

# สมบุรณ์ แอ็ดวานซ์ เทคโนโลยี SAT TB / SAT.BK

**29 ตุลาคม 2014**

## ทยอยฟื้นตัวในครึ่งปีหลัง

### ประเด็นการลงทุน

เรามองว่าอุตสาหกรรมยานยนต์จะฟื้นตัว YoY โดยช่วงเวลาที่ยอดขายตกต่ำที่สุดจากโครงการรถยนต์คันแรกได้ผ่านพ้นไปแล้ว ผลประกอบการของ SAT คาดจะปรับตัวดีขึ้น HOH หนุนจากกำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นเป็น 80% (จาก 75% ในช่วงครึ่งแรกของปี 2557) นอกจากนี้บริษัทจะมีออโตเรียใหม่จากฮีโน่และคูโบต้าในปีหน้าเช่นกัน เราคาดการณ์ว่ายอดขายปีหน้าจะเติบโต 10% YoY เป็น 8.8 พันล้านบาท หลังจากที่เราคาดว่าจะหดตัว 11% YoY เป็น 8 พันล้านบาทในปีนี้ โดยประมาณการกำไรปี 2557 ของเราอยู่ที่ 614 ล้านบาท ลดลง 37% YoY และจะฟื้นตัวเพิ่มขึ้น 42% ในปี 2558 เป็น 870 ล้านบาท ปัจจุบันหุ้น SAT มีการซื้อขายด้วย PER ปี 2558 ที่ 9.0 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาวที่ 9.8 เท่า เรายังคงคำแนะนำ **ซื้อ**

### ฟื้นตัวครึ่งหลัง 2557 และยอดขายคาดเพิ่มขึ้น 10% ปี 2558

ผู้บริหารยังคงมองว่ายอดขายปี 2557 จะหดตัวราว 10% ซึ่งหดตัวน้อยกว่าทั้งอุตสาหกรรมอยู่ค่อนข้างมาก SAT ตั้งสมมติฐานยอดขายรถยนต์ปี 2557 ทั่วประเทศที่ 2 ล้านคัน (ลดลง 18% YoY) ดังนั้น บริษัทจึงได้กระจายการผลิตไปยังชิ้นส่วนรถบรรทุกขนาดใหญ่สำหรับฮีโน่ (เพื่อการส่งออก) และยานยนต์เพื่อการเกษตรสำหรับคูโบต้า (รถแทรกเตอร์—จาก 64,000 คันในปี 2556 เป็น 72,000-80,000 คันในปี 2557 และ 85,000 คันในปี 2558) นอกจากนี้ บริษัทยังคาดว่าจะขยายในปีหน้าจะเติบโต 10% YoY เราประเมินว่ายอดขายสำหรับปี 2557 จะหดตัว 11% YoY หลังจากนั้นจะเพิ่มขึ้น 10% YoY ในปี 2558 ซึ่งสอดคล้องกับเป้าของผู้บริหาร

### กำลังการผลิตจะค่อยๆเพิ่ม

SAT กำลังสร้างสายการผลิตใหม่ซึ่งจะเป็นในส่วนของชิ้นส่วนเพื่อรถบรรทุกขนาดใหญ่และออโตเรียใหม่จากคูโบต้าและมิตซูบิชิ ซึ่งรายได้จากการผลิตดังกล่าวจะเริ่มรับรู้ได้ในไตรมาส 4/57 ดังนั้น อัตราการใช้กำลังการผลิตจึงคาดว่าจะเพิ่มขึ้นในปีหน้า สอดคล้องกับยอดขายที่คาดว่าจะขยายตัว 10% ทั้งนี้ อัตราการใช้กำลังการผลิตของบริษัทอยู่ที่ 83% ในไตรมาส 1/57, 73% ในไตรมาส 2/57 และ 79% ในไตรมาส 3/57 SAT มองว่าอัตราการใช้กำลังการผลิตในไตรมาส 4/57 จะมากกว่า 80% จากออโตเรียใหม่ อย่างไรก็ตามอัตราการใช้กำลังการผลิตปีนี้ก็ยังต่ำกว่าปีก่อนที่อยู่ที่ 90%

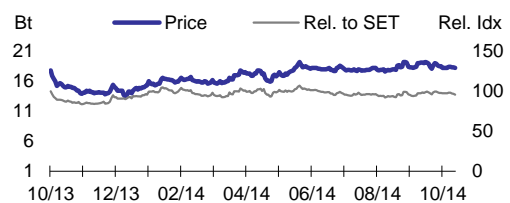
### อัตรากำไรขั้นต้นและอัตรากำไรสุทธิจะขยายตัวครึ่งหลังปี 2557

หลังจากที่อัตรากำไรขั้นต้นและอัตรากำไรสุทธิของ SAT ค่อนข้างอยู่ในระดับต่ำที่ 17.6% และ 7.4% ในช่วงครึ่งแรกของปี 2557 บริษัทคาดว่าอัตรากำไรในช่วงครึ่งหลังของปี 2557 จะปรับตัวดีขึ้น HOH หนุนโดยยอดขายและประสิทธิภาพที่เพิ่มมากขึ้น

### Sector: Automotive Neutral

**คำแนะนำพื้นฐาน: ซื้อ**
**เป้าหมายพื้นฐาน: 19.60 บาท**
**ราคา (28/10/57): 18.20 บาท**

### Price chart

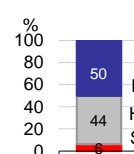


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(2.9)	1.1	(6.3)
Absolute	(4.7)	2.2	1.1

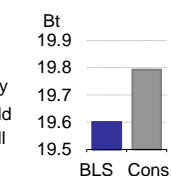
### Key statistics

Market cap	Bt7.7bn	USD0.2bn
12-mth price range	Bt13.2/Bt19.6	
12-mth avg daily volume	Bt21m	USD0.6m
# of shares (m)	425	
Est. free float (%)	46.8	
Foreign limit (%)	49.0	

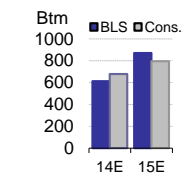
### Consensus rating



### BLS Target price vs. Consensus



### BLS earnings vs. Consensus



### Financial summary

FY Ended 31 Dec	2013	2014E	2015E	2016E
Revenues (Btm)	8,973	7,986	8,785	9,312
Net profit (Btm)	966	614	870	980
EPS (Bt)	2.26	1.44	2.04	2.30
EPS grow th (%)	-4.2%	-36.5%	+41.8%	+12.6%
Core profit (Btm)	691	458	640	739
Core EPS (Bt)	1.62	1.07	1.50	1.73
Core EPS grow th (%)	-19.4%	-33.7%	+39.6%	+15.4%
PER (x)	8.0	12.7	8.9	7.9
PBV (x)	1.6	1.5	1.3	1.2
Dividend (Bt)	0.5	0.5	0.5	1.5
Dividend yield (%)	2.5	2.5	2.7	8.2
ROE (%)	21.4	12.1	15.4	15.9

### CG rating


**สุวัฒน์ บารุงชาติอดม**
**นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์**
**suwat@bualuang.co.th**
**+66 2 618 1341**

เราตั้งสมมติฐานเชิงอนุรักษ์นิยมว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะเป็น 17% และอัตรากำไรสุทธิจะเป็น 7.7% ในปี 2557 หลังอัตรากำไรดังกล่าวอยู่ที่ 17.5% และ 10.8% ตามลำดับในปีที่ผ่านมา เราคาดการณ์อัตรากำไรขั้นต้นในปี 2558 ที่ 17.7% และอัตรากำไรสุทธิที่ 9.9%

#### **คาดการณ์ไตรมาส 3/57 พื้นตัว QoQ**

เราประเมินว่ากำไรของ SAT ในไตรมาส 3/57 จะอยู่ที่ 144 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 12% QoQ (แต่ลดลง 15% YoY) หนุนจากชั่วโมงทำงานที่เพิ่มมากขึ้น QoQ ประมาณการไตรมาส 3/57 ของเรามีสมมติฐานว่ายอดขายจะเพิ่มขึ้น 8% QoQ (แต่หดตัว 6% YoY) เป็น 2 พันล้านบาท สอดคล้องกับยอดผลิตรายงานไตรมาส 3/57 ที่เพิ่มขึ้นเป็น 4.35 แสนคัน (เพิ่มขึ้น 5% YoY)

## SAT : Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Revenue	9,410	8,973	7,986	8,785	9,312
Cost of sales and services	(7,926)	(7,404)	(6,629)	(7,230)	(7,613)
<b>Gross profit</b>	<b>1,484</b>	<b>1,569</b>	<b>1,358</b>	<b>1,555</b>	<b>1,699</b>
SG&A	(641)	(721)	(750)	(765)	(803)
<b>EBIT</b>	<b>843</b>	<b>848</b>	<b>608</b>	<b>790</b>	<b>896</b>
Interest expense	(160)	(157)	(149)	(150)	(158)
Other income/exp.	191	239	151	210	210
<b>EBT</b>	<b>874</b>	<b>930</b>	<b>609</b>	<b>850</b>	<b>949</b>
Corporate tax	(70)	(85)	(56)	(78)	(87)
<b>After-tax net profit (loss)</b>	<b>804</b>	<b>845</b>	<b>554</b>	<b>772</b>	<b>862</b>
Minority interest	0	0	0	0	0
Equity earnings from affiliates	0	0	60	98	118
Extra items	0	121	0	0	0
<b>Net profit (loss)</b>	<b>804</b>	<b>966</b>	<b>614</b>	<b>870</b>	<b>980</b>
Reported EPS	2.36	2.26	1.44	2.04	2.30
<b>Fully diluted EPS</b>	<b>2.36</b>	<b>2.26</b>	<b>1.44</b>	<b>2.04</b>	<b>2.30</b>
<b>Core net profit</b>	<b>683</b>	<b>691</b>	<b>458</b>	<b>640</b>	<b>739</b>
Core EPS	2.01	1.62	1.26	1.35	1.73
<b>EBITDA</b>	<b>1,766</b>	<b>1,739</b>	<b>1,700</b>	<b>1,766</b>	<b>1,854</b>

### KEY RATIOS

Revenue growth (%)	46.5	(4.6)	(11.0)	10.0	6.0
Gross margin (%)	15.8	17.5	17.0	17.7	18.3
EBITDA margin (%)	18.8	19.4	21.3	20.1	19.9
Operating margin (%)	9.3	10.4	7.6	9.7	10.2
Net margin (%)	8.5	10.8	7.7	9.9	10.5
Core profit margin (%)	7.3	7.7	5.7	7.3	7.9
ROA (%)	8.5	9.7	5.5	7.0	7.1
ROCE (%)	22.2	21.2	18.5	17.6	16.1
Asset turnover (x)	1.0	0.9	0.7	0.7	0.7
Current ratio (x)	2.0	1.7	1.7	1.8	1.9
Gearing ratio (x)	1.3	1.0	1.1	1.3	1.2
Interest coverage (x)	5.3	5.4	4.1	5.3	5.7

### BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	815	1,075	1,150	1,250	1,200
Accounts receivable	1,576	1,220	1,366	2,362	2,550
Inventory	611	580	650	650	750
PP&E-net	5,825	6,392	7,159	9,000	9,100
Other assets	594	656	788	313	287
<b>Total assets</b>	<b>9,421</b>	<b>9,923</b>	<b>11,114</b>	<b>12,447</b>	<b>13,887</b>
Accounts payable	1,455	1,133	1,269	2,131	2,131
ST debts & current portion	25	577	646	300	250
Long-term debt	2,721	2,701	3,025	4,136	4,000
Other liabilities	1,070	639	894	1,161	1,161
<b>Total liabilities</b>	<b>5,272</b>	<b>5,050</b>	<b>5,834</b>	<b>7,728</b>	<b>7,542</b>
Paid-up capital	341	432	432	432	427
Share premium	711	713	625	625	625
Retained earnings	3,097	3,728	4,223	4,953	5,293
<b>Shareholders' equity</b>	<b>4,149</b>	<b>4,873</b>	<b>5,280</b>	<b>6,010</b>	<b>6,345</b>
Minority interests	0	0	0	1	0
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>9,421</b>	<b>9,923</b>	<b>11,114</b>	<b>13,576</b>	<b>13,887</b>

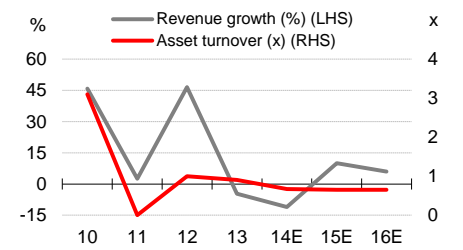
### CASH FLOW (Btm)

Net income	816	966	614	870	980
Depreciation and amortization	720	787	600	601	602
Change in working capital	243	(318)	(271)	(230)	(195)
FX, non-cash adjustment & others	0	0	0	0	1
<b>Cash flows from operating activities</b>	<b>1,779</b>	<b>1,855</b>	<b>943</b>	<b>1,241</b>	<b>1,388</b>
Capex (Invest)/Divest	(1,118)	(1,383)	(650)	(800)	(800)
Others	0	72	0	0	0
<b>Cash flows from investing activities</b>	<b>(1,118)</b>	<b>(1,312)</b>	<b>(650)</b>	<b>(800)</b>	<b>(800)</b>
Debt financing (repayment)	(188)	(35)	39	503	503
Equity financing	0	0	0	0	0
Dividend payment	(136)	(249)	(192)	(213)	(640)
Others	0	72	0	0	0
<b>Cash flows from financing activities</b>	<b>(324)</b>	<b>(283)</b>	<b>(153)</b>	<b>290</b>	<b>(136)</b>
Net change in cash	337	260	140	731	452
<b>Free cash flow (Btm)</b>	<b>661</b>	<b>471</b>	<b>293</b>	<b>441</b>	<b>588</b>
<b>FCF per share (Bt)</b>	<b>1.94</b>	<b>1.10</b>	<b>0.69</b>	<b>1.03</b>	<b>1.38</b>

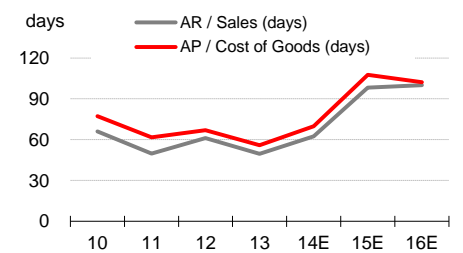
### Industry data

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
GDP growth (%)	5.5	3.0	3.0	3.3	0.0
Auto productions ('000 unit)	2,300.0	2,460.0	2,400.0	2,500.0	0.0
New car sales ('000 unit)	1,250.0	1,330.0	1,100.0	1,200.0	0.0
Auto export ('000 unit)	1,050.0	1,130.0	1,300.0	1,300.0	0.0
Auto production growth (%)	57.8	7.0	(2.4)	4.2	0.0
New car sale growth (%)	57.0	6.4	(17.3)	9.1	0.0

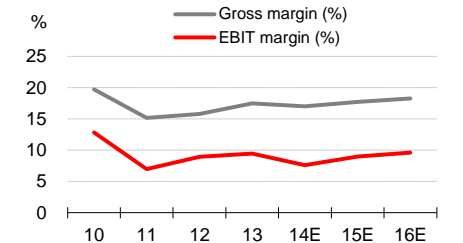
### Revenue growth and asset turnover



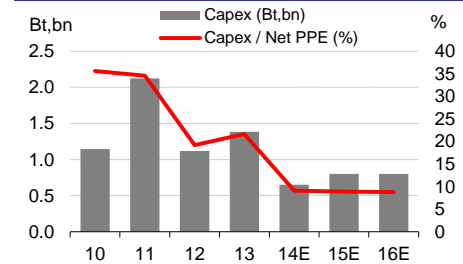
### A/C receivable & A/C payable days



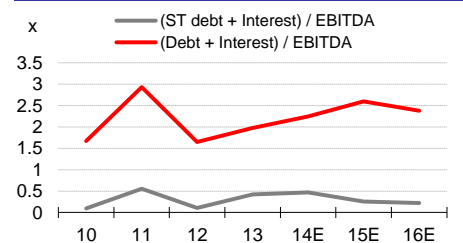
### Profit margins



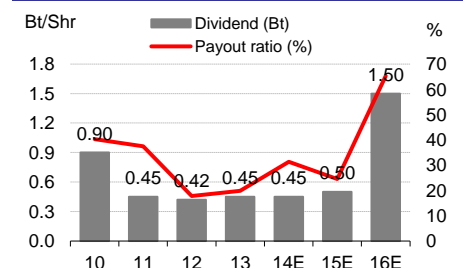
### Capital expenditure



### Debt serviceability



### Dividend payout



## SAT : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14
Revenue	2,271	2,159	2,008	2,106	1,881
Cost of sales and services	(1,897)	(1,783)	(1,622)	(1,730)	(1,554)
Gross profit	374	375	386	376	327
SG&A	(186)	(189)	(156)	(187)	(207)
<b>EBIT</b>	<b>188</b>	<b>186</b>	<b>230</b>	<b>189</b>	<b>120</b>
Interest expense	(39)	(41)	(40)	(41)	(35)
Other income/exp.	41	35	116	22	45
<b>EBT</b>	<b>190</b>	<b>181</b>	<b>306</b>	<b>170</b>	<b>130</b>
Corporate tax	(15)	(15)	(31)	(21)	(11)
After-tax net profit (loss)	175	166	274	149	119
Minority interest	0	0	0	0	0
Equity earnings from affiliates	15	4	(25)	20	9
Extra items	(44)	0	166	0	0
<b>Net profit (loss)</b>	<b>146</b>	<b>170</b>	<b>415</b>	<b>168</b>	<b>128</b>
Reported EPS	0.35	0.57	0.97	0.40	0.30
<b>Fully diluted EPS</b>	<b>0.35</b>	<b>0.57</b>	<b>0.97</b>	<b>0.39</b>	<b>0.30</b>
<b>Core net profit</b>	<b>136</b>	<b>139</b>	<b>230</b>	<b>148</b>	<b>85</b>
Core EPS	0.32	0.07	0.54	1.19	0.20
<b>EBITDA</b>	<b>393</b>	<b>383</b>	<b>473</b>	<b>392</b>	<b>298</b>

### KEY RATIOS

Gross margin (%)	16.5	17.4	19.2	17.9	17.4
EBITDA margin (%)	17.3	17.7	23.5	18.6	15.8
Operating margin (%)	8.4	8.4	15.2	8.0	5.8
Net margin (%)	6.4	7.9	20.7	8.0	6.8
Core profit margin (%)	6.0	6.4	11.5	7.0	4.5
BV (Bt)	11.7	11.8	11.4	11.8	11.6
ROE (%)	11.6	13.4	34.1	13.4	10.3
ROA (%)	5.6	6.5	16.7	6.7	5.2
Current ratio (x)	1.8	1.9	1.3	1.7	1.7
Gearing ratio (x)	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0
Interest coverage (x)	4.8	4.6	5.8	4.6	3.4

### QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	817	1,010	1,075	1,057	1,027
Accounts receivable	1,555	1,381	1,220	1,320	1,211
Inventory	604	586	580	607	615
PP&E-net	6,715	6,778	6,392	6,345	6,345
Other assets	748	678	656	748	637
<b>Total assets</b>	<b>10,440</b>	<b>10,433</b>	<b>9,923</b>	<b>10,078</b>	<b>9,835</b>
Accounts payable	1,224	1,115	1,133	1,191	1,062
ST debts & current portion	96	117	577	588	595
Long-term debt	2,986	571	2,701	2,578	2,581
Other liabilities	1,126	3,563	639	683	644
<b>Total liabilities</b>	<b>5,432</b>	<b>5,366</b>	<b>5,050</b>	<b>5,039</b>	<b>4,882</b>
Paid-up capital	425	425	432	425	425
Share premium	713	713	713	716	716
Retained earnings	3,337	3,930	3,728	3,897	3,811
<b>Shareholders equity</b>	<b>5,008</b>	<b>5,068</b>	<b>4,873</b>	<b>5,038</b>	<b>4,953</b>
Minority interests	0	0	0	0	0
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>10,440</b>	<b>10,433</b>	<b>9,923</b>	<b>10,078</b>	<b>9,835</b>

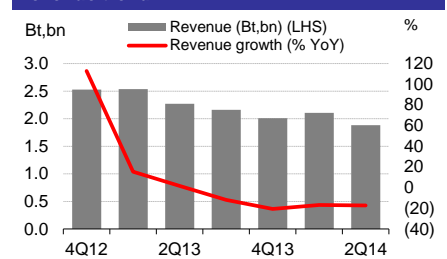
### Industry data

	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14
Auto production (unit)	619,450	589,254	526,828	517,492	435,383
New car sale (unit)	327,539	293,492	290,800	229,153	216,740
Auto export (unit)	291,911	304,028	280,831	275,220	268,538
Auto production grow th QoQ (%)	(14)	(5)	(11)	(2)	(16)
New car sale grow th QoQ(%)	(21)	(10)	(1)	(21)	(5)
Auto export grow th QoQ (%)	(5)	4	(8)	(2)	(2)

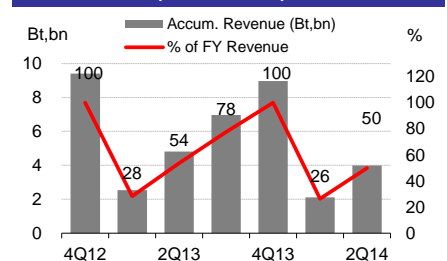
### Company profile

SAT manufactures and sells automotive parts for big car makers in Thailand—Toyota, Mitsubishi, Fort/Mazda, Isuzu and Kubota. The company's products include axle shafts, coil springs, leaf springs, stabilizer bars, manifold exhausts, fly wheels and disc and drum brakes.

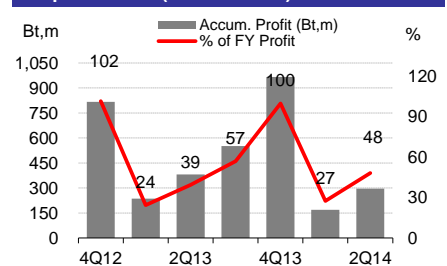
### Revenue trend



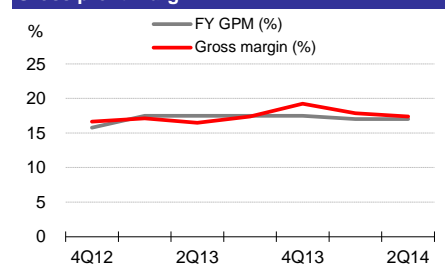
### Revenue trend (accumulated)



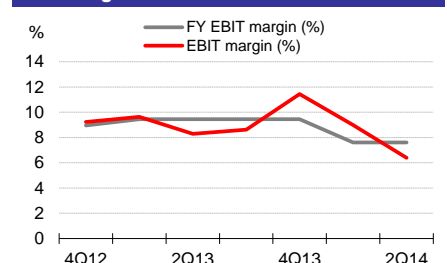
### Net profit trend (accumulated)



### Gross profit margin



### EBIT margin



**Figure 1 : SAT's 3Q14 earnings preview**

FY Ended 31 Dec (Btm)	3Q14	3Q13	YoY %	2Q14	QoQ %	9M14	9M13	YoY %
<b>Income Statement</b>								
Revenue	2,032	2,159	(6)	1,881	8	6,019	6,965	(14)
Cost of sales and services	(1,705)	(1,783)	(4)	(1,554)	10	(4,990)	(5,782)	(14)
EBITDA	334	383	(13)	298	12	1,024	1,267	
EBIT	131	186	(29)	120	9	441	619	(29)
Interest expense	(32)	(41)	0	(35)	0	(108)	(118)	0
Other income/exp.	44	35	24	45	(3)	111	123	(10)
Equity earnings from affiliates	10	4	0	9	0	38	25	0
Extra items	0	0	0	0	0	0	(45)	0
<b>EBT</b>	<b>143</b>	<b>181</b>	<b>(21)</b>	<b>130</b>	<b>10</b>	<b>444</b>	<b>624</b>	<b>(29)</b>
Corporate tax	(10)	(15)	(36)	(11)	(9)	(42)	(54)	(22)
Minority interest	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Net profit (loss)</b>	<b>144</b>	<b>170</b>	<b>(15)</b>	<b>128</b>	<b>12</b>	<b>440</b>	<b>551</b>	<b>(20)</b>
Reported EPS	0.34	0.57	(41)	0.30	12	1.38	1.72	(20)
<b>Core net profit</b>	<b>99</b>	<b>139</b>	<b>(28)</b>	<b>85</b>	<b>17</b>	<b>333</b>	<b>461</b>	<b>(28)</b>
<b>Key ratios</b>								
Gross margin (%)	16.1	17.4		17.4		17.1	17.0	
EBITDA margin (%)	16.4	17.7		15.8		17.0	18.2	
EBIT margin (%)	6.5	8.6		6.4		7.3	8.9	
Tax rate (%)	6.8	8.4		8.3		9.4	8.6	
Net margin (%)	7.1	7.9		6.8		7.3	7.9	
Current ratio (x)	1.7	1.9		1.7		1.7	1.9	
Gearing ratio (x)	0.9	1.1		1.0		0.9	1.1	
Interest coverage (x)	4.1	4.6		3.4		4.1	5.3	
<b>Balance Sheet</b>								
Cash & Equivalent	1,000	1,010	(1)	1,027	(3)			
<b>Total assets</b>	<b>9,597</b>	<b>10,433</b>	<b>(8)</b>	<b>9,835</b>	<b>(2)</b>			
ST debts & current portion	600	117	0	595	1			
Long-term debt	2,350	571	312	2,581	(9)			
<b>Total liabilities</b>	<b>4,500</b>	<b>5,366</b>	<b>(16)</b>	<b>4,882</b>	<b>(8)</b>			
Retained earnings	3,955	3,930	1	3,811	4			
<b>Shareholders equity</b>	<b>5,097</b>	<b>5,068</b>	<b>1</b>	<b>4,953</b>	<b>3</b>			
Minority interests	0	0	0	0	0			
BV (Bt)	12.0	11.8	1	11.6	3			

- Sales will post a QoQ rise
- EBITDA should post a QoQ rise
- No extra gains in 3Q14
- Net profit margin will report a QoQ rise, in tandem with higher revenue

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

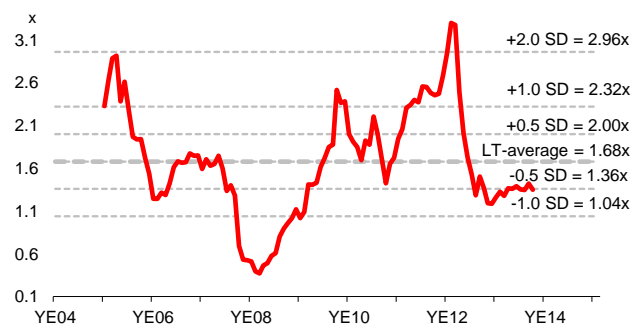
## Sector Comparisons

	Bloomberg Code	Price (local curr.)	Market Cap (US\$ equivalent)	PER (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div Yield (%)	
				2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E
Thai Rung Union Car	TRU TB	AUD5.0	89	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Inoue Rubber (Thailand)	IRC TB	IDR 16.8	104	8.7	9.6	0.0	-23.4	13	12	13.4	16.2	4.9	3.6
Thai Steel Cable	TSC TB	IDR 14.9	119	13.4	12.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	12.0	13.0	n.a.	n.a.
Aapico Hitech	AH TB	THB 15.10	150	4.1	3.6	95.7	14.7	0.8	0.7	18.6	18.8	3.0	3.6
P.C.S. Machine Group Holding	PCSGH TB	THB 9.45	450	16.0	10.0	-50.5	59.9	2.9	2.5	26.8	26.7	4.8	5.3
Somboon Advance Technology	SAT TB	THB 18.20	239	12.7	8.9	-36.5	418	15	13	12.1	15.4	2.5	2.7
Thai Stanley Electric	STANLY TB	THB 220.00	520	11.3	12.4	-8.4	-8.6	16	14	14.4	12.1	2.7	3.0
<b>Simple average</b>				<b>11.0</b>	<b>9.5</b>	<b>0.1</b>	<b>16.9</b>	<b>1.6</b>	<b>1.4</b>	<b>16.2</b>	<b>17.0</b>	<b>3.6</b>	<b>3.6</b>

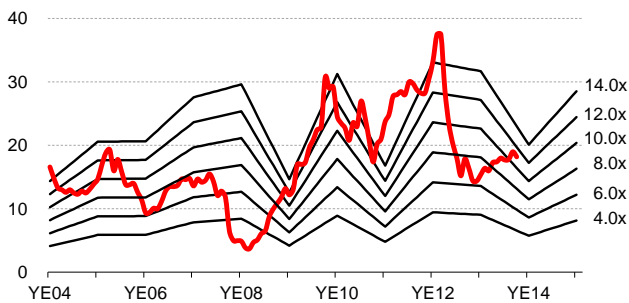
PER band versus SD (next 12 months)



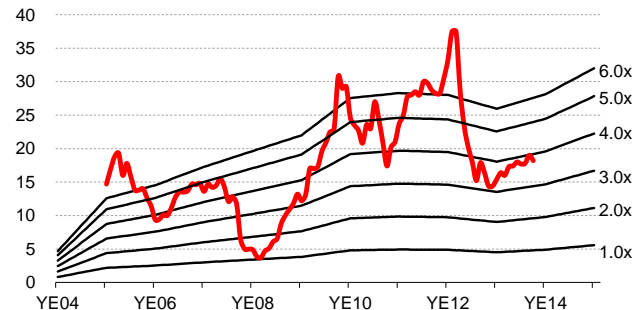
PBV band versus SD (next 12 months)



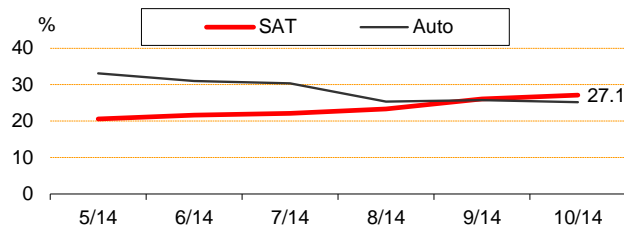
PER band and share price



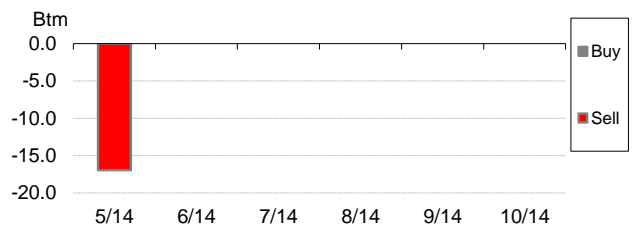
PBV band and share price



Foreign holding



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 MAY ACT AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DWs, AND ISSUER OF STRUCTURED NOTES ON THESE SECURITIES. The company may prepare the research reports on those underlying securities. Investors should carefully read the details of the derivative warrants and structured notes 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.

Financial Advisor	Lead underwriter/ Underwriter/ Co-underwriter
TSE	BA, BGH, TSE

**Score Range**

90 – 100  
80 – 89  
70 – 79  
60 – 69  
50 – 59  
Below 50

**Score Range**

  
  
  
  
  
No logo given

**Description**

Excellent  
Very Good  
Good  
Satisfactory  
Pass  
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.