

## อินโดรามา เวนเจอร์ส

กำไรหลักของ IVL ได้ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว ขณะนี้อยู่ในช่วงฟื้นตัว

Chemical  
Overweight

**ประเด็นการลงทุน:** เราคาดว่าราคาหุ้นได้สะท้อนถึงกำไรสุทธิไตรมาส 2/55 ที่คาดว่าจะอ่อนตัวลง และความเป็นไปได้ที่ตลาดจะปรับลดประมาณการกำไรสุทธิของ IVL ไปแล้ว นอกจากนี้เรคาดว่าอุปสงค์และส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์จะฟื้นตัว (หนุนโดยราคาน้ำมันที่ทรงตัวและเศรษฐกิจจีนที่ฟื้นตัว) ซึ่งมีแนวโน้มเชิงบวกต่อการขยายธุรกิจและ/หรือการซื้อธุรกิจในอนาคตจะเพิ่มอัตราการเติบโตของบริษัทในระยะยาว ในแง่มูลค่าหุ้นราคาหุ้นตอนนี้ซื้อขายที่อัตราส่วน forward PEG ที่ 0.6 เท่า ซึ่งอยู่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 1.6 เท่า ในขณะที่อัตราส่วน forward PBV/ROE อยู่ที่ 0.11 เท่า เมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยของบริษัทคู่แข่งที่ 0.16 เท่า

**คาดการณ์กำไรสุทธิไตรมาส 2/55 ลดลง YoY แต่...** กำไรหลักของ IVL ได้ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วในไตรมาส 1/55 และคาดว่าจะฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ไตรมาส 2/55 เป็นต้นไป แต่ถึงอย่างไรก็ตาม การขาดทุนจากสินค้าคงคลังจะทำให้กำไรสุทธิไตรมาส 2/55 ลดลง เราคาดว่าบริษัทจะรายงานกำไรสุทธิไตรมาส 2/55 ที่ 122 ล้านบาท ลดลง 95% YoY และ 93% QoQ ถ้าหากไม่รวมขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนที่ 125 ล้านบาท, ขาดทุนจากสินค้าคงคลังที่ 1,443 ล้านบาท และเงินชดเชยจากการประกันภัย (โรงงานในจังหวัดลพบุรีที่ถูกน้ำท่วม) จำนวน 941 ล้านบาท กำไรหลักไตรมาส 2/55 คาดว่าจะอยู่ที่ 749 ล้านบาท ลดลง 77% YoY แต่สูงขึ้น 78% QoQ สาเหตุหลักของการลดลงของกำไรหลัก YoY คือ ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่อ่อนตัวลง (ถึงแม้ว่าปริมาณขายจะสูงขึ้น YoY และเงินชดเชยจากการประกันภัย [สำหรับ AlphaPET] ในไตรมาส 2/54 จะน้อยกว่าที่ลพบุรี)

**...คาดการณ์กำไรหลักสูงขึ้น QoQ:** การเติบโตของกำไรหลัก QoQ นั้นหนุนโดย 1) ปริมาณขายที่สูงขึ้นจากการกลับมาดำเนินการผลิตอีกครั้งของโรงงานที่ลพบุรีและการรวมกำไรจาก Old World Industries LLC (ธุรกิจ MEG) และ 2) ส่วนต่างราคา MEG ที่สูงขึ้น (ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์สาย polyester ลดลง) เราคาดว่า IVL จะรายงานปริมาณขายสูงขึ้น 23% YoY และ 17% QoQ มาอยู่ที่ 1.4 ล้านตัน ในขณะที่อัตราส่วน EBITDA ต่อต้นคาดว่าจะอยู่ที่ 90 เหรียญสหรัฐ ลดลง 43% YoY แต่สูงขึ้น 27% QoQ

## BUALUANG RESEARCH

สหพดา ศรีสุข  
+662 618 1000

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**  
เป้าหมายพื้นฐาน: 39.00 บาท  
ราคา (18/07/12): 29.50 บาท

### Key Ratios & Statistics

Market cap	Bt142.02bn		
12-mth price range	Bt123.20/Bt147.00		
12-mth avg daily volume	Bt962.25m		
# of shares (m)	4,814.3		
Est. free float (%)	33.6		
Foreign limit (%)	100.0		
<b>Share price perf. (%)</b>	<b>1M</b>	<b>3M</b>	<b>12M</b>
Relative to SET	(4.9)	(17.1)	(48.4)
Absolute	-	(12.6)	(35.9)

### Financial summary

FY Ended 31 Dec	2011	2012E	2013E	2014E
Revenues (Btm)	186,096	187,409	190,231	208,068
Net profit (Btm)	15,568	11,572	13,360	14,274
EPS (Bt)	3.23	2.40	2.77	2.96
BLS/Consensus (x)	n.m.	0.91	0.83	n.m.
EPS growth (%)	+49.50%	(25.67%)	+15.45%	+6.84%
Core profit (Btm)	9,107	11,214	13,360	14,274
Core EPS (Bt)	1.89	2.33	2.77	2.96
Core EPS growth (%)	+20.98%	+23.14%	+19.13%	+6.84%
PER (x)	12.6	12.3	10.6	10.0
Core PER (x)	21.6	12.7	10.6	10.0
EV/EBITDA (x)	15.8	10.5	8.3	7.5
PBV (x)	3.3	2.1	1.9	1.6
Dividend (Bt)	1.0	0.7	0.8	0.9
Dividend yield (%)	2.4	2.4	2.8	3.0
ROE (%)	34.3	18.5	18.7	17.6
Net gearing (x)	0.7	0.5	0.3	0.2

CG Rating - 2011

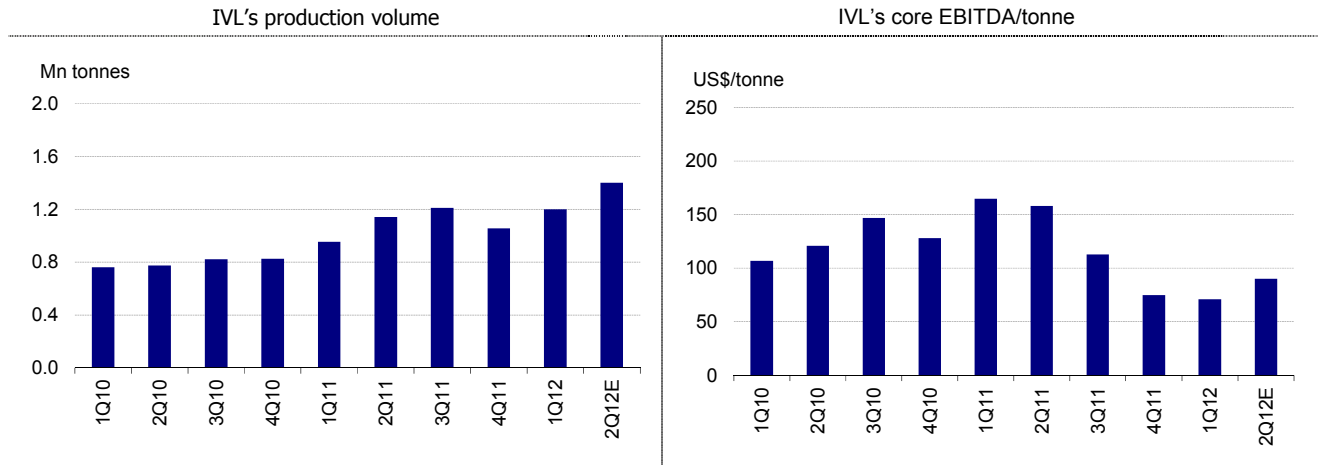


### Company profile

IVL has expanded horizontally, upstream and across the world to become a leading global integrated polyester chain producer. From its Bangkok headquarters, the firm now operates 39 sites in 15 countries—Thailand, the USA, Lithuania, the UK, Ireland, the Netherlands, Italy, China, Mexico, Indonesia, Poland, Germany, France, Denmark, and Nigeria. IVL will have total PET production capacity of 3.7mt per annum and PTA production capacity of 2.4mt per annum by YE12. Moreover, the firm has polyester fiber production capacity of 1mt per annum.

**คาดการณ์หลัก QoQ จะสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องในไตรมาส3/55:** เราคาดว่า IVL จะสามารถรักษาการเติบโตของกำไรหลัก QoQ ไว้ได้ต่อเนื่องไปในไตรมาส 3/55 หนุนโดยปริมาณขายที่สูงขึ้นและส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่สูงขึ้น โรงงาน PET ใหม่ในประเทศในจีนี่เรียที่ จะดำเนินการผลิตอย่างเต็มไตรมาส, การเริ่มดำเนินการผลิตของส่วนขยาย PET ในประเทศเนเธอร์แลนด์และการเพิ่มอัตราการใช้กำลังการผลิตของโรงงานที่ลพบุรี จะช่วยหนุนการเติบโตของปริมาณขายในไตรมาส 3/55 นอกจากนี้ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์คาดว่าจะปรับตัวสูงขึ้น โดยได้รับแรงหนุนจากอุปสงค์ที่สูงขึ้นตามฤดูกาลและอุปทานในตลาดที่ลดลงเนื่องจากการลดกำลังการผลิตของกลุ่มผู้ผลิตที่มีต้นทุนสูง

**Figure 1: Production volume and core EBITDA/tonne are expected to post recoveries**



Sources: Company, Bualuang Research estimates

**Figure 2: Earnings comparisons**

FY Ended 31 Dec (Btm)	2Q12E	2Q11	yoy % chg	1Q12	qoq % chg	Comments
Revenue	45,444	51,300	(11.4)	52,551	(13.5)	Higher sales volume but low selling prices
Operating costs	(42,826)	(45,985)	(6.9)	(48,273)	(11.3)	
EBITDA	2,536	3,829	(33.8)	2,629	(3.5)	Lower polyester chain product spreads
EBITDA margin (%)	5.6	7.5	(25.2)	5.0		
Depn & amort.	1,190	1,235	(3.6)	1,190	-	
EBIT	(223)	2,595	(108.6)	1,439	(115.5)	
Interest expense	(664)	(649)	2.3	(664)	-	
Interest & invt inc	95	171	(44.4)	95	-	
Associates' contrib	20	(24)	(183.9)	(78)	(125.6)	
Exceptionals	(753)	(954)	(21.1)	1,270	na	Inventory loss, FX loss, insurance claim from flooding
<b>Pretax profit</b>	<b>131</b>	<b>2,652</b>	<b>(95.1)</b>	<b>1,807</b>	<b>(92.7)</b>	at Lopburi plant
Tax	(9)	(264)	(96.6)	(124)	(92.7)	
Tax rate (%)	6.3	10.0		6.9		
Minority interests	(1)	(22)	(97.4)	9	na	
<b>Net profit</b>	<b>122</b>	<b>2,367</b>	<b>(94.9)</b>	<b>1,691</b>	<b>(92.8)</b>	
EPS (Bt)	0.03	0.49	(94.9)	0.35	(92.8)	
<b>Core profit</b>	<b>749</b>	<b>3,321</b>	<b>(77.4)</b>	<b>421</b>	<b>77.8</b>	Excluding inventory loss

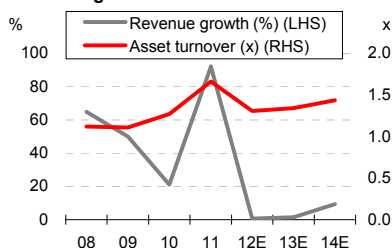
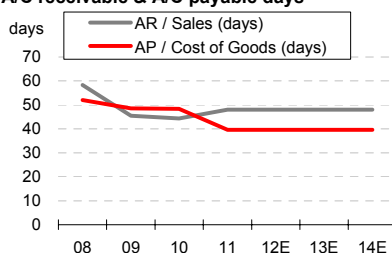
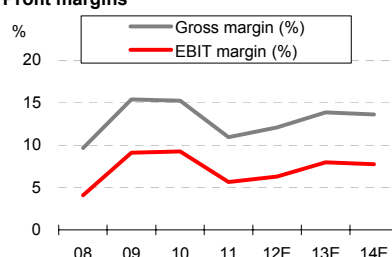
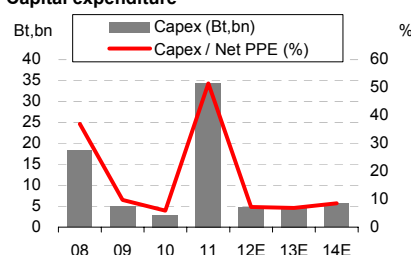
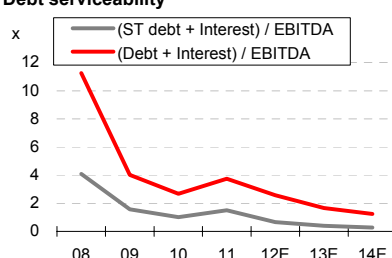
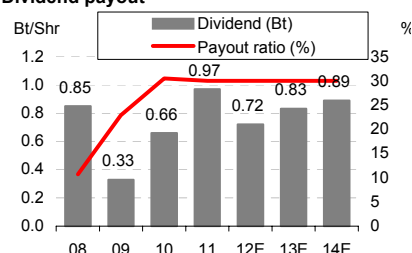
Sources: Company, Bualuang Research estimates

**Figure 3: Sector comparisons**

Company	Bloomberg Code	Current market price (local curr.)	PER (x)		2-yr EPS CAGR (%)	PBV (x)		ROE (%)		Div yield (%)	
			FY12	FY13		FY12	FY13	FY12	FY13	FY12	FY13
Coca-Cola	CCE US	USD26.96	12.0	10.8	+6.1	2.8	2.6	22.9	24.1	2.4	2.7
PepsiCo	PEP US	USD70.33	17.2	15.9	+6.4	4.8	4.7	29.4	30.4	3.0	3.2
Danone	BN FP	EUR50.18	16.2	14.9	+10.1	2.4	2.2	14.1	14.1	2.9	3.1
Nestle	NESN VX	CHF58.85	17.7	16.3	+10.4	3.1	2.9	17.8	18.5	3.5	3.8
P&G	PG US	USD65.35	17.1	16.7	+5.7	2.8	2.6	16.5	16.3	3.2	3.5
Kweichow Moutai	600519 CH	CNY240.68	18.8	13.5	+34.5	7.1	5.2	39.5	40.2	1.7	2.2
Wuliangye Yibin	000858 CH	CNY36.29	16.1	12.6	+32.4	4.5	3.5	29.4	28.8	1.7	2.1
Indorama Ventures	IVL TB	Bt29.50	12.3	10.6	+21.1	2.1	1.9	18.5	18.7	2.4	2.8
<b>Simple average</b>			<b>15.9</b>	<b>13.9</b>	<b>15.8</b>	<b>3.7</b>	<b>3.2</b>	<b>23.5</b>	<b>23.9</b>	<b>2.6</b>	<b>2.9</b>

Note: Prices as at 18/07/12

Sources: Bloomberg, 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**


	2010	2011	2012F	2013F	2014F
<b>PROFIT &amp; LOSS (Btm)</b>					
Revenue	96,858	186,096	187,409	190,231	208,068
Cost of sales and services	(82,066)	(165,754)	(164,737)	(163,839)	(179,705)
<b>Gross profit</b>	<b>14,792</b>	<b>20,342</b>	<b>22,673</b>	<b>26,392</b>	<b>28,363</b>
SG&A	(5,821)	(9,829)	(10,870)	(11,199)	(12,249)
<b>EBIT</b>	<b>8,970</b>	<b>10,513</b>	<b>11,803</b>	<b>15,194</b>	<b>16,114</b>
Interest expense	(1,303)	(2,370)	(2,021)	(1,633)	(1,390)
Other income/exp.	164	1,299	1,330	1,374	1,421
<b>EBT</b>	<b>7,831</b>	<b>9,443</b>	<b>11,112</b>	<b>14,935</b>	<b>16,144</b>
Corporate tax	(488)	(742)	(917)	(1,059)	(1,307)
<b>After-tax net profit (loss)</b>	<b>7,344</b>	<b>8,700</b>	<b>10,195</b>	<b>13,877</b>	<b>14,837</b>
Minority interest	(560)	139	(609)	(703)	(751)
Equity earnings from affiliates	19	282	0	0	0
Extra items	3,610	6,447	1,986	186	188
<b>Net profit (loss)</b>	<b>10,413</b>	<b>15,568</b>	<b>11,572</b>	<b>13,360</b>	<b>14,274</b>
Reported EPS	2.39	3.23	2.40	2.77	2.96
Fully diluted EPS	2.16	3.23	2.40	2.77	2.96
<b>Core net profit</b>	<b>6,803</b>	<b>9,107</b>	<b>11,214</b>	<b>13,360</b>	<b>14,274</b>
Core EPS	1.56	1.89	2.33	2.77	2.96
<b>EBITDA</b>	<b>12,504</b>	<b>15,067</b>	<b>16,682</b>	<b>20,058</b>	<b>21,250</b>

	2010	2011	2012F	2013F	2014F
<b>KEY RATIOS</b>					
Revenue growth (%)	21.1	92.1	0.7	1.5	9.4
Gross margin (%)	15.3	10.9	12.1	13.9	13.6
EBITDA margin (%)	12.9	8.1	8.9	10.5	10.2
Operating margin (%)	9.3	5.6	6.3	8.0	7.7
Net margin (%)	10.8	8.4	6.2	7.0	6.9
Core profit margin (%)	7.0	4.9	6.0	7.0	6.9
ROA (%)	13.7	13.9	8.1	9.4	9.9
ROCE (%)	16.4	17.6	10.5	12.4	13.0
Asset turnover (x)	1.3	1.7	1.3	1.3	1.4
Current ratio (x)	1.1	1.6	1.9	2.1	2.3
Gearing ratio (x)	1.0	0.9	0.6	0.4	0.3
Interest coverage (x)	6.9	4.4	5.8	9.3	11.6

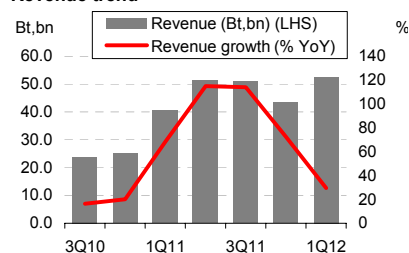
	2010	2011	2012F	2013F	2014F
<b>BALANCE SHEET (Btm)</b>					
<b>Cash &amp; Equivalent</b>	<b>1,483</b>	<b>12,018</b>	<b>6,700</b>	<b>6,918</b>	<b>6,999</b>
Accounts receivable	11,771	24,509	24,682	25,053	27,402
Inventory	11,384	21,422	21,291	21,175	23,225
PP&E-net	48,748	66,825	66,758	66,460	67,031
Other assets	3,112	11,230	11,354	11,496	11,655
<b>Total assets</b>	<b>78,005</b>	<b>145,826</b>	<b>141,097</b>	<b>141,929</b>	<b>147,682</b>
Accounts payable	10,858	17,978	17,868	17,770	19,491
ST debts & current portion	11,341	20,135	9,112	6,559	4,595
Long-term debt	20,864	33,742	31,557	25,078	20,483
Other liabilities	657	2,637	2,769	2,908	3,053
<b>Total liabilities</b>	<b>45,600</b>	<b>87,049</b>	<b>74,049</b>	<b>65,324</b>	<b>60,912</b>
Paid-up capital	4,334	4,814	4,814	4,814	4,814
Share premium	13,031	29,775	29,775	29,775	29,775
Retained earnings	19,514	29,221	37,322	46,673	56,665
<b>Shareholders equity</b>	<b>32,069</b>	<b>58,638</b>	<b>66,738</b>	<b>76,090</b>	<b>86,082</b>
Minority interests	336	139	311	516	688
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>78,005</b>	<b>145,826</b>	<b>141,097</b>	<b>141,929</b>	<b>147,682</b>

	2010	2011	2012F	2013F	2014F
<b>CASH FLOW (Btm)</b>					
Net income	10,413	15,568	11,572	13,360	14,274
Depreciation and amortization	3,472	4,777	5,102	5,087	5,358
Change in working capital	(2,631)	(7,678)	(104)	(303)	(2,626)
FX, non-cash adjustment & others	(871)	(3,977)	(4,176)	(4,385)	(4,604)
<b>Cash flows from operating activities</b>	<b>10,383</b>	<b>8,689</b>	<b>12,393</b>	<b>13,759</b>	<b>12,402</b>
Capex (Invest)/Divest	(2,855)	(34,392)	(4,812)	(4,566)	(5,707)
Others	(3,057)	(1,746)	(124)	(141)	(159)
<b>Cash flows from investing activities</b>	<b>(5,912)</b>	<b>(36,139)</b>	<b>(4,936)</b>	<b>(4,707)</b>	<b>(5,866)</b>
Debt financing (repayment)	(6,535)	26,364	(9,475)	(5,031)	(2,345)
Equity financing	4,759	12,783	(2,616)	(2,986)	(3,423)
Dividend payment	(2,424)	(1,189)	(684)	(817)	(687)
Others	(186)	27	0	0	0
<b>Cash flows from financing activities</b>	<b>(4,385)</b>	<b>37,985</b>	<b>(12,775)</b>	<b>(8,834)</b>	<b>(6,455)</b>
Net change in cash	86	10,535	(5,318)	218	81
<b>Free cash flow (Btm)</b>	<b>7,528</b>	<b>(25,703)</b>	<b>7,581</b>	<b>9,193</b>	<b>6,695</b>
<b>FCF per share (Bt)</b>	<b>1.74</b>	<b>(5.34)</b>	<b>1.57</b>	<b>1.91</b>	<b>1.39</b>

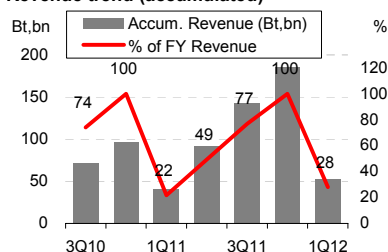
Sources: Company data, Bualuang Research estimates

Financial tables

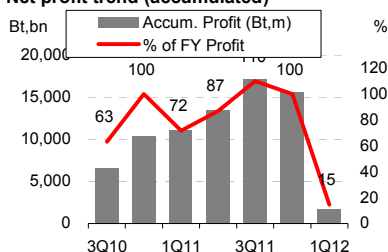
Revenue trend



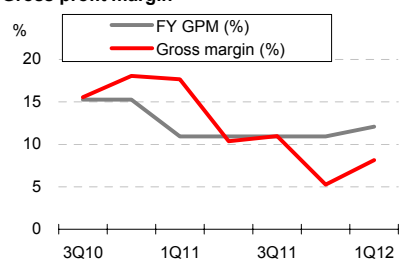
Revenue trend (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
Revenue	40,553	51,300	50,909	43,334	52,551
Cost of sales and services	(33,390)	(45,985)	(45,327)	(41,052)	(48,273)
<b>Gross profit</b>	<b>7,163</b>	<b>5,315</b>	<b>5,582</b>	<b>2,281</b>	<b>4,278</b>
SG&A	(2,151)	(2,720)	(2,342)	(2,616)	(2,839)
<b>EBIT</b>	<b>5,012</b>	<b>2,595</b>	<b>3,241</b>	<b>(334)</b>	<b>1,439</b>
Interest expense	(436)	(649)	(645)	(640)	(664)
Other income/exp.	180	639	250	231	182
<b>EBT</b>	<b>4,756</b>	<b>2,585</b>	<b>2,846</b>	<b>(744)</b>	<b>957</b>
Corporate tax	(231)	(264)	(186)	(61)	(124)
<b>After-tax net profit (loss)</b>	<b>4,525</b>	<b>2,321</b>	<b>2,660</b>	<b>(805)</b>	<b>833</b>
Minority interest	(58)	(22)	(17)	235	9
Equity earnings from affiliates	83	(24)	(104)	326	(78)
Extra items	6,603	91	1,063	(1,311)	928
<b>Net profit (loss)</b>	<b>11,153</b>	<b>2,367</b>	<b>3,602</b>	<b>(1,554)</b>	<b>1,691</b>
Reported EPS	2.48	0.49	0.75	(0.32)	0.35
Fully diluted EPS	2.48	0.49	0.75	(0.32)	0.35
<b>Core net profit</b>	<b>2,793</b>	<b>3,321</b>	<b>2,115</b>	<b>878</b>	<b>421</b>
Core EPS	0.62	0.69	0.44	0.18	0.09
<b>EBITDA</b>	<b>6,062</b>	<b>3,829</b>	<b>4,385</b>	<b>701</b>	<b>2,629</b>

KEY RATIOS

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
Gross margin (%)	17.7	10.4	11.0	5.3	8.1
EBITDA margin (%)	14.9	7.5	8.6	1.6	5.0
Operating margin (%)	12.4	5.1	6.4	-0.8	2.7
Net margin (%)	27.5	4.6	7.1	-3.6	3.2
Core profit margin (%)	6.9	6.5	4.2	2.0	0.8
BV (Bt)	13.60	12.76	12.64	12.21	12.56
ROE (%)	96.0	15.5	23.7	-10.4	11.4
ROA (%)	39.6	6.5	10.1	-4.4	4.5
Current ratio (x)	1.7	1.7	1.5	1.6	1.4
Gearing ratio (x)	0.9	0.9	0.8	0.9	0.9
Interest coverage (x)	11.5	4.0	5.0	n.m.	2.2

QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
<b>Cash &amp; Equivalent</b>	<b>4,955</b>	<b>5,212</b>	<b>4,050</b>	<b>12,018</b>	<b>9,166</b>
Accounts receivable	28,514	27,252	26,618	24,509	26,521
Inventory	17,920	18,487	20,341	21,422	21,954
PP&E-net	66,255	67,053	66,481	66,825	72,447
Other assets	7,338	8,300	8,636	11,230	12,452
<b>Total assets</b>	<b>147,213</b>	<b>145,818</b>	<b>139,018</b>	<b>145,826</b>	<b>152,506</b>
Accounts payable	23,202	21,132	21,205	17,978	21,076
ST debts & current portion	16,322	15,587	16,027	20,135	22,769
Long-term debt	40,438	40,915	33,781	33,742	33,664
Other liabilities	1,498	1,530	1,872	2,637	1,679
<b>Total liabilities</b>	<b>85,942</b>	<b>84,391</b>	<b>78,187</b>	<b>87,049</b>	<b>92,031</b>
Paid-up capital	4,814	4,814	4,814	4,814	4,814
Share premium	29,775	29,775	29,775	29,775	29,775
Retained earnings	30,348	29,591	30,603	29,221	30,981
<b>Shareholders equity</b>	<b>60,876</b>	<b>61,045</b>	<b>60,458</b>	<b>58,638</b>	<b>60,344</b>
Minority interests	394	382	373	139	131
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>147,213</b>	<b>145,818</b>	<b>139,018</b>	<b>145,826</b>	<b>152,506</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.





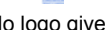
BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DERIVATIVE WARRANTS on the securities ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BCP, BEC, BGH, BH, BIGC, BJC, BLA, BTS, CPALL, CPF, DTAC, EGCO, ESSO, GLOW, HMPRO, HEMRAJ, INTUCH, IRPC, IVL, KBANK, KTB, LH, MINT, PS, PTT, PTTEP, PTTGC, SCB, 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.