

# Gulf Energy Development

GULF TB / GULF.BK

15 พฤษภาคม 2561

## ไตรมาส 1/61 กำไรสูงสุดเป็นประวัติการณ์; คาดกำไรไตรมาส 2/61 ทำสถิติสูงสุดใหม่

### กำไรเกิดคาด!

GULF ประกาศกำไรสุทธิสำหรับไตรมาส 1/61 ที่ 1.7 พันล้านบาท เติบโตก้าวกระโดด 54% YoY และ 76% QoQ กำไรสุทธิมากกว่าที่เราคาด 19% และตลาดคาด 21% หากไม่รวมรายการพิเศษ จากอัตราแลกเปลี่ยน กำไรหลักจะอยู่ที่ 1.1 พันล้านบาท (เพิ่มขึ้น 49% YoY และ 61% QoQ) มากกว่าคาดการณ์ของเรา 3% และตลาด 15% จากส่วนแบ่งกำไรที่มากกว่าประมาณการของเรา

### ประเด็นหลักผลประกอบการ

รายได้จากการขายไฟฟ้าพุ่งขึ้นขึ้น 7,647% YoY และ 45% QoQ โดยตัวเลขที่โตแรง YoY และ QoQ มาจากกำลังผลิตที่เพิ่มขึ้นในช่วงปี 2560 และไตรมาส 1/61 อัตรากำไรขั้นต้นอยู่ที่ 26% ในไตรมาส 1/61 พลิกกลับจากติดลบในไตรมาส 1/60 แต่ลดลงจาก 27% ในไตรมาส 4/60 โดยอัตรากำไรขั้นต้นที่พลิกกลับจากติดลบ YoY เนื่องจากรายได้ของกำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นในปี 2560 ถูกรับรู้ในงบการเงินรวม เมื่อเทียบกับกำลังการผลิตก่อนหน้านี้ที่บริษัทถือน้อยกว่า 50% และถูกบันทึกลงในส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม ส่วนอัตรากำไรขั้นต้นที่หดตัว QoQ มาจากต้นทุนที่โตมากกว่ายอดขาย ทั้งนี้อัตรากำไรสุทธิลดลงเหลือ 50% ในไตรมาส 1/61 จาก 2,497% ในไตรมาส 1/60 เนื่องจากมีการบันทึกรายได้ทางบัญชีของกำลังการผลิตใหม่ที่บริษัทถือมากกว่า 50% ในจำแนก "รายได้" ซึ่งส่งผลให้ตัวเลขฐานในการคำนวณอัตรากำไรสุทธิเพิ่มสูงขึ้น นอกจากนี้ อัตรากำไรสุทธิไตรมาส 1/61 เพิ่มสูงขึ้นจาก 41% ในไตรมาส 4/60 หนุนโดยส่วนแบ่งกำไรที่เพิ่มขึ้นและอัตรากำไรจากการดำเนินงานที่เติบโตมากกว่าค่าใช้จ่ายทางดอกเบี้ย

### แนวโน้ม

เราคาดกำไรหลักไตรมาส 2/61 จะอยู่ที่ 1.2 พันบาท ทะยานขึ้น 118% YoY จากกำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้น และปรับตัวเพิ่มขึ้น 6% QoQ จากการรับรู้รายได้ทั้งไตรมาส ของกำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นในไตรมาส 1/61 และช่วงไฮซีซั่นของอุปสงค์ไฟฟ้า (ทั้งปริมาณการผลิตไฟฟ้าและค่าไฟฟ้ามีแนวโน้มปรับเพิ่มขึ้น)

### สิ่งที่เปลี่ยนแปลง

กำไรไตรมาส 1/61 ที่ดีกว่าคาด ส่งผลให้เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรหลักปี 2561 ขึ้น 15% มาอยู่ที่ 3.6 พันล้านบาท และเราได้ปรับสมมติฐานของอัตรากำไรขั้นต้นสำหรับกำไรในปีถัดไป โดยเราปรับคาดการณ์กำไรปี 2562-63 เพิ่มขึ้น 4% มาอยู่ที่ 4.0 พันล้านบาท และ 1% มาอยู่ที่ 4.5 พันล้านบาท ตามลำดับ

### คำแนะนำ

ผลประกอบการของ GULF ในไตรมาส 1/61 เป็นไตรมาสที่ดีที่สุดของบริษัทตั้งแต่เปิดดำเนินการมา และเราเชื่อว่ากำไรไตรมาส 2/61 น่าจะเป็นไตรมาสที่ทำสถิติกำไรสูงสุดใหม่อีกครั้ง โดยเราคาดกำไรไตรมาส 2/61

**Sector: Utilities**
**NEUTRAL**

 คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**

เป้าหมายพื้นฐาน: 80.00 บาท

ราคา (14/05/61): 73.00 บาท

### Financial summary

FY Ended 31 Dec	2017	2018E	2019E	2020E
Revenues (Btm)	4,350	17,532	26,237	29,811
Net profit (Btm)	3,451	4,230	4,038	4,468
EPS (Bt)	1.62	1.98	1.89	2.09
EPS grow th (%)	+140.2%	+22.6%	-4.6%	+10.7%
Core profit (Btm)	2,456	3,622	4,038	4,468
Core EPS (Bt)	1.15	1.70	1.89	2.09
Core EPS grow th (%)	+59%	+47.4%	+11.5%	+10.7%
PER (x)	45.1	36.8	38.6	34.9
PBV (x)	4.5	7.0	5.4	4.4
Dividend (Bt)	0.4	0.4	0.6	0.6
Dividend yield (%)	0.5	0.5	0.8	0.9
ROE (%)	18.7	14.9	15.8	13.9

**CG/Anti-corruption**

N/A / -

ปวีณนุช ศรีตระกูล

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

Paveenuch.sri@bualuang.co.th

+66 2 618 1348

กิจพัฒน์ วงษ์เมตตา

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

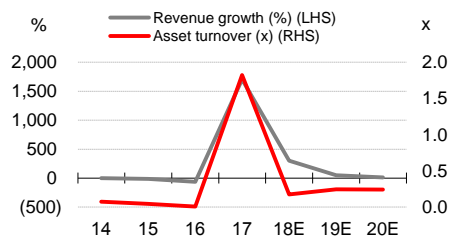
ของ GULF จะเติบโตแข็งแกร่งที่สุด YoY ในกลุ่มโรงไฟฟ้าที่เราให้คำแนะนำ เพิ่มขึ้น 118% เทียบกับ BGRIM ซึ่งเป็นอันดับสอง คาดเติบโต 39% นอกจากนี้กำไรสุทธิไตรมาส 1/61 คิดเป็น 54% ของคาดการณ์ปี 2561 ทั้งปีของตลาด (อยู่ที่ 3.2 พันล้านบาท) เราจึงคาดว่าตลาดมีแนวโน้มจะปรับคาดการณ์กำไรปี 2561 เพิ่มขึ้นอีกในไม่ช้า

นอกจากนี้ บริษัทยังมีอัปเดตต่อประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายของเรา จากปัจจัยดังนี้ 1) กำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นจากการขยายกิจการในหลายประเทศทั่วโลก 2) อัตรากำไรขั้นต้นที่ดีขึ้นจากการเพิ่มประสิทธิภาพโรงไฟฟ้าและ 3) การลงทุนในธุรกิจพลังงานต้นน้ำ ดังนั้น GULF จึงยังคงเป็นหุ้นที่เราชื่นชอบมากที่สุดในกลุ่มโรงไฟฟ้า และเรายังคงคำแนะนำที่ "ซื้อ" ที่ราคาเป้าหมาย ณ สิ้นปี 2561 ที่ 80 บาทต่อหุ้น

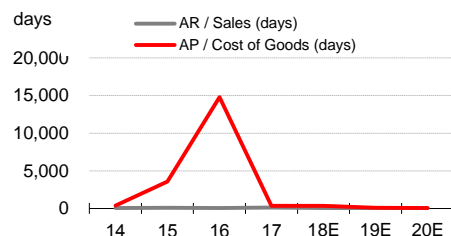
## GULF: Financial Tables – Year

<b>PROFIT &amp; LOSS (Btm)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
Revenue	241	4,350	17,532	26,237	29,811
Cost of sales and services	(235)	(3,286)	(13,312)	(19,922)	(22,637)
<b>Gross profit</b>	<b>6</b>	<b>1,064</b>	<b>4,219</b>	<b>6,314</b>	<b>7,175</b>
SG&A	(594)	(957)	(1,522)	(1,812)	(1,858)
<b>EBIT</b>	<b>(588)</b>	<b>107</b>	<b>2,697</b>	<b>4,503</b>	<b>5,316</b>
Interest expense	(792)	(1,428)	(2,256)	(3,017)	(3,273)
Other income/exp.	149	197	197	197	197
<b>EBT</b>	<b>(1,231)</b>	<b>(1,124)</b>	<b>638</b>	<b>1,683</b>	<b>2,240</b>
Corporate tax	47	54	0	0	0
<b>After-tax net profit (loss)</b>	<b>(1,184)</b>	<b>(1,070)</b>	<b>638</b>	<b>1,683</b>	<b>2,240</b>
Minority interest	(197)	456	806	1,194	1,272
Equity earnings from affiliates	1,437	3,982	3,791	3,549	3,500
Extra items	(32)	995	608	0	0
<b>Net profit (loss)</b>	<b>418</b>	<b>3,451</b>	<b>4,230</b>	<b>4,038</b>	<b>4,468</b>
<b>Core net profit</b>	<b>450</b>	<b>2,456</b>	<b>3,622</b>	<b>4,038</b>	<b>4,468</b>
<b>KEY RATIOS</b>					
Revenue growth (%)	(64.9)	1,705.3	303.0	49.7	13.6
Gross margin (%)	2.5	24.5	24.1	24.1	24.1
Operating margin (%)	(243.9)	2.5	15.4	17.2	17.8
Net margin (%)	173.3	79.3	24.1	15.4	15.0
Core profit margin (%)	186.6	56.5	20.7	15.4	15.0
ROA (%)	1.0	4.3	4.2	3.8	3.6
ROCE (%)	1.1	4.5	4.4	3.9	3.7
Asset turnover (x)	0.0	1.8	0.2	0.2	0.2
Current ratio (x)	0.4	3.5	3.5	6.1	6.5
Gearing ratio (x)	14.1	1.4	2.9	2.5	2.4
Interest coverage (x)	n.m.	0.1	1.2	1.5	1.6
<b>BALANCE SHEET (Btm)</b>					
Cash & Equivalent	2,802	21,139	47,262	35,900	40,846
Accounts receivable	38	1,660	2,731	4,087	4,644
PP&E-net	29,913	50,547	20,121	37,390	51,052
Other assets	27,064	27,307	29,115	35,914	37,655
<b>Total assets</b>	<b>59,816</b>	<b>100,652</b>	<b>99,230</b>	<b>113,290</b>	<b>134,196</b>
Accounts payable	1,707	3,060	1,031	1,464	1,874
ST debts & current portion	9,520	3,032	12,818	4,472	4,472
Long-term debt	43,866	53,898	59,398	74,553	87,504
Other liabilities	940	1,314	1,314	1,314	1,314
<b>Total liabilities</b>	<b>56,033</b>	<b>61,304</b>	<b>74,560</b>	<b>81,803</b>	<b>95,163</b>
Paid-up capital	2,795	10,667	10,667	10,667	10,667
Share premium	0	20,889	20,889	20,889	20,889
Retained earnings	(1,409)	2,022	4,566	7,392	10,520
Other component of equity	935	987	(13,876)	(10,228)	(6,321)
<b>Shareholders' equity</b>	<b>2,321</b>	<b>34,565</b>	<b>22,246</b>	<b>28,720</b>	<b>35,754</b>
Minority interests	1,461	4,783	2,424	2,768	3,278
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>59,815</b>	<b>100,652</b>	<b>99,230</b>	<b>113,290</b>	<b>134,196</b>
<b>CASH FLOW (Btm)</b>					
Net income	418	3,451	4,230	4,038	4,468
Depreciation and amortization	5	404	1,711	2,636	3,090
Change in working capital	(594)	(1,323)	(2,029)	(838)	(147)
FX, non-cash adjustment & others	(981)	(2,592)	(1,491)	508	891
<b>Cash flows from operating activities</b>	<b>(1,153)</b>	<b>(61)</b>	<b>2,422</b>	<b>6,344</b>	<b>8,302</b>
Capex (Invest)/Divest	(34,326)	0	28,265	(24,067)	(15,403)
Others	(412)	0	4,205	3,723	3,654
<b>Cash flows from investing activities</b>	<b>(34,738)</b>	<b>0</b>	<b>32,470</b>	<b>(20,344)</b>	<b>(11,749)</b>
Debt financing (repayment)	36,264	(12,353)	15,286	6,810	12,951
Equity financing	1,488	(22)	0	0	0
Dividend payment	0	(0)	(853)	(1,211)	(1,340)
Others	(569)	12,376	(2,115)	(2,961)	(3,217)
<b>Cash flows from financing activities</b>	<b>37,183</b>	<b>0</b>	<b>12,317</b>	<b>2,638</b>	<b>8,393</b>
Net change in cash	1,292	(61)	47,209	(11,363)	4,946
<b>Free cash flow (Btm)</b>	<b>(35,479)</b>	<b>(61)</b>	<b>30,687</b>	<b>(17,723)</b>	<b>(7,101)</b>
<b>Key assumptions</b>					
Equity MW	1,683	1,896	2,253	2,619	2,619
Electricity price [Base +ft] (Bt/unit)	3.52	3.50	3.58	3.66	3.74

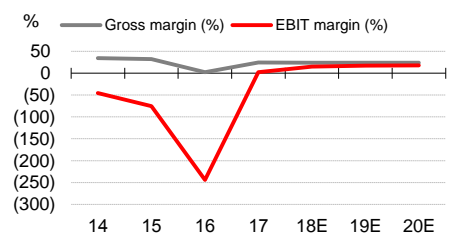
### Revenue growth and asset turnover



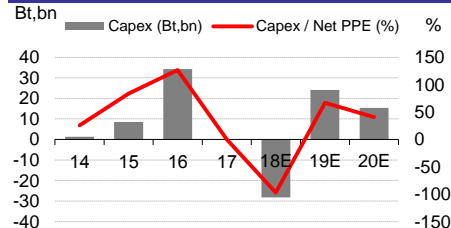
### A/C receivable & A/C payable days



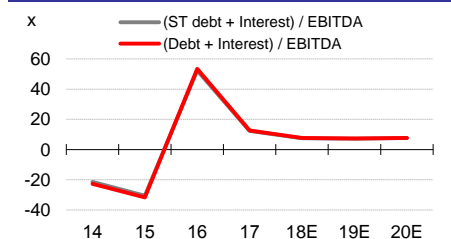
### Profit margins



### Capital expenditure



### Debt serviceability



## GULF: Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18
Revenue	44	408	1,521	2,377	3,436
Cost of sales and services	(54)	(338)	(1,162)	(1,732)	(2,530)
Gross profit	(9)	70	359	644	906
SG&A	(138)	(333)	(209)	(278)	(230)
<b>EBIT</b>	<b>(147)</b>	<b>(263)</b>	<b>151</b>	<b>366</b>	<b>675</b>
Interest expense	(282)	(326)	(397)	(422)	(470)
Other income/exp.	7	90	66	34	48
<b>EBT</b>	<b>(423)</b>	<b>(499)</b>	<b>(180)</b>	<b>(22)</b>	<b>253</b>
Corporate tax	30	29	1	(5)	4
After-tax net profit (loss)	(393)	(470)	(180)	(27)	257
Minority interest	(104)	(30)	(132)	(191)	(458)
Equity earnings from affiliates	1,234	1,033	815	900	1,300
Extra items	370	153	184	289	608
<b>Net profit (loss)</b>	<b>1,107</b>	<b>686</b>	<b>687</b>	<b>971</b>	<b>1,708</b>
Reported EPS	1.79	1.11	1.11	0.46	0.80
<b>Fully diluted EPS</b>	<b>1.79</b>	<b>1.11</b>	<b>1.11</b>	<b>0.46</b>	<b>0.80</b>
<b>Core net profit</b>	<b>738</b>	<b>534</b>	<b>503</b>	<b>682</b>	<b>1,099</b>
Core EPS	1.19	0.86	0.81	0.32	0.52

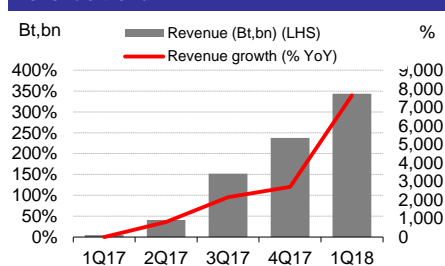
### KEY RATIOS

Gross margin (%)	(21.2)	17.2	23.6	27.1	26.4
Operating margin (%)	(332.3)	(64.4)	9.9	15.4	19.7
Net margin (%)	2,497.2	168.1	45.2	40.8	49.7
Core profit margin (%)	1,663.8	130.7	33.1	28.7	32.0
BV (Bt)	9.1	11.9	22.3	18.4	19.8
ROE (%)	147.4	67.8	38.1	17.4	19.3
ROA (%)	7.0	3.8	3.5	4.3	6.6
Current ratio (x)	0.4	0.6	0.6	3.5	2.7
Gearing ratio (x)	10.5	8.8	4.5	1.4	1.4
Interest coverage (x)	n.m.	n.m.	0.4	0.9	1.4

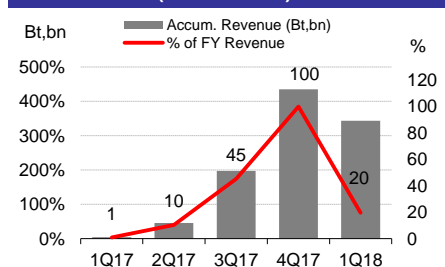
### QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	3,802	4,485	4,001	21,139	19,629
Accounts receivable	34	429	1,167	1,660	2,314
PP&E-net	38,469	43,543	47,452	52,555	57,128
Other assets	25,247	26,860	27,227	25,299	26,800
<b>Total assets</b>	<b>67,551</b>	<b>75,316</b>	<b>79,846</b>	<b>100,652</b>	<b>105,871</b>
Accounts payable	2,109	2,233	2,443	3,004	4,017
ST debts & current portion	10,127	10,872	10,527	3,149	3,821
Long-term debt	48,931	54,123	52,136	53,905	54,294
Other liabilities	752	720	929	1,247	1,536
<b>Total liabilities</b>	<b>61,920</b>	<b>67,949</b>	<b>66,035</b>	<b>61,304</b>	<b>63,668</b>
Paid-up capital	3,100	3,100	8,000	10,667	10,667
Share premium	0	0	0	20,889	20,889
Retained earnings	(309)	377	1,053	2,022	3,729
<b>Shareholders equity</b>	<b>3,690</b>	<b>4,412</b>	<b>9,994</b>	<b>34,565</b>	<b>36,305</b>
Minority interests	1,941	2,955	3,817	4,783	5,897
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>67,551</b>	<b>75,315</b>	<b>79,846</b>	<b>100,652</b>	<b>105,871</b>
<b>Key operating data</b>	<b>1Q17</b>	<b>2Q17</b>	<b>3Q17</b>	<b>4Q17</b>	<b>1Q18</b>
Equity MW	1,753	1,825	1,896	1,964	2,121
Electricity price [Base +ft] (Bt/unit)	3.38	3.47	3.54	3.60	3.60

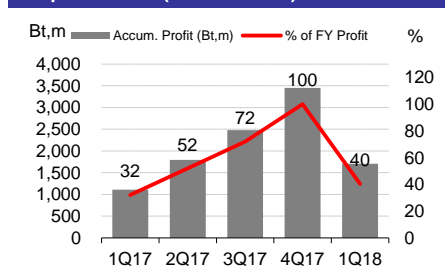
### Revenue trend



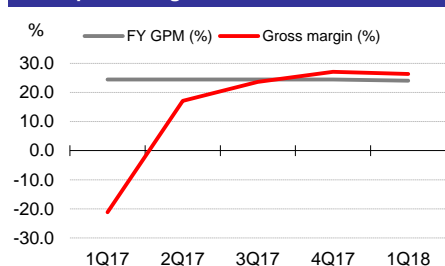
### Revenue trend (accumulated)



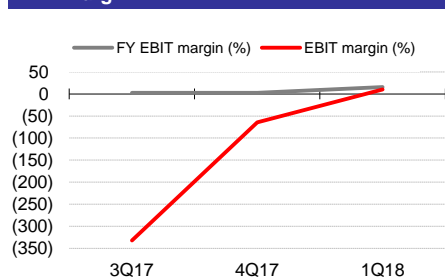
### Net profit trend (accumulated)



### Gross profit margin



### EBIT margin



### Company profile

Gulf Energy Development Plc (GULF) is a holding company that is invested in firms that generate and sell electricity, steam, chilled water, and related businesses in Thailand. Its current operating equity capacity is 2,032 MWe of electricity, 104 tonnes/hour of steam capacity and 2,660 tonnes of chilled water across 20 operating plants. Moreover, GULF has PPAs for a further 3,428MWe by 2024.

**Figure 1 : 4Q17 results**

FY Ended 31 Dec (Btm)	1Q18	1Q17	YoY %	4Q17	QoQ %	3M18	3M17	YoY %	3M18 vs. FY18E
<b>Income Statement</b>									
Revenue	3,436	44	7,647	2,377	45	3,436	44	7,647	20
Cost of sales and services	(2,530)	(54)	4,607	(1,732)	46	(2,530)	(54)	4,607	19
SG&A	(230)	(138)	67	(278)	(17)	(230)	(138)	67	15
EBIT	675	(147)	nm	366	84	675	(147)	nm	25
Interest expense	(470)	(282)	66	(422)	11	(470)	(282)	66	21
Other income/exp.	48	7	592	34	42	48	7	592	24
Equity earnings from affiliates	1,300	1,234	5	900	45	1,300	1,234	5	34
Extra items	608	370	65	289	370	608	370	65	100
<b>EBT</b>	<b>253</b>	<b>(423)</b>	<i>nm</i>	<b>(22)</b>	<i>nm</i>	<b>253</b>	<b>(423)</b>	<i>(160)</i>	40
Corporate tax	4	30	(88)	(5)	nm	4	30	(88)	n.m.
Minority interest	(458)	(104)	342	(191)	182	(458)	(104)	nm	(57)
<b>Net profit (loss)</b>	<b>1,708</b>	<b>1,107</b>	54	<b>971</b>	76	<b>1,708</b>	<b>1,107</b>	54	40
Reported EPS	0.80	1.79	(55)	0.46	76	0.80	1.79	(55)	40
<b>Core net profit</b>	<b>1,099</b>	<b>738</b>	49	<b>682</b>	61	<b>1,099</b>	<b>738</b>	49	30
<b>Key ratios</b>									
Gross margin (%)	26.4	(21.2)		27.1		26.4	(21.2)		
EBIT margin (%)	19.7	(332.3)		15.4		19.7	(332.3)		
SG&A / Revenue (%)	6.7	311.1		11.7		6.7	311.1		
Tax rate (%)	(1.5)	7.1		(24.2)		(1.5)	7.1		
Net margin (%)	49.7	2,497.2		40.8		49.7	2,497.2		
Current ratio (x)	2.7	0.4		3.5		2.7	0.4		
Gearing ratio (x)	1.4	10.5		1.4		1.4	10.5		
Interest coverage (x)	1.4	n.m.		0.9		1.4	(0.5)		
<b>Balance Sheet</b>									
Cash & Equivalent	19,629	3,802	416	21,139	(7)				
<b>Total assets</b>	<b>105,871</b>	<b>67,551</b>	57	<b>100,652</b>	5				
ST debts & current portion	3,821	10,127	(62)	3,149	21				
Long-term debt	54,294	48,931	11	53,905	1				
<b>Total liabilities</b>	<b>63,668</b>	<b>61,920</b>	3	<b>61,304</b>	4				
Retained earnings	3,729	(309)	nm	2,022	84				
<b>Shareholders equity</b>	<b>36,305</b>	<b>3,690</b>	884	<b>34,565</b>	5				
Minority interests	5,897	1,941	204	4,783	23				
BV (Bt)	19.8	9.1	118	18.4	7				

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

**Bualuang Securities Public Company Limited**

**DISCLAIMER**

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 RELATIONSHIPS 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 AN UNDERWRITER/CO-UNDERWRITER/JOINT LEAD IN RESPECT OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO) OF SECURITIES.

Financial Advisor	Lead underwriter/ Underwriter/ Co-underwriter

**CG Rating**

Score Range	Score Range	Description
90 – 100		Excellent
80 – 89		Very Good
70 – 79		Good
60 – 69		Satisfactory
50 – 00359		Pass
Below 50	No logo given	N/A

**Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors**

- companies that have **declared** their intention to join CAC, and
- companies **certified** by CAC.

## 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 IOD survey 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 neither confirms nor certifies the accuracy of such survey results.

“Disclaimer: The disclosure of the Anti-Corruption Progress Indicators of a listed company on the Stock Exchange of Thailand, which is assessed by the relevant institution as disclosed by the Office of the Securities and Exchange Commission, is made in order to comply with the policy and sustainable development plan for the listed companies. The relevant institution made this assessment based on the information received from the listed company, as stipulated in the form for the assessment of Anti-corruption which refers to the Annual Registration Statement (Form 56-1), Annual Report (Form 56-2), or other relevant documents or reports of such listed company. The assessment result is therefore made from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on any inside information. Since this assessment is only the assessment result as of the date appearing in the assessment result, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, Bualuang Securities Public Company Limited neither confirms, verifies, nor certifies the accuracy and completeness of the assessment 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.