

# เอสวีไอ

SVI TB / SVI.BK

**5 กรกฎาคม 2556**

## สองกล่องไตรมาส 2/56—กำไรหลักทรงตัว YoY (คำสั่งซื้อจากลูกค้าใหม่ยังไม่เข้ามา)

### ประเด็นการลงทุน

ราคาหุ้น SVI ปรับตัวลดลง 15% ในช่วงเดือนที่ผ่านมา และเราคาดว่าจะยังคงปรับตัวได้แยกกว่าตลาดโดยรวม รายได้จากเงินชดเชยประกันจะหนุนผลกำไรไตรมาส 2/56 แต่เราไม่คาดว่าจะตลาดจะให้ความสำคัญ เนื่องจากกำไรหลักยังคงอ่อนแอ คาดการณ์แนวโน้มผลการดำเนินงานชะลอตัวลงในช่วงที่เหลือของปี 2556 เนื่องจากคำสั่งซื้อจากลูกค้าใหม่ยังไม่เข้ามา แม้ว่าเราจะปรับเพิ่มประมาณการทั้งปีของเราขึ้นอีก 9% มาอยู่ที่ 848 ล้านบาท เพื่อสะท้อนรายได้จากเงินชดเชยประกัน แต่เรายังคงประมาณการกำไรหลักไว้เท่าเดิม หุ้น SVI ในขณะนี้มียอดซื้อขายอยู่ที่ PER หลักปี 2556 14 เท่า เทียบกับค่าเฉลี่ยระยะยาวที่ 10 เท่า และค่าเฉลี่ยกลุ่มที่ 12 เท่า ภายในกลุ่มอิเล็กทรอนิกส์ เราขอหุ้น DELTA และ KCE

### ปรับคาดการณ์ไตรมาส 2/56—ผลกำไรเติบโต แต่คาดการณ์กำไรหลักทรงตัว

เราประมาณการกำไรสุทธิไตรมาส 2/56 ที่ 168 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 9% YoY แต่ลดลง 25% QoQ ปัจจุบันหุ้นหลักจะมาจากรายได้จากเงินชดเชยประกัน เราคาดการณ์ไว้ที่ 70 ล้านบาท แต่กำไรหลักมีแนวโน้มที่จะทรงตัว YoY ที่ 126 ล้านบาท แม้ว่าจะเทียบจากฐานที่ต่ำในไตรมาส 2/55 อุปสงค์จากต่างประเทศที่อ่อนแอลงส่งผลกระทบต่อคำสั่งซื้อและยอดขายชะลอตัวลง เราคาดว่าจะยอดขายจะทรงตัว YoY ที่ 2 พันล้านบาท (เพิ่มขึ้น 26% QoQ ด้วยปัจจัยทางฤดูกาล) อัตรากำไรขั้นต้นจะปรับตัวลดลงประมาณ 100 bps YoY มาอยู่ที่ 9% เนื่องจากค่าจ้างแรงงานที่เพิ่มสูงขึ้น แต่ได้ก้าวกระโดด 340 bps QoQ จากการแข็งค่าของเงินบาท อัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายมีแนวโน้มปรับตัวลดลง YoY (ทรงตัว QoQ) มาอยู่ที่ 3%

### มีความเสี่ยงที่บริษัทจะไม่สามารถรายงานยอดขายปี 2556 ได้ตามเป้าที่ตั้งไว้

SVI แนะนำยอดขายปี 2556 ที่ 300 ล้านเหรียญ (เทียบกับประมาณการตลาด) เราคาดการณ์ยอดขายไว้ที่ 290 ล้านเหรียญ แต่ในขณะนี้เรากังวลว่าบริษัทจะไม่สามารถรายงานยอดขายได้ตามเป้าที่เราตั้งไว้ ให้สังเกตว่า (กำหนดให้ปัจจัยอื่นๆคงที่) สำหรับทุกๆ 10 เหรียญที่ SVI รายงานรายได้ยอดขายต่ำกว่าสมมติฐานของเรา ผลกำไรของบริษัทจะลดลง 4% จากแนวโน้มยอดขายในช่วงครึ่งแรกของปี 2556 น่าจะคิดเป็น 38% ของเป้าหมายทั้งปีของบริษัท เราคิดว่าบริษัทอาจปรับลดเป้าหมายยอดขายปี 2556 ลงประมาณ 7% แม้ว่าบริษัทจะเพิ่มคำสั่งการผลิตในช่วงครึ่งหลังของปี 2556 แต่อาจจะเป็นการกดดันมากไปหากจะคาดหวังว่าบริษัทจะสามารถทำรายได้ถึง 186 ล้านเหรียญในช่วงเวลาเพียง 6 เดือน SVI ได้เสียลูกค้ารายหนึ่งซึ่งคิดเป็น 10% ของยอดขายปี 2555 ของบริษัท ดังนั้นกระแสคำสั่งซื้อจากลูกค้ารายใหม่อาจเข้ามาช้ากว่าที่เราได้คาดการณ์ไว้ก่อนหน้านี้

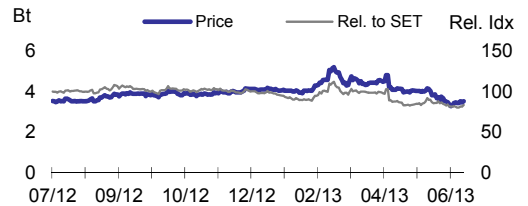
### Sector: Electronic Neutral

คำแนะนำพื้นฐาน: ขาย

เป้าหมายพื้นฐาน: 3.50 บาท

ราคา (04/07/13): 3.52 บาท

### Price chart

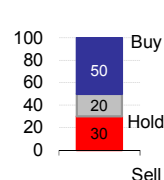


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(9.4)	(16.8)	(19.1)
Absolute	(15.4)	(23.1)	-

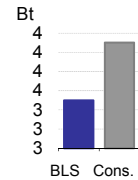
### Key statistics

Market cap	Bt7.9bn	USD0.3bn
12-mth price range	Bt3.2/Bt5.6	
12-mth avg daily volume	Bt39m	USD1.3m
# of shares (m)	2,245	
Est. free float (%)	44.0	
Foreign limit (%)	100.0	

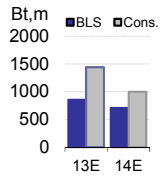
### Consensus rating



### BLS Target price vs. Consensus



### BLS earnings vs. Consensus



### Financial summary

FY Ended 31 Dec	2012	2013E	2014E	2015E
Revenues (Btm)	7,704	8,768	10,850	11,780
Net profit (Btm)	1,246	848	705	849
EPS (Bt)	0.56	0.37	0.31	0.37
EPS growth (%)	n.m.	-33.0%	-16.9%	+20.4%
Core profit (Btm)	382	567	688	832
Core EPS (Bt)	0.17	0.25	0.30	0.37
Core EPS growth (%)	-51.9%	+46.1%	+21.3%	+20.9%
PER (x)	5.8	9.9	12.0	9.9
PBV (x)	2.9	2.7	2.4	2.1
Dividend (Bt)	0.1	0.1	0.1	0.2
Dividend yield (%)	2.6	2.3	3.7	4.0
ROE (%)	66.1	30.1	21.2	22.4

### CG rating


 จินดารัตน์ เล้าทวีรุ่งสวัสดิ์  
+66 2 618 1000

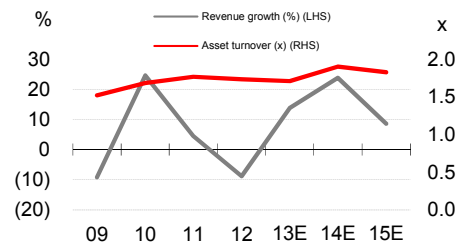
### **ไม่มั่นใจว่าอัตราค่าไถ่เริ่มต้นจะฟื้นตัวในช่วงครึ่งหลังของปี 2556**

เราได้สะท้อนรายการสั่งซื้อจากลูกค้ารายใหม่เข้ามาในโมเดลของเราช่วงครึ่งหลังของปี 2556 แล้ว (เราประมาณการอย่างคร่าวๆ 10-20 ล้านเหรียญต่อไตรมาส) รายการสั่งซื้อของลูกค้าใหม่จะหนุนยอดขายรวมเติบโตมากกว่า 80 ล้านเหรียญต่อไตรมาส ซึ่งเป็นระดับที่ทำให้ต้นทุนคงที่ต่อหน่วยลดลงใกล้เคียงระดับก่อนที่จะเกิดเหตุการณ์น้ำท่วม ภายใต้สถานการณ์ดังกล่าว อัตราค่าไถ่ไตรมาส 3/56 และ 4/56 ของ SVI อาจกลับมาโตมากกว่า 10% และกำไรหลักของบริษัทจะกลับมาสู่ระดับเดียวกับช่วงก่อนน้ำท่วม แต่ในขณะนี้เรายังไม่คำสั่งซื้อที่ชัดเจนจากลูกค้าใหม่ (อาจเนื่องจากการเพิ่มขึ้นตอนการประเมินคุณภาพ) หาก SVI ไม่สามารถรายงานอัตราค่าไถ่เริ่มต้นเกิน 10% ได้ในช่วงครึ่งหลังของปี 2556 เรามีแนวโน้มจะปรับลดประมาณการกำไรหลักของเราลงอีก 15-22% จากตัวเลขในขณะนี้

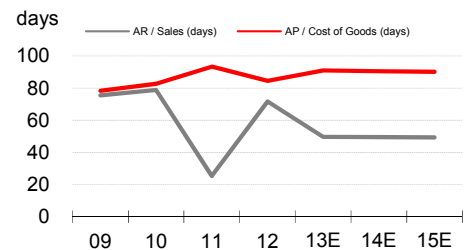
## SVI : Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Revenue	8,445	7,704	8,768	10,850	11,780
Cost of sales and services	(7,363)	(6,985)	(7,935)	(9,743)	(10,484)
<b>Gross profit</b>	<b>1,083</b>	<b>720</b>	<b>833</b>	<b>1,107</b>	<b>1,296</b>
SG&A	(304)	(311)	(281)	(467)	(518)
<b>EBIT</b>	<b>778</b>	<b>409</b>	<b>552</b>	<b>640</b>	<b>777</b>
Interest expense	(23)	(38)	(21)	(19)	(16)
Other income/exp.	50	13	47	80	88
<b>EBT</b>	<b>805</b>	<b>384</b>	<b>579</b>	<b>702</b>	<b>849</b>
Corporate tax	(11)	(2)	(12)	(14)	(17)
<b>After-tax net profit (loss)</b>	<b>794</b>	<b>382</b>	<b>567</b>	<b>688</b>	<b>832</b>
Minority interest	0	0	0	0	0
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	(2,069)	864	281	17	17
<b>Net profit (loss)</b>	<b>(1,275)</b>	<b>1,246</b>	<b>848</b>	<b>705</b>	<b>849</b>
Reported EPS	(0.57)	0.56	0.37	0.31	0.37
<b>Fully diluted EPS</b>	<b>(0.57)</b>	<b>0.56</b>	<b>0.37</b>	<b>0.31</b>	<b>0.37</b>
<b>Core net profit</b>	<b>794</b>	<b>382</b>	<b>567</b>	<b>688</b>	<b>832</b>
Core EPS	0.36	0.17	0.25	0.30	0.37
<b>EBITDA</b>	<b>1,027</b>	<b>585</b>	<b>822</b>	<b>926</b>	<b>1,057</b>
<b>KEY RATIOS</b>					
Revenue growth (%)	4.5	(8.8)	13.8	23.7	8.6
Gross margin (%)	12.8	9.3	9.5	10.2	11.0
EBITDA margin (%)	12.2	7.6	9.4	8.5	9.0
Operating margin (%)	9.8	5.5	6.8	6.6	7.3
Net margin (%)	(15.1)	16.2	9.7	6.5	7.2
Core profit margin (%)	9.4	5.0	6.5	6.3	7.1
ROA (%)	(26.7)	28.0	16.5	12.3	13.2
ROCE (%)	(44.8)	48.5	26.2	20.6	22.0
Asset turnover (x)	1.8	1.7	1.7	1.9	1.8
Current ratio (x)	1.3	1.6	1.8	1.9	2.0
Gearing ratio (x)	0.5	0.3	0.0	0.0	0.0
Interest coverage (x)	45.1	15.5	38.8	50.0	65.3
<b>BALANCE SHEET (Btm)</b>					
Cash & Equivalent	374	567	1,034	1,318	1,846
Accounts receivable	587	1,511	1,191	1,470	1,591
Inventory	1,117	1,216	1,368	1,680	1,808
PP&E-net	1,023	1,387	1,467	1,363	1,272
Other assets	852	254	264	272	275
<b>Total assets</b>	<b>3,954</b>	<b>4,935</b>	<b>5,323</b>	<b>6,102</b>	<b>6,793</b>
Accounts payable	1,881	1,618	1,978	2,416	2,587
ST debts & current portion	284	545	101	23	37
Long-term debt	379	159	38	33	29
Other liabilities	160	93	93	93	93
<b>Total liabilities</b>	<b>2,704</b>	<b>2,415</b>	<b>2,209</b>	<b>2,565</b>	<b>2,747</b>
Paid-up capital	1,950	1,961	1,961	1,961	1,961
Share premium	16	26	26	26	26
Retained earnings	(696)	554	1,148	1,571	2,080
<b>Shareholders equity</b>	<b>1,250</b>	<b>2,520</b>	<b>3,114</b>	<b>3,537</b>	<b>4,047</b>
Minority interests	0	0	0	0	0
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>3,954</b>	<b>4,935</b>	<b>5,323</b>	<b>6,102</b>	<b>6,793</b>
<b>CASH FLOW (Btm)</b>					
Net income	(1,275)	1,246	848	705	849
Depreciation and amortization	199	164	222	206	192
Change in working capital	91	(1,295)	516	(162)	(83)
FX, non-cash adjustment & others	2,020	48	0	0	0
<b>Cash flows from operating activities</b>	<b>1,036</b>	<b>163</b>	<b>1,586</b>	<b>749</b>	<b>958</b>
Capex (Invest)/Divest	(763)	9	(300)	(100)	(100)
Others	0	0	0	0	0
<b>Cash flows from investing activities</b>	<b>(763)</b>	<b>9</b>	<b>(300)</b>	<b>(100)</b>	<b>(100)</b>
Debt financing (repayment)	(275)	(3)	(565)	(83)	11
Equity financing	24	21	0	0	0
Dividend payment	(204)	0	(254)	(282)	(340)
Others	0	0	0	0	0
<b>Cash flows from financing activities</b>	<b>(568)</b>	<b>18</b>	<b>(820)</b>	<b>(365)</b>	<b>(329)</b>
Net change in cash	(296)	190	467	284	529
<b>Free cash flow (Btm)</b>	<b>273</b>	<b>172</b>	<b>1,286</b>	<b>649</b>	<b>858</b>
<b>FCF per share (Bt)</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.6</b>	<b>0.3</b>	<b>0.4</b>
<b>KEY ASSUMPTIONS</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
Foreign exchange rate	30.3	31.0	30.1	31.0	31.0
SIA Semiconductor growth	3%	5%	6%	6%	6%
Utilization rate	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9
Sale (USD term)	279	249	291	350	380
Cash-to-sale	4%	7%	12%	12%	16%

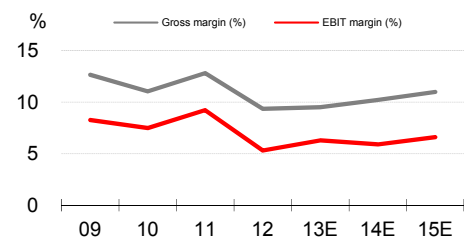
### Revenue growth and asset turnover



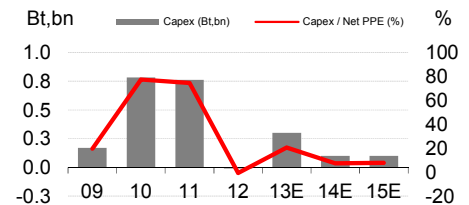
### A/C receivable & A/C payable days



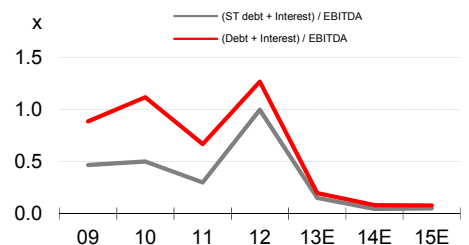
### Profit margins



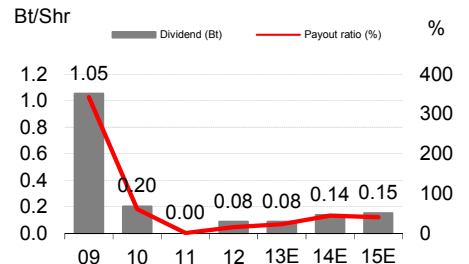
### Capital expenditure



### Debt serviceability



### Dividend payout



## SVI : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
Revenue	1,591	2,071	2,146	1,896	1,610
Cost of sales and services	(1,431)	(1,854)	(1,975)	(1,725)	(1,518)
Gross profit	160	218	171	171	93
SG&A	(84)	(90)	(80)	(57)	(74)
<b>EBIT</b>	<b>76</b>	<b>127</b>	<b>92</b>	<b>114</b>	<b>19</b>
Interest expense	(7)	(13)	(11)	(8)	(5)
Other income/exp.	(4)	11	4	2	9
<b>EBT</b>	<b>65</b>	<b>126</b>	<b>85</b>	<b>108</b>	<b>23</b>
Corporate tax	0	0	0	(2)	(1)
After-tax net profit (loss)	65	126	85	106	22
Minority interest	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Equity earnings from affiliates	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Extra items	239	28	484	114	202
<b>Net profit (loss)</b>	<b>304</b>	<b>154</b>	<b>569</b>	<b>220</b>	<b>224</b>
Reported EPS	0.16	0.08	0.29	0.11	0.11
<b>Fully diluted EPS</b>	<b>0.16</b>	<b>0.08</b>	<b>0.29</b>	<b>0.11</b>	<b>0.11</b>
<b>Core net profit</b>	<b>65</b>	<b>126</b>	<b>85</b>	<b>106</b>	<b>22</b>
Core EPS	0.03	0.06	0.04	0.05	0.01
<b>EBITDA</b>	<b>105</b>	<b>178</b>	<b>140</b>	<b>163</b>	<b>74</b>

### KEY RATIOS

Gross margin (%)	10.1	10.5	8.0	9.0	5.8
EBITDA margin (%)	6.6	8.6	6.5	8.6	4.6
Operating margin (%)	4.5	6.7	4.5	6.1	1.7
Net margin (%)	19.1	7.4	26.5	11.6	13.9
Core profit margin (%)	4.1	6.1	4.0	5.6	1.4
BV (Bt)	0.8	0.9	1.2	1.3	1.5
ROE (%)	86.7	37.9	113.8	36.5	33.0
ROA (%)	27.0	11.9	42.2	17.0	17.7
Current ratio (x)	1.3	1.5	1.5	1.6	1.7
Gearing ratio (x)	0.6	0.8	0.4	0.3	0.2
Interest coverage (x)	15.8	13.9	12.9	21.7	14.2

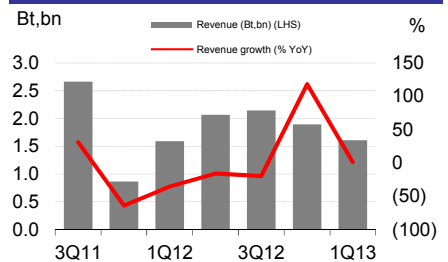
### QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	656	443	606	567	580
Accounts receivable	1,186	1,537	1,474	1,511	1,288
Inventory	1,681	1,575	1,467	1,216	1,331
PP&E-net	0	0	0	0	0
Other assets	1,516	1,802	1,889	1,640	1,986
<b>Total assets</b>	<b>5,039</b>	<b>5,356</b>	<b>5,435</b>	<b>4,935</b>	<b>5,184</b>
Accounts payable	2,402	2,137	2,038	1,618	1,596
ST debts & current portion	368	469	525	545	520
Long-term debt	609	939	470	159	71
Other liabilities	108	111	104	93	98
<b>Total liabilities</b>	<b>3,488</b>	<b>3,656</b>	<b>3,137</b>	<b>2,415</b>	<b>2,285</b>
Paid-up capital	1,951	1,951	1,961	1,961	1,964
Share premium	16	16	26	26	66
Retained earnings	(392)	(238)	331	554	891
<b>Shareholders equity</b>	<b>1,551</b>	<b>1,700</b>	<b>2,298</b>	<b>2,520</b>	<b>2,899</b>
Minority interests	0	0	0	0	0
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>5,039</b>	<b>5,356</b>	<b>5,435</b>	<b>4,935</b>	<b>5,184</b>

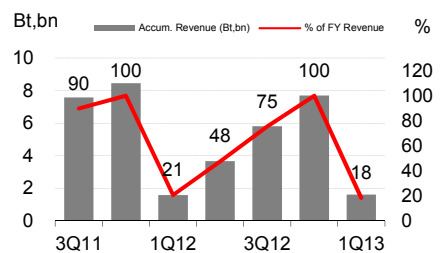
### KEY STATS

Sale (USD term)	52	67	69	61	54
FX	31	31	31	31	30
Insurance payout	174	46	423	80	42

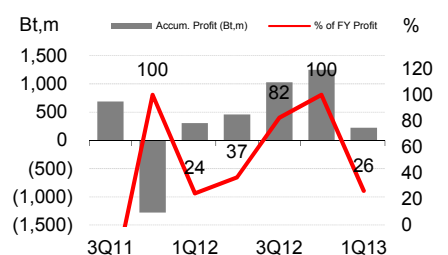
### Revenue trend



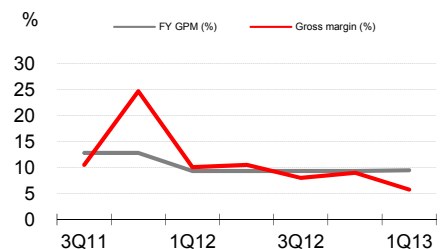
### Revenue trend (accumulated)



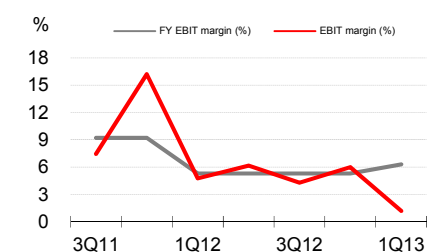
### Net profit trend (accumulated)



### Gross profit margin



### EBIT margin



## Company profile

SVI Plc was established in 1985. The firm provides electronics manufacturing service (EMS) –design, produce and deliver product— for customers whose are original equipment manufacturer (OEM) and design house. Most of its production is for industrial control applications and other niche markets. Its main customers are located in Scandinavia.

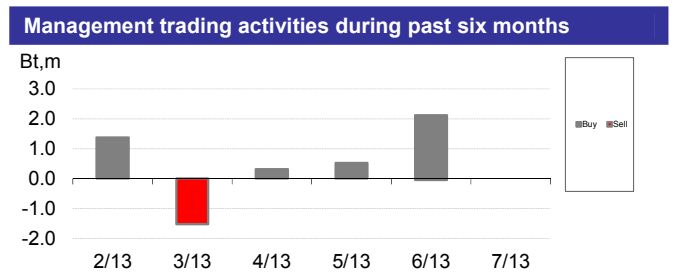
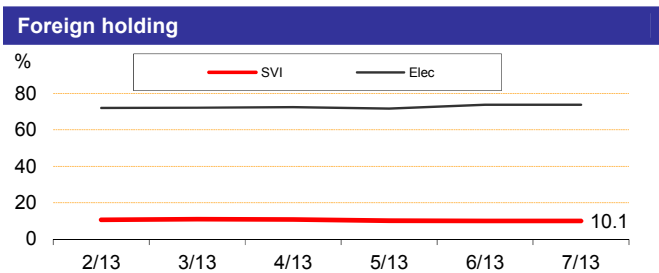
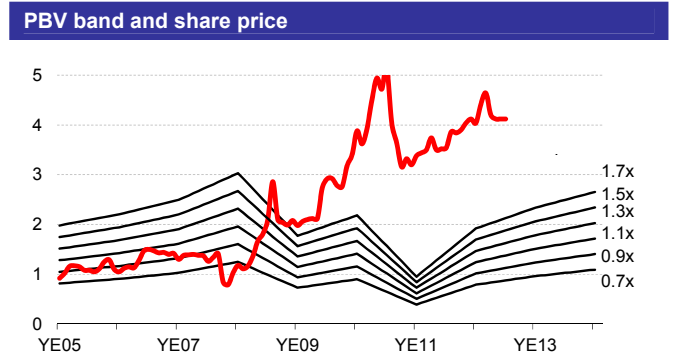
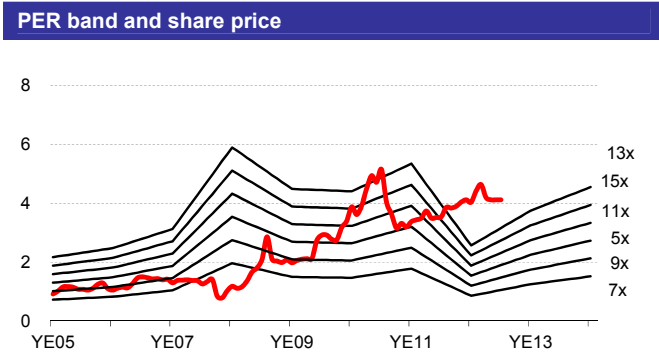
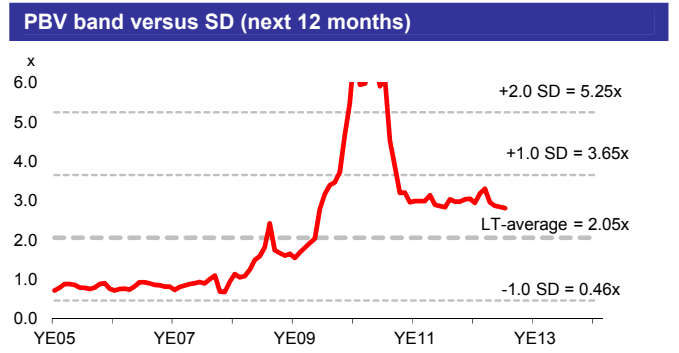
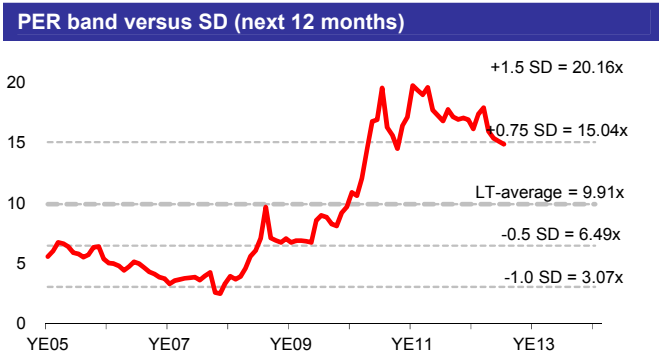
**Figure 1 : 2Q13 earnings preview**

<b>FY Ended 31 Dec (Btm)</b>	<b>2Q13E</b>	<b>2Q12</b>	<b>YoY %</b>	<b>1Q13</b>	<b>QoQ %</b>	<b>6M13</b>	<b>6M12</b>	<b>YoY %</b>	<b>Comment</b>
<b>Income Statement</b>									
Revenue	2,023	2,071	(2)	1,610	26	3,634	3,662	(1)	Top-line should inch up QoQ on seasonality
Cost of sales and services	(1,837)	(1,854)	(1)	(1,518)	21	(3,355)	(3,284)	2	
EBITDA	134	178	(25)	74		208	282		
EBIT	123	127	(3)	19	543	143	203	(30)	
Interest expense	(5)	(13)	(59)	(5)	0	(10)	(19)	(46)	GM should improve significantly QoQ on Baht depreciation
Other income/exp.	11	11	(8)	9	21	19	7	161	
Equity earnings from affiliates	0	0	<i>nm</i>	0	<i>nm</i>	0	0	<i>nm</i>	
Extra items	42	28	50	202	(79)	244	267	(9)	
<b>EBT</b>	<b>129</b>	<b>126</b>	<b>2</b>	<b>23</b>	<b>468</b>	<b>151</b>	<b>191</b>	<b>(21)</b>	
Corporate tax	(3)	0	<i>nm</i>	(1)	192	(3)	0	<i>nm</i>	Core profit should flat YoY despit a low base set by 2Q12
Minority interest	0	0	<i>nm</i>	0	<i>nm</i>	0	0	<i>nm</i>	
<b>Net profit (loss)</b>	<b>168</b>	<b>154</b>	<b>9</b>	<b>224</b>	<b>(25)</b>	<b>392</b>	<b>458</b>	<b>(14)</b>	
Reported EPS	0.09	0.08	9	0.1	(25)	0.20	0.23	(14)	
<b>Core net profit</b>	<b>126</b>	<b>126</b>	<b>0</b>	<b>22</b>	<b>479</b>	<b>148</b>	<b>191</b>	<b>(23)</b>	

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

## Regional 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
Edison Opto Corp	3591TT	TWD36.9	43	335.5	38.0	-57.7	7818	12	12	0.7	32	0.5	11
Hon Hai Precisio	2317 TT	TWD72.6	28,622	9.2	8.3	-3.1	10.8	n.a.	n.a.	14.2	15.2	2.2	2.2
Flextronics Intl	FLEX US	USD7.8	4,849	10.0	8.0	69.0	30.7	19	15	20.0	19.5	0.0	0.0
Jabil Circuit	JBL US	USD20.7	4,187	9.2	7.7	-3.5	25.4	19	16	19.8	21.3	1.6	1.6
Delta Electronics (Thailand)	DELTA TB	THB39.75	1,595	10.7	9.9	6.7	8.1	2.0	18	19.6	19.2	4.7	5.1
Hana Microelectronics	HANA TB	THB 19.20	497	10.5	9.3	-11.7	13.4	10	10	9.7	10.7	6.9	7.8
KCE Electronics	KCE TB	THB 15.50	230	11.2	10.2	-8.7	10.3	2.1	18	21.4	19.1	2.7	3.0
SVI	SVITB	THB3.52	254	9.4	11.3	-33.0	-16.9	2.6	2.3	30.1	21.2	2.3	3.9
<b>Simple average</b>				<b>50.7</b>	<b>12.8</b>	<b>-5.3</b>	<b>108.0</b>	<b>1.8</b>	<b>1.6</b>	<b>16.9</b>	<b>16.2</b>	<b>2.6</b>	<b>3.1</b>








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	Joint lead underwriter/ 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		CKP

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 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.

**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.