

บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์

BTS TB / BTS.BK

10 กุมภาพันธ์ 2558

กำไรไตรมาส 3/57 ต่ำกว่าคาด แต่จะเติบโตอย่างแข็งแกร่งในไตรมาสหน้า

ต่ำกว่าคาด

BTS รายงานกำไรสุทธิไตรมาส 3/57 (ด.ค.-ธ.ค. 2557) ที่ 981 ล้านบาท สูงขึ้น 118% YoY และ 55% QoQ ถ้าหากไม่นับรวมกำไรจากการขายที่ดินที่ 368 ล้านบาท, กำไรจากการขายเงินลงทุนที่ 70 ล้านบาท, กำไรจากการขายออร์แกนิกที่ 53 ล้านบาท และกำไรจากการขายสินทรัพย์ที่ 2 ล้านบาท กำไรหลักในไตรมาสนี้จะอยู่ที่ 488 ล้านบาท สูงขึ้น 9% YoY แต่ลดลง 20% QoQ ผลประกอบการต่ำกว่าประมาณการของเราและของตลาด 5% เนื่องจากส่วนแบ่งกำไรจากธุรกิจสื่อและอสังหาริมทรัพย์ที่ต่ำกว่าคาด อีกทั้งกำไรพิเศษที่ต่ำกว่าที่ประมาณการไว้

ประเด็นหลักจากผลประกอบการ

ปัจจัยหลักที่หนุนการเติบโตกำไรหลัก YoY คืออัตราภาษีที่แท้จริงที่ลดลง โดยลดลงเหลือ 39.3% ในไตรมาส 3/57 จาก 49.5% ในไตรมาส 3/56 ในขณะที่กำไรหลักหดตัวลง QoQ เนื่องจาก 1) ส่วนแบ่งกำไรจากธุรกิจขนส่งมวลชนลดลง, 2) ส่วนแบ่งกำไรจาก VGI ลดลง และ 3) กำไรจากธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่อยู่อาศัยชะลอตัวลง สำหรับธุรกิจขนส่งมวลชนนั้นรายได้จากการเดินรถและบำรุงรักษาปรับตัวลดลง 2% QoQ เป็น 386 ล้านบาท ในขณะที่ส่วนแบ่งรายได้จากการลงทุนในกองทุน BTSGIF หดตัวลง 11% QoQ เป็น 194 ล้านบาท ให้สังเกตว่าจำนวนผู้โดยสารรวมในช่วงไตรมาสดังกล่าวสูงขึ้น 5% YoY และ 3% QoQ เป็น 56.4 ล้านคน ในขณะที่ราคาตั๋วเฉลี่ยทรงตัว YoY แต่เพิ่มสูงขึ้น 1% QoQ เป็น 26.90 บาทต่อเที่ยว

กำไรสุทธิของ VGI ลดลง 5% YoY เป็น 301 ล้านบาท (แต่สูงขึ้น 14% QoQ จากกำไรพิเศษ) ในขณะที่ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่อยู่อาศัยรายงานกำไรลดลง QoQ เนื่องจากมีการโอนคอนโดแอสแตร์ก พหลโยธิน ปาร์ค อีก 21 ยูนิตในไตรมาส 3/57 (เทียบกับ 131 ยูนิตในไตรมาส 3/56 และ 33 ยูนิตในไตรมาส 2/57)

แนวโน้ม

กำไรหลักไตรมาส 4/57 ของ BTS (ม.ค.-มี.ค. 2558) คาดปรับตัวลดลงทั้ง YoY และ QoQ เนื่องจากส่วนแบ่งกำไรจากธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่อยู่อาศัยลดลง (YoY), ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารสูงขึ้น (YoY), และส่วนแบ่งกำไรจากธุรกิจสื่อหดตัวลง (QoQ) จากการเข้าสู่ช่วงโลว์ซีซั่นของเม็ดเงินโฆษณา ในขณะที่กำไรไตรมาส 4/57 คาดปรับตัวสูงขึ้นทั้ง YoY และ QoQ หนุนโดยกำไรที่คาดว่าจะได้จากการขายสินทรัพย์

สิ่งที่เปลี่ยนแปลงไป

ในขณะที่เรายังคงประมาณการกำไรหลักปี 2557 ไว้ที่ 2,193 ล้านบาท แต่เราปรับขึ้นประมาณการกำไรสุทธิปี 2557 ของเราขึ้น 24% เป็น 2,709 ล้านบาท เพื่อสะท้อนการบันทึกกำไรพิเศษในไตรมาส 3/57 พร้อมกันนี้ยังมีโอกาสที่จะปรับเพิ่มประมาณการกำไรปี 2557 ขึ้น จากความเป็นไปได้ที่จะบันทึกกำไรพิเศษที่เพิ่มสูงขึ้นในไตรมาส 4/57

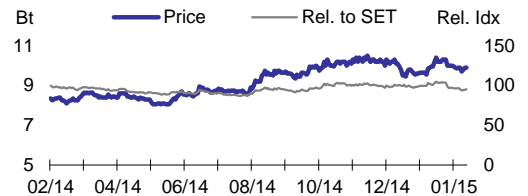
Sector: Transportation (Ground) Overweight

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**

เป้าหมายพื้นฐาน: 11.50 บาท

ราคา (09/02/58): 9.90 บาท

Price chart

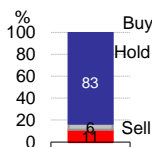


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(7.7)	(5.1)	(5.5)
Absolute	(2.9)	(2.9)	18.6

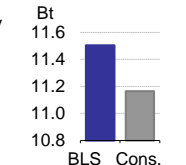
Key statistics

Market cap	Bt118.0bn	USD3.6bn
12-mth price range	Bt8.0/Bt10.6	
12-mth avg daily volume	Bt494m	USD15.1m
# of shares (m)	11,919	
Est. free float (%)	58.1	
Foreign limit (%)	49.0	

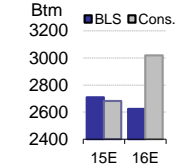
Consensus rating



BLS Target price vs. Consensus



BLS earnings vs. Consensus



Financial summary

FY Ended 31 Dec	2013	2014E	2015E	2016E
Revenues (Btm)	8,115	6,971	7,500	7,768
Net profit (Btm)	12,644	2,709	2,623	2,866
EPS (Bt)	0.79	0.17	0.16	0.18
EPS growth (%)	+454%	-79%	-3%	+9%
Core profit (Btm)	2,130	2,193	2,623	2,866
Core EPS (Bt)	0.18	0.18	0.22	0.24
Core EPS growth (%)	+196.3%	+3.0%	+19.6%	+9.3%
PER (x)	12.5	58.2	60.1	55.0
PBV (x)	2.0	2.2	2.4	2.3
Dividend (Bt)	0.6	0.7	0.8	0.2
Dividend yield (%)	6.1	7.1	8.1	2.0
ROE (%)	23.8	4.9	5.4	6.2

CG rating



สุพพดา ศรีสุข

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์
suppata@bualuang.co.th

+66 2 618 1343

คำแนะนำ

เราเชื่อว่ากำไรสุทธิที่จะเติบโตอย่างแข็งแกร่งในไตรมาส 4/57 และโครงการโครงสร้างพื้นฐานของรัฐจะหนุนราคาหุ้นให้ปรับตัวสูงขึ้น โดย BTS ในปัจจุบันซื้อขายกันด้วย PBV ณ สิ้นเดือน มี.ค. 2559 ที่ 2.4 เท่า สูงกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาวที่ 2.2 เท่า อยู่ 0.1 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ซึ่งเราเชื่อว่าจะเป็นโอกาสในการปรับเพิ่มประมาณการกำไรของ BTS ในระยะยาวจากสัญญาการจัดการรถไฟฟ้าสายใหม่

BTS: Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Revenue	5,585	8,115	6,971	7,500	7,768
Cost of sales and services	(2,882)	(4,089)	(3,718)	(3,865)	(3,624)
Gross profit	2,702	4,026	3,253	3,636	4,144
SG&A	(1,301)	(1,709)	(1,468)	(1,561)	(1,616)
EBIT	1,401	2,317	1,785	2,075	2,528
Interest expense	(1,248)	(631)	(497)	(64)	(35)
Other income/exp.	125	1,308	1,322	1,140	1,152
EBT	278	2,994	2,610	3,151	3,646
Corporate tax	(1,248)	(3,806)	(754)	(890)	(992)
After-tax net profit (loss)	(970)	(812)	1,856	2,262	2,653
Minority interest	(209)	(940)	(822)	(935)	(1,104)
Equity earnings from affiliates	3.0	619.2	1,159.1	1,296.7	1,316.6
Extra items	2,894	13,777	515	0	0
Net profit (loss)	1,719	12,644	2,709	2,623	2,866
Reported EPS	0.15	1.06	0.23	0.22	0.24
Fully diluted EPS	0.14	0.79	0.17	0.16	0.18
Core net profit	719	2,130	2,193	2,623	2,866
Core EPS	0.06	0.18	0.18	0.22	0.24
EBITDA	3,164	2,828	2,325	2,660	3,110

KEY RATIOS

Revenue growth (%)	51.8	45.3	(14.1)	7.6	3.6
Gross margin (%)	48.4	49.6	46.7	48.5	53.3
EBITDA margin (%)	56.7	34.9	33.4	35.5	40.0
Operating margin (%)	25.1	28.6	25.6	27.7	32.5
Net margin (%)	30.8	155.8	38.9	35.0	36.9
Core profit margin (%)	12.9	26.2	31.5	35.0	36.9
ROA (%)	2.6	17.6	3.8	4.2	4.7
ROCE (%)	2.7	19.4	4.4	4.9	5.5
Asset turnover (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Current ratio (x)	5.8	4.4	3.5	2.1	2.5
Gearing ratio (x)	0.3	0.1	0.0	0.0	0.0
Interest coverage (x)	1.1	3.7	3.6	32.5	73.2

BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	4,507	32,165	13,727	6,300	7,685
Accounts receivable	946	1,074	923	993	1,029
Inventory	29	31	28	29	27
PP&E-net	12,481	11,061	17,468	17,799	17,532
Other assets	2,580	28,571	32,702	34,130	35,552
Total assets	67,291	76,711	65,842	60,284	62,902
Accounts payable	1,948	2,222	2,021	2,100	1,970
ST debts & current portion	5,908	4,363	1,251	1,178	941
Long-term debt	6,850	3,087	429	234	50
Other liabilities	918	5,552	5,155	5,413	5,684
Total liabilities	16,789	17,169	10,876	11,047	10,872
Paid-up capital	44,427	47,657	47,657	47,657	47,657
Share premium	1,486	1,797	1,797	1,797	1,797
Retained earnings	(1,715)	3,578	(2,053)	(8,961)	(7,528)
Shareholders equity	48,596	57,686	52,287	45,623	47,313
Minority interests	1,906	1,856	2,678	3,613	4,717
Total Liab.&Shareholders' equity	67,291	76,711	65,842	60,284	62,902

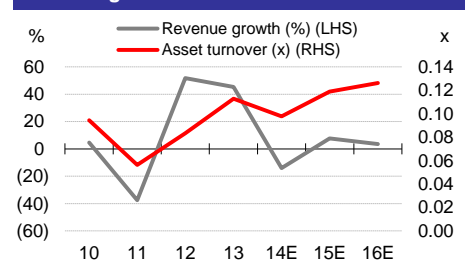
CASH FLOW (Btm)

Net income	1,719	12,644	2,709	2,623	2,866
Depreciation and amortization	1,763	511	540	585	582
Change in working capital	(583)	431	27	70	(102)
FX, non-cash adjustment & others	1,760	(10,367)	21,543	924	1,147
Cash flows from operating activities	4,659	3,218	24,818	4,203	4,493
Capex (Invest)/Divest	(1,287)	(2,128)	(6,946)	(914)	(314)
Others	5,385	14,309	(1,294)	(1,428)	(1,422)
Cash flows from investing activities	4,098	12,180	(8,240)	(2,343)	(1,736)
Debt financing (repayment)	(3,200)	(3,167)	(3,180)	244	62
Equity financing	0	0	0	0	0
Dividend payment	(3,389)	(7,149)	(8,340)	(9,531)	(1,433)
Others	5,385	14,309	(1,294)	(1,428)	(1,422)
Cash flows from financing activities	(6,589)	(10,316)	(11,520)	(9,287)	(1,372)
Net change in cash	2,168	5,083	5,058	(7,427)	1,386
Free cash flow (Btm)	3,372	1,090	17,872	3,288	4,179
FCF per share (Bt)	0.28	0.09	1.49	0.27	0.35

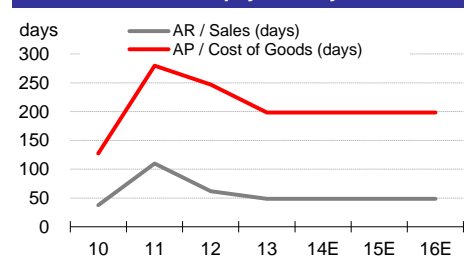
Key assumptions

Total ridership (m pax)	197	217	234	253	267
Ridership growth (%)	15	10	8	8	6
Average fare price (Bt/pax)	25	26	27	27	28
Media revenue growth (%)	44	11	(5)	15	10
Property revenue growth (%)	109	103	(57)	122	0

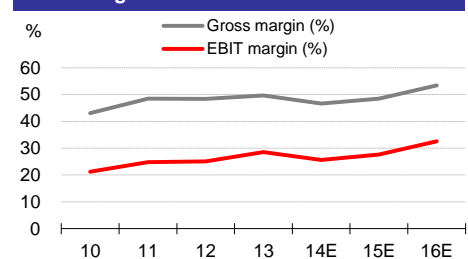
Revenue growth and asset turnover



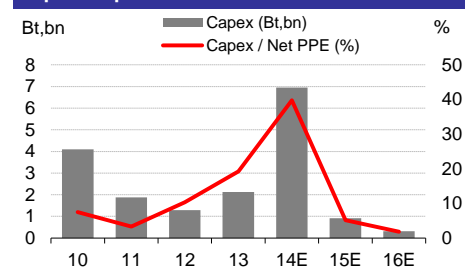
A/C receivable & A/C payable days



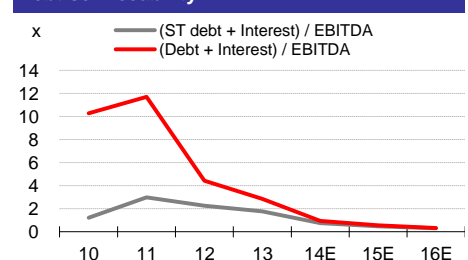
Profit margins



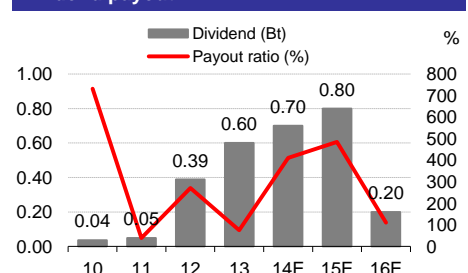
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



BTS: Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14
Revenue	2,067	1,602	1,686	1,756	1,684
Cost of sales and services	(946)	(721)	(850)	(829)	(812)
Gross profit	1,121	882	836	927	873
SG&A	(444)	(370)	(383)	(446)	(426)
EBIT	677	512	454	480	446
Interest expense	(134)	(131)	(134)	(112)	(78)
Other income/exp.	344	218	402	329	304
EBT	886	600	723	697	672
Corporate tax	(439)	(118)	(212)	(191)	(264)
After-tax net profit (loss)	448	481	510	506	408
Minority interest	(157)	(101)	(112)	(118)	(120)
Equity earnings from affiliates	158	159	168	223	200
Extra items	0	(100)	0	22	493
Net profit (loss)	449	439	567	633	981
Reported EPS	0.04	0.04	0.05	0.05	0.08
Fully diluted EPS	0.03	0.03	0.04	0.04	0.06
Core net profit	449	540	567	611	488
Core EPS	0.03	0.03	0.04	0.04	0.03
EBITDA	847	663	566	604	553

KEY RATIOS

Gross margin (%)	54.2	55.0	49.6	52.8	51.8
EBITDA margin (%)	41.0	41.4	33.6	34.4	32.8
Operating margin (%)	32.7	31.9	26.9	27.4	26.5
Net margin (%)	21.7	27.4	33.6	36.1	58.3
Core profit margin (%)	21.7	33.7	33.6	34.8	29.0
BV (Bt)	5.3	5.0	4.9	4.8	4.8
ROE (%)	3.0	2.9	3.9	4.5	7.1
ROA (%)	2.3	2.2	2.9	3.4	5.5
Current ratio (x)	4.7	4.4	4.2	4.9	4.7
Gearing ratio (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Interest coverage (x)	5.1	3.9	3.4	4.3	5.7

QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	10,998	8,669	7,469	5,956	7,229
Accounts receivable	1,383	1,074	1,420	1,452	1,804
Inventory	27	31	30	24	25
PP&E-net	14,801	11,039	11,037	11,586	11,907
Other assets	25,605	28,307	29,646	27,881	32,012
Total assets	80,511	76,711	77,125	71,306	71,285
Accounts payable	1,900	2,222	1,848	2,379	1,815
ST debts & current portion	749	755	961	987	948
Long-term debt	3,092	3,087	4,060	2,587	2,601
Other liabilities	5,241	5,552	5,533	5,565	6,071
Total liabilities	16,876	17,169	18,264	14,666	14,436
Paid-up capital	47,657	47,657	47,657	47,657	47,677
Share premium	1,797	1,797	1,797	1,797	1,808
Retained earnings	5,752	3,578	4,229	1,435	3,342
Shareholders equity	61,787	57,686	57,388	55,199	55,349
Minority interests	1,847	1,856	1,473	1,441	1,500
Total Liab.&Shareholders' equity	80,511	76,711	77,125	71,306	71,285

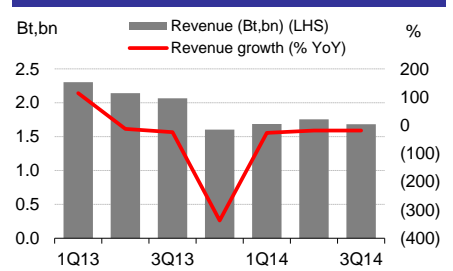
Key operating data

	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14
Total ridership (pax)	54	57	51	55	56
Ridership growth (%)	7	12	2	2	5
Average fare price (Bt/pax)	27	27	27	27	27
Media revenue growth (%)	6	(4)	(10)	(7)	(2)
Property revenue growth (%)	59.5	(41.4)	(66.6)	(61.7)	(50.2)

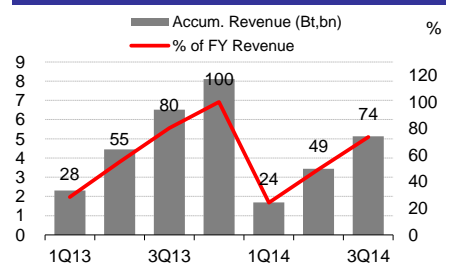
Company profile

BTS Group is the leading operator of mass transit services in Bangkok. It also runs the largest out-of-home media company in Thailand and is engaged in property development along mass transit routes. Moreover, BTS Group has service businesses that provide strategic support.

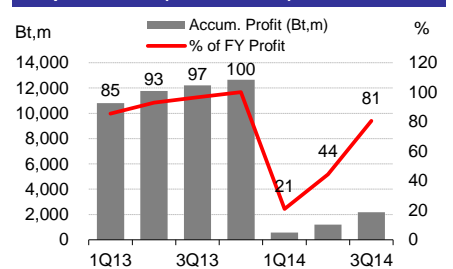
Revenue trend



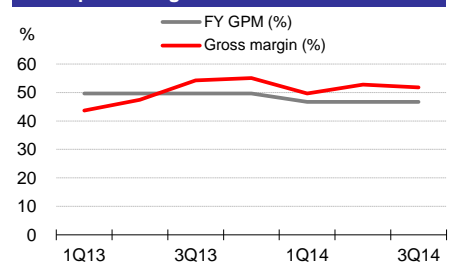
Revenue trend (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin

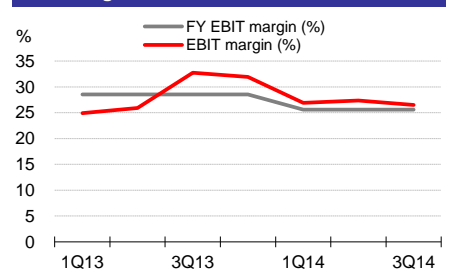


Figure 1 : 3Q14 results

FY Ended 31 Mar (Btm)	3Q14	3Q13	YoY %	2Q14	QoQ %	9M14	9M13	YoY %	9M14 vs. FY14E
Income Statement									
Revenue	1,684	2,067	(19)	1,756	(4)	5,126	6,513	(21)	74
Cost of sales and services	(812)	(946)	(14)	(829)	(2)	(2,490)	(3,369)	(26)	67
EBITDA	553	847	(35)	604	(9)	1,723	2,165	(20)	74
EBIT	446	677	(34)	480	(7)	1,380	1,805	(24)	77
Interest expense	(78)	(134)	(41)	(112)	(30)	(324)	(500)	(35)	65
Other income/exp.	304	344	(11)	329	(7)	1,035	1,090	(5)	78
Equity earnings from affiliates	200	158	27	223	(10)	592	460	29	51
Extra items	493	0	<i>nm</i>	22	2,118	515	13,877	(96)	<i>nm</i>
EBT	672	886	(24)	697	(4)	2,092	2,395	(13)	80
Corporate tax	(264)	(439)	(40)	(191)	38	(668)	(3,688)	(82)	89
Minority interest	(120)	(157)	(23)	(118)	2	(350)	(839)	(58)	43
Net profit (loss)	981	449	118	633	55	2,181	12,205	(82)	81
Reported EPS	0.08	0.04	118	0.05	55	0.10	1.03	(90)	44
Core net profit	488	449	9	611	(20)	1,666	1,606	4	76
Key ratios									
Gross margin (%)	51.8	54.2		52.8		51.4	48.3		
EBITDA margin (%)	32.8	41.0		34.4		33.6	33.2		
EBIT margin (%)	26.5	32.7		27.4		26.9	27.7		
Tax rate (%)	39.3	49.5		27.4		31.9	154.0		
Net margin (%)	58.3	21.7		36.1		42.6	187.4		
Current ratio (x)	4.7	4.7		4.9		4.7	4.7		
Gearing ratio (x)	0.1	0.1		0.1		0.1	0.1		
Interest coverage (x)	5.7	5.1		4.3		4.3	3.6		
Balance Sheet									
Cash & Equivalent	7,229	10,998	(34)	5,956	21				
Total assets	71,285	80,511	(11)	71,306	(0)				
ST debts & current portion	948	749	27	987	(4)				
Long-term debt	2,601	3,092	(16)	2,587	1				
Total liabilities	14,436	16,876	(14)	14,666	(2)				
Retained earnings	3,342	5,752	(42)	1,435	133				
Shareholders equity	55,349	61,787	(10)	55,199	0				
Minority interests	1,500	1,847	(19)	1,441	4				
BV (Bt)	4.8	5.3	(11)	4.8	0				

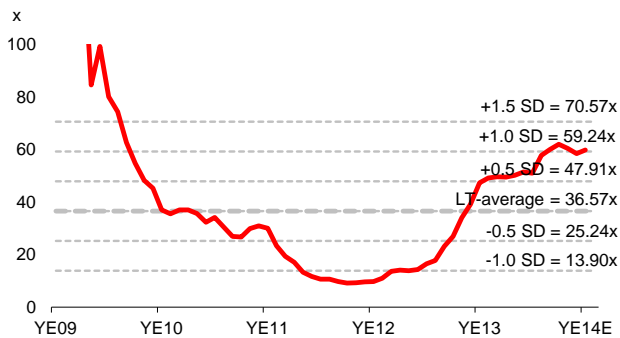
- YoY revenue dive was due to weaker contributions from the media and property units
- QoQ revenue contraction was due to weaker contributions from the mass transit and media businesses
- Slimmer gross margin for the mass transit QoQ (but fatter YoY)
- Tighter gross margin for the media business, both YoY and QoQ
- YoY and QoQ gross margin expansion for the property unit
- Higher SG&A expenses YoY but lower QoQ
- Lower debts outstanding, both YoY and QoQ
- Net profit was below our estimate and that of the consensus

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

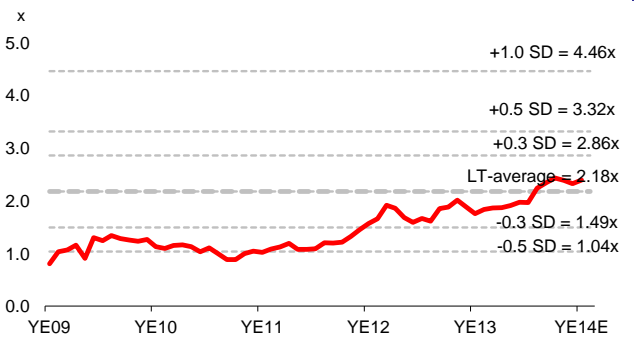
Regional Comparisons

	Bloomberg Code	Price (local curr.)	Market Cap (US\$ equivalent)	PER (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div Yield (%)	
				2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E
Guangshen	525 HK	HKD3.8	4,364	23.3	19.8	-30.6	28.0	0.8	0.8	3.4	3.8	1.9	2.2
MTR Corp	66 HK	HKD34.3	25,751	18.7	18.7	24.2	-4.0	1.3	1.2	7.0	6.5	2.8	2.9
West Japan Railway	9021 JP	JPY6,267.0	10,229	18.1	16.8	2.2	7.5	1.5	1.4	8.4	8.5	1.9	2.0
Nippon Express	9062 JP	JPY646.0	5,782	21.2	18.1	18.7	16.2	1.3	1.2	6.2	6.8	1.5	1.6
SMRT Corp	MRT SP	SGD1.7	1,956	28.1	23.2	51.2	22.6	3.1	2.9	11.4	12.9	1.8	2.0
Bangkok Metro	BMCL TB	THB2.04	1,283	n.a.	n.a.	-53.3	-3.6	5.1	5.5	-6.6	-11.0	0.0	0.0
BTS Group Holdings	BTS TB	THB9.90	3,592	58.2	60.1	-78.6	-3.2	2.2	2.4	4.9	5.4	7.1	8.1
Simple average				27.9	26.1	-9.4	9.1	2.2	2.2	5.0	4.7	2.4	2.7

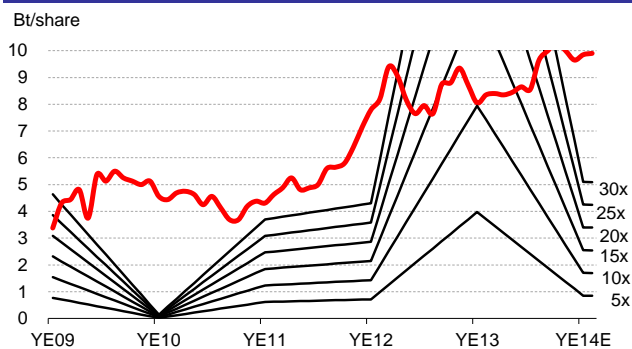
PER band versus SD (next 12 months)



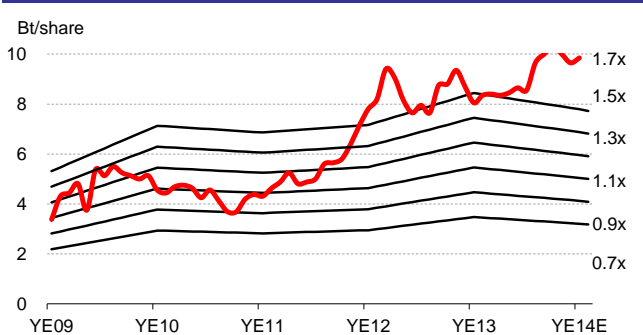
PBV band versus SD (next 12 months)



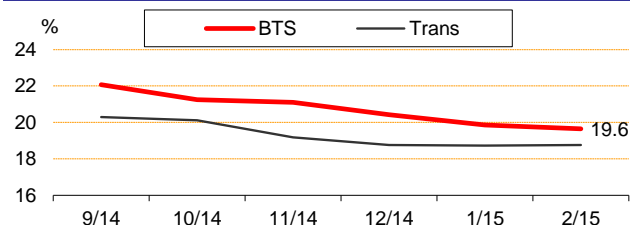
PER band and share price



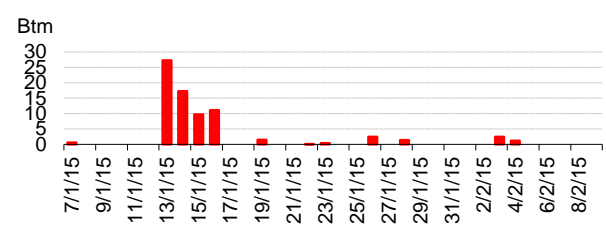
PBV band and share price



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 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
PLANB, JASIF	PLANB, JASIF

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.