

สามารถคอร์ปอเรชั่น

11 มีนาคม 2556

SAMART.TB / SAMA.BK

แนวโน้มปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิปี 2556-57

ประเด็นการลงทุน

SAMART ยังคงเป็นหนึ่งในหุ้นที่เราชอบมากที่สุดในกลุ่มไอซีที จากเหตุผลของแนวโน้มการเติบโตของกำไรสุทธิที่แข็งแกร่งในปี 2556 โดยมีปัจจัยหนุนจาก SIM และ SAMTEL นอกจากนี้อัฒพ์ชีพของผลกำไรสุทธิในช่วงครึ่งหลังของปี 2556 จนถึงปี 2557 ยังมาจาก 1) โครงการติดตั้งโครงข่าย 3จีเฟสสองของทีโอที และโครงการติดตั้งระบบตรวจสอบและคัดกรองผู้โดยสารล่วงหน้า (APPS) ของ SAMTEL 2) การถึงจุดคุ้มทุนของธุรกิจเอ็มวีเอ็นไอของ SIM และ 3) การเข้าประมูลใบอนุญาตผู้ให้บริการโครงข่ายดิจิทัลทีวีและการขายกล่องแปลงสัญญาณระบบทีวีดิจิทัล

แนวโน้มปรับเพิ่มกำไรสุทธิของ SAMTEL และ SAMART

เราคาดว่ามูลค่างานในมือที่รอรับรู้เป็นรายได้ (backlog) ณ สิ้นปี 2556 ของ SAMTEL มีแนวโน้มเติบโตก้าวกระโดดเป็น 3 หมื่นล้านบาท (เพิ่มขึ้น 209% YoY) จากปัจจัยหนุนได้แก่ 1) โครงการ 3จีเฟสสองของทีโอที ซึ่งมีแนวโน้มเปิดประมูลในไตรมาส 3/56 2) โครงการติดตั้งระบบตรวจสอบและคัดกรองผู้โดยสารล่วงหน้า (APPS) ซึ่งคาดว่าจะเปิดประมูลและเซ็นสัญญาภายในไตรมาส 2/56 และ 3) โครงการใหม่อีก 4 โครงการมูลค่า 5.4 พันล้านบาท ได้แก่ งานกระทรวงยุติธรรม (1.1 พันล้านบาท) งานกรมที่ดิน (1.5 พันล้านบาท) งานการไฟฟ้าส่วนภูมิภาค (1 พันล้านบาท) และงานกรมตำรวจแห่งชาติ (RTP) (1.8 พันล้านบาท) ภายใต้สมมติฐานว่างานประมูลของกรมตำรวจแห่งชาติเลื่อนไปเป็นปี 2557 เราประเมินว่ามูลค่างานที่รอรับรู้รายได้ ณ สิ้นปี 2556 จะอยู่ที่ 2.8 หมื่นล้านบาท

ภายใต้สมมติฐานว่าถ้า SAMTEL ชนะงานประมูลโครงการ APPS (ส่วนของ SAMTEL อยู่ที่ 5 พันล้านบาท) และโครงการ 3จีเฟสสองของทีโอที (ส่วนของ SAMTEL อยู่ที่ 1.6 หมื่นล้านบาท) ภายในปี 2556 เราจะทำกรปรับประมาณการกำไรสุทธิปี 2557 ของ SAMART เพิ่มขึ้นอีก 33% (ภายใต้สมมติฐานว่ารายได้จากโครงการ APPS เริ่มรับรู้ในไตรมาส 4/55 และรายได้จากโครงการ 3จีเฟสสองเริ่มรับรู้ตั้งแต่ปี 2557) งานโครงการใหญ่ทั้งสองโครงการจะเพิ่มราคาเป้าหมาย ณ สิ้นปี 2556 ของเราได้อีก 3.50 บาทต่อหุ้น (0.50 บาทต่อหุ้นจากโครงการ APPS และ 3 บาทต่อหุ้นจากโครงการ 3จีเฟสสองของทีโอที)

ผลกำไรสุทธิของ SIM พื้นตัวในปี 2556

เราคาดว่าผลกำไรสุทธิปี 2556 ของ SIM มีแนวโน้มเติบโตก้าวกระโดด 195% YoY ซึ่งมีปัจจัยหนุนมาจากราคาขายเครื่องโทรศัพท์เคลื่อนที่และอัตราค่าโรซันตันโดยรวมที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นจากสัดส่วนยอดขายสมาร์ทโฟนที่เพิ่มขึ้น เราใช้สมมติฐานยอดขายโทรศัพท์เคลื่อนที่จำนวน 3.4 ล้านเครื่องในปี 2556 (หรือ 70% ของจำนวนเครื่องทั้งหมดมาจากสมาร์ทโฟน) และราคาขายเครื่องเฉลี่ยเพิ่มขึ้นเป็น 2,606 บาท (เพิ่มขึ้น 64% YoY) อัตราค่าโรซันตันมีแนวโน้มปรับเพิ่มขึ้นเป็น 20.8% ในปี 2556 (จาก 19% ในปี 2555) เราประเมินว่าผลกำไรสุทธิของ SIM มีอัฒพ์ชีพจากผลประกอบการที่พลิกฟื้นเป็นกำไรของธุรกิจเอ็มวีเอ็นไอในปี 2557 จากขาดทุนสุทธิ 70 ล้านบาทในปี 2555

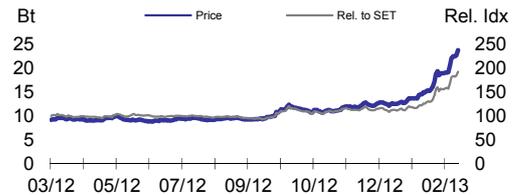
Sector: ICT Neutral

คำแนะนำพื้นฐาน: ชื้อ

เป้าหมายพื้นฐาน: 25.50 บาท

ราคา (08/03/13): 23.70 บาท

Price chart

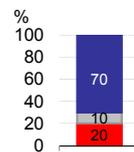


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	51.3	39.1	128.1
Absolute	55.9	55.9	163.3

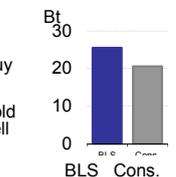
Key statistics

Market cap	Bt23.5bn	USD0.8bn
12-mth price range	Bt8.7/Bt23.8	
12-mth avg daily volume	Bt103m	USD3.5m
# of shares (m)	991	
Est. free float (%)	45.5	
Foreign limit (%)	49.0	

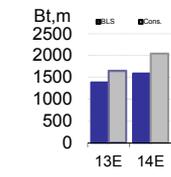
Consensus rating



BLS Target price vs. Consensus



BLS earnings vs. Consensus



Financial summary

FY Ended 31 Dec	2012	2013E	2014E	2015E
Revenues (Btm)	16,733	21,558	24,959	28,226
Net profit (Btm)	1,071	1,382	1,585	1,777
EPS (Bt)	1.09	1.39	1.60	1.79
EPS growth (%)	+25.9%	+28.2%	+14.7%	+12.1%
Core profit (Btm)	956	1,382	1,585	1,777
Core EPS (Bt)	0.97	1.39	1.60	1.79
Core EPS growth (%)	+14.7%	+43.6%	+14.7%	+12.1%
PER (x)	9.0	17.0	14.8	13.2
PBV (x)	1.4	3.0	2.7	2.4
Dividend (Bt)	0.6	0.8	0.9	1.0
Dividend yield (%)	6.1	3.3	3.8	4.2
ROE (%)	21.2	24.2	24.9	25.0

CG rating

N/A

ประสิทธิ์ สุจิรวรรกุล
+662 618 1000

(ภายใต้สมมติฐานว่าลูกค้าเอ็มวีเอ็นไอเพิ่มขึ้นอีก 1 ล้านรายและรายได้รวมเฉลี่ยต่อรายอยู่ที่ 180 บาท) รวมถึงโครงการแท็บเล็ตของรัฐบาลที่แจกให้กับเด็กนักเรียนมูลค่า 4.5 พันล้านบาท ซึ่งมีแนวโน้มเปิดประมูลในช่วงครึ่งแรกของปี 2556

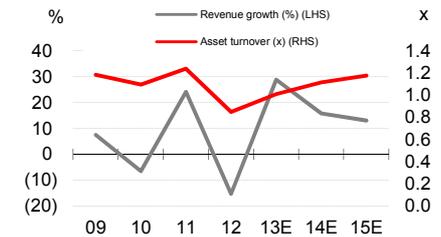
อัปเดตจากใบอนุญาตโครงข่ายดิจิทัลและการขายกล่องแปลงสัญญาณดิจิทัล

บริษัทสามารถ เอ็นจีเนียร์ริง ซึ่งเป็นบริษัทย่อย ได้ทำการยื่นขอใบอนุญาตโครงข่ายดิจิทัลจาก กสทช.ไปแล้วในเดือนธ.ค.2555 เราคาดว่ากสทช. จะทำการให้ใบอนุญาตดังกล่าวได้ภายในเดือนเม.ย.2556 หลังจากนั้นบริษัทจะทำการติดตั้งและให้เข้าอุปกรณ์โครงข่ายกับผู้ให้บริการช่องทีวีดิจิทัล เราคาดว่าใบอนุญาตโครงข่ายจะสร้างรายได้ต่อปีให้กับบริษัทได้อีก 500-600 ล้านบาทต่อปี และหนุนกำไรสุทธิปี 2557 ให้เพิ่มขึ้นอีก 5% (สมมติฐานอัตรากำไรสุทธิอยู่ที่ 15%) นอกจากนี้บริษัทสามารถ เอ็นจีเนียร์ริงยังมีแผนที่จะขายกล่องแปลงสัญญาณระบบทีวีดิจิทัลเนื่องจากกสทช.มีแผนที่จะออกคุปองฟรีให้กับ 22 ล้านครัวเรือนเพื่อนำคุปองดังกล่าวไปใช้ซื้อกล่องรับสัญญาณทีวีดิจิทัล)

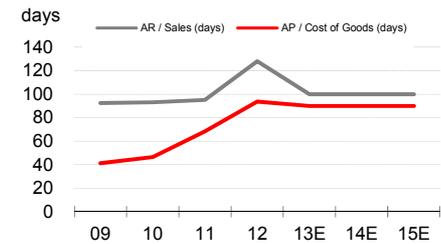
SAMART : Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Revenue	19,767	16,733	21,558	24,959	28,226
Cost of sales and services	(15,987)	(13,041)	(16,966)	(20,144)	(22,805)
Gross profit	3,780	3,692	4,593	4,816	5,421
SG&A	(2,132)	(1,917)	(2,350)	(2,321)	(2,681)
EBIT	1,648	1,776	2,243	2,494	2,740
Interest expense	(391)	(486)	(526)	(555)	(589)
Other income/exp.	133	158	226	260	293
EBT	1,390	1,447	1,944	2,200	2,444
Corporate tax	(295)	(202)	(253)	(286)	(318)
After-tax net profit (loss)	1,095	1,245	1,691	1,914	2,126
Minority interest	(276)	(289)	(309)	(329)	(349)
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	17	115	0	0	0
Net profit (loss)	836	1,071	1,382	1,585	1,777
Reported EPS	0.86	1.09	1.39	1.60	1.79
Fully diluted EPS	0.85	1.08	1.39	1.60	1.79
Core net profit	819	956	1,382	1,585	1,777
Core EPS	0.85	0.97	1.39	1.60	1.79
EBITDA	2,729	2,961	3,508	3,817	4,107
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	24.2	(15.3)	28.8	15.8	13.1
Gross margin (%)	19.1	22.1	21.3	19.3	19.2
EBITDA margin (%)	13.8	17.7	16.3	15.3	14.6
Operating margin (%)	8.3	10.6	10.4	10.0	9.7
Net margin (%)	4.2	6.4	6.4	6.3	6.3
Core profit margin (%)	4.1	5.7	6.4	6.3	6.3
ROA (%)	5.2	5.4	6.5	7.1	7.4
ROCE (%)	6.5	6.9	8.7	10.1	10.9
Asset turnover (x)	1.2	0.8	1.0	1.1	1.2
Current ratio (x)	1.2	1.2	1.2	1.3	1.4
Gearing ratio (x)	1.4	1.4	1.0	0.8	0.7
Interest coverage (x)	4.2	3.7	4.3	4.5	4.6
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	1,072	1,262	1,267	1,390	1,456
Accounts receivable	5,146	5,867	5,906	6,838	7,733
Inventory	1,519	1,194	1,301	1,545	1,749
PP&E-net	4,164	5,194	4,435	3,645	2,836
Other assets	917	1,022	1,470	1,874	2,297
Total assets	18,352	21,118	21,604	23,105	24,863
Accounts payable	2,994	3,346	4,183	4,967	5,623
ST debts & current portion	7,083	7,919	6,799	6,595	6,481
Long-term debt	1,464	1,577	906	499	292
Other liabilities	94	116	216	250	282
Total liabilities	12,356	14,244	13,813	14,288	14,915
Paid-up capital	986	991	991	991	991
Share premium	1,295	1,393	1,393	1,393	1,393
Retained earnings	2,414	3,022	3,630	4,327	5,109
Shareholders equity	4,694	5,405	6,013	6,711	7,493
Minority interests	1,302	1,468	1,777	2,106	2,455
Total Liab.&Shareholders' equity	18,352	21,118	21,604	23,105	24,863
CASH FLOW (Btm)					
Net income	836	1,071	1,382	1,585	1,777
Depreciation and amortization	1,081	1,186	1,265	1,322	1,367
Change in working capital	527	(44)	691	(392)	(443)
FX, non-cash adjustment & others	(3,216)	(354)	112	2	(380)
Cash flows from operating activities	(772)	1,859	3,449	2,517	2,322
Capex (Invest)/Divest	(1,075)	(501)	(506)	(532)	(558)
Others	51	(1,670)	(381)	(369)	(387)
Cash flows from investing activities	(1,024)	(2,171)	(887)	(900)	(945)
Debt financing (repayment)	2,837	887	(1,791)	(611)	(321)
Equity financing	47	148	0	0	0
Dividend payment	(743)	(618)	(774)	(887)	(995)
Others	51	(1,670)	(381)	(369)	(387)
Cash flows from financing activities	2,141	478	(2,565)	(1,499)	(1,316)
Net change in cash	345	166	(3)	118	60
Free cash flow (Btm)	(1,847)	1,358	2,943	1,985	1,763
FCF per share (Bt)	(1.9)	1.4	3.0	2.0	1.8
Key assumptions	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Mobile multimedia revenue (Btm)	6,912	6,831	9,218	11,931	14,459
ICT solutions and service revenue (Btm)	10,086	7,216	9,576	10,104	10,666
Technology related business revenue and	2,769	3,071	2,764	2,924	3,101
Gross margin - mobile multimedia (Btm)	21.5%	19.1%	20.8%	20.8%	20.7%
Gross margin - ICT solutions (%)	15.4%	18.0%	18.5%	18.7%	18.5%
Gross margin - CATS (%)	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%

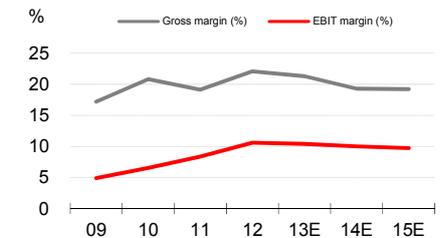
Revenue growth and asset turnover



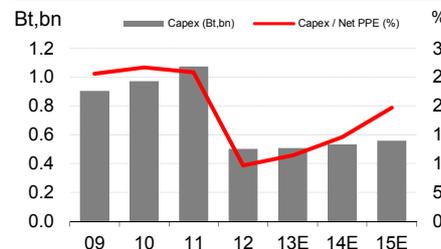
A/C receivable & A/C payable days



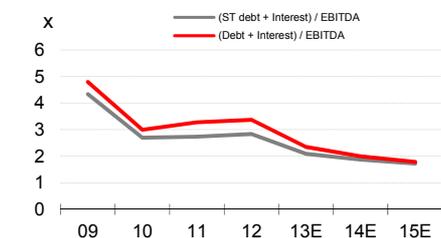
Profit margins



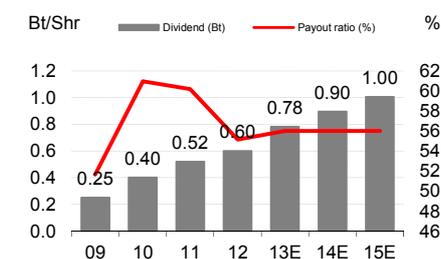
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



SAMART : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12
Revenue	4,417	4,201	3,634	3,966	4,932
Cost of sales and services	(3,478)	(3,370)	(2,813)	(3,100)	(3,758)
Gross profit	938	831	821	866	1,174
SG&A	(605)	(434)	(423)	(448)	(611)
EBIT	334	397	398	418	563
Interest expense	(126)	(114)	(113)	(126)	(133)
Other income/exp.	(3)	52	51	18	37
EBT	205	335	336	310	467
Corporate tax	(20)	(62)	(32)	(51)	(57)
After-tax net profit (loss)	185	273	304	259	409
Minority interest	(39)	(51)	(71)	(82)	(85)
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	5	46	(0)	107	(38)
Net profit (loss)	150	268	232	284	287
Reported EPS	0.15	0.28	0.24	0.29	0.29
Fully diluted EPS	0.15	0.27	0.23	0.29	0.29
Core net profit	146	223	233	177	324
Core EPS	0.15	0.23	0.24	0.18	0.33
EBITDA	630	690	682	727	890

KEY RATIOS

Gross margin (%)	21.2	19.8	22.6	21.8	23.8
EBITDA margin (%)	14.3	16.4	18.8	18.3	18.0
Operating margin (%)	7.6	9.4	10.9	10.5	11.4
Net margin (%)	3.4	6.4	6.4	7.2	5.8
Core profit margin (%)	3.3	5.3	6.4	4.5	6.6
BV (Bt)	6.1	6.5	6.5	6.6	6.9
ROE (%)	12.8	21.1	18.4	22.2	21.2
ROA (%)	3.3	6.2	5.2	5.6	5.4
Current ratio (x)	1.2	1.3	1.3	1.2	1.2
Gearing ratio (x)	1.4	1.2	1.3	1.5	1.4
Interest coverage (x)	2.7	3.5	3.5	3.3	4.2

QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	1,072	1,035	825	1,078	1,262
Accounts receivable	5,146	4,575	4,842	5,437	5,867
Inventory	1,519	1,141	1,060	1,101	1,194
PP&E-net	4,164	4,026	3,868	5,142	5,194
Other assets	1,134	1,175	1,734	1,238	1,346
Total assets	18,352	17,201	17,942	20,156	21,118
Accounts payable	2,994	2,475	2,235	2,874	3,346
ST debts & current portion	7,083	6,093	6,783	7,877	7,919
Long-term debt	1,491	1,391	1,576	1,790	1,613
Other liabilities	94	110	109	112	116
Total liabilities	12,356	10,770	11,552	13,655	14,244
Paid-up capital	986	986	989	990	991
Share premium	1,295	1,355	1,382	1,387	1,393
Retained earnings	3,033	3,391	3,326	3,414	3,701
Shareholders equity	4,694	5,082	5,048	5,120	5,405
Minority interests	1,302	1,349	1,343	1,381	1,468
Total Liab.&Shareholders' equity	18,352	17,201	17,942	20,156	21,118

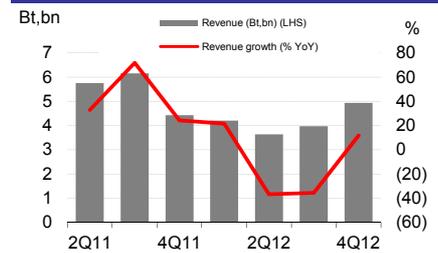
Key statistics

	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12
CATS revenue (Btm)	233	234	214	227	250
Kampot power plant revenue (Btm)	50	48	50	50	49
No. of CATS flights (flights)	15,146	15,594	13,995	14,909	16,330
Samart Engineering revenue (Btm)	298	108	55	55	65
One-to-One Contacts revenue (Btm)	312	213	169	201	314
Vision and security system revenue (Btm)	111	46	59	21	81

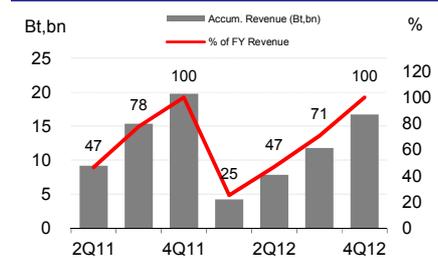
Company profile

Samart Corporation Plc (SAMART) is an ICT holding company engaged in three main businesses: 1) mobile multimedia via its 60% stake in Samart I-Mobile (SIM), 2) ICT solution and services via its 71% stake in Samart Telcoms (SAMTEL) and 3) technology-related businesses via its seven key holdings in transportation, utility and power, waste management, call center and security solutions. In FY12, SAMTEL contributed the largest to its revenue (45%) and its net profit (53%). SIM contributed 41% to its revenue and 9% to its net profit while other non-listed businesses contributed 14% to its revenue and 38% to its net profit.

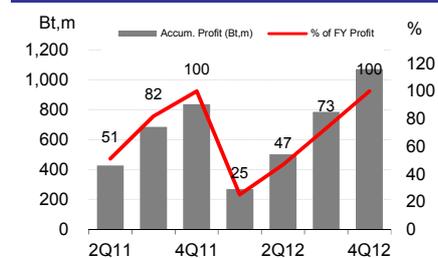
Revenue trend



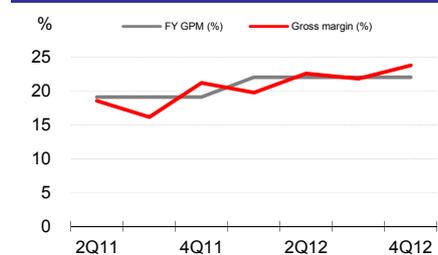
Revenue trend (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin

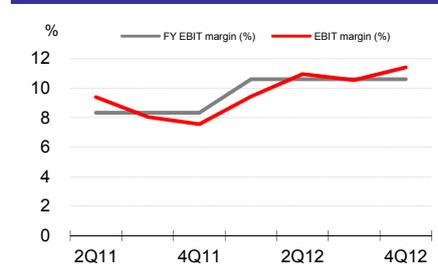
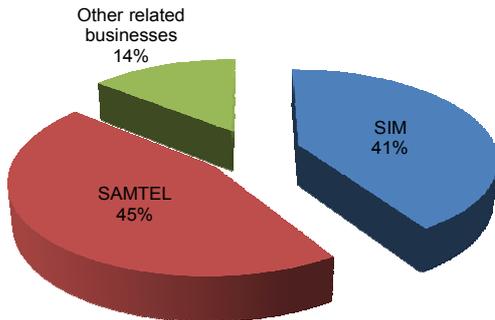
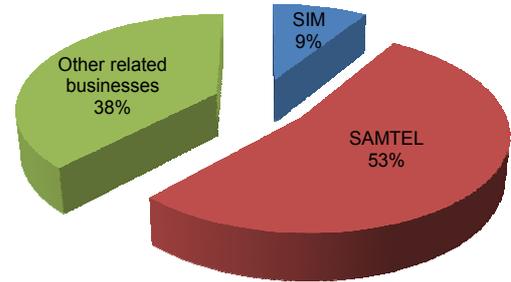


Figure 1 : FY12 revenue contribution, by subsidiary



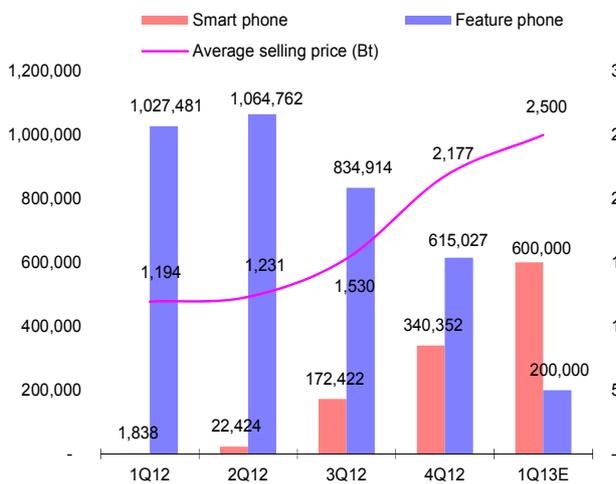
Source: Company data

Figure 2 : FY12 net profit contributions, by subsidiary



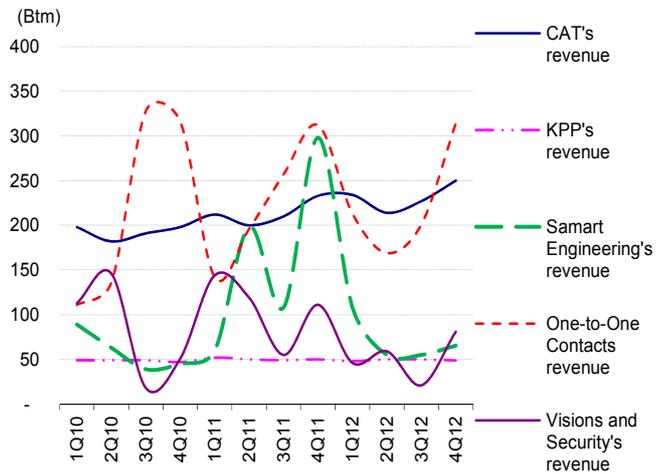
Source: Company data

Figure 3 : SIM's quarterly i-mobile sales volume VS sales price



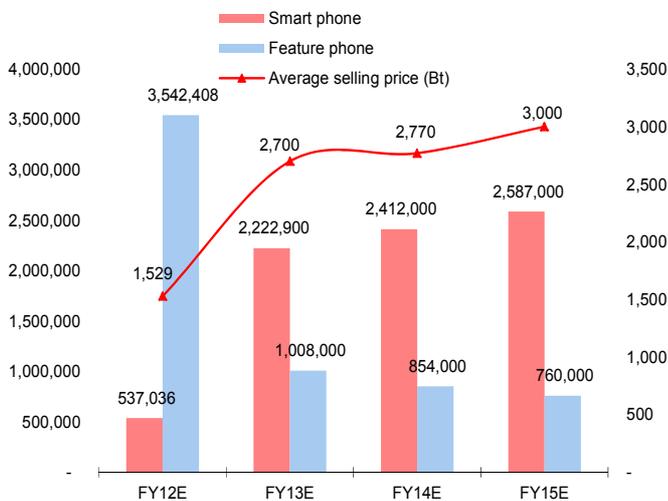
Sources: Company data, Bualuang Research estimates

Figure 4 : Revenues of SAMART's other businesses



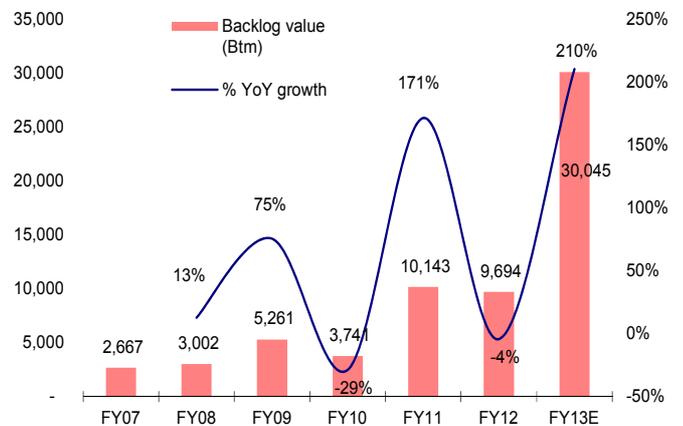
Source: Company data

Figure 5 : SIM's i-mobile yearly sales volume VS sales price



Sources: Company data, Bualuang Research estimates

Figure 6 : SAMTEL's project backlog



Sources: Company data, Bualuang Research estimates

Figure 7 : Sum-of-the-parts valuation
1. A 60.4% stake in SIM

SIM's fair price (Bt/share)	3.00
SIM's shares outstanding (mn)	4,301
Market capitalization (Btmn)	12,915
Stake of SAMART in SIM (%)	60.40%
Proportionate mkt capitalization (Btmn)	7,800
SAMART's shares outstanding (mn) - at YE13	989
Equity value of SIM/ SAMART (Bt/share)	7.88

2. A 70.98% stake in SAMTEL

SAMTEL's fair price (Bt/share)	26.00
SAMTEL's shares outstanding (mn)	606
Market capitalization (Btmn)	15,758
Stake of SAMART in SAMTEL (%)	70.98%
Proportionate mkt capitalization (Btmn)	11,185
SAMART's shares outstanding (mn) - at YE13	989
Equity value of SAMTEL/ SAMART (Bt/share)	11.30

3. Values of other nonlisted businesses

% contribution of nonlisted businesses to FY13 net profit (%)	30.0%
Proportionate net profit (Btm)	413
Equity value of related businesses / share of SAMART (Bt)	0.42
Applying blended P/E of three sectors (transportation, ICT bidding project and energy)	15.1
Equity value of nonlisted businesses / SAMART (Bt/share)	6.31

TOTAL SUM-OF-THE-PARTS (Bt/share)	25.50
------------------------------------------	--------------

Source: Bualuang Research estimates

Sector Comparisons

	Bloomberg Code	Price (local curr.)	Market Cap (US\$ equivalent)	PER (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div Yield (%)	
				2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E
Advanced Info Service	ADVANC TB	THB217.00	21686	18.0	16.8	2.5	7.1	13.3	13.3	78.2	79.6	4.8	5.9
Total Access Communication	DTAC TB	THB84.50	6,725	17.3	16.0	2.4	8.3	6.1	5.9	34.1	37.5	5.8	6.3
Shin Corporation	INTUCH TB	THB74.75	8,056	16.5	15.3	5.1	8.1	7.0	6.3	57.0	54.8	4.8	5.2
Samart Corporation	SAMART TB	THB23.70	789	17.0	14.8	29.0	14.7	3.0	2.7	24.2	24.9	3.3	3.8
Samart Telcoms	SAMTEL TB	THB22.70	466	12.3	10.9	38.5	13.1	4.3	3.6	37.8	35.8	4.2	4.8
Samart i-Mobile	SIM TB	THB2.64	382	23.2	17.0	195.3	36.8	3.9	3.5	18.1	21.8	2.8	3.8
Thaicom	THCOM TB	THB29.25	1078	27.5	22.7	57.19	21.2	2.1	2.1	8.0	9.3	2.9	3.5
True Corporation	TRUE TB	THB7.40	3,608	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	11.8	22.0	-46.5	-67.8	0.0	0.0
Simple average				18.8	16.2	120.7	15.6	6.5	7.4	26.4	24.5	3.6	4.2

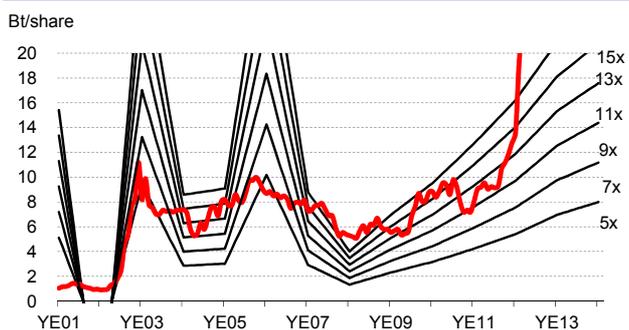
PER band versus SD (next 12 months)



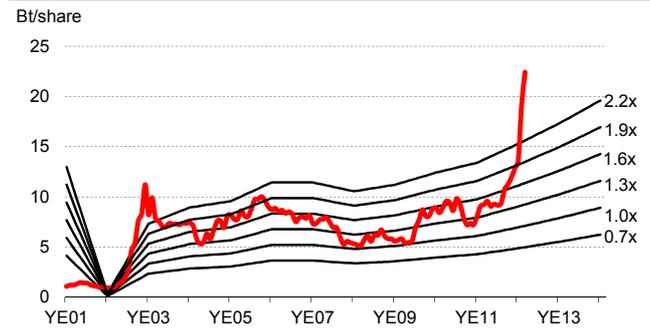
PBV band versus SD (next 12 months)



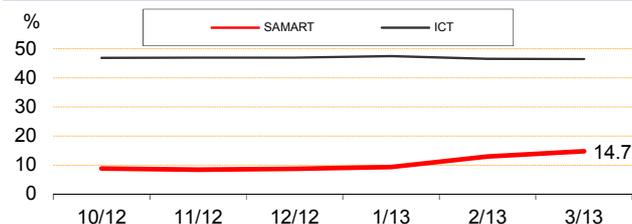
PER band and share price



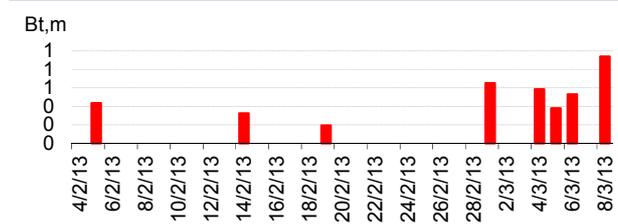
PBV band and share price



Foreign holding



Short selling activities during past four weeks



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 DWs UNDERLYING STOCKS. Investors should carefully read the details of the derivative warrants in the prospectus before making investment decisions.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED IS OR MAY BE A UNDERWRITER/CO-UNDERWRITER/JOINT LEAD IN RESPECT OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING ("IPO") OF SECURITIES.

DWs Underlying Stocks	Financial Advisor	Underwriter/ Co-underwriter
ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BCP, BEC, BGH, BH, BIGC, BJC, BLA, BTS, CPALL, CPF, CPN, DTAC, EGCO, ESSO, GLOW, HMPRO, HEMRAJ, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, KBANK, KK, KTB, LH, MAKRO, MINT, PS, PTT, PTTEP, PTTGC, ROBINS, SCB, SCC, SPALI, TCAP, THAI, TISCO, TOP, TMB, TPIPL, TRUE, TUF		

Score Range	Score Range	Description
90 – 100		Excellent
80 – 89		Very Good
70 – 79		Good
60 – 69		Satisfactory
50 – 59		Pass
Below 50	No logo given	N/A

CORPORATE GOVERNANCE REPORT DISCLAIMER

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.

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.