

# ทรู คอร์ปอเรชั่น

## ผลขาดทุนหลักมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น

ICT  
Overweight

**ประเด็นการลงทุน:** เรายังคงคำแนะนำ ถือ สำหรับหุ้น TRUE จากเหตุผลประเด็นความกังวลที่ยังคงมีอยู่สำหรับอนาคตของสัญญาโทรศัพท์ที่ทรูเซ็นกับกสท. ซึ่งนั้นย่อมหมายถึงผลกระทบในอนาคตที่อาจเกิดขึ้นกับทรูมูฟเอชด้วย เราคาดว่าวงบวมของ TRUE จะยังคงแสดงผลขาดทุนสุทธิในปี 2556 เนื่องจากงบลงทุนใหม่จำนวนมากสำหรับใบอนุญาต 3 จีบนคลื่นความถี่ 2.1 กิกะเฮิรซ์

**คาดผลขาดทุนหลักไตรมาส 2/55 เพิ่มสูงขึ้น:** เราคาดผลขาดทุนสุทธิไตรมาส 2/55 ที่ 1.77 พันล้านบาท หรือขาดทุนเพิ่มขึ้น 3% YoY และ 289% QoQ ในขณะที่เราคาดผลขาดทุนหลักที่ 1.47 พันล้านบาท หรือขาดทุนเพิ่มขึ้น 44% YoY และ 42% QoQ ผลขาดทุนหลักที่เพิ่มสูงขึ้นเนื่องจากค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้นกลบผลกระทบของรายได้รวมที่เพิ่มขึ้น ส่วนผลขาดทุนหลักที่เพิ่มสูงขึ้น QoQ เนื่องจากเหตุผลปัจจัยด้านฤดูกาลและค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่สูงขึ้น ค่าใช้จ่ายด้านการตลาดที่เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญเนื่องมาจาก 1) การเร่งขยายฐานลูกค้าของทรูมูฟเอช และ 2) การขยายตลาดอินเทอร์เน็ตความเร็วสูงเพิ่มขึ้นเป็น 38 จังหวัด

**รายได้ของทั้งกลุ่มในไตรมาส 2/55 เติบโตแข็งแกร่ง:** เราคาดรายได้รวมในไตรมาส 2/55 เพิ่มขึ้น 18% YoY ซึ่งได้รับปัจจัยหนุนจากลูกค้าใหม่ของทรูมูฟเอชและทรูออนไลน์ที่เพิ่มขึ้นอย่างมาก ในส่วนของรายได้ทริวชั่นส์มีแนวโน้มทรงตัว YoY เราคาด EBIT ในไตรมาส 2/55 ที่ 627 ล้านบาท หรือลดลง 56% YoY และ 11% QoQ เนื่องจากค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่เพิ่มสูงขึ้นอย่างมาก ทรูมูฟเอชทำการติดตั้งสถานีฐานไปแล้วจำนวนทั้งสิ้น 7 พันแห่ง ณ สิ้นเดือนก.ค. (ซึ่งเพิ่มขึ้นจาก 6 พันแห่งจาก ณ สิ้นเดือนพ.ค.) ในขณะที่จำนวนผู้ใช้บริการ 3 จีภายใต้ทรูมูฟเอชเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 2 ล้านราย ณ ปัจจุบัน เราคาดว่า EBITDA สำหรับทั้งสามธุรกิจ ในไตรมาส 2/55 ได้แก่ ทรูออนไลน์ ทรูวิชั่นส์ และทรูโมบายมีแนวโน้มลดลง

**จุดคุ้มทุนของทรูมูฟเอชเลื่อนไปเป็นกลางปี 2556:** ผู้บริหารกล่าวว่าทรูมูฟเอชยังคงเป้าหมายของจำนวนผู้ใช้บริการที่ 4 ล้านราย ณ ปลายปี 2555 ถึงแม้ว่าจะมีประเด็นเรื่องการแก้สัญญาโทรศัพท์จากเรื่องข้อกฎหมาย ในขณะที่กสท. ยังคงอยู่ระหว่างการทำร่างส่วนแก้ไขของสัญญาโทรศัพท์ฉบับปัจจุบัน

คำแนะนำพื้นฐาน: **ถือ**  
เป้าหมายพื้นฐาน: **3.60 บาท**  
ราคา (01/08/12): **4.06 บาท**

### Key Ratios & Statistics

Market cap	Bt58.59bn		
12-mth price range	Bt2.70/Bt4.26		
12-mth avg daily volume	Bt407.09m		
# of shares (m)	14,503.2		
Est. free float (%)	35.4		
Foreign limit (%)	49.0		
<b>Share price perf. (%)</b>	<b>1M</b>	<b>3M</b>	<b>12M</b>
Relative to SET	3.1	10.5	(6.9)
Absolute	4.1	7.4	(19)

### Financial summary

FY Ended 31 Dec	2011	2012E	2013E	2014E
Revenues (Btm)	71,938	76,461	78,933	81,506
Net profit (Btm)	(2,694)	(2,064)	(1,702)	(1,026)
EPS (Bt)	(0.23)	(0.14)	(0.12)	(0.07)
BLS/Consensus (x)	n.a.	n.m.	n.m.	n.a.
EPS growth (%)	n.m.	+38.6%	+17.5%	+39.7%
Core profit (Btm)	(5,399)	(2,064)	(1,702)	(1,026)
Core EPS (Bt)	(0.46)	(0.14)	(0.12)	(0.07)
Core EPS growth (%)	-143.5%	69.4%	+17.5%	+39.7%
PER (x)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Core PER (x)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
EV/EBITDA (x)	8.0	6.4	6.6	7.0
PBV (x)	3.2	3.0	3.3	3.5
Dividend (Bt)	-	-	-	-
Dividend yield (%)	-	-	-	-
ROE (%)	(16.9)	(10.5)	(9.5)	(6.2)
Net gearing (x)	3.4	2.8	3.0	3.1

CGRating - 2011



### Company profile

TRUE Corporation is the only fully-integrated telecoms operator in Thailand. It has three main businesses—online (fixed-line, payphones and internet), wireless via its 98.9% stake in TRUE Move and pay-TV via its 91.8% stake in TRUE Visions. The fixed-line business had 1.8m operational numbers at end-1Q12 a 55% share of greater Bangkok's fixed-line market. TRUE operates a 25-year BTO (Build-Transfer-Operate) TOT concession to provide fixed-line services to greater Bangkok. TRUE Move's subscribership totaled 18.1m, third (25%) behind ADVANC and DTAC in terms of market share. TRUE Move holds a BTO concession granted by CAT to operate a GSM platform with 12.6MHz x2 of 1800MHz bandwidth and a further 5MHz x2 in the 800MHz spectrum. TRUE Move-H's subscribership totaled 1.1m at the end of 1Q12.

ผู้บริหารได้กล่าวชี้แนะว่าจุดคุ้มทุนของทรูฟอเคชั่นมีแนวโน้มเลื่อนไปเป็นครั้งแรกของปี 2556 แทนที่จะเป็นไตรมาส 4/55 ดังเช่นที่คาดก่อนหน้านี้เนื่องจากจะต้องมีงบลงทุน 3 จีที่เพิ่มขึ้น เราคาดว่างบรวมของ TRUE ทั้งปี 2556 จะยังคงแสดงผลขาดทุนสุทธิเนื่องจากงบลงทุนในใบอนุญาต 3 จีบนคลื่นความถี่ 2.1 กิกะเฮิรตซ์และการลงทุนใหม่ในโครงข่าย 3 จีบนคลื่นความถี่เดียวกัน

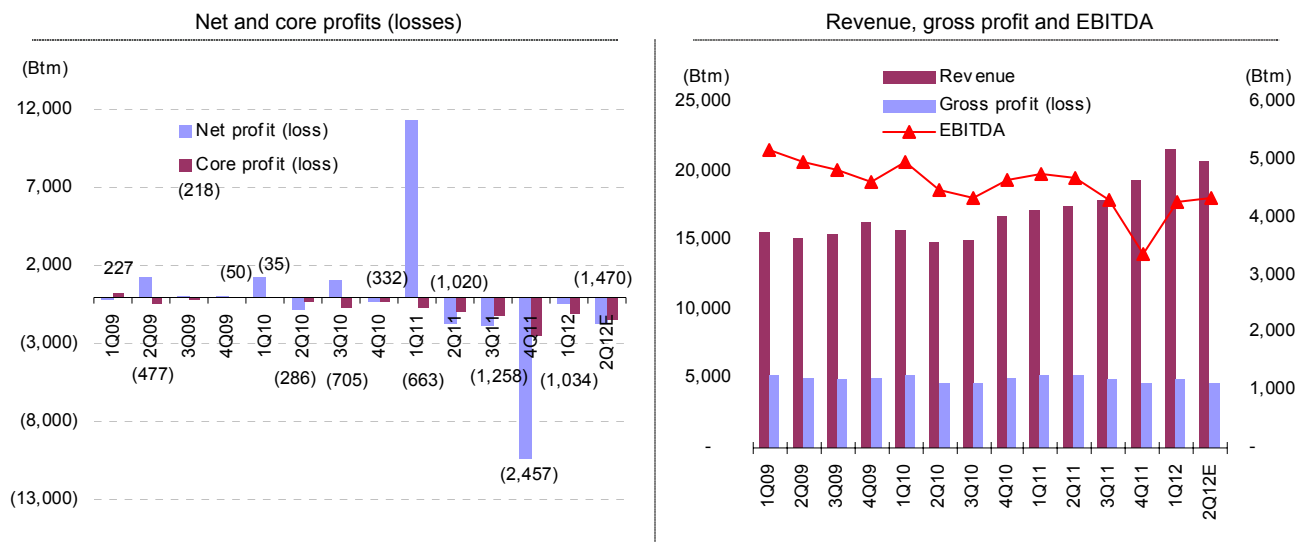
**ผลขาดทุนหลักปี 2555-2556 มีแนวโน้มปรับเป็นขาดทุนมากขึ้น:** เราจะทำการปรับผลขาดทุนหลักสำหรับปี 2555-2556 เพิ่มขึ้นหลังจากงบไตรมาส 2/55 ประกาศออกมาเนื่องจากผลขาดทุนหลักสำหรับครั้งแรกของปี 2555 ที่มีแนวโน้มออกมาสูงกว่าคาด รวมถึงงบลงทุนใหม่ปี 2556 มีแนวโน้มสูงกว่าที่คาดก่อนหน้านี้

Figure 1: 2Q12 earnings preview

Profit & loss	2Q12E	2Q11	% YoY	1Q12	% QoQ	1H12E	1H11	% YoY
Services & sales	20,620	17,442	18.2	21,562	(4.4)	42,183	34,700	21.6
Costs of services & sales	(15,972)	(12,284)	30.0	(16,640)	(4.0)	(32,612)	(24,307)	34.2
<b>Gross profit</b>	<b>4,648</b>	<b>5,157</b>	<b>(9.9)</b>	<b>4,923</b>	<b>(5.6)</b>	<b>9,570</b>	<b>10,394</b>	<b>(7.9)</b>
SG&A	(4,021)	(3,734)	7.7	(4,218)	(4.7)	(8,238)	(7,276)	13.2
<b>EBIT</b>	<b>627</b>	<b>1,423</b>	<b>(56.0)</b>	<b>705</b>	<b>(11.1)</b>	<b>1,332</b>	<b>3,117</b>	<b>(57.3)</b>
Interest expense	(1,450)	(1,654)	(12.3)	(1,586)	(8.6)	(3,036)	(3,238)	(6.2)
Other income (exp.)	(40)	(106)	(62.3)	(18)	119.2	(58)	(152)	(61.7)
<b>Pre-tax profit (loss)</b>	<b>(863)</b>	<b>(337)</b>	<b>(156.1)</b>	<b>(900)</b>	<b>4.0</b>	<b>(1,763)</b>	<b>(273)</b>	<b>(546.4)</b>
Corporate tax	(600)	(696)	(13.7)	(127)	371.1	(727)	(1,421)	(48.8)
<b>After-tax profit (loss)</b>	<b>(1,463)</b>	<b>(1,033)</b>	<b>(41.7)</b>	<b>(1,027)</b>	<b>(42.5)</b>	<b>(2,490)</b>	<b>(1,693)</b>	<b>(47.0)</b>
Equity earnings	13	16	(19.1)	11	21.2	24	33	(27.5)
Minority interest	(20)	(3)	503.9	(18)	(11.1)	(38)	(23)	67.3
Forex gain (loss)	(300)	(700)	(57.2)	568	n.m.	268	(823)	n.m.
Other extraordinary items	-	6	n.m.	11	n.m.	11	12,100	(99.9)
<b>Net profit (loss)</b>	<b>(1,770)</b>	<b>(1,715)</b>	<b>(3.2)</b>	<b>(456)</b>	<b>(288.6)</b>	<b>(2,226)</b>	<b>9,594</b>	<b>n.m.</b>
Reported EPS	(0.12)	(0.18)	30.7	(0.03)	(288.6)	(0.15)	1.28	n.m.
<b>Core profit (loss) excl. FX &amp; others</b>	<b>(1,470)</b>	<b>(1,020)</b>	<b>(44.1)</b>	<b>(1,034)</b>	<b>(42.2)</b>	<b>(2,505)</b>	<b>(1,683)</b>	<b>(48.8)</b>
Core EPS (Bt)	(0.10)	(0.10)	3.3	(0.07)	(42.2)	(0.17)	(0.19)	9.2
EBITDA	4,327	4,698	(7.9)	4,264	1.5	8,590	9,458	(9.2)
Gross margin (%)	22.5%	29.6%		22.8%		22.7%	30.0%	
EBITDA margin (%)	21.0%	26.9%		19.8%		20.4%	27.3%	
Operating margin (%)	3.0%	8.2%		3.3%		3.2%	9.0%	
Net margin (%)	-8.6%	-9.8%		-2.1%		-5.3%	27.6%	
Core profit margin (%)	-7.1%	-5.8%		-4.8%		-5.9%	-4.9%	

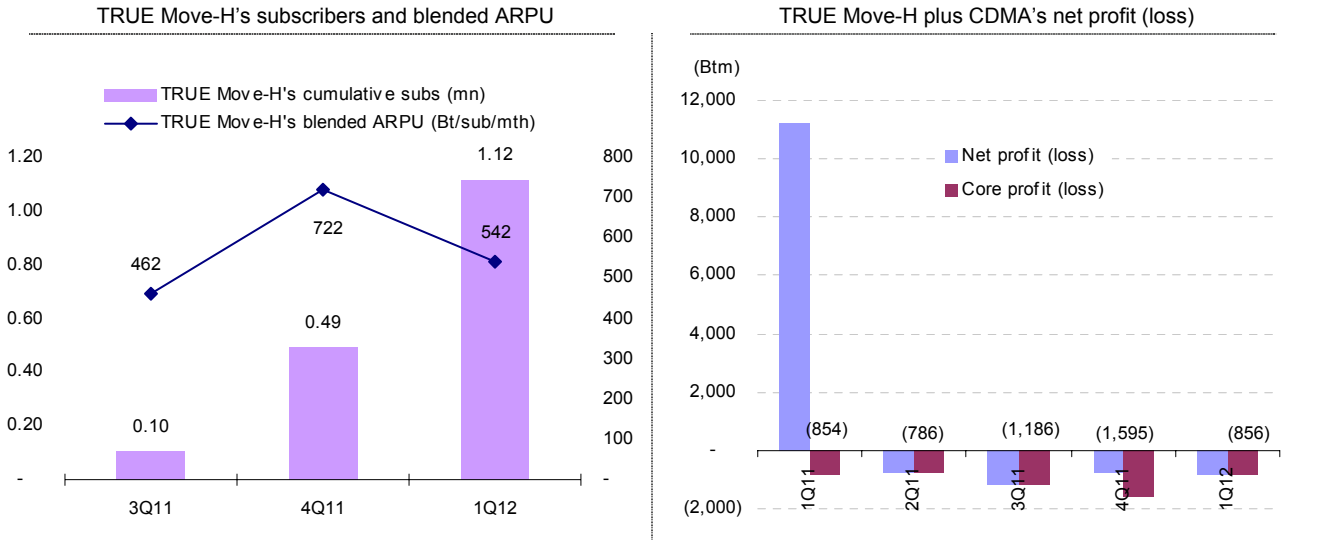
Sources: Company data, Bualuang Research estimates

Figure 2: Quarterly operational indicators



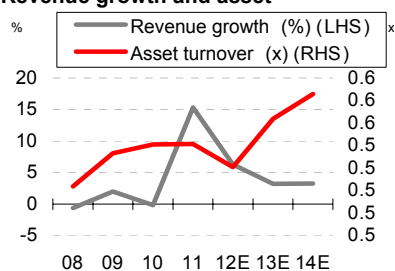
Sources: Company data, Bualuang Research estimates

**Figure 3: TRUE Move-H's operational indicators**

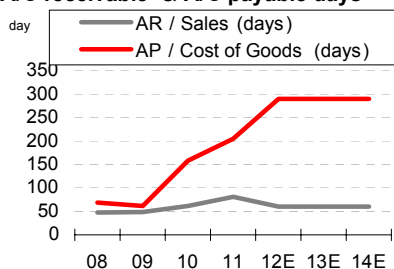


Source: Company data

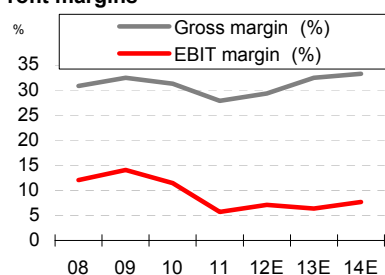
## Revenue growth and asset



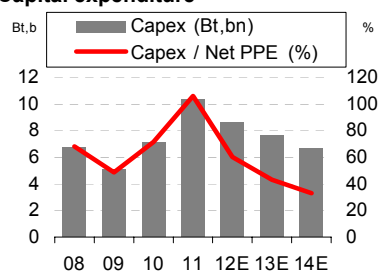
## A/C receivable &amp; A/C payable days



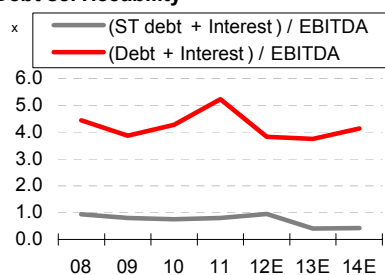
## Profit margins



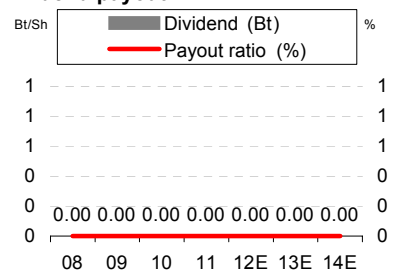
## Capital expenditure



## Debt serviceability



## Dividend payout



	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>PROFIT &amp; LOSS (Btm)</b>					
Revenue	62,378	71,938	76,461	78,933	81,506
Cost of sales and services	(42,880)	(51,927)	(54,025)	(53,309)	(54,404)
<b>Gross profit</b>	<b>19,498</b>	<b>20,011</b>	<b>22,436</b>	<b>25,625</b>	<b>27,102</b>
SG&A	(12,359)	(15,937)	(17,016)	(20,589)	(20,841)
<b>EBIT</b>	<b>7,139</b>	<b>4,074</b>	<b>5,419</b>	<b>5,036</b>	<b>6,261</b>
Interest expense	(6,100)	(6,658)	(4,997)	(3,202)	(3,157)
Other income/exp.	(355)	(110)	(229)	(278)	(265)
<b>EBT</b>	<b>683</b>	<b>(2,695)</b>	<b>193</b>	<b>1,556</b>	<b>2,839</b>
Corporate tax	(2,192)	(2,793)	(2,324)	(3,310)	(3,910)
<b>After-tax profit (loss)</b>	<b>(1,509)</b>	<b>(5,488)</b>	<b>(2,131)</b>	<b>(1,754)</b>	<b>(1,071)</b>
Minority interest	110	42	16	(5)	(17)
Equity earnings from affiliates	40	47	52	57	62
Extra items	2,568	2,705	0	0	0
<b>Net profit (loss)</b>	<b>1,211</b>	<b>(2,694)</b>	<b>(2,064)</b>	<b>(1,702)</b>	<b>(1,026)</b>
Reported EPS	0.17	(0.23)	(0.14)	(0.12)	(0.07)
Fully diluted EPS	0.16	(0.19)	(0.14)	(0.12)	(0.07)
<b>Core net profit</b>	<b>(1,358)</b>	<b>(5,399)</b>	<b>(2,064)</b>	<b>(1,702)</b>	<b>(1,026)</b>
Core EPS	(0.19)	(0.46)	(0.14)	(0.12)	(0.07)
<b>EBITDA</b>	<b>18,392</b>	<b>17,583</b>	<b>17,746</b>	<b>17,006</b>	<b>15,886</b>

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>KEY RATIOS</b>					
Revenue growth (%)	(0.2)	15.3	6.3	3.2	3.3
Gross margin (%)	31.3	27.8	29.3	32.5	33.3
EBITDA margin (%)	29.5	24.4	23.2	21.5	19.5
Operating margin (%)	11.4	5.7	7.1	6.4	7.7
Net margin (%)	1.9	(3.7)	(2.7)	(2.2)	(1.3)
Core profit margin (%)	(2.2)	(7.5)	(2.7)	(2.2)	(1.3)
ROA (%)	1.0	(2.0)	(1.4)	(1.2)	(0.7)
ROCE (%)	1.4	(2.8)	(2.2)	(2.1)	(1.3)
Asset turnover (x)	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
Current ratio (x)	0.7	0.9	0.5	0.6	0.6
Gearing ratio (x)	6.2	4.0	3.2	3.4	3.7
Interest coverage (x)	1.2	0.6	1.1	1.6	2.0

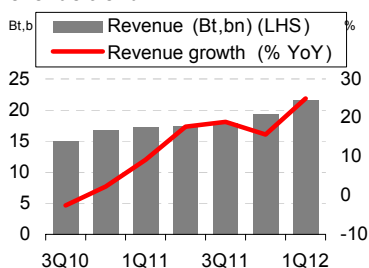
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>BALANCE SHEET (Btm)</b>					
<b>Cash &amp; Equivalent</b>	<b>6,135</b>	<b>12,846</b>	<b>8,467</b>	<b>6,779</b>	<b>10,558</b>
Accounts receivable	10,467	15,937	12,569	12,975	13,398
Inventory	997	1,597	2,220	2,191	2,236
PP&E-net	9,977	9,773	14,316	17,763	20,112
Other assets	81,763	104,212	96,485	89,516	85,023
<b>Total assets</b>	<b>114,276</b>	<b>151,518</b>	<b>142,064</b>	<b>138,010</b>	<b>140,408</b>
Accounts payable	18,569	29,154	42,924	42,355	43,225
ST debts & current portion	7,797	7,262	11,764	3,610	3,590
Long-term debt	64,675	77,976	51,112	56,917	58,902
Other liabilities	7,944	11,263	11,469	11,840	12,226
<b>Total liabilities</b>	<b>102,569</b>	<b>130,049</b>	<b>122,621</b>	<b>120,247</b>	<b>123,649</b>
Paid-up capital	77,757	145,032	145,032	145,032	145,032
Share premium	(21,815)	(76,083)	(76,083)	(76,083)	(76,083)
Retained earnings	(44,804)	(48,172)	(50,236)	(51,938)	(52,964)
<b>Shareholders equity</b>	<b>11,139</b>	<b>20,777</b>	<b>18,714</b>	<b>17,012</b>	<b>15,985</b>
Minority interests	568	692	730	752	774
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>114,276</b>	<b>151,518</b>	<b>142,064</b>	<b>138,010</b>	<b>140,408</b>

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>CASH FLOW (Btm)</b>					
Net income	1,211	(2,694)	(2,064)	(1,702)	(1,026)
Depreciation and amortization	12,990	14,883	12,327	11,971	9,625
Change in working capital	9,072	4,516	16,514	(946)	402
FX, non-cash adjustment & others	(14,003)	(12,076)	589	(114)	(109)
<b>Cash flows from operating activities</b>	<b>9,269</b>	<b>4,630</b>	<b>27,366</b>	<b>9,208</b>	<b>8,891</b>
Capex (Invest)/Divest	(7,154)	(10,376)	(8,639)	(7,654)	(6,669)
Others	217	(6,119)	(874)	(1,732)	(985)
<b>Cash flows from investing activities</b>	<b>(6,937)</b>	<b>(16,495)</b>	<b>(9,513)</b>	<b>(9,386)</b>	<b>(7,655)</b>
Debt financing (repayment)	(2,677)	5,775	(22,363)	(2,349)	1,965
Equity financing	0	13,115	0	0	0
Dividend payment	0	0	0	0	0
Others	(30)	(118)	0	0	0
<b>Cash flows from financing activities</b>	<b>(2,707)</b>	<b>18,772</b>	<b>(22,363)</b>	<b>(2,349)</b>	<b>1,965</b>
Net change in cash	(376)	6,907	(4,510)	(2,527)	3,202

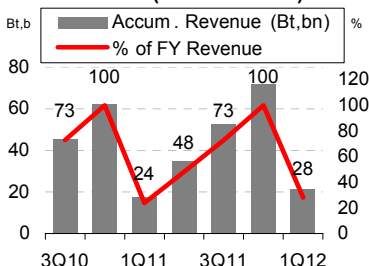
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>Free cash flow (Btm)</b>	<b>2,114</b>	<b>(5,746)</b>	<b>18,727</b>	<b>1,554</b>	<b>2,222</b>
<b>FCF per share (Bt)</b>	<b>0.27</b>	<b>(0.40)</b>	<b>1.29</b>	<b>0.11</b>	<b>0.15</b>

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

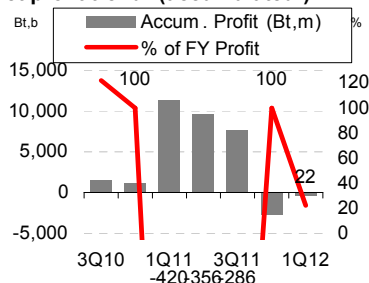
### Revenue trend



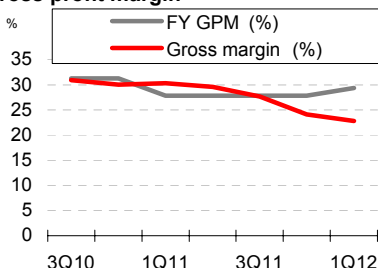
### Revenue trend (accumulated)



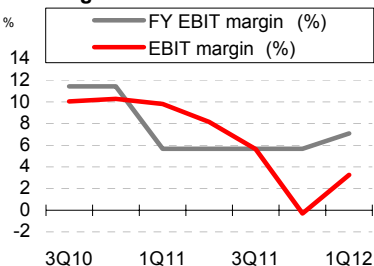
### Net profit trend (accumulated)



### Gross profit margin



### EBIT margin



### PROFIT & LOSS (Btm)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
Revenue	17,259	17,442	17,893	19,344	21,562
Cost of sales and services	(12,022)	(12,284)	(12,938)	(14,682)	(16,640)
<b>Gross profit</b>	<b>5,236</b>	<b>5,157</b>	<b>4,955</b>	<b>4,663</b>	<b>4,923</b>
SG&A	(3,542)	(3,734)	(3,943)	(4,718)	(4,218)
<b>EBIT</b>	<b>1,694</b>	<b>1,423</b>	<b>1,012</b>	<b>(55)</b>	<b>705</b>
Interest expense	(1,584)	(1,654)	(1,700)	(1,721)	(1,586)
Other income/exp.	(46)	(106)	19	22	(18)
<b>EBT</b>	<b>64</b>	<b>(337)</b>	<b>(669)</b>	<b>(1,753)</b>	<b>(900)</b>
Corporate tax	(725)	(696)	(596)	(776)	(127)
<b>After-tax profit (loss)</b>	<b>(661)</b>	<b>(1,033)</b>	<b>(1,265)</b>	<b>(2,529)</b>	<b>(1,027)</b>
Minority interest	(19)	(3)	(6)	71	(18)
Equity earnings from affiliates	17	16	13	1	11
Extra items	11,972	(695)	(628)	(7,944)	579
<b>Net profit (loss)</b>	<b>11,309</b>	<b>(1,715)</b>	<b>(1,887)</b>	<b>(10,401)</b>	<b>(456)</b>
Reported EPS	1.45	(0.18)	(0.13)	(0.72)	(0.03)
Fully diluted EPS	1.45	(0.12)	(0.13)	(0.72)	(0.03)
<b>Core net profit</b>	<b>(663)</b>	<b>(1,020)</b>	<b>(1,258)</b>	<b>(2,457)</b>	<b>(1,034)</b>
Core EPS	(0.09)	(0.10)	(0.09)	(0.17)	(0.07)
<b>EBITDA</b>	<b>4,760</b>	<b>4,698</b>	<b>4,299</b>	<b>3,347</b>	<b>4,264</b>

### KEY RATIOS

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
Gross margin (%)	30.3	29.6	27.7	24.1	22.8
EBITDA margin (%)	27.6	26.9	24.0	17.3	19.8
Operating margin (%)	9.8	8.2	5.7	(0.3)	3.3
Net margin (%)	65.5	(9.8)	(10.5)	(53.8)	(2.1)
Core profit margin (%)	(3.8)	(5.8)	(7.0)	(12.7)	(4.8)
BV (Bt)	1.4	1.6	1.5	1.5	1.4
ROE (%)	446.7	(31.2)	(36.7)	(200.2)	(9.0)
ROA (%)	36.3	(5.0)	(5.3)	(27.5)	(1.2)
Current ratio (x)	0.6	0.9	1.0	0.9	0.9
Gearing ratio (x)	7.5	3.5	3.8	4.0	4.1
Interest coverage (x)	1.1	0.9	0.6	n.m.	0.4

### BALANCE SHEET (Btm)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
<b>Cash &amp; Equivalent</b>	<b>8,048</b>	<b>21,597</b>	<b>20,280</b>	<b>12,846</b>	<b>10,504</b>
Accounts receivable	9,430	9,671	9,300	15,937	18,367
Inventory	1,256	1,602	1,688	1,597	2,341
PP&E-net	68,406	68,214	71,534	73,819	76,823
Other assets	30,229	29,763	29,474	40,729	40,342
<b>Total assets</b>	<b>124,681</b>	<b>138,031</b>	<b>141,743</b>	<b>151,518</b>	<b>155,194</b>
Accounts payable	9,560	9,291	9,865	29,062	32,936
ST debts & current portion	15,084	14,838	7,244	7,262	7,510
Long-term debt	65,251	64,577	72,948	77,976	79,040
Other liabilities	8,517	8,369	8,181	11,356	11,084
<b>Total liabilities</b>	<b>114,014</b>	<b>115,504</b>	<b>120,581</b>	<b>130,049</b>	<b>134,166</b>
Paid-up capital	77,757	145,032	145,032	145,032	145,032
Share premium	(21,995)	(76,173)	(76,187)	(76,083)	(89,886)
Retained earnings	(45,740)	(46,988)	(48,380)	(48,172)	(48,627)
<b>Shareholders equity</b>	<b>10,127</b>	<b>21,975</b>	<b>20,578</b>	<b>20,777</b>	<b>20,318</b>
Minority interests	540	551	585	692	710
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>124,681</b>	<b>138,031</b>	<b>141,743</b>	<b>151,518</b>	<b>155,194</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 ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DERIVATIVE WARRANTS on the securities ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BCP, BJC, CPALL, CPF, DTAC, ESSO, HMPRO, IRPC, IVL, KBANK, KK, KTB, LH, PS, PTT, PTTEP, PTTGC, SCB, SCC, 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.