

ปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม

PTTEP TB / PTTE.BK

9 กรกฎาคม 2556

แนวโน้มกำไรชัดเจนสุดในกลุ่ม

ประเด็นการลงทุน

ในมุมมองของเราประเด็นความกังวลที่เพิ่มขึ้นเกี่ยวกับ downside risk ต่อกำไรของบริษัทจดทะเบียนฯ น่าจะเป็นปัจจัยหนุนให้เกิดความสนใจในหุ้น PTTEP มากขึ้น แม้ว่าประมาณการกำไรไตรมาส 2/56 จะอ่อนแอ แต่แนวโน้มกำไรของบริษัทจะปรับตัวดีขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี 2556 หลังโครงการ Montara เริ่มดำเนินการ การเริ่มดำเนินงานของแหล่งก๊าซ Zawtika จะทำให้แนวโน้มการเติบโตทรงตัวต่อเนื่องในปี 2557 มูลค่าหุ้นในขณะนี้ไม่แพงมากนัก โดยมีระดับ PER ปี 2556 ที่ 9.8 เท่า ซึ่งใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยระยะยาวของบริษัทที่ 10 เท่า ในปัจจุบันเรากลับมาชอบหุ้น PTTEP มากที่สุดในกลุ่มพลังงานไทย เนื่องจากมีแนวโน้มกำไรที่ชัดเจน ดังนั้นเราจึงปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น ชื้อ จาก ชื้อเก็งกำไร อีกทั้งยังปรับเพิ่มราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 181 บาท จาก 166 บาท (อ้างอิงจากวิธี DCF) เพื่อที่จะสะท้อนการปรับเพิ่มประมาณการกำไรก่อนหน้านี้ของเรา

ปรับกำไรไตรมาส 2/56—ประเด็นกำไรปรับตัวลดลงได้ผ่านพ้นไปแล้ว...

เราคาดว่ากำไรสุทธิไตรมาส 2/56 จะปรับตัวลดลง 35% QoQ มาอยู่ที่ 13,071 ล้านบาท (แต่เติบโตกว่าร้อยละ 69% YoY) การกลับรายการกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนมาเป็นขาดทุน (ประมาณ 2 พันล้านบาท) และอัตราภาษีเงินได้ที่สูงขึ้น (ประมาณ 45%) เนื่องจากเงินบาทที่อ่อนค่าลง จะส่งผลกระทบต่อผลกำไรของบริษัท อย่างไรก็ตามบริษัทมีแนวโน้มรายงากำไรหลักลดลงเพียง 7% QoQ มาอยู่ที่ 15,174 ล้านบาท เราคาดการณ์ว่าราคาน้ำมันที่อ่อนแอในช่วงไตรมาสนี้จะส่งผลกระทบต่อราคาขายเฉลี่ยให้ลดลงมาอยู่ที่ 64.7 เหรียญต่อ boe จาก 67 เหรียญต่อ boe ที่เคยรายงานในไตรมาส 1/56 หากมองในเชิงบวก PTTEP มีแนวโน้มที่จะรายงานยอดขายน้ำมันดิบเล็กน้อย แม้ว่าจะมีการหยุดการผลิตของแหล่งก๊าซหลายแห่ง โดยมีปัจจัยหนุนมาจากการดำเนินการผลิตของแหล่ง MTJDA เต็มไตรมาสและกำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นของแหล่ง S1 เราให้สมมติฐานยอดขายที่ 293KBD เทียบกับ 291KBD ในไตรมาสที่ผ่านมา

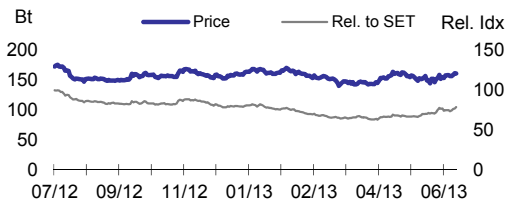
...ปรับเพิ่มประมาณการ – ครึ่งหลังของปี 2556 > ครึ่งแรกของปี 2556...

ความเสี่ยงจากการตัดจำหน่ายหลุมแห้งนั้นต่ำกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ บริษัทคาดว่าจะขุดเจาะได้ 60-65 หลุม จากแผนที่ตั้งไว้ตอนแรก 92 หลุม สำหรับปี 2556 โดยส่วนใหญ่อยู่ในประเทศ (ซึ่งมีอัตราความสำเร็จสูง) ดังนั้นเราปรับลดสมมติฐานการตัดจำหน่ายสำหรับปี 2556 เป็น 4 พันล้านบาทจากเดิม 8 พันล้านบาท นอกจากนี้เพื่อที่จะปรับสมมติฐานราคาก๊าซ 8 เหรียญต่อ mmbtu (เพิ่มขึ้นจาก 7 เหรียญต่อ mmbtu) เราได้ปรับเพิ่มประมาณการกำไรปี 2556 ขึ้น 10% เป็น 65,544 ล้านบาท โมเดลใหม่ของเราชี้ให้เห็นว่ากำไรหลักเฉลี่ยในช่วงครึ่งหลังของปี 2556 อยู่ที่ 16.7 พันล้านบาทต่อไตรมาส (เทียบกับ 15.8 พันล้านบาทต่อไตรมาสสำหรับครึ่งแรกของปี 2556) หนุนโดยผลผลิตที่เพิ่มขึ้นจากการเริ่มดำเนินงานของ Montara เราคาดว่ายอดขายของบริษัทจะเพิ่มขึ้นเป็น 300KBD ในไตรมาส 3/56 และ 304KBD ภายในไตรมาส 4/56

Sector: Energy Neutral

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**
เป้าหมายพื้นฐาน: **181.00 บาท**
ราคา (08/07/13): **161.50 บาท**

Price chart

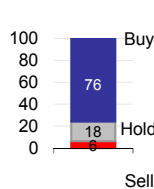


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	11.0	16.6	(25.0)
Absolute	2.9	12.2	(6.6)

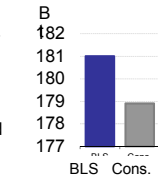
Key statistics

Market cap	Bt641.2bn	USD20.4bn
12-mth price range	Bt141.0/Bt176.0	
12-mth avg daily volume	Bt893m	USD28.4m
# of shares (m)	3,970	
Est. free float (%)	34.7	
Foreign limit (%)	40.0	

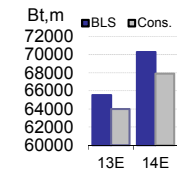
Consensus rating



BLS Target price vs. Consensus



BLS earnings vs. Consensus



Financial summary

FY Ended 31 Dec	2012	2013E	2014E	2015E
Revenues (Btm)	212,537	230,061	259,441	246,519
Net profit (Btm)	57,316	65,544	70,306	64,360
EPS (Bt)	14.44	16.51	17.71	16.21
EPS growth (%)	+7.1%	+14.4%	+7.3%	-8.5%
Core profit (Btm)	60,811	67,581	70,306	64,360
Core EPS (Bt)	15.32	17.02	17.71	16.21
Core EPS growth (%)	+7.8%	+11.1%	+4.0%	-8.5%
PER (x)	11.2	9.8	9.1	10.0
PBV (x)	2.0	1.8	1.6	1.5
Dividend (Bt)	5.8	6.6	7.1	6.5
Dividend yield (%)	3.6	4.1	4.4	4.0
ROE (%)	21.7	19.3	18.9	15.6

CG rating



ธনীทเทพ จันทรกานต์
+662 618 1000

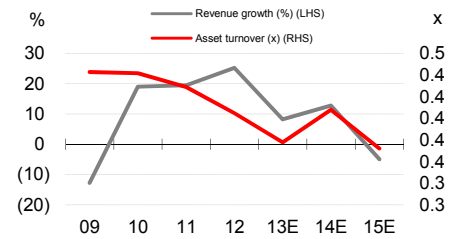
...การเติบโตของกำไรยังคงต่อเนื่องในปีหน้า—แหล่ง Zawtika เป็นปัจจัยหลัก

เรามีมุมมองเชิงบวกมากขึ้นต่อยอดขายปีโตรเลียมในปี 2557 และปรับเพิ่มประมาณการยอดขายเป็น 346KBD จากเดิม 342KBD หรือ เพิ่มขึ้น 16% YoY นอกเหนือจากการดำเนินการผลิตเต็มตัวของ Montara แล้ว การเริ่มดำเนินงานโครงการก๊าซ Zawtika (ถือหุ้นอยู่ 80%) ในพม่าอาจเร็วกว่าที่เราคาดไว้ 6 เดือน PTTEP และว่าความคืบหน้าในการก่อสร้างเป็นไปได้ด้วยดีและการทดสอบการดำเนินงานจะเริ่มในไตรมาส 4/56 และเริ่มดำเนินการผลิตภายในไตรมาส 1/57 อ้างอิงจากประมาณการราคาน้ำมันดิบเบรนท์ของ MS ที่ 100 เหรียญต่อบาร์เรล เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรของเราปี 2557 ขึ้นอีก 3% เป็น 70,306 ล้านบาท คิดเป็นเติบโต 7% YoY

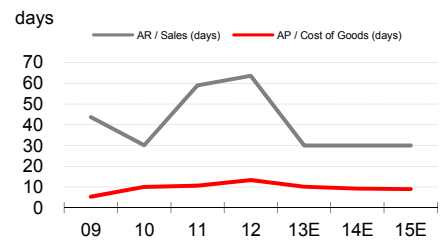
PTTEP : Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Revenue	169,646	212,537	230,061	259,441	246,519
Cost of sales and services	(79,422)	(95,711)	(108,828)	(131,884)	(129,831)
Gross profit	90,224	116,826	121,233	127,557	116,688
SG&A	(8,022)	(9,827)	(10,150)	(11,446)	(10,876)
EBIT	82,201	106,999	111,083	116,111	105,812
Interest expense	(3,771)	(5,812)	(4,532)	(4,208)	(3,518)
Other income/exp.	3,729	5,600	3,722	4,197	3,988
EBT	82,160	106,787	110,273	116,100	106,281
Corporate tax	(35,045)	(42,120)	(42,691)	(45,793)	(41,921)
After-tax net profit (loss)	47,115	64,667	67,581	70,306	64,360
Minority interest	0	0	0	0	0
Equity earnings from affiliates	75	145	0	0	0
Extra items	(2,442)	(7,495)	(2,038)	0	0
Net profit (loss)	44,748	57,316	65,544	70,306	64,360
Reported EPS	13.48	14.44	16.51	17.71	16.21
Fully diluted EPS	13.48	14.44	16.51	17.71	16.21
Core net profit	47,190	60,811	67,581	70,306	64,360
Core EPS	14.21	15.32	17.02	17.71	16.21
EBITDA	116,256	149,691	164,692	187,689	177,117
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	19.5	25.3	8.2	12.8	(5.0)
Gross margin (%)	53.2	55.0	52.7	49.2	47.3
EBITDA margin (%)	68.5	70.4	71.6	72.3	71.8
Operating margin (%)	48.5	50.3	48.3	44.8	42.9
Net margin (%)	26.4	27.0	28.5	27.1	26.1
Core profit margin (%)	27.8	28.6	29.4	27.1	26.1
ROA (%)	11.3	10.9	10.8	11.1	9.7
ROCE (%)	15.6	15.0	14.8	15.4	13.4
Asset turnover (x)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Current ratio (x)	0.9	1.7	2.0	1.8	2.3
Gearing ratio (x)	0.6	0.4	0.3	0.2	0.1
Interest coverage (x)	21.8	18.4	24.5	27.6	30.1
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	42,800	70,205	158,147	169,931	169,864
Accounts receivable	27,371	36,985	18,909	21,324	20,262
Inventory	550	592	756	826	802
PP&E-net	341,224	462,871	406,540	428,355	445,318
Other assets	36,766	30,861	32,334	34,647	33,829
Total assets	448,712	601,513	616,687	655,084	670,073
Accounts payable	2,313	3,498	3,026	3,304	3,207
ST debts & current portion	31,796	5,010	11,696	20,860	0
Long-term debt	90,949	110,562	78,271	57,411	57,411
Other liabilities	123,629	154,339	172,926	180,556	177,887
Total liabilities	248,687	273,409	265,918	262,131	238,505
Paid-up capital	3,320	3,970	3,970	3,970	3,970
Share premium	14,412	110,394	110,394	110,394	110,394
Retained earnings	182,292	213,740	236,404	278,588	317,204
Shareholders equity	200,024	328,104	350,769	392,952	431,569
Minority interests	0	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	448,712	601,513	616,687	655,084	670,073
CASH FLOW (Btm)					
Net income	44,748	57,316	65,544	70,306	64,360
Depreciation and amortization	34,055	42,692	53,609	71,578	71,305
Change in working capital	(28,025)	(50,370)	34,688	3,249	(723)
FX, non-cash adjustment & others	41,529	15,618	103,740	(0)	0
Cash flows from operating activities	92,306	65,256	257,581	145,133	134,942
Capex (Invest)/Divest	(74,340)	(87,213)	(117,680)	(93,393)	(88,268)
Others	(57,542)	(59,981)	(136)	(137)	(139)
Cash flows from investing activities	(131,881)	(147,193)	(117,816)	(93,530)	(88,406)
Debt financing (repayment)	42,018	(6,084)	(25,606)	(11,696)	(20,860)
Equity financing	(3,520)	92,953	0	0	0
Dividend payment	(17,079)	(18,265)	(26,217)	(28,122)	(25,744)
Others	(57,542)	(59,981)	(136)	(137)	(139)
Cash flows from financing activities	21,419	68,604	(51,823)	(39,818)	(46,604)
Net change in cash	(18,157)	(13,333)	87,942	11,784	(68)
Free cash flow (Btm)	17,966	(21,956)	139,901	51,740	46,675
FCF per share (Bt)	5.4	(5.5)	35.2	13.0	11.8
Key assumptions	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Bt/US\$ - average	30.3	30.9	29.8	29.8	29.8
Dubai price (US\$/bbl)	109.0	106.0	111.0	100.0	100.0
Average selling price (US\$/boe)	55.5	64.9	70.2	68.0	66.4
Petroleum sales (boe/d)	265,047	275,923	297,425	336,290	327,106
DD&A (US\$/boe)	13.8	14.8	16.2	18.6	19.0
Operating exp (US\$/boe)	6.4	6.9	8.0	7.8	7.6

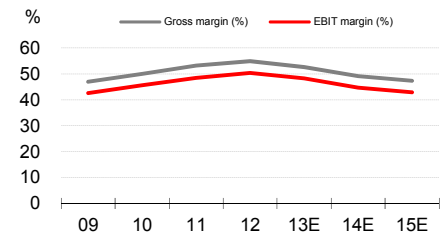
Revenue growth and asset turnover



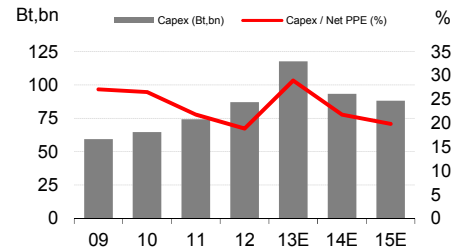
A/C receivable & A/C payable days



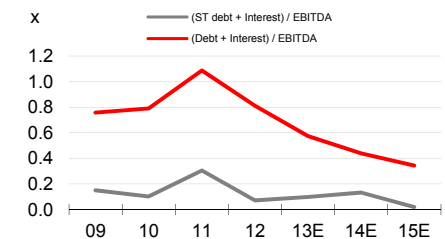
Profit margins



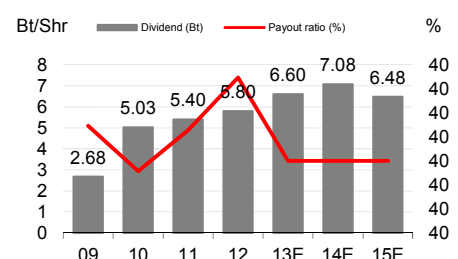
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



PTTEP : Financial Tables – Quarter

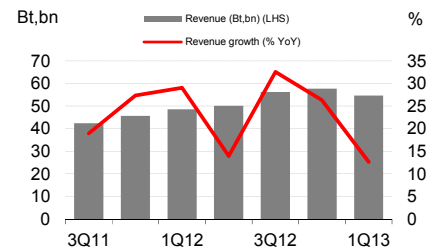
QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
Revenue	48,538	50,113	56,228	57,657	54,686
Cost of sales and services	(21,799)	(22,381)	(25,147)	(26,384)	(24,546)
Gross profit	26,739	27,732	31,081	31,273	30,140
SG&A	(1,901)	(2,044)	(2,489)	(3,393)	(1,932)
EBIT	24,839	25,688	28,592	27,880	28,208
Interest expense	(991)	(1,300)	(1,696)	(1,824)	(1,435)
Other income/exp.	831	2,051	854	1,863	852
EBT	24,678	26,439	27,750	27,919	27,625
Corporate tax	(7,515)	(13,688)	(9,307)	(11,610)	(8,700)
After-tax net profit (loss)	17,163	12,752	18,443	16,308	18,926
Minority interest	0	0	0	0	0
Equity earnings from affiliates	47	42	40	15	47
Extra items	1,078	(5,061)	(957)	(2,555)	1,285
Net profit (loss)	18,288	7,733	17,526	13,768	20,258
Reported EPS	5.54	2.34	5.31	3.47	5.10
Fully diluted EPS	5.54	2.34	5.31	3.47	5.10
Core net profit	17,210	12,794	18,484	16,324	18,973
Core EPS	4.91	3.58	5.04	3.64	4.15
EBITDA	34,885	35,653	40,255	38,898	39,839

KEY RATIOS	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
Gross margin (%)	55.1	55.3	55.3	54.2	55.1
EBITDA margin (%)	71.9	71.1	71.6	67.5	72.8
Operating margin (%)	51.2	51.3	50.9	48.4	51.6
Net margin (%)	37.7	15.4	31.2	23.9	37.0
Core profit margin (%)	33.4	23.5	29.6	25.1	30.1
BV (Bt)	61.8	67.5	68.1	82.6	81.0
ROE (%)	36.2	14.5	31.4	19.9	24.9
ROA (%)	16.1	6.7	14.1	9.7	13.4
Current ratio (x)	0.8	1.2	0.6	1.7	1.5
Gearing ratio (x)	0.6	0.6	0.8	0.4	0.3
Interest coverage (x)	25.1	19.8	16.9	15.3	19.7

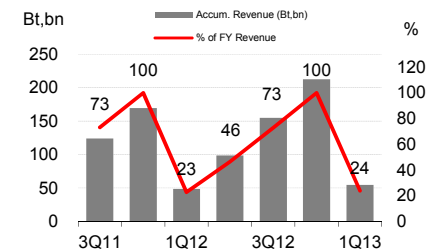
QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
Cash & Equivalent	54,384	18,694	20,810	70,205	91,433
Accounts receivable	23,024	25,786	32,305	36,985	28,006
Inventory	748	810	772	592	807
PP&E-net	346,376	361,447	443,865	462,871	462,488
Other assets	37,211	55,614	34,308	30,861	29,505
Total assets	461,742	462,351	532,061	601,513	612,239
Accounts payable	3,485	3,082	3,291	3,498	4,719
ST debts & current portion	31,751	13,978	61,341	5,010	5,004
Long-term debt	89,312	110,500	111,338	110,562	106,174
Other liabilities	133,259	112,154	131,557	154,339	174,867
Total liabilities	257,807	239,714	307,527	273,409	290,763
Paid-up capital	3,320	3,320	3,320	3,970	3,970
Share premium	14,412	19,400	19,400	110,394	110,434
Retained earnings	186,203	199,917	201,814	213,740	207,072
Shareholders equity	203,935	222,637	224,534	328,104	321,477
Minority interests	0	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	461,742	462,351	532,061	601,513	612,239

Operating statistics	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
Petroleum sales (boe/d)	253,411	263,441	292,228	294,233	291,476
Average selling price (US\$/boe)	64.8	64.2	64.0	66.4	67.0
Gas price (US\$/mmbtu)	7.2	7.4	7.7	8.0	8.0
Liquid price (US\$/bbl)	109.2	103.8	99.4	101.8	103.7
DD&A (US\$/boe)	14.1	13.3	13.8	13.3	14.9
Operating exp (US\$/boe)	5.5	5.2	5.3	6.4	5.6

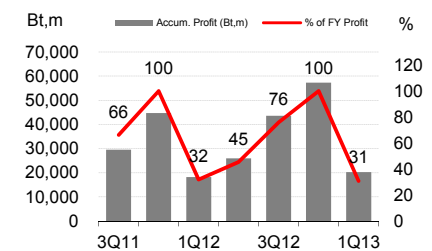
Revenue trend



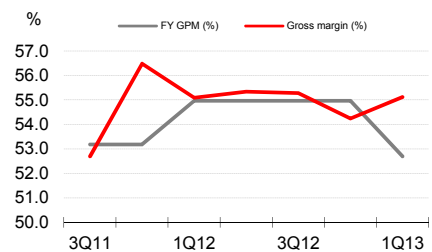
Revenue trend (accumulated)



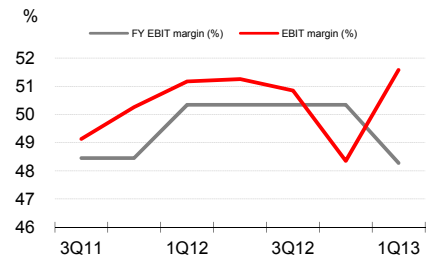
Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin



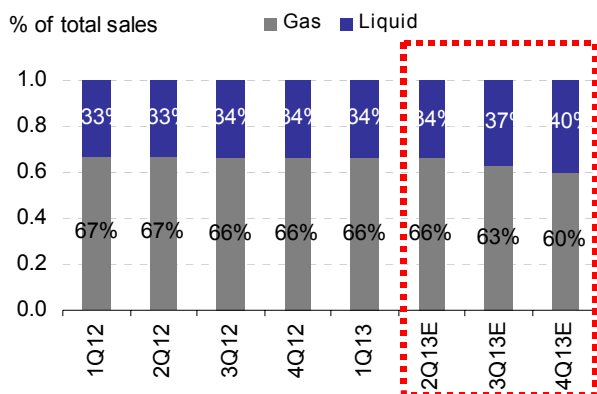
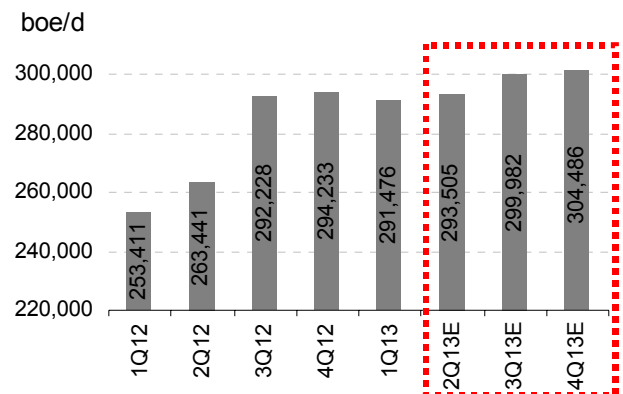
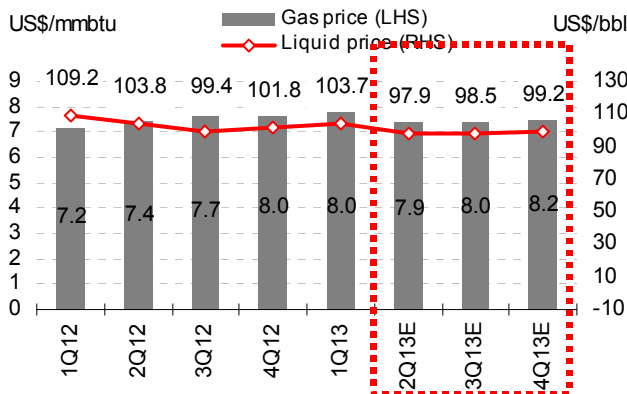
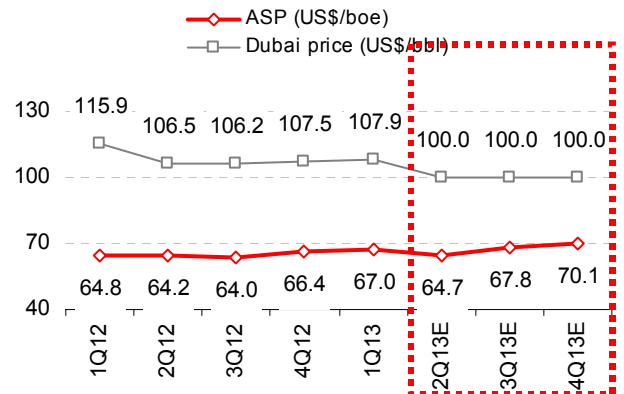
Company profile

PTTEP was established in 1985 to explore and develop oil and natural gas resources in Thailand. The firm now has stakes in more than 40 producing oil fields and prospecting leases in the Gulf of Thailand, Myanmar, Vietnam, Indonesia, Oman, Iran, Algeria, Australia and Canada. Of the total, 19 fields are operating commercially; the others are undergoing exploration and development. As of Dec 31, 2012 PTTEP reported proven reserves of 901m barrels of oil equivalent with a reserve life of 8 years.

Figure 1 : Quarterly earnings trend

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13
Revenue	48,538	50,113	56,228	57,657	54,686	56,413	63,888	67,936
Cost of sales and services	(21,799)	(22,381)	(25,147)	(26,384)	(24,546)	(25,960)	(31,643)	(32,097)
Gross profit	26,739	27,732	31,081	31,273	30,140	30,453	32,245	35,839
SG&A	(1,901)	(2,044)	(2,489)	(3,393)	(1,932)	(2,116)	(2,492)	(3,346)
EBIT	24,839	25,688	28,592	27,880	28,208	28,338	29,754	32,493
Interest expense	(991)	(1,300)	(1,696)	(1,824)	(1,435)	(1,609)	(1,681)	(1,701)
Other income/exp.	831	2,051	854	1,863	852	860	894	951
EBT	24,678	26,439	27,750	27,919	27,625	27,589	28,967	31,743
Corporate tax	(7,515)	(13,688)	(9,307)	(11,610)	(8,700)	(12,415)	(13,035)	(14,284)
After-tax net profit (loss)	17,163	12,752	18,443	16,308	18,926	15,174	15,932	17,459
Minority interest	0	0	0	0	0	0	0	0
Equity earnings from affiliates	47	42	40	15	47	0	0	0
Extra items	1,078	(5,061)	(957)	(2,555)	1,285	(2,103)	(552)	(624)
Net profit (loss)	18,288	7,733	17,526	13,768	20,258	13,071	15,380	16,835
Reported EPS	5.54	2.34	5.31	3.47	5.10	3.29	3.87	4.24
Fully diluted EPS	5.54	2.34	5.31	3.47	5.10	3.29	3.87	4.24
Core net profit	16,210	11,794	16,624	14,464	16,466	15,174	15,932	17,459
Core EPS	4.91	3.58	5.04	3.64	4.15	3.82	4.01	4.40
EBITDA	34,885	35,653	40,255	38,898	39,839	39,969	41,386	44,126

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

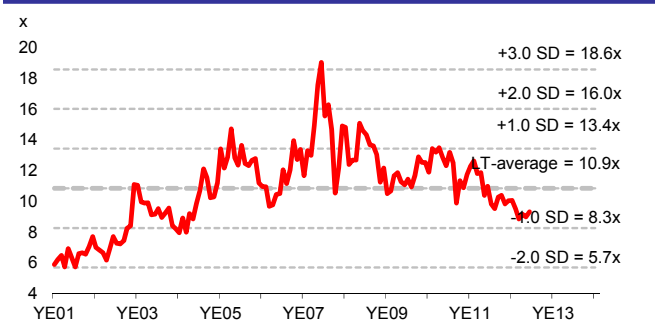
Figure 2 : Quarterly performance
Gas and liquid as % of sales volume

Quarterly petroleum sales

Gas price versus liquid price

ASP versus Dubai price


Sources: Company data, Bualuang Research estimates

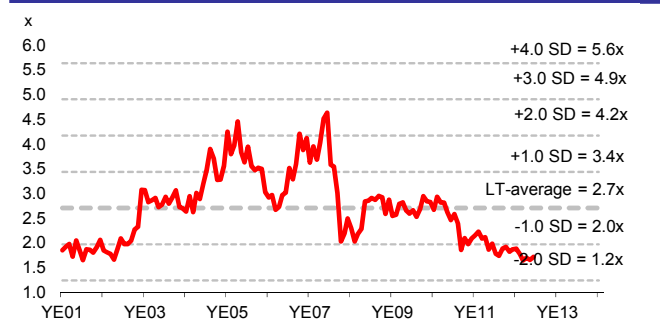
Regional Comparisons

	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
CNOOC	883 HK	HKD13.1	75,637	7.5	7.3	-1.4	2.0	1.3	1.1	18.4	16.9	3.5	3.7
PetroChina	857 HK	HKD8.9	237,236	9.9	9.2	12.2	8.5	1.1	1.0	11.4	11.3	4.5	4.8
China Petroleum & Chemical	386 HK	HKD5.3	78,722	6.5	6.2	9.5	3.9	0.8	0.8	13.5	13.4	5.5	5.9
Oil & Natural Gas Corp	ONGC IN	INR303.9	42,823	9.0	7.5	20.2	17.3	1.5	1.4	17.4	18.1	3.5	4.0
Reliance Industries	RIL IN	INR867.0	46,121	12.5	11.2	-1.9	12.2	1.3	1.2	11.4	11.6	1.1	1.2
GAIL (India)	GAIL IN	INR318.0	6,644	8.8	8.1	4.5	9.5	1.3	1.1	15.2	14.7	3.0	3.1
Oil India Ltd	OINL IN	INR555.8	5,504	8.6	7.8	8.2	5.6	1.5	1.4	18.6	18.2	3.8	3.9
Cairn India Ltd	CAIR IN	INR295.4	9,296	5.5	5.8	-15.0	-5.2	0.9	0.8	18.1	14.9	3.6	3.6
Origin Energy	ORG AU	AUD12.7	12,680	17.9	16.5	-18.4	0.4	1.0	1.0	5.8	6.1	3.9	3.9
Beach Energy Ltd	BPT AU	AUD1.3	1,517	13.5	10.8	-33.5	25.0	1.0	0.9	7.3	8.3	1.5	1.6
SK Innovation	096770 KS	KRW139,500	11,266	8.5	6.6	60.0	29.4	n.a.	n.a.	9.7	11.2	2.2	2.3
JX Holdings	5020 JP	JPY488.0	12,077	7.2	6.1	5.4	19.1	0.6	0.5	8.9	9.1	3.3	3.5
PTT Exploration & Production	PTTEP TB	THB161.50	20,412	9.8	9.1	14.4	7.3	1.8	1.6	19.3	18.9	4.1	4.4
PTT	PTT TB	THB344.00	31,282	8.4	7.9	11.8	6.7	1.2	1.1	18.5	17.8	4.2	4.5
Simple average				9.6	8.6	4.9	10.4	1.2	1.1	13.5	13.3	3.4	3.5

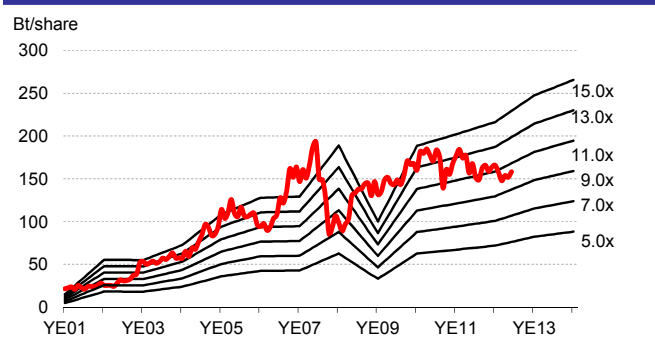
PER band versus SD (next 12 months)



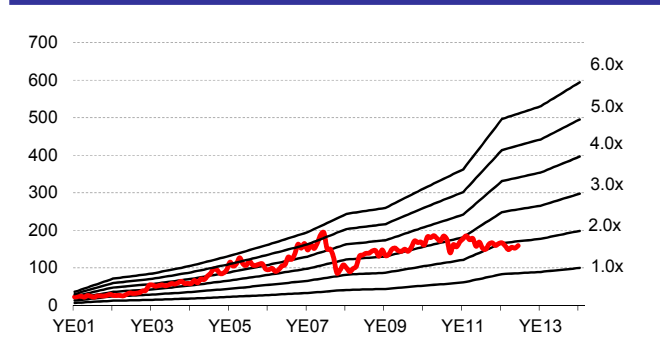
PER band versus SD (next 12 months)



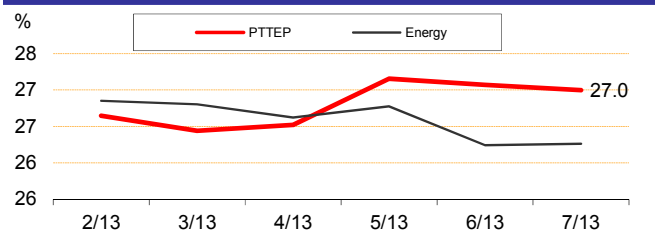
PER band and share price



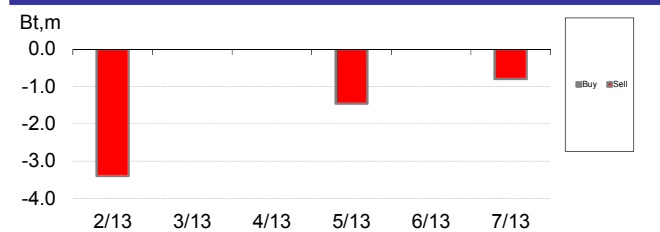
PBV band and share price



Foreign holding



Management trading activities during past six months








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 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.