

โทรีเซนต์ไทย เอเยนต์ซีส์

Transportation
(Shipping)
Neutral

ขาดทุนหลักไตรมาส 3/55 ต่ำกว่าคาด;
คาดฟื้นตัวต่อเนื่อง YoY

คำแนะนำพื้นฐาน: **ถือ**
เป้าหมายพื้นฐาน: 18.50 บาท
ราคา (15/08/12): 15.30 บาท

Key Ratios & Statistics

Market cap	Bt10.83bn		
12-mth price range	Bt13.00/Bt22.50		
12-mth avg daily volume	Bt79.07m		
# of shares (m)	708.0		
Est. free float (%)	79.9		
Foreign limit (%)	49.0		
Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(5.8)	(18.1)	(34.2)
Absolute	(5.6)	(14.5)	(20.3)

Financial summary

FY Ended 30 Sep	2011	2012E	2013E	2014E
Revenues (Btm)	17,565	16,324	16,572	16,857
Net profit (Btm)	139	(3,201)	257	484
EPS (Bt)	0.17	(0.47)	0.30	0.58
BLS/Consensus (x)	n.m.	16.4	0.57	n.m.
EPS growth (%)	(80.36%)	n.m.	n.m.	+91.51%
Core profit (Btm)	(643)	(618)	257	484
Core EPS (Bt)	(0.77)	(0.74)	0.31	0.58
Core EPS growth (%)	(685.67%)	0.0	n.m.	+88.20%
PER (x)	91.4	n.m.	49.5	26.3
Core PER (x)	n.m.	n.m.	49.5	26.3
EV/EBITDA (x)	9.4	10.7	7.4	6.9
PBV (x)	0.4	0.4	0.4	0.4
Dividend (Bt)	1.0	0.0	0.1	0.2
Dividend yield (%)	6.5	0.0	0.5	1.0
ROE (%)	0.5	(13.4)	1.2	2.1
Net gearing (x)	0.2	0.3	0.3	0.3

CG Rating - 2011



EARNINGS RESULTS

ต่ำกว่าคาด: TTA รายงานขาดทุนสุทธิไตรมาส 3/55 (เม.ย.-มิ.ย.) ที่ 2,351 ล้านบาท พลิกกลับจากกำไรสุทธิในไตรมาส 3/54 ที่ 297 ล้านบาท แต่ขาดทุนเพิ่มขึ้นจากขาดทุนสุทธิไตรมาส 2/55 ที่ 205 ล้านบาท หากไม่รวมการด้อยค่าของเงินลงทุนใน UMS ที่ 2,319 ล้านบาทและกำไรจากรายการพิเศษรวม 45 ล้านบาทขาดทุนหลักไตรมาส 3/55 จะอยู่ที่ 77 ล้านบาท ซึ่งต่ำกว่าขาดทุนหลักไตรมาส 3/54 ที่ 281 ล้านบาทและไตรมาส 2/55 ที่ 251 ล้านบาท ขาดทุนหลักที่ออกมาในไตรมาสนี้ต่ำกว่าที่เราและตลาดคาดไว้ที่ประมาณ 100 ล้านบาท

ประเด็นหลักจากผลประกอบการ: ขาดทุนหลักที่ออกมาต่ำกว่าคาด เนื่องมาจากปัจจัยดังนี้ 1) อัตรากำไรขั้นต้นของธุรกิจเรือเพิ่มสูงขึ้น YoY (อยู่ที่ 5% เทียบกับ 2% ในไตรมาส 3/54 และ 3% ในไตรมาส 2/55) เนื่องจากต้นทุนที่ลดลง, 2) อัตราค่าระวางเรือปรับตัวเพิ่มขึ้น QoQ (เพิ่มขึ้น 4% QoQ แต่ลดลง 19% YoY มาอยู่ที่ 9,912 เหรียญ/วัน/ลำ), 3) จำนวนเรือที่ใช้ในการดำเนินงานมากขึ้น (จำนวน 21 ลำ เทียบกับ 16 ลำ ในไตรมาส 2/55), 4) กำไรที่เพิ่มขึ้นจากธุรกิจให้บริการนอกชายฝั่ง (อัตราการใช้ประโยชน์ของเรือให้บริการได้น้ำเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 78% จาก 76% ในไตรมาส 3/54 และ 59% ในไตรมาส 2/55), 5) กำไรที่สูงขึ้นจากธุรกิจผลิตปุ๋ย (Baconco) และ 6) ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่ลดลง (สัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายลดลงมาอยู่ที่ 14.6% จาก 16.6% ในไตรมาส 3/54 และ 15.8% ในไตรมาส 2/55)

อย่างไรก็ตาม UMS รายงานขาดทุนที่เพิ่มขึ้นในไตรมาส 3/55 เนื่องจากต้นทุนค่าขนส่งที่เพิ่มสูงขึ้น เนื่องจากการดำเนินงานของโรงงานสมุทรศาสตร์ถูกระงับชั่วคราวด้วยประเด็นปัญหาด้านสิ่งแวดล้อม

แนวโน้ม: เราคาดว่าผลประกอบการหลักไตรมาส 4/55 ของ TTA จะทรงตัว QoQ แต่สูงขึ้น YoY ธุรกิจให้บริการนอกชายฝั่งจะเป็นตัวหนุนหลัก เนื่องจากอยู่ในช่วงไฮซีซั่นของอุปสงค์และการใช้ประโยชน์อย่างเต็มที่ของ MTR-1 เพื่อเป็นเรือที่ฝึก ผลประกอบการที่สูงขึ้นจากธุรกิจให้บริการนอกชายฝั่งจะช่วยบรรเทาผลกระทบจากรายได้ของธุรกิจเรือที่อ่อนตัวลงเนื่องจากอยู่ในช่วงโลว์ซีซั่นของอุปสงค์ต่อการเดินเรือสินค้าสินค้าแห้งเทกอง นอกเหนือจากนี้การย้ายเรือเพื่อให้ได้รับประโยชน์จากอัตราค่าระวางเรือบริเวณมหาสมุทรแอตแลนติกที่สูงกว่าจะช่วยหนุนรายได้ของบริษัท

สิ่งที่เปลี่ยนแปลงไป: เราได้ปรับเพิ่มประมาณการขาดทุนสุทธิปี 2555 มาอยู่ที่ 3,201 ล้านบาท จาก 77 ล้านบาท เพื่อสะท้อน 1) รับรู้การต่อจ่ายของสินทรัพย์ในไตรมาส 3/55, 2) การปรับลดสมมติฐานอัตราค่าไถ่ชั้นต้นของธุรกิจเดินเรือและ UMS ดังนั้นเราจึงปรับลดราคาเป้าหมายปี 2555 ลงมาอยู่ที่ 18.50 บาท จาก 21 บาท อ้างอิงกับ PBV ปี 2555 ที่ 0.5 เท่า (0.7SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาวที่ 1.1 เท่า)

คำแนะนำ: เราคิดว่าแนวโน้มของอุตสาหกรรมเดินเรือสินค้าแห่งเทกองที่ยังไม่สดใส นั้นจะส่งผลกระทบต่อราคาหุ้น แต่เราคิดว่าแนวโน้มผลประกอบการไตรมาส 4/55 ที่ดีขึ้น จะช่วยหนุนราคาหุ้น นอกจากนี้ธุรกิจถ่านหินและการขยายธุรกิจให้บริการนอกชายฝั่งและธุรกิจโครงสร้างพื้นฐานของบริษัทจะช่วยหนุนมูลค่าของบริษัทในระยะยาว ราคาหุ้นในปัจจุบันถูกมาก ซื้อขายอยู่ PBV ปี 2555 ที่ 0.4 เท่า (1SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาว)

Figure 1: 3Q12 results

FY Ended 30 Sep (Btm)	3Q12	3Q11	YoY %	2Q12	QoQ %	9M12	9M11	YoY %	9M12 vs. FY12E	
Income Statement										
Revenue	4,810	4,376	10	3,529	36	11,732	13,114	(11)	72	• The YoY top-line growth was driven by offshore service income and sales at UMS
Cost of sales and services	(3,969)	(3,781)	5	(3,186)	25	(9,756)	(11,516)	(15)	67	• Revenue rose across all business units
EBITDA	632	398	59	341	85	1,480	1,377	7	85	• Improved GPM for the shipping and offshore service businesses both YoY and QoQ
SG&A	(701)	(728)	(4)	(558)	26	(1,979)	(1,819)	9	100	• Impairment charges on the investment in UMS
EBIT	140	(132)	nm	(215)	nm	(3)	(221)	nm	2	• The bottom-line was much below our estimate and the consensus
Interest expense	(168)	(201)	(16)	(160)	5	(695)	(527)	32	82	• The core loss was shallower than our forecast and the consensus
Other income/exp.	37	117	(68)	44	(16)	143	393	(64)	36	
Equity earnings from affiliates	34	48	(29)	38	(9)	106	112	(5)	89	
Extra items	(2,274)	578	nm	46	nm	(2,581)	721	(458)	100	
EBT	9	(216)	nm	(331)	nm	(555)	(355)	nm	91	
Corporate tax	(64)	(85)	(25)	(9)	588	(115)	(311)	(63)	(96)	
Minority interest	(56)	(28)	nm	51	(209)	27	159	(83)	(11)	
Net profit (loss)	(2,351)	297	(893)	(205)	nm	(3,117)	327	nm	97	
Reported EPS	(3.32)	0.42	(893)	(0.29)	nm	(4.40)	0.46	nm	97	
Core net profit	(77)	(281)	nm	(251)	nm	(536)	(395)	nm	nm	
Key ratios										
Gross margin (%)	17.5	13.6		9.7		16.8	12.2			
EBITDA margin (%)	13.1	9.1		9.7		12.6	10.5			
EBIT margin (%)	2.9	(3.0)		(6.1)		(0.0)	(1.7)			
SG&A / Revenue (%)	14.6	16.6		15.8		16.9	13.9			
Tax rate (%)	738.8	(39.5)		(2.8)		(20.7)	(87.8)			
Net margin (%)	(48.9)	6.8		(5.8)		(26.6)	2.5			
Current ratio (x)	2.0	1.8		2.0		2.0	1.8			
Gearing ratio (x)	0.4	0.3		0.4		0.4	0.3			
Interest coverage (x)	0.8	n.m.		n.m.		(0.0)	(0.4)			
Balance Sheet										
Cash & Equivalent	4,409	4,948	(11)	5,156	(14)					
Total assets	45,585	49,415	(8)	47,639	(4)					
ST debts & current portion	2,762	2,491	11	2,762	0					
Long-term debt	8,104	6,357	27	8,163	(1)					
Total liabilities	18,083	18,441	(2)	18,104	(0)					
Retained earnings	18,016	21,772	(17)	20,367	(12)					
Shareholders equity	22,182	25,720	(14)	24,289	(9)					
Minority interests	5,321	5,254	1	5,246	1					
BV (Bt)	38.8	43.7	(11)	41.7	(7)					

Source: Company data

Figure 2: Sector comparisons

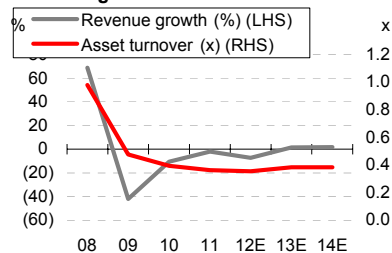
	Bloomberg Code	Price (local curr.)	Market Cap (US\$ equivalent)	PER (x) FY12	PER (x) FY13	EPS Growth (%) FY12	EPS Growth (%) FY13	PBV (x) FY12	PBV (x) FY13	ROE (%) FY12	ROE (%) FY13	Div yield (%) FY12	Div yield (%) FY13
U-Ming Marine Transport Cor	2606 TT	TWD46.00	1,315.14	18.3	20.1	-14.4	-8.8	1.5	1.5	8.0	7.3	4.1	3.4
Sincere Navigation	2605 TT	TWD25.60	484.78	8.4	8.9	-10.0	-5.2	0.9	0.9	11.8	12.2	6.9	5.8
China Shipping Development	1138 HK	HKD3.51	2,077.59	8.9	7.2	+21.1	+23.3	0.5	0.5	5.0	6.3	2.8	4.8
Kawasaki Kisen Kaisha	9107 JP	JPY109.00	3,284.18	n.a.	n.a.	-204.6	n.a.	0.3	0.3	(12.3)	(6.5)	-	-
Mitsui Osk Lines	9104 JP	JPY215.00	1,783.44	n.a.	18.4	-114.9	n.a.	0.4	0.4	(1.4)	1.6	2.3	2.1
Cosco Corp Singapore	COS SP	SGD1.00	2,494.13	13.4	11.1	+13.8	+21.6	1.6	1.5	11.9	12.5	2.7	3.1
Neptune Orient Lines	NOL SP	SGD1.21	226.65	n.a.	14.0	n.a.	n.a.	1.1	1.0	(2.9)	4.5	-	0.7
Precious Shipping	PSL TB	Bt14.50	477.75	n.a.	175.8	-99.4	+1,768.1	0.9	0.9	0.0	0.5	0.0	0.3
Thoresen Thai Agencies	TTA TB	Bt15.30	343.34	n.a.	49.5	-2,395.2	na	0.4	0.4	(13.4)	1.2	-	0.5
Simple average				12.3	38.1	-350.5	+359.8	0.8	0.8	0.7	4.4	2.1	2.3

Note: Prices as at 15/08/12

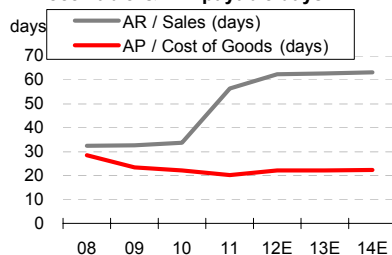
Sources: Company, Bloomberg, Bualuang Research estimates

Financial tables

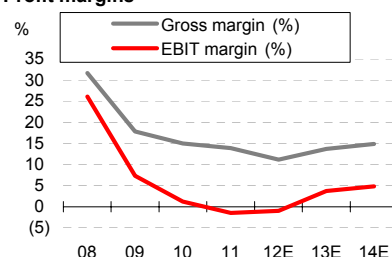
Revenue growth and asset turnover



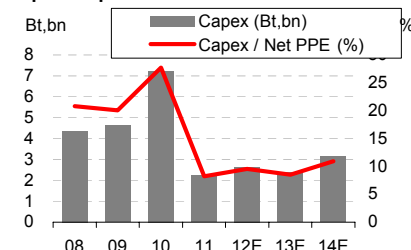
A/C receivable & A/C payable days



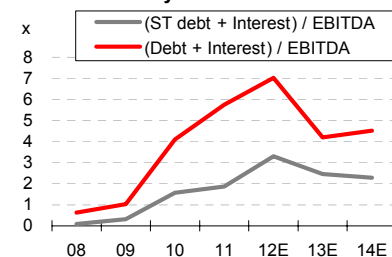
Profit margins



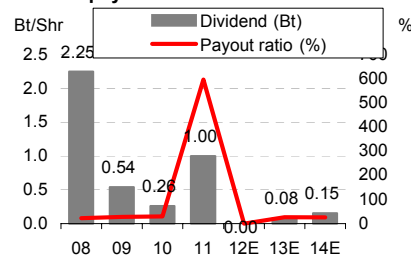
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



	2010	2011	2012E	2013E	2014E
PROFIT & LOSS (Btm)					
Revenue	17,893	17,565	16,324	16,572	16,857
Cost of sales and services	(15,208)	(15,128)	(14,511)	(14,301)	(14,346)
Gross profit	2,685	2,437	1,813	2,271	2,512
SG&A	(2,469)	(2,703)	(1,975)	(1,661)	(1,701)
EBIT	216	(266)	(162)	610	811
Interest expense	(511)	(734)	(849)	(575)	(552)
Other income/exp.	249	518	399	410	424
EBT	(45)	(482)	(612)	445	682
Corporate tax	(256)	(342)	119	(17)	(24)
After-tax net profit (loss)	(301)	(824)	(492)	428	658
Minority interest	129	70	(243)	(295)	(304)
Equity earnings from affiliates	80	110	118	124	130
Extra items	887	783	(2,583)	0	0
Net profit (loss)	796	139	(3,201)	257	484
Reported EPS	1.12	0.20	(4.52)	0.36	0.68
Fully diluted EPS	0.85	0.17	(3.84)	0.31	0.58
Core net profit	(92)	(643)	(618)	257	484
Core EPS	(0.10)	(0.77)	(0.74)	0.31	0.58
EBITDA	2,060	1,720	1,750	2,640	2,999

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	(10.4)	(1.8)	(7.1)	1.5	1.7
Gross margin (%)	15.0	13.9	11.1	13.7	14.9
EBITDA margin (%)	11.5	9.8	10.7	15.9	17.8
Operating margin (%)	1.2	(1.5)	(1.0)	3.7	4.8
Net margin (%)	4.4	0.8	(19.6)	1.6	2.9
Core profit margin (%)	(0.5)	(3.7)	(3.8)	1.6	2.9
ROA (%)	1.8	0.3	(7.0)	0.6	1.1
ROCE (%)	2.2	0.4	(8.1)	0.7	1.2
Asset turnover (x)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Current ratio (x)	2.3	1.8	1.1	0.8	1.0
Gearing ratio (x)	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
Interest coverage (x)	0.4	n.m.	n.m.	1.1	1.5

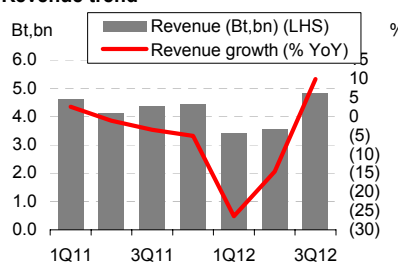
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	8,458	3,797	3,585	1,891	3,105
Accounts receivable	1,653	2,719	2,791	2,851	2,919
Inventory	635	382	402	397	401
PP&E-net	26,042	27,002	27,532	27,895	28,874
Other assets	7,409	9,394	6,942	7,090	7,262
Total assets	48,873	48,032	43,630	42,619	45,181
Accounts payable	924	838	881	871	879
ST debts & current portion	2,718	2,475	4,927	5,904	6,304
Long-term debt	5,221	6,694	6,518	4,614	6,710
Other liabilities	0	0	0	0	0
Total liabilities	17,341	17,216	15,779	14,282	16,183
Paid-up capital	708	708	708	708	708
Share premium	1,540	1,540	1,540	1,540	1,540
Retained earnings	21,982	21,487	18,279	18,469	18,827
Shareholders' equity	25,894	25,463	22,255	22,445	22,802
Minority interests	5,638	5,353	5,597	5,891	6,195
Total Liab.&Shareholders' equity	48,873	48,032	43,630	42,619	45,181

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
CASH FLOW (Btm)					
Net income	796	139	(3,201)	257	484
Depreciation and amortization	1,962	2,100	1,911	2,030	2,188
Change in working capital	(607)	(2,143)	(88)	(106)	(108)
FX, non-cash adjustment & others	(600)	49	7,364	432	848
Cash flows from operating activities	1,550	145	5,986	2,613	3,412
Capex (Invest)/Divest	(7,224)	(2,227)	(2,630)	(2,379)	(3,154)
Others	(3,659)	(1,729)	(433)	(454)	(477)
Cash flows from investing activities	(10,883)	(3,955)	(3,063)	(2,834)	(3,631)
Debt financing (repayment)	6,162	(166)	(2,302)	(1,474)	1,501
Equity financing	1,647	(477)	0	0	0
Dividend payment	(504)	(243)	(833)	0	(67)
Others	0	0	0	0	0
Cash flows from financing activities	7,305	(885)	(3,135)	(1,474)	1,433
Net change in cash	(2,028)	(4,695)	(212)	(1,695)	1,215
Free cash flow (Btm)	(5,674)	(2,082)	3,356	234	258
FCF per share (Bt)	(8.01)	(2.94)	4.74	0.33	0.37

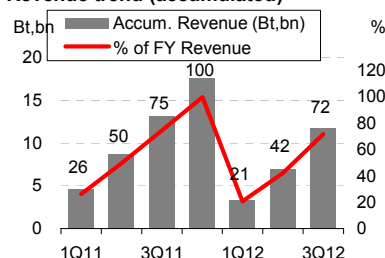
Sources: Company data, Bualuang Research estimates

Financial tables

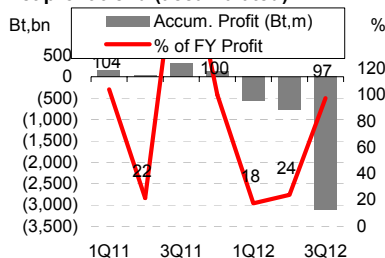
Revenue trend



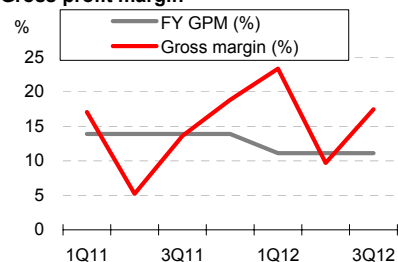
Revenue trend (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)

	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12
Revenue	4,376	4,451	3,393	3,529	4,810
Cost of sales and services	(3,781)	(3,612)	(2,601)	(3,186)	(3,969)
Gross profit	595	839	792	343	841
SG&A	(728)	(884)	(719)	(558)	(701)
EBIT	(132)	(45)	73	(215)	140
Interest expense	(201)	(207)	(367)	(160)	(168)
Other income/exp.	117	125	62	44	37
EBT	(216)	(127)	(232)	(331)	9
Corporate tax	(85)	(31)	(41)	(9)	(64)
After-tax net profit (loss)	(302)	(158)	(274)	(340)	(55)
Minority interest	(28)	(89)	32	51	(56)
Equity earnings from affiliates	48	(1)	34	38	34
Extra items	578	61	(352)	46	(2,274)
Net profit (loss)	297	(187)	(560)	(205)	(2,351)
Reported EPS	0.42	(0.26)	(0.79)	(0.29)	(3.32)
Fully diluted EPS	0.36	(0.22)	(0.67)	(0.25)	(2.82)
Core net profit	(281)	(249)	(208)	(251)	(77)
Core EPS	(0.34)	(0.30)	(0.25)	(0.30)	(0.09)
EBITDA	398	343	507	341	632

KEY RATIOS

	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12
Gross margin (%)	13.6	18.8	23.3	9.7	17.5
EBITDA margin (%)	9.1	7.7	14.9	9.7	13.1
Operating margin (%)	-3.0	-1.0	2.1	-6.1	2.9
Net margin (%)	6.8	-4.2	-16.5	-5.8	-48.9
Core profit margin (%)	-6.4	-5.6	-6.1	-7.1	-1.6
BV (Bt)	43.75	43.53	42.85	41.72	38.84
ROE (%)	4.6	-2.9	-8.9	-3.3	-40.5
ROA (%)	2.4	-1.5	-4.7	-1.7	-20.2
Current ratio (x)	1.8	1.8	2.1	2.0	2.0
Gearing ratio (x)	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
Interest coverage (x)	n.m.	n.m.	0.2	n.m.	0.8

QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12
Cash & Equivalent	4,948	3,797	4,832	5,156	4,409
Accounts receivable	2,740	2,719	1,875	1,963	2,919
Inventory	479	382	426	491	454
PP&E-net	27,543	27,002	26,624	26,163	26,632
Other assets	9,386	9,394	9,553	9,557	7,277
Total assets	49,415	48,032	47,731	47,639	45,585
Accounts payable	918	838	806	920	800
ST debts & current portion	2,491	2,475	2,421	2,762	2,762
Long-term debt	6,357	6,694	7,672	8,163	8,104
Other liabilities	105	106	106	107	112
Total liabilities	18,441	17,216	17,391	18,104	18,083
Paid-up capital	708	708	708	708	708
Share premium	1,540	1,540	1,540	1,540	1,540
Retained earnings	21,772	21,487	20,927	20,367	18,016
Shareholders equity	25,720	25,463	25,028	24,289	22,182
Minority interests	5,254	5,353	5,312	5,246	5,321
Total Liab.&Shareholders' equity	49,415	48,032	47,731	47,639	45,585

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, BEC, BGH, BH, BIGC, BJC, BLA, BTS, CPALL, CPF, DTAC, EGCO, ESSO, GLOW, HMPRO, HEMRAJ, INTUCH, IRPC, IVL, KBANK, KTB, LH, MAKRO, 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 base 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.