

# ไทคอน อินดัสเทรียล คอนเน็คชั่น

TICON TB /TICON.BK

**3 มีนาคม 2558**

รายได้หลักจากค่าเช่าไตรมาส 4/57 ตรงตามคาด;  
แนวโน้มการเติบโตปี 2558 ดี

## ผลประกอบการกำไรหลักจากค่าเช่าไตรมาส 4/57 ตรงตามคาด แนวโน้มปี 2558 ดีขึ้น

TICON รายงานกำไรขั้นต้นหลักจากค่าเช่าที่ 186 ล้านบาท ตรงตาม  
คาดการณ์ของเรา อัตราเช่าโรงงานของบริษัทกำลังฟื้นตัวและอัตราจอง  
เช่าคลังสินค้ายังคงแข็งแกร่ง เราเชื่อว่ากำไรสุทธิที่หด  
ตัว 33% YoY เป็น 596 ล้านบาทไม่ได้บ่งชี้ใดๆถึงผลการดำเนินงาน  
หลัก โดยเรามองว่ามีปัจจัยจากภาวะแทรกซ้อนจากการขายสินทรัพย์เข้า  
กอง REIT ทั้งนี้ TICON ประกาศจ่ายเงินปันผลสำหรับการดำเนินงานปี  
2557 ที่ 0.50 บาทต่อหุ้นตามคาด (ขึ้นเครื่องหมาย XD ในวันที่  
28 เม.ย.; จ่ายในวันที่ 19 พ.ค.)

## ประเด็นหลักจากผลประกอบการ

กำไรขั้นต้นไตรมาส 4/57 จากการขายสินทรัพย์เข้ากอง REIT อยู่ที่  
995 ล้านบาท ซึ่งต่ำกว่าที่เราคาด 36% อัตรากำไรขั้นต้นจากการขาย  
สินทรัพย์ลดลงที่ 30% เนื่องจากอัตรากำไรขั้นต้นจากการขายคลังสินค้า  
อยู่ที่เพียง 27% (แต่อัตรากำไรขั้นต้นโรงงานยังทรงตัวที่ 45% ได้  
ดี) นอกจากนี้ TICON ตั้งสำรองการันตีรายได้จากกอง REIT ไว้ที่ 118  
ล้านบาท ซึ่งเป็นอีกปัจจัยที่กดดันกำไรสุทธิ

## แนวโน้ม

กำไรไตรมาส 1/58 คาดหดตัวทั้ง QoQ และ YoY เนื่องจากบริษัทจะไม่มี  
การขายสินทรัพย์ใดๆในไตรมาส 1/58 จากความคาดหวังต่อกำไรจะได้  
จากการขายพื้นที่สินทรัพย์เข้ากอง REIT ที่ลดลง เราจึงปรับลดประมาณ  
การกำไรปี 2558 อย่างไรก็ตาม เรายังคงมองว่าผลการดำเนินงานหลัก  
ของ TICON จะเติบโตได้ดีในปีนี้เนื่องจากเราคาดว่าพื้นที่เช่าคลังสินค้า  
น่าจะขยายตัว อีกทั้งยอดขายและยอดเช่าโรงงาน ยังจะฟื้นตัวอีกด้วย

## สิ่งที่เปลี่ยนแปลงไป

เราปรับลดประมาณปี 2558 สำหรับรายได้ลง 14% เป็น 5,693 ล้านบาท  
และ 36% สำหรับกำไร 36% เป็น 1,080 ล้านบาทเพื่อสะท้อนความ  
คาดหวังต่ออัตรากำไรสำหรับการขายคลังสินค้าที่ลดลง และเรายังคาด  
ว่าบริษัทจะต้องทำการตั้งสำรองการันตีรายได้สำหรับการขายพื้นที่  
คลังสินค้าในแต่ละครั้งอีกด้วย ประมาณการกำไรของเราจะมีข้อผิดพลาดหาก  
อัตรากำไรขั้นต้นของเราขายสินทรัพย์เข้ากอง REIT เพิ่มขึ้น หรือมีการ  
ย้อนรายการตั้งสำรอง ทั้งนี้ เราตั้งสมมติฐานพื้นที่เช่าเพิ่มเติมสุทธิ  
สำหรับปี 2558 จะอยู่ที่ 6 หมื่นตารางเมตรสำหรับโรงงาน และ 2 แสน  
ตารางเมตรสำหรับโกดังสินค้า ซึ่งต่ำกว่าค่าชี้แนะจากผู้บริหาร

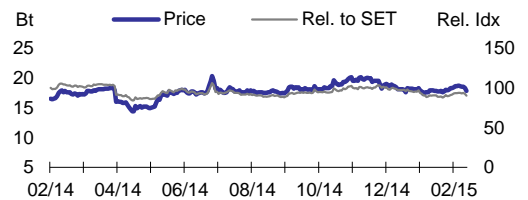
**Sector: Property (Industrial) Neutral**

 คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**

เป้าหมายพื้นฐาน: 20.30 บาท

ราคา (27/02/58): 17.80 บาท

## Price chart

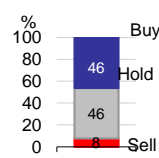


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	1.5	(10.2)	(11.9)
Absolute	1.1	(11.0)	8.5

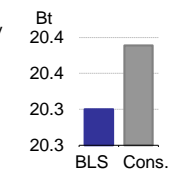
## Key Statistics

Market cap	Bt19.6bn	USD0.6bn
12-mth price range	Bt14.3/Bt20.5	
12-mth avg daily volume	Bt107m	USD3.3m
# of shares (m)	1,099	
Est. free float (%)	61.4	
Foreign limit (%)	49.0	

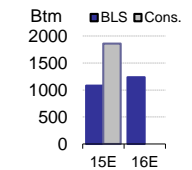
## Consensus rating



## BLS Target price vs. Consensus



## BLS earnings vs. Consensus



## Financial Summary

FY Ended 31 Dec	2014	2015E	2016E	2017E
Revenues (Btm)	5,619	5,693	6,279	6,583
Net profit (Btm)	762	1,080	1,235	1,354
EPS (Bt)	0.69	0.98	1.12	1.23
EPS growth (%)	-55.3%	+42%	+14.4%	+9.6%
Core profit (Btm)	877	1,138	1,314	1,464
Core EPS (Bt)	0.80	1.04	1.20	1.33
Core EPS growth (%)	-45.8%	+30%	+15.5%	+11.4%
PER (x)	25.7	18.1	15.8	14.5
PBV (x)	1.7	1.0	0.6	0.4
Dividend (Bt)	0.5	0.7	0.8	0.9
Dividend yield (%)	2.9	4.1	4.7	5.2
ROE (%)	7.6	6.9	4.6	3.1

## CG Rating



ธนัทเทพ จันทรานัต

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

Thanatthep.C@bualuang.co.th

+66 2 618 1340

จิรเมธ รัตพิพัฒน์

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

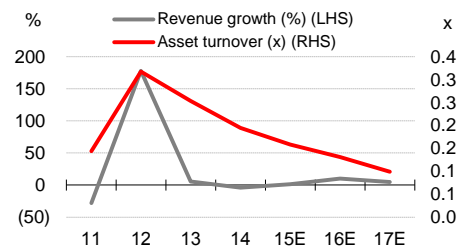
### คำแนะนำ

เราเชื่อว่าสัดส่วนพอร์ตสินทรัพย์ให้เข้า ready-built และ built-to-suit ของ TICON ปัจจุบันนั้น อยู่ในระดับที่เหมาะสมที่ 70:30 โดยโรงงานและคลังสินค้าชนิด ready-built ให้อัตรากำไรสูงกว่าคลังสินค้าชนิด built-to-suit แต่ประเภท built-to-suit จะได้เปรียบในแง่ของระยะสัญญาเช่าที่ยาวกว่า แม้เราจะปรับลดประมาณการปี 2558 ลง แต่เรายังคงคาดว่าธุรกิจหลักของ TICON จะยังขยายตัวได้ ดังนั้นเราจึงมองว่าหุ้นจะสามารถปรับขึ้นไปซื้อขายในระดับสูงกว่า PER ระยะยาวที่ 14.4 เท่าได้ราว 1 SD เรายังคงคำแนะนำ ซื้อ ราคาเป้าหมาย 20.30 บาท

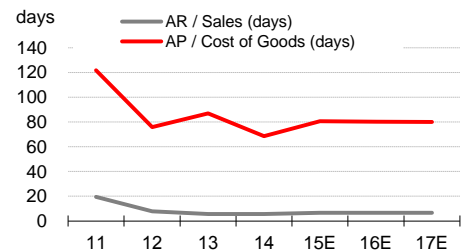
## TICON : Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Revenue	5,855	5,619	5,693	6,279	6,583
Cost of sales and services	(3,213)	(3,517)	(3,520)	(3,850)	(4,040)
<b>Gross profit</b>	<b>2,642</b>	<b>2,102</b>	<b>2,173</b>	<b>2,428</b>	<b>2,544</b>
SG&A	(716)	(769)	(682)	(711)	(729)
<b>EBIT</b>	<b>1,927</b>	<b>1,333</b>	<b>1,491</b>	<b>1,718</b>	<b>1,815</b>
Interest expense	(546)	(643)	(645)	(711)	(645)
Other income/exp.	25	59	206	232	210
<b>EBT</b>	<b>1,405</b>	<b>749</b>	<b>1,052</b>	<b>1,239</b>	<b>1,379</b>
Corporate tax	(277)	(139)	(227)	(256)	(280)
<b>After-tax net profit (loss)</b>	<b>1,128</b>	<b>610</b>	<b>825</b>	<b>982</b>	<b>1,099</b>
Minority interest	0	0	0	0	0
Equity earnings from affiliates	217	267	313	332	365
Extra items	70	(116)	(58)	(79)	(110)
<b>Net profit (loss)</b>	<b>1,414</b>	<b>762</b>	<b>1,080</b>	<b>1,235</b>	<b>1,354</b>
Reported EPS	1.55	0.69	0.98	1.12	1.23
<b>Fully diluted EPS</b>	<b>1.55</b>	<b>0.69</b>	<b>0.98</b>	<b>1.12</b>	<b>1.23</b>
<b>Core net profit</b>	<b>1,345</b>	<b>877</b>	<b>1,138</b>	<b>1,314</b>	<b>1,464</b>
Core EPS	1.47	0.80	1.04	1.20	1.33
<b>EBITDA</b>	<b>2,303</b>	<b>1,766</b>	<b>2,363</b>	<b>2,611</b>	<b>2,739</b>
<b>KEY RATIOS</b>					
Revenue growth (%)	5.4	(4.0)	1.3	10.3	4.9
Gross margin (%)	45.1	37.4	38.2	38.7	38.6
EBITDA margin (%)	39.3	31.4	41.5	41.6	41.6
Operating margin (%)	32.9	23.7	26.2	27.4	27.6
Net margin (%)	24.2	13.6	19.0	19.7	20.6
Core profit margin (%)	23.0	15.6	20.0	20.9	22.2
ROA (%)	6.1	2.6	3.0	2.6	2.0
ROCE (%)	6.6	2.9	3.2	2.7	2.1
Asset turnover (x)	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1
Current ratio (x)	0.9	0.2	0.3	0.1	0.1
Gearing ratio (x)	1.8	1.5	0.9	0.6	0.4
Interest coverage (x)	3.5	2.1	2.3	2.4	2.8
<b>BALANCE SHEET (Btm)</b>					
Cash & Equivalent	769	460	841	236	(82)
Accounts receivable	91	87	102	112	118
Inventory	0	0	0	0	0
PP&E-net	18,356	25,508	35,140	50,046	72,057
Other assets	7,236	5,154	4,502	4,905	5,320
<b>Total assets</b>	<b>26,451</b>	<b>31,209</b>	<b>40,585</b>	<b>55,300</b>	<b>77,413</b>
Accounts payable	766	661	777	847	884
ST debts & current portion	3,233	2,886	3,290	2,553	2,674
Long-term debt	12,446	14,341	14,921	16,451	19,451
Other liabilities	1,319	1,856	1,760	1,760	1,760
<b>Total liabilities</b>	<b>17,764</b>	<b>19,743</b>	<b>20,748</b>	<b>21,611</b>	<b>24,770</b>
Paid-up capital	912	1,099	1,099	1,099	1,099
Share premium	4,669	7,343	7,343	7,343	7,343
Retained earnings	3,110	2,959	11,331	25,183	44,137
<b>Shareholders equity</b>	<b>8,688</b>	<b>11,466</b>	<b>19,837</b>	<b>33,689</b>	<b>52,643</b>
Minority interests	0	0	0	0	0
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>26,451</b>	<b>31,209</b>	<b>40,585</b>	<b>55,300</b>	<b>77,413</b>
<b>CASH FLOW (Btm)</b>					
Net income	1,414	762	1,080	1,235	1,354
Depreciation and amortization	376	433	872	894	924
Change in working capital	(261)	(926)	(184)	(415)	(342)
FX, non-cash adjustment & others	3,546	3,830	3,777	4,012	4,182
<b>Cash flows from operating activities:</b>	<b>5,076</b>	<b>4,098</b>	<b>5,545</b>	<b>5,726</b>	<b>6,117</b>
Capex (Invest)/Divest	(7,279)	(8,634)	(5,097)	(8,582)	(11,426)
Others	(2,573)	618	(116)	(116)	(116)
<b>Cash flows from investing activities</b>	<b>(9,852)</b>	<b>(8,016)</b>	<b>(5,213)</b>	<b>(8,697)</b>	<b>(11,541)</b>
Debt financing (repayment)	5,349	1,547	985	3,293	6,121
Equity financing	269	0	0	0	0
Dividend payment	(912)	(914)	(810)	(926)	(1,015)
Others	(2,573)	618	(116)	(116)	(116)
<b>Cash flows from financing activities</b>	<b>3,074</b>	<b>3,494</b>	<b>175</b>	<b>2,367</b>	<b>5,106</b>
Net change in cash	(1,702)	(424)	507	(605)	(318)
<b>Free cash flow (Btm)</b>	<b>(2,203)</b>	<b>(4,536)</b>	<b>447</b>	<b>(2,856)</b>	<b>(5,309)</b>
<b>FCF per share (Bt)</b>	<b>(2.4)</b>	<b>(4.1)</b>	<b>0.4</b>	<b>(2.6)</b>	<b>(4.8)</b>
<b>Key Assumptions</b>					
Leased factories (sq.m)	252,190	179,230	184,230	186,480	187,575
Leased w arehouses (sq.m)	309,872	324,927	344,927	365,927	393,647
Additional leased factories space (sq.m)	47,675	1,290	60,000	60,000	60,000
Additional leased w arehouse space (sq.	196,189	175,578	200,000	210,000	220,500
Spin-off space (sq.m)	290,445	234,773	235,000	246,750	251,685

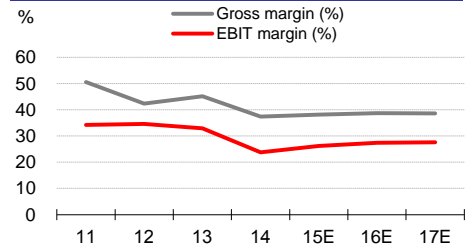
### Revenue growth and asset turnover



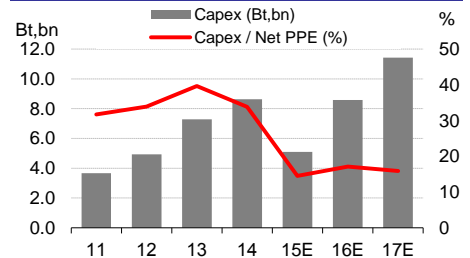
### A/C receivable & A/C payable days



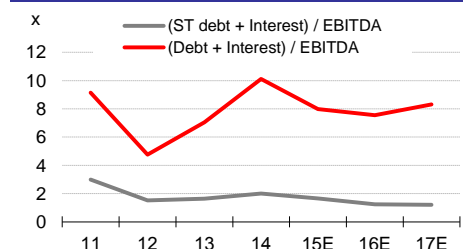
### Profit margins



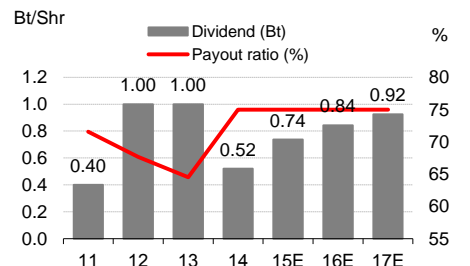
### Capital expenditure



### Debt serviceability



### Dividend payout



## TICON : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14
Revenue	4,835	721	289	341	4,268
Cost of sales and services	(2,895)	(257)	(74)	(100)	(3,085)
Gross profit	1,940	465	214	240	1,183
SG&A	(307)	(173)	(163)	(185)	(249)
<b>EBIT</b>	<b>1,633</b>	<b>291</b>	<b>52</b>	<b>56</b>	<b>934</b>
Interest expense	(167)	(157)	(165)	(140)	(180)
Other income/exp.	(423)	(4)	67	50	(46)
<b>EBT</b>	<b>1,044</b>	<b>130</b>	<b>(46)</b>	<b>(34)</b>	<b>707</b>
Corporate tax	(184)	(59)	(18)	(15)	(46)
After-tax net profit (loss)	860	70	(64)	(49)	661
Minority interest	0	0	0	0	0
Equity earnings from affiliates	49	73	70	64	60
Extra items	0	0	(0)	2	(117)
<b>Net profit (loss)</b>	<b>909</b>	<b>144</b>	<b>5</b>	<b>17</b>	<b>604</b>
Reported EPS	1.00	0.16	0.01	0.02	0.55
<b>Fully diluted EPS</b>	<b>1.00</b>	<b>0.16</b>	<b>0.01</b>	<b>0.02</b>	<b>0.55</b>
<b>Core net profit</b>	<b>909</b>	<b>144</b>	<b>5</b>	<b>15</b>	<b>721</b>
Core EPS	1.00	0.16	0.01	0.01	0.66
<b>EBITDA</b>	<b>1,298</b>	<b>384</b>	<b>210</b>	<b>106</b>	<b>888</b>

### KEY RATIOS

Gross margin (%)	40.1	64.4	74.2	70.5	27.7
EBITDA margin (%)	26.9	53.2	72.7	31.0	20.8
Operating margin (%)	33.8	40.4	17.8	16.3	21.9
Net margin (%)	18.8	19.9	1.8	4.9	14.1
Core profit margin (%)	18.8	19.9	1.9	4.4	16.9
BV (Bt)	9.5	9.7	11.3	9.6	10.4
ROE (%)	44.2	6.6	0.2	0.7	22.2
ROA (%)	13.9	2.1	0.1	0.2	7.7
Current ratio (x)	0.9	1.1	0.9	0.8	0.2
Gearing ratio (x)	1.8	1.9	1.6	1.9	1.5
Interest coverage (x)	9.8	1.9	0.3	0.4	5.2

### QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	769	586	298	325	460
Accounts receivable	91	69	61	69	87
Inventory	0	0	0	0	0
PP&E-net	18,356	19,170	20,716	22,779	25,508
Other assets	7,236	7,777	8,058	8,357	5,154
<b>Total assets</b>	<b>26,451</b>	<b>27,602</b>	<b>29,132</b>	<b>31,531</b>	<b>31,209</b>
Accounts payable	766	756	808	696	661
ST debts & current portion	3,233	2,835	3,679	4,560	2,886
Long-term debt	12,446	13,808	12,961	14,542	14,341
Other liabilities	1,319	1,365	1,377	1,410	1,856
<b>Total liabilities</b>	<b>17,764</b>	<b>18,764</b>	<b>18,825</b>	<b>21,208</b>	<b>19,743</b>
Paid-up capital	912	912	914	1,073	1,099
Share premium	4,669	4,670	4,679	6,895	7,343
Retained earnings	3,110	3,254	2,346	2,362	2,959
<b>Shareholders equity</b>	<b>8,688</b>	<b>8,838</b>	<b>10,305</b>	<b>10,323</b>	<b>11,466</b>
Minority interests	0	0	0	0	0
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>26,451</b>	<b>27,602</b>	<b>29,130</b>	<b>31,531</b>	<b>31,209</b>

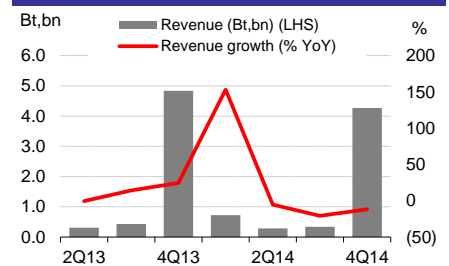
### Key Statistics

Leased factories (sq.m)	252,190	238,955	240,830	226,730	179,230
Leased warehouses (sq.m)	309,872	334,053	370,953	432,596	324,927
Additional leased factories space (sq.m)	70,575	7,015	1,875	(14,100)	6,500
Additional leased warehouse space (sq.m)	167,699	24,181	36,900	61,643	52,854
Spin-off space (sq.m)	286,320	20,250	0	0	214,523

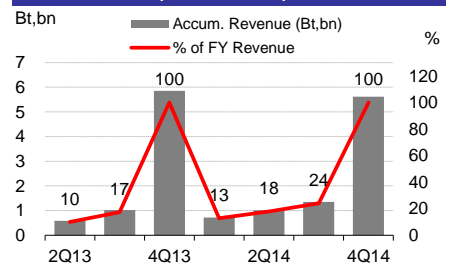
### Company profile

The Company provides international standard factories and logistics warehouses for rent and sale in industrial estates, industrial park and other potential locations, and also offers other services in regard to commencing their production in Thailand.

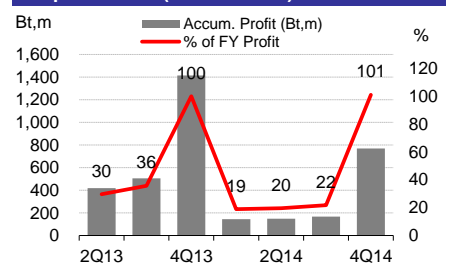
### Revenue trend



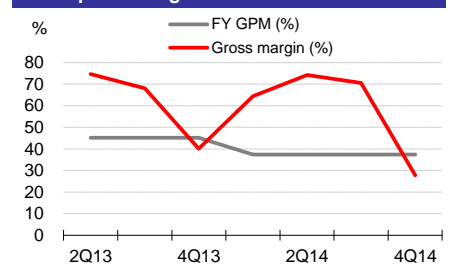
### Revenue trend (accumulated)



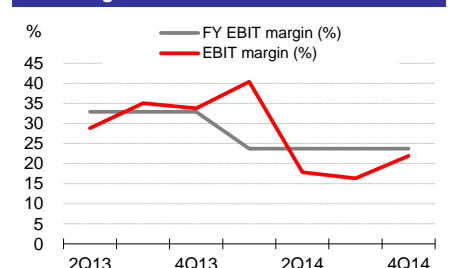
### Net profit trend (accumulated)



### Gross profit margin



### EBIT margin



**Figure 1 : 4Q14 results**

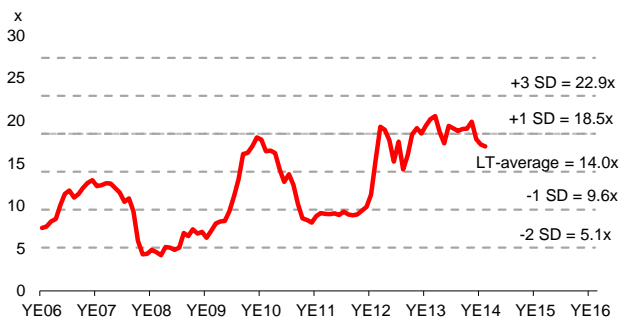
FY Ended 31 Dec (Btm)	4Q14	4Q13	YoY %	3Q14	QoQ %	2014	2013	YoY %	
<b>Income Statement</b>									
Revenue	4,268	4,835	(12)	341	1,153	5,619	5,855	(4)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Revenue rose QoQ on asset sales to a REIT, but fell YoY as lower assets value was sold</li> <li>• Gross margin dropped to 30%.</li> <li>• Net income fell YoY, due to slimmer asset divestment GM and provisioning for a rental guarantee</li> </ul>
Cost of sales and services	(3,085)	(2,895)	7	(100)	2,974	(3,517)	(3,213)	9	
EBITDA	888	1,298	(32)	106	35	1,587	2,328	8	
SG&A	(249)	(307)	(19)	(185)	56	(769)	(716)	8	
EBIT	934	1,633	(43)	56	1,578	1,333	1,927	(31)	
Interest expense	(180)	(167)	8	(140)	29	(643)	(546)	18	
Other income/exp.	(46)	(423)	nm	50	(193)	67	25	167	
Equity earnings from affiliates	60	49	23	64	(6)	267	217	23	
Extra items	(117)	0	nm	2	nm	(116)	70	nm	
<b>EBT</b>	<b>707</b>	<b>1,044</b>	(32)	<b>(34)</b>	<b>nm</b>	<b>757</b>	<b>1,405</b>	(46)	
Corporate tax	(46)	(184)	(75)	(15)	214	(139)	(277)	(50)	
Minority interest	0	0	nm	0	nm	0	0	nm	
<b>Net profit (loss)</b>	<b>604</b>	<b>909</b>	(34)	<b>17</b>	<b>3,492</b>	<b>770</b>	<b>1,414</b>	(46)	
Reported EPS	0.55	1.00	(45)	0.02	3,406	0.77	1.56	(51)	
<b>Core net profit</b>	<b>721</b>	<b>909</b>	(21)	<b>15</b>	<b>4,707</b>	<b>885</b>	<b>1,345</b>	(34)	
<b>Key ratios</b>									
Gross margin (%)	27.7	40.1		70.5		37.4	45.1		
EBITDA margin (%)	20.8	26.9		31.0		28.2	39.8		
EBIT margin (%)	21.9	33.8		16.3		23.7	32.9		
SG&A / Revenue (%)	5.8	6.4		54.2		13.7	12.2		
Tax rate (%)	6.5	17.6		(43.0)		18.3	19.7		
Net margin (%)	14.1	18.8		4.9		13.7	24.2		
Current ratio (x)	0.2	0.9		0.8		0.2	0.9		
Gearing ratio (x)	1.5	1.8		1.9		1.5	1.8		
Interest coverage (x)	5.2	9.8		0.4		2.1	3.5		
<b>Balance Sheet</b>									
Cash & Equivalent	460	769	(40)	325	41				
<b>Total assets</b>	<b>31,209</b>	<b>26,451</b>	18	<b>31,531</b>	(1)				
ST debts & current portion	2,886	3,233	(11)	4,560	(37)				
Long-term debt	14,341	12,446	15	14,542	(1)				
<b>Total liabilities</b>	<b>19,743</b>	<b>17,764</b>	11	<b>21,208</b>	(7)				
Retained earnings	2,959	3,110	(5)	2,362	25				
<b>Shareholders equity</b>	<b>11,466</b>	<b>8,688</b>	32	<b>10,323</b>	11				
Minority interests	0	0	0	0	nm				
BV (Bt)	10.4	9.5	10	9.6	8				

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
Amata Corporation	AMATA TB	THB18.60	613	11.5	10.2	-22.7	12.6	1.5	1.4	16.5	17.5	3.5	3.9
Hemaraj Land and Developer	HEMRAJ TB	THB4.42	1,325	12.6	9.3	-0.6	35.8	2.4	2.1	21.7	26.6	4.0	5.4
Ticon Industrial Connection	TICON TB	THB17.80	604	12.4	11.0	24.5	13.2	1.1	0.9	10.8	9.3	6.0	6.8
Thai Factory Development	TFD TB	THB5.80	230	18.6	13.4	n.m.	38	2.1	1.6	20.6	15.7	4.4	4.5
Wha Corporation	WHA TB	THB36.00	1,462	28.3	26.1	25.5	8.4	6.7	5.8	25.3	23.7	1.4	1.5
<b>Simple average</b>				<b>16.7</b>	<b>14.0</b>	<b>6.7</b>	<b>21.6</b>	<b>2.7</b>	<b>2.4</b>	<b>19.0</b>	<b>18.5</b>	<b>3.9</b>	<b>4.4</b>

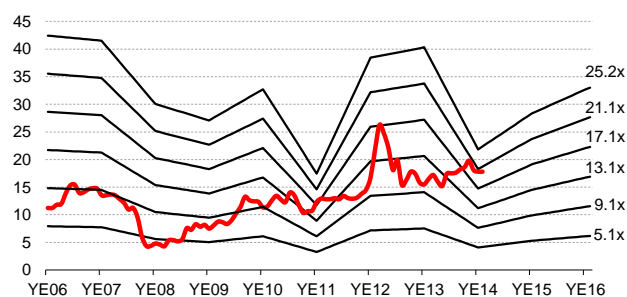
PER band versus SD (next 12 months)



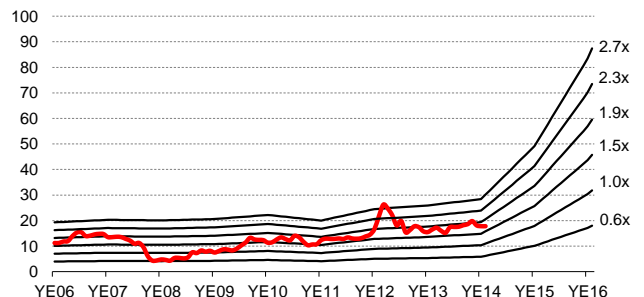
PBV band versus SD (next 12 months)



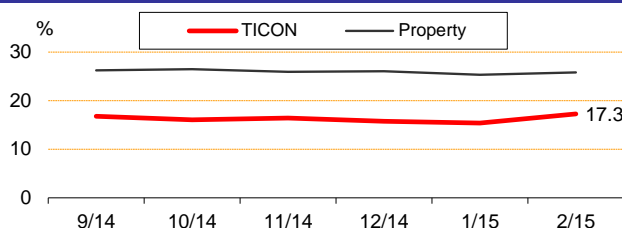
PER band and share price



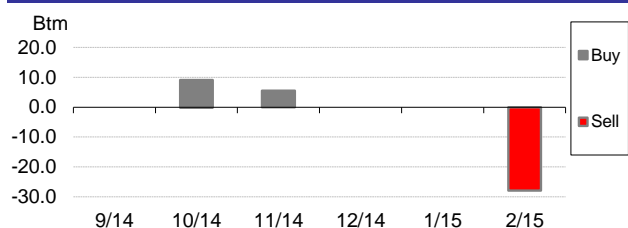
PBV band and share price



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
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.