจากบริษัททำการคืนเงินกู้ก่อนกำหนด ส่งผลให้ต้องมีการตัดจำหน่ายค่าใช้จ่ายที่เหลือทั้งจำนวนครั้งเดียวผ่านงบกำไรขาดทุนในไตรมาส 2/55 เราคาดว่าค่าใช้จ่ายดังกล่าวที่เหลือจำนวน 600 ล้านบาท ซึ่งรายการดังกล่าวนำมาลดหย่อนภาษีได้ภายใต้กฎหมายประเทศฝรั่งเศส (สำนักงานใหญ่ MWB อยู่ที่ประเทศฝรั่งเศส) ผลกระทบทางลบสุทธิต่องบกำไรขาดทุนไตรมาส 2/55 น่าจะอยู่ที่ 400 ล้านบาท

... แต่กำไรหลักแข็งแกร่ง: เราคาดว่ากำไรหลัก (ที่ไม่รวมค่าใช้จ่ายพิเศษข้างต้นและกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน) ที่ 1.33 พันล้านบาท หรือเพิ่มขึ้น 14% YoY และ 8% QoQ เนื่องจากอัตรากำไรขั้นต้นที่ยังคงทรงตัวแข็งแกร่งที่ 17.2% และการควบคุมค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานได้ดี เราคาดว่ารายได้ไตรมาส 2/55 มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น 7% YoY และ 5% QoQ ซึ่งถือว่าต่ำกว่าไตรมาส 1/55 ซึ่งเติบโต 11% YoY โดยในไตรมาส 2/55 มีการแข่งขันทางด้านราคาที่ยังคงรุนแรงสำหรับ COSI ในขณะที่เดียวกันรายได้ของ MWB เพิ่มขึ้นเล็กน้อยเนื่องจากฝนตกหนักในยุโรปช่วงเดือนพ.ค.-มิ.ย. นอกจากนี้ไฟไหม้โรงงานผลิตกุ้งของ TUF ในเดือนก.พ. ได้ส่งผลกระทบต่อปริมาณผลผลิตกุ้งและรายได้ผลิตภัณฑ์กุ้งให้ลดลงในไตรมาส 2/55

## BUALUANG RESEARCH

ประสิทธิ์ สุจิรวรกุล  
+662 618 1000

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**  
เป้าหมายพื้นฐาน: 85.00 บาท  
ราคา (18/07/12): 76.50 บาท

### Key Ratios & Statistics

Market cap	Bt87.79bn		
12-mth price range	Bt44.50/Bt78.50		
12-mth avg daily volume	Bt182.44m		
# of shares (m)	1,147.6		
Est. free float (%)	53.5		
Foreign limit (%)	45.0		
<b>Share price perf. (%)</b>	<b>1M</b>	<b>3M</b>	<b>12M</b>
Relative to SET	8.5	(4.8)	29.8
Absolute	13.3	(0.3)	42.3

### Financial summary

FY Ended 31 Dec	2011	2012E	2013E	2014E
Revenues (Btm)	98,670	111,118	119,314	127,792
Net profit (Btm)	5,075	6,236	7,184	7,815
EPS (Bt)	5.31	5.67	6.10	6.55
BLS/Consensus (x)	n.a.	1.04	1.00	0.98
EPS growth (%)	+65.7%	+6.8%	+7.5%	+7.4%
Core profit (Btm)	4,404	6,036	7,184	7,815
Core EPS (Bt)	4.60	5.49	6.10	6.55
Core EPS growth (%)	+99.9%	+19.2%	+11.1%	+7.4%
PER (x)	9.6	13.5	12.5	11.7
Core PER (x)	11.1	13.9	12.5	11.7
EV/EBITDA (x)	9.1	11.6	10.0	8.9
PBV (x)	1.8	2.1	1.9	1.7
Dividend (Bt)	1.56	2.87	3.09	3.32
Dividend yield (%)	3.1	3.8	4.0	4.3
ROE (%)	22.3	19.9	17.7	17.4
Net gearing (x)	1.3	0.7	0.6	0.4

CGRating - 2011



### Company profile

Thai Union Frozen Products (TUF) is a leading producer and exporter of frozen and canned seafood. It has 20 subsidiaries—13 domestic and 7 overseas—and six affiliates to cater to its expansion and integration plans. Its product range includes tuna loin, canned tuna, frozen shrimp, canned pet food, canned seafood, cephalopod, canned sardines and mackerel and shrimp feed. As of 1Q12, tuna and frozen shrimp represented the largest contributors—50% and 16%, respectively, of consolidated sales.

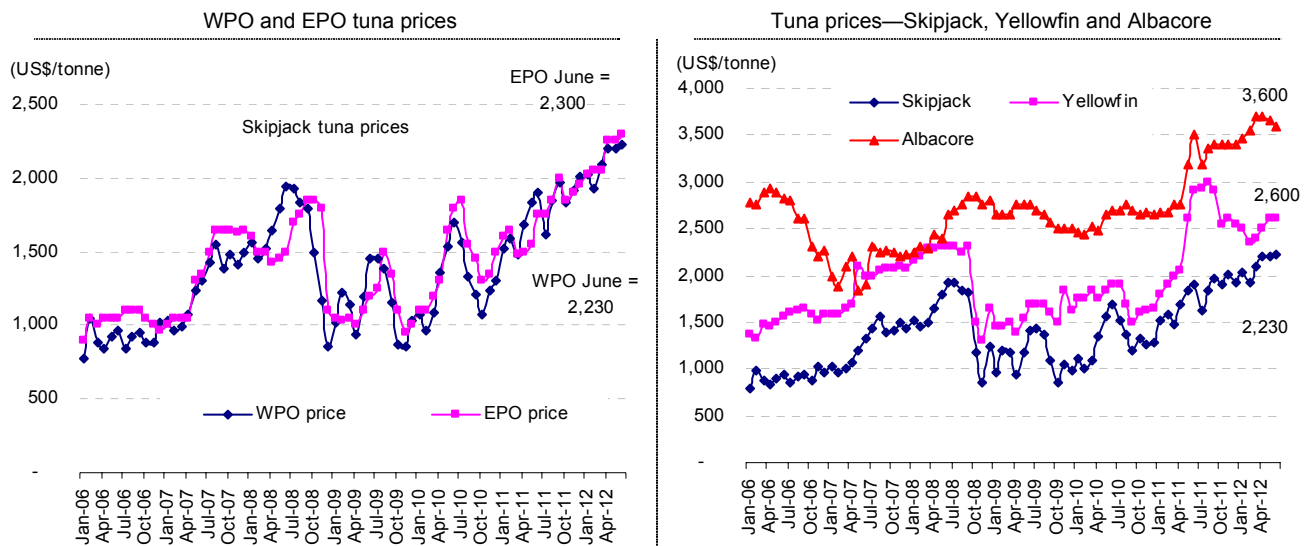
**ผลการดำเนินงานช่วงครึ่งปีหลังมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น:** ในช่วงครึ่งปีหลังเราคาดว่ารายได้จากผลิตภัณฑ์กุ้งที่เพิ่มขึ้น รายได้ของ MWB ที่สูงขึ้นเนื่องจากสภาพอากาศที่ดีขึ้นในยุโรป และกลยุทธ์การทำตลาดใหม่ของ COSI ซึ่งจะช่วยหนุนรายได้ของ COSI ให้เพิ่มขึ้นในช่วงครึ่งปีหลัง บริษัทได้ชี้ทิศทางราคาปลาทูน่าในช่วงครึ่งปีหลังว่ามีแนวโน้มเคลื่อนไหวอยู่ในช่วงกรอบราคา 2,100-2,200 เหรียญต่อตันจากเหตุผลของปริมาณการจับที่ลดลงซึ่งเกี่ยวข้องกับภาวะอากาศที่แปรปรวนและข้อกำหนดเรื่องการห้ามจับปลาในบางพื้นที่ ถึงแม้ว่าราคาปลาทูน่าอาจปรับตัวลดลงในช่วงไตรมาส 4/55 ซึ่งเป็นช่วงไฮซีซั่นของการจับปลา แต่เราคาดว่า การปรับลดลงของราคาไม่น่าจะมากนัก

Figure 1: 2Q12 earnings preview

Profit & Loss (Btm)	2Q12E	2Q11	% YoY	1Q12	% QoQ	1H12E	1H11	% YoY
Sales	26,600	24,860	7.0	25,304	5.1	51,904	47,565	9.1
Cost of sales and services	(22,025)	(20,534)	7.3	(20,959)	5.1	(42,984)	(39,882)	7.8
<b>Gross profit</b>	<b>4,575</b>	<b>4,326</b>	<b>5.8</b>	<b>4,345</b>	<b>5.3</b>	<b>8,921</b>	<b>7,684</b>	<b>16.1</b>
SG&A	(2,500)	(2,169)	15.3	(2,373)	5.4	(4,873)	(4,255)	14.5
<b>EBIT</b>	<b>2,075</b>	<b>2,157</b>	<b>(3.8)</b>	<b>1,973</b>	<b>5.2</b>	<b>4,048</b>	<b>3,429</b>	<b>18.0</b>
Interest expense	(500)	(612)	(18.3)	(542)	(7.8)	(1,042)	(1,134)	(8.1)
Other income/exp.	130	148	(12.1)	141	(8.0)	271	267	1.5
<b>EBT</b>	<b>1,705</b>	<b>1,692</b>	<b>0.7</b>	<b>1,572</b>	<b>8.5</b>	<b>3,277</b>	<b>2,563</b>	<b>27.9</b>
Corporate tax	(170)	(291)	(41.3)	(161)	6.2	(331)	(326)	1.5
<b>After-tax profit (loss)</b>	<b>1,534</b>	<b>1,402</b>	<b>9.5</b>	<b>1,411</b>	<b>8.7</b>	<b>2,946</b>	<b>2,236</b>	<b>31.7</b>
Minority interest	(230)	(252)	(8.5)	(202)	13.9	(432)	(344)	25.6
Equity earnings from affiliates	30	24	24.6	26	17.5	56	42	33.3
Extra items	16	63	(74.7)	232	(93.1)	248	63	292.8
<b>Net profit</b>	<b>950</b>	<b>1,238</b>	<b>(23.2)</b>	<b>1,467</b>	<b>(35.2)</b>	<b>2,417</b>	<b>1,997</b>	<b>21.0</b>
Reported EPS	0.99	1.29	(23.2)	1.53	(35.2)	2.53	2.09	21.0
Fully diluted EPS	0.99	1.29	(23.2)	1.53	(35.2)	2.53	2.09	21.0
<b>Core net profit</b>	<b>1,334</b>	<b>1,174</b>	<b>13.6</b>	<b>1,235</b>	<b>8.0</b>	<b>2,569</b>	<b>1,934</b>	<b>32.8</b>
Core EPS	1.40	1.23	13.6	1.29	8.0	2.69	2.02	32.8
<b>EBITDA</b>	<b>2,535</b>	<b>2,599</b>	<b>(2.5)</b>	<b>2,416</b>	<b>4.9</b>	<b>4,951</b>	<b>4,287</b>	<b>15.5</b>
Gross margin (%)	17.2	17.4		17.2		17.2	16.2	
EBITDA margin (%)	9.5	10.5		9.5		9.5	9.0	
Operating margin (%)	7.8	8.7		7.8		7.8	7.2	
Net margin (%)	3.6	5.0		5.8		4.7	4.2	
Core profit margin (%)	5.0	4.7		4.9		4.9	4.1	

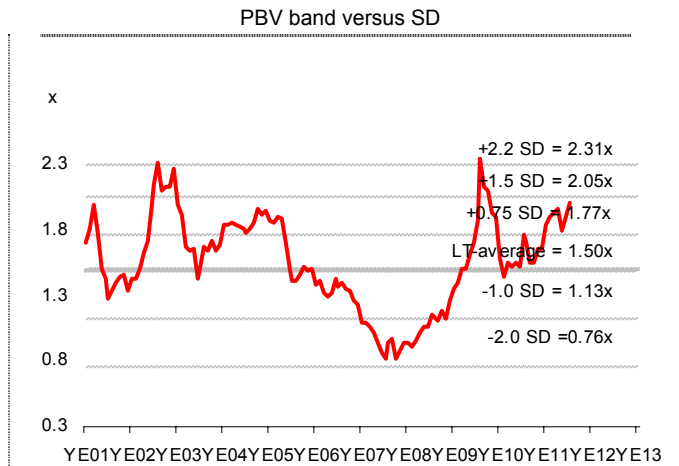
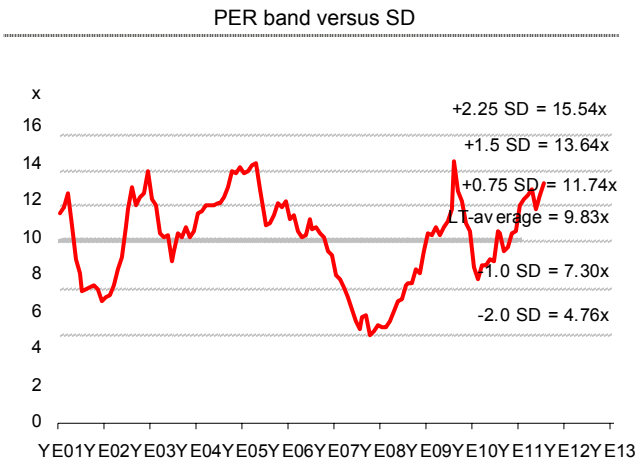
Sources: Company data and Bualuang Research estimates

Figure 2: Tuna price—WPO and EPO skipjack versus other tuna species—June 2012



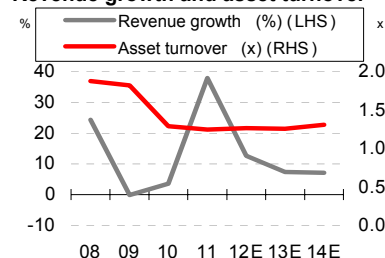
Source: Company data

**Figure 3: Band comparison versus SD**

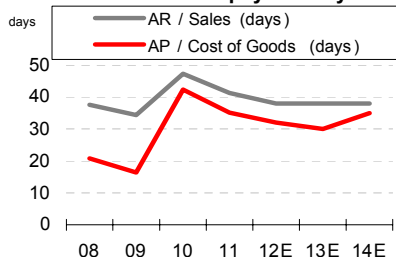


Sources: SET, Company data, Bualuang Research estimates

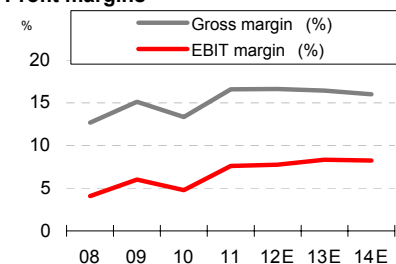
### Revenue growth and asset turnover



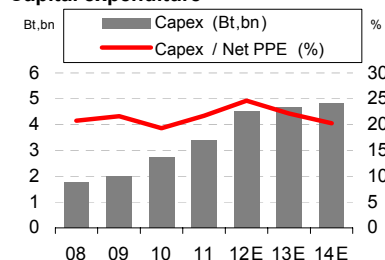
### A/C receivable & A/C payable days



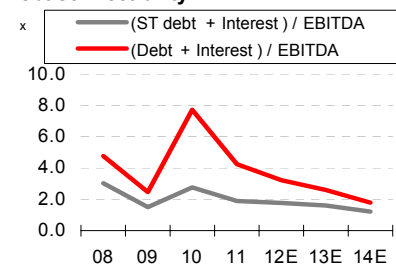
### Profit margins



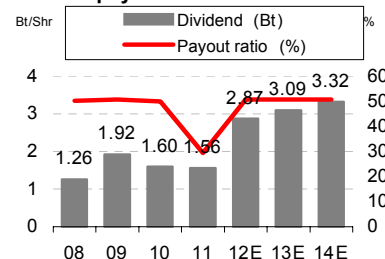
### Capital expenditure



### Debt serviceability



### Dividend payout



### Financial tables

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>PROFIT &amp; LOSS (Btm)</b>					
Revenue	71,507	98,670	111,118	119,314	127,792
Cost of sales and services	(61,976)	(82,301)	(92,650)	(99,699)	(107,345)
<b>Gross profit</b>	<b>9,531</b>	<b>16,369</b>	<b>18,469</b>	<b>19,615</b>	<b>20,448</b>
SG&A	(6,112)	(8,882)	(9,840)	(9,641)	(9,925)
<b>EBIT</b>	<b>3,419</b>	<b>7,487</b>	<b>8,629</b>	<b>9,974</b>	<b>10,522</b>
Interest expense	(764)	(2,272)	(1,226)	(916)	(701)
Other income/exp.	495	614	679	729	779
<b>EBT</b>	<b>3,150</b>	<b>5,828</b>	<b>8,082</b>	<b>9,787</b>	<b>10,600</b>
Corporate tax	(629)	(558)	(970)	(1,468)	(1,590)
<b>After-tax profit (loss)</b>	<b>2,522</b>	<b>5,270</b>	<b>7,112</b>	<b>8,319</b>	<b>9,010</b>
Minority interest	(479)	(950)	(1,170)	(1,236)	(1,304)
Equity earnings from affiliates	24	84	94	101	108
Extra items	807	671	200	0	0
<b>Net profit (loss)</b>	<b>2,874</b>	<b>5,075</b>	<b>6,236</b>	<b>7,184</b>	<b>7,815</b>
Reported EPS	3.20	5.31	5.67	6.10	6.55
Fully diluted EPS	3.00	5.31	5.32	6.06	6.50
<b>Core net profit</b>	<b>2,067</b>	<b>4,404</b>	<b>6,036</b>	<b>7,184</b>	<b>7,815</b>
Core EPS	2.30	4.60	5.49	6.10	6.55
<b>EBITDA</b>	<b>4,642</b>	<b>9,330</b>	<b>10,413</b>	<b>11,987</b>	<b>12,677</b>

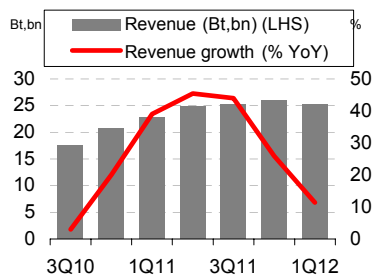
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>KEY RATIOS</b>					
Revenue growth (%)	3.6	38.0	12.6	7.4	7.1
Gross margin (%)	13.3	16.6	16.6	16.4	16.0
EBITDA margin (%)	6.5	9.5	9.4	10.0	9.9
Operating margin (%)	4.8	7.6	7.8	8.4	8.2
Net margin (%)	4.0	5.1	5.6	6.0	6.1
Core profit margin (%)	2.9	4.5	5.4	6.0	6.1
ROA (%)	5.2	6.4	7.1	7.6	8.0
ROCE (%)	6.5	8.3	9.0	9.4	10.2
Asset turnover (x)	1.3	1.2	1.3	1.3	1.3
Current ratio (x)	1.6	1.6	1.7	1.5	1.4
Gearing ratio (x)	1.5	1.4	0.8	0.6	0.4
Interest coverage (x)	4.5	3.3	7.0	10.9	15.0

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>BALANCE SHEET (Btm)</b>					
<b>Cash &amp; Equivalent</b>	<b>1,037</b>	<b>903</b>	<b>1,093</b>	<b>814</b>	<b>856</b>
Accounts receivable	9,262	11,161	11,568	12,422	13,304
Inventory	21,346	26,180	30,460	30,046	24,410
PP&E-net	14,190	15,655	18,405	21,064	23,724
Other assets	25,677	26,613	27,477	29,877	32,386
<b>Total assets</b>	<b>74,777</b>	<b>83,277</b>	<b>92,355</b>	<b>97,244</b>	<b>97,937</b>
Accounts payable	7,195	7,919	8,123	8,194	10,293
ST debts & current portion	12,080	15,461	17,150	18,332	14,882
Long-term debt	23,001	21,843	15,218	12,046	7,191
Other liabilities	5,209	6,713	7,778	8,352	8,945
<b>Total liabilities</b>	<b>51,541</b>	<b>56,161</b>	<b>50,164</b>	<b>49,555</b>	<b>44,131</b>
Paid-up capital	956	956	1,172	1,185	1,202
Share premium	8,159	8,159	18,773	19,480	20,423
Retained earnings	11,939	15,347	18,422	21,964	25,816
<b>Shareholders equity</b>	<b>20,967</b>	<b>24,458</b>	<b>38,362</b>	<b>42,624</b>	<b>47,436</b>
Minority interests	2,269	2,659	3,829	5,065	6,370
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>74,777</b>	<b>83,277</b>	<b>92,355</b>	<b>97,244</b>	<b>97,937</b>

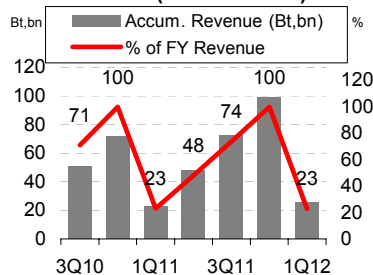
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>CASH FLOW (Btm)</b>					
Net income	2,874	5,075	6,236	7,184	7,815
Depreciation and amortization	1,223	1,843	1,784	2,013	2,155
Change in working capital	(3,649)	(6,008)	(4,484)	(367)	6,852
FX, non-cash adjustment & others	2,988	4,553	492	2,287	1,238
<b>Cash flows from operating activities</b>	<b>3,436</b>	<b>5,462</b>	<b>4,027</b>	<b>11,117</b>	<b>18,060</b>
Capex (Invest)/Divest	(2,744)	(3,405)	(4,534)	(4,672)	(4,814)
Others	(27,273)	174	(2,235)	(1,810)	(1,898)
<b>Cash flows from investing activities</b>	<b>(30,017)</b>	<b>(3,230)</b>	<b>(6,769)</b>	<b>(6,482)</b>	<b>(6,712)</b>
Debt financing (repayment)	27,088	1,424	(4,736)	(1,991)	(8,304)
Equity financing	3,713	0	10,830	720	960
Dividend payment	(1,996)	(1,195)	(3,162)	(3,642)	(3,962)
Others	(1,916)	(2,596)	0	0	0
<b>Cash flows from financing activities</b>	<b>26,890</b>	<b>(2,367)</b>	<b>2,932</b>	<b>(4,913)</b>	<b>(11,306)</b>
Net change in cash	309	(135)	190	(279)	42
<b>Free cash flow (Btm)</b>	<b>693</b>	<b>2,057</b>	<b>(507)</b>	<b>6,444</b>	<b>13,246</b>
<b>FCF per share (Bt)</b>	<b>0.72</b>	<b>2.15</b>	<b>(0.43)</b>	<b>5.44</b>	<b>11.02</b>

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

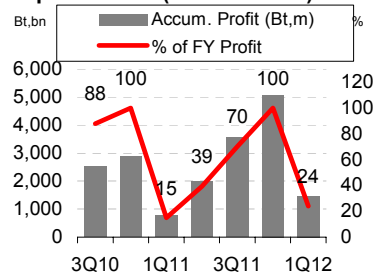
### Revenue trend



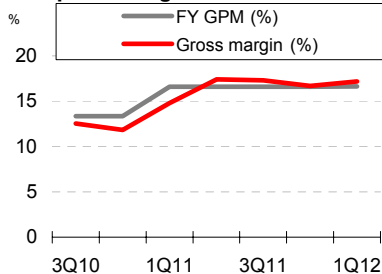
### Revenue trend (accumulated)



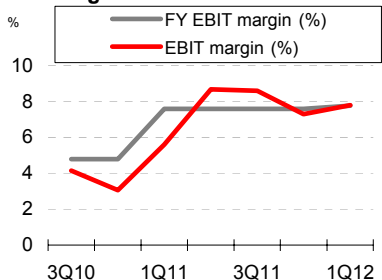
### Net profit trend (accumulated)



### Gross profit margin



### EBIT margin



### Financial tables

PROFIT & LOSS (Btm)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
Revenue	22,706	24,860	25,105	26,000	25,304
Cost of sales and services	(19,348)	(20,534)	(20,761)	(21,659)	(20,959)
<b>Gross profit</b>	<b>3,358</b>	<b>4,326</b>	<b>4,344</b>	<b>4,341</b>	<b>4,345</b>
SG&A	(2,085)	(2,169)	(2,184)	(2,444)	(2,373)
<b>EBIT</b>	<b>1,273</b>	<b>2,157</b>	<b>2,161</b>	<b>1,897</b>	<b>1,973</b>
Interest expense	(522)	(612)	(567)	(571)	(542)
Other income/exp.	120	148	165	182	141
<b>EBT</b>	<b>870</b>	<b>1,692</b>	<b>1,758</b>	<b>1,507</b>	<b>1,572</b>
Corporate tax	(36)	(291)	(69)	(163)	(161)
<b>After-tax profit (loss)</b>	<b>835</b>	<b>1,402</b>	<b>1,689</b>	<b>1,345</b>	<b>1,411</b>
Minority interest	(92)	(252)	(283)	(323)	(202)
Equity earnings from affiliates	18	24	22	20	26
Extra items	0	63	133	475	232
<b>Net profit (loss)</b>	<b>760</b>	<b>1,238</b>	<b>1,561</b>	<b>1,516</b>	<b>1,467</b>
Reported EPS	0.79	1.29	1.63	1.59	1.53
Fully diluted EPS	0.79	1.29	1.63	1.59	1.53
<b>Core net profit</b>	<b>760</b>	<b>1,174</b>	<b>1,428</b>	<b>1,041</b>	<b>1,235</b>
Core EPS	0.79	1.23	1.49	1.09	1.29
<b>EBITDA</b>	<b>1,688</b>	<b>2,599</b>	<b>2,625</b>	<b>2,417</b>	<b>2,416</b>

### KEY RATIOS

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
Gross margin (%)	14.8	17.4	17.3	16.7	17.2
EBITDA margin (%)	7.4	10.5	10.5	9.3	9.5
Operating margin (%)	5.6	8.7	8.6	7.3	7.8
Net margin (%)	3.3	5.0	6.2	5.8	5.8
Core profit margin (%)	3.3	4.7	5.7	4.0	4.9
BV (Bt)	24.5	25.6	26.4	28.4	29.9
ROE (%)	14.4	22.4	27.3	24.8	22.7
ROA (%)	3.9	6.1	7.6	7.3	6.8
Current ratio (x)	1.6	1.6	1.5	1.6	1.5
Gearing ratio (x)	1.6	1.6	1.6	1.5	1.4
Interest coverage (x)	2.4	3.5	3.8	3.3	3.6

### BALANCE SHEET (Btm)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
<b>Cash &amp; Equivalent</b>	<b>921</b>	<b>1,620</b>	<b>1,413</b>	<b>903</b>	<b>487</b>
Accounts receivable	10,339	11,210	10,710	11,161	11,975
Inventory	21,297	22,986	25,389	26,180	27,491
PP&E-net	14,594	15,149	15,459	15,655	16,737
Other assets	28,742	29,097	27,717	27,644	27,832
<b>Total assets</b>	<b>78,268</b>	<b>81,755</b>	<b>82,401</b>	<b>83,277</b>	<b>86,368</b>
Accounts payable	6,442	7,392	6,688	7,919	9,958
ST debts & current portion	12,475	12,182	15,169	15,461	15,061
Long-term debt	26,021	26,634	24,723	24,306	23,785
Other liabilities	7,016	7,863	7,025	6,713	6,985
<b>Total liabilities</b>	<b>54,867</b>	<b>57,250</b>	<b>57,179</b>	<b>56,161</b>	<b>57,812</b>
Paid-up capital	956	956	956	956	956
Share premium	8,159	8,159	8,159	8,159	8,159
Retained earnings	12,181	13,093	13,784	15,347	16,193
<b>Shareholders' equity</b>	<b>21,126</b>	<b>22,125</b>	<b>22,874</b>	<b>24,458</b>	<b>25,817</b>
Minority interests	2,276	2,380	2,349	2,659	2,738
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>78,268</b>	<b>81,755</b>	<b>82,401</b>	<b>83,277</b>	<b>86,368</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.