

# PTT Global Chemical

PTTGC TB / PTTGC.BK

**16 ตุลาคม 2561**

## ผลประกอบการไตรมาส 3 ที่ดีที่สุดในช่วงหน้า

เราคาดว่ากำไรหลักไตรมาส 3/61 ที่มีแนวโน้มแข็งแกร่งและการเติบโตของกำไร YoY ต่อเนื่องไปในไตรมาส 4/61 จะเป็นปัจจัยหนุนราคาหุ้น PTTGC ในระยะต่อไป การคาดการณ์ผลประกอบการที่แข็งแกร่งในช่วงครึ่งหลังปี 2561 น่าจะหนุนให้ตลาดปรับประมาณการกำไรตามมา เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" และ ปรับเป้าหมายการลงทุนเป็นสิ้นปี 2562 ด้วยราคาเป้าหมายใหม่ประเมินด้วยวิธี DCF ที่ 130 บาท

### คาดการณ์กำไรหลักไตรมาส 3/61 เป็นตัวเลขไตรมาสสามที่ดีที่สุดของ PTTGC

เราคาดว่า PTTGC จะรายงานกำไรสุทธิไตรมาส 3/61 อยู่ที่ 12,622 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 27% YoY และ 17% QoQ จากผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นและไม่มีค่าใช้จ่ายพิเศษ หากไม่รวมกำไรจากสินค้าคงคลัง 697 ล้านบาท, กำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน 300 ล้านบาทและกำไรจากการขายหุ้น API 350 ล้านบาท กำไรหลักไตรมาส 3/61 จะอยู่ที่ 11,275 ล้านบาทซึ่งเป็นไตรมาสที่ดีที่สุดเป็นประวัติการณ์ของ PTTGC สูงขึ้น 26% YoY และ 6% QoQ เราคาดว่าผลประกอบการจะสร้างความเชื่อมั่นเชิงบวกต่อตลาด (บรรเทาความกังวลของตลาดเกี่ยวกับส่วนต่างราคาโอเลฟินส์ส่วนใหญ่เทียบกับแนฟทาที่ลดลงทั้ง YoY และ QoQ ระหว่างไตรมาสนี้)

การเติบโตของกำไรหลักหนุนโดย 1) ค่าการกลั่นตลาด (GRM) ปรับตัวสูงขึ้น, 2) ปริมาณขายปิโตรเคมีที่เพิ่มขึ้น (การขายกำลังการผลิตและการเพิ่มขึ้นของปริมาณก๊าซจาก PTT), 3) ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีบางประเภทปรับตัวสูงขึ้น (ส่วนต่างราคาโอเลฟินส์เทียบกับอีเทน, ส่วนต่างราคาพาราไซลีน) และ 4) ส่วนแบ่งกำไรจากสินทรัพย์ที่ซื้อจาก PTT (ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ขยายตัว)

### คาดการณ์กำไรหลักเติบโต YoY ต่อเนื่องไปในไตรมาส 4/61

แนวโน้มกำไรหลักเติบโต YoY ต่อเนื่องจนถึงไตรมาส 4/61 หนุนโดยปริมาณขายปิโตรเคมีที่เพิ่มขึ้น, ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีบางประเภทปรับตัวสูงขึ้น, ส่วนแบ่งกำไรจากสินทรัพย์ที่ซื้อจาก PTT ที่เพิ่มขึ้น ในขณะที่โรงกลั่นน่าจะเดินเครื่องเต็มกำลังการผลิตต่อเนื่อง ปริมาณขายปิโตรเคมีน่าจะสูงขึ้น YoY จากการขยายกำลังการผลิต และการเพิ่มขึ้นของปริมาณก๊าซจาก PTT นอกจากนี้ปริมาณขายผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีน่าจะปรับตัวสูงขึ้น QoQ เนื่องจากการหยุดซ่อมบำรุงตามแผนลดลง

### มุมมองเชิงบวกต่อแนวโน้มครึ่งปีหลังมากขึ้น หนุนการปรับเพิ่มประมาณการกำไรปี 2561

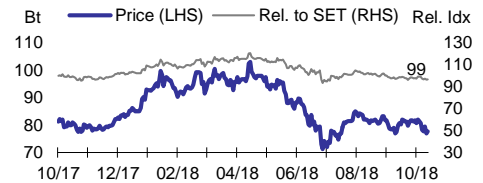
ในขณะที่ส่วนต่างราคาปิโตรเคมีส่วนใหญ่ค่อนข้างใกล้เคียงกับการคาดการณ์ของเราในช่วงครึ่งหลังปี 2561 ถึงปัจจุบัน ส่วนต่างราคา HPDE (เทียบกับอีเทน) และส่วนต่างราคาพาราไซลีนยังคงแข็งแกร่งกว่าที่เราคาดไว้ก่อนหน้านี้ และน่าจะส่งผลให้กำไรในช่วงครึ่งหลังปี 2561 แข็งแกร่ง ดังนั้นเราจึงปรับประมาณการปี 2561 เพิ่มขึ้น 8% มาอยู่ที่ 44.7 หมื่นล้านบาทสำหรับกำไรหลักและ 16% มาอยู่ที่ 48.2 หมื่นล้านบาทสำหรับกำไรสุทธิ (รวมกำไรพิเศษ) เราเชื่อว่ามีอ็อปไซด์ต่อประมาณการกำไรหลักของตลาด 4-5 %

**Sector: Chemical**
**OVERWEIGHT**

 ค่าแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**

เป้าหมายพื้นฐาน: 130.00 บาท

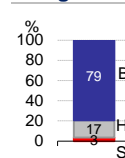
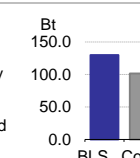
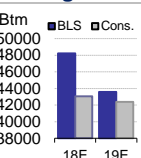
ราคา (12/10/61): 77.75 บาท

**Price chart**


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(0.3)	(1.2)	(3.4)
Absolute	(1.6)	2.0	(4.3)

**Key statistics**

Market cap	Bt350.6bn	USD10.7bn
12-mth price range	Bt69.5/Bt105.0	
12-mth avg daily volume	Bt1,571m	USD47.9m
# of shares (m)	4,509	
Est. free float (%)	51.2	
Foreign limit (%)	37.0	

**Consensus rating**

**BLS target price vs. Consensus**

**Consensus rating**

**Financial summary**

FY Ended 31 Dec	2017	2018E	2019E	2020E
Revenues (Btm)	439,921	507,945	498,494	554,412
Net profit (Btm)	39,298	48,211	43,565	43,653
EPS (Bt)	8.72	10.69	9.66	9.68
EPS growth (%)	+53.5%	+22.7%	-9.6%	+0.2%
Core profit (Btm)	40,280	44,754	43,565	43,653
Core EPS (Bt)	8.93	9.93	9.66	9.68
Core EPS growth (%)	+76.7%	+11.1%	-2.7%	+0.2%
PER (x)	8.5	7.3	8.0	8.0
PBV (x)	1.2	1.1	1.1	1.0
Dividend (Bt)	4.3	4.8	4.3	4.4
Dividend yield (%)	5.7	6.2	5.6	5.6
ROE (%)	15.1	16.8	14.0	13.0

**CG/Anti-corruption**


สัพพตา ศรีสุข

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

suppata@bualuang.co.th

+66 2 618 1343

## PTTGC: Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Revenue	355,524	439,921	507,945	498,494	554,412
Cost of sales and services	(316,866)	(385,129)	(448,515)	(441,705)	(496,445)
<b>Gross profit</b>	<b>38,658</b>	<b>54,792</b>	<b>59,430</b>	<b>56,790</b>	<b>57,967</b>
SG&A	(12,678)	(14,197)	(14,481)	(14,212)	(15,806)
<b>EBIT</b>	<b>25,980</b>	<b>40,595</b>	<b>44,949</b>	<b>42,577</b>	<b>42,160</b>
Interest expense	(4,277)	(3,935)	(3,687)	(3,529)	(3,237)
Other income/exp.	1,261	2,166	2,165	2,338	2,525
<b>EBT</b>	<b>22,964</b>	<b>38,825</b>	<b>43,426</b>	<b>41,386</b>	<b>41,448</b>
Corporate tax	(3,090)	(3,863)	(5,354)	(4,624)	(4,633)
<b>After-tax net profit (loss)</b>	<b>19,874</b>	<b>34,962</b>	<b>38,072</b>	<b>36,762</b>	<b>36,815</b>
Minority interest	(258)	(452)	(129)	(111)	(111)
Equity earnings from affiliates	2,576	5,572	6,810	6,914	6,950
Extra items	3,410	(784)	3,457	0	0
<b>Net profit (loss)</b>	<b>25,602</b>	<b>39,298</b>	<b>48,211</b>	<b>43,565</b>	<b>43,653</b>
Reported EPS	5.68	8.72	10.69	9.66	9.68
<b>Fully diluted EPS</b>	<b>5.68</b>	<b>8.72</b>	<b>10.69</b>	<b>9.66</b>	<b>9.68</b>
<b>Core net profit</b>	<b>22,794</b>	<b>40,280</b>	<b>44,754</b>	<b>43,565</b>	<b>43,653</b>
Core EPS	5.06	8.93	9.93	9.66	9.68
<b>EBITDA</b>	<b>43,285</b>	<b>60,046</b>	<b>63,821</b>	<b>63,590</b>	<b>64,170</b>

### KEY RATIOS

Revenue growth (%)	(11.9)	23.7	15.5	(1.9)	11.2
Gross margin (%)	10.9	12.5	11.7	11.4	10.5
EBITDA margin (%)	12.2	13.6	12.6	12.8	11.6
Operating margin (%)	7.3	9.2	8.8	8.5	7.6
Net margin (%)	7.2	8.9	9.5	8.7	7.9
Core profit margin (%)	6.4	9.2	8.8	8.7	7.9
ROA (%)	6.5	9.3	10.9	9.6	9.2
ROCE (%)	7.5	10.9	12.7	11.1	10.7
Asset turnover (x)	0.9	1.0	1.2	1.1	1.2
Current ratio (x)	2.4	2.3	2.3	2.4	2.6
Gearing ratio (x)	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2
Interest coverage (x)	6.1	10.3	12.2	12.1	13.0

### BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	46,889	55,050	57,916	72,769	78,940
Accounts receivable	37,752	41,697	48,144	47,249	52,549
Inventory	38,358	37,755	43,969	43,301	48,667
PP&E-net	223,992	219,689	214,349	214,614	214,293
Other assets	60,353	74,538	76,103	79,094	82,263
<b>Total assets</b>	<b>413,513</b>	<b>434,964</b>	<b>447,029</b>	<b>463,903</b>	<b>483,932</b>
Accounts payable	28,426	31,137	36,262	35,711	40,137
ST debts & current portion	11,450	10,226	11,404	13,346	11,404
Long-term debt	85,665	87,588	66,704	56,673	48,585
Other liabilities	6,365	6,799	7,139	7,496	7,871
<b>Total liabilities</b>	<b>146,500</b>	<b>154,700</b>	<b>141,406</b>	<b>134,119</b>	<b>129,934</b>
Paid-up capital	45,088	45,088	45,088	45,088	45,088
Share premium	35,279	38,628	38,712	38,801	38,894
Retained earnings	164,988	189,783	216,299	240,260	264,270
<b>Shareholders equity</b>	<b>246,016</b>	<b>274,870</b>	<b>300,100</b>	<b>324,150</b>	<b>348,252</b>
Minority interests	2,667	5,394	5,523	5,634	5,746
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>413,514</b>	<b>434,964</b>	<b>447,029</b>	<b>463,903</b>	<b>483,932</b>

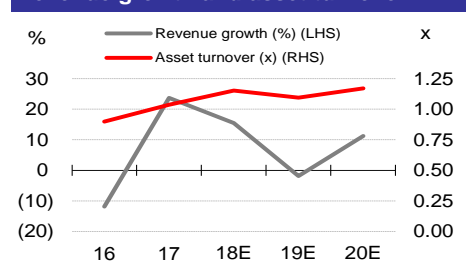
### CASH FLOW (Btm)

Net income	25,602	39,298	48,211	43,565	43,653
Depreciation and amortization	17,304	19,451	18,872	21,013	22,010
Change in working capital	(1,825)	2,607	(7,537)	1,013	(6,241)
FX, non-cash adjustment & others	5,486	599	(5,692)	127	(434)
<b>Cash flows from operating activities</b>	<b>46,566</b>	<b>61,955</b>	<b>53,854</b>	<b>65,718</b>	<b>58,988</b>
Capex (Invest)/Divest	(18,276)	(15,605)	(13,942)	(20,525)	(20,936)
Others	16,319	(25,940)	3,774	(3,256)	(2,848)
<b>Cash flows from investing activities</b>	<b>(1,957)</b>	<b>(41,545)</b>	<b>(10,168)</b>	<b>(23,781)</b>	<b>(23,784)</b>
Debt financing (repayment)	(13,641)	3,201	(19,706)	(8,088)	(10,030)
Equity financing	1,397	6,450	0	0	0
Dividend payment	(12,850)	(19,163)	(21,695)	(19,604)	(19,644)
Others	16,319	(25,940)	3,774	(3,256)	(2,848)
<b>Cash flows from financing activities</b>	<b>(25,094)</b>	<b>(9,511)</b>	<b>(41,401)</b>	<b>(27,693)</b>	<b>(29,674)</b>
Net change in cash	19,515	10,899	2,285	14,243	5,530
<b>Free cash flow (Btm)</b>	<b>28,290</b>	<b>46,350</b>	<b>39,912</b>	<b>45,192</b>	<b>38,053</b>
<b>FCF per share (Bt)</b>	<b>6.3</b>	<b>10.3</b>	<b>8.9</b>	<b>10.0</b>	<b>8.4</b>

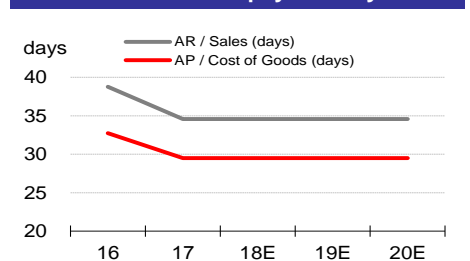
### Key assumptions

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Product spreads					
GRM (US\$/bbl)	5.3	6.7	7.0	7.0	6.0
Ethylene-Naphtha spread (US\$/t)	639	596	550	442	442
HDPE-Naphtha spread (US\$/t)	734	672	600	469	469
MEG-0.63Ethylene spread (US\$/t)	130	327	126	200	200
PX-Condensate spread (US\$/t)	395	380	360	360	360

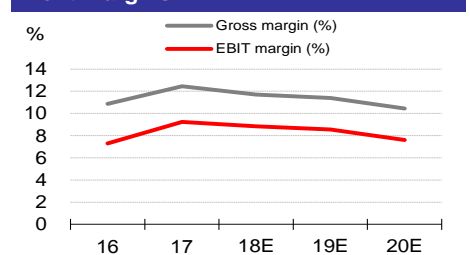
### Revenue growth and asset turnover



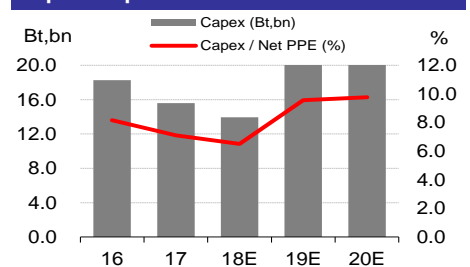
### A/C receivable & A/C payable days



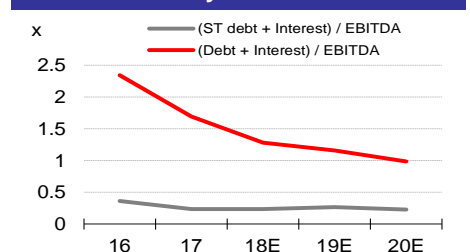
### Profit margins



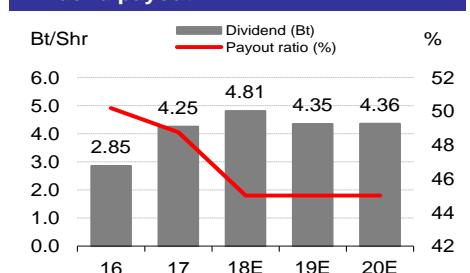
### Capital expenditure



### Debt serviceability



### Dividend payout



## PTTGC: Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
Revenue	103,374	105,344	119,572	121,706	129,698
Cost of sales and services	(92,660)	(92,262)	(104,759)	(106,972)	(115,905)
Gross profit	10,714	13,083	14,813	14,734	13,794
SG&A	(3,120)	(3,348)	(4,571)	(3,229)	(3,353)
<b>EBIT</b>	<b>7,594</b>	<b>9,735</b>	<b>10,242</b>	<b>11,504</b>	<b>10,440</b>
Interest expense	(986)	(985)	(949)	(791)	(952)
Other income/exp.	507	712	724	544	541
<b>EBT</b>	<b>7,115</b>	<b>9,461</b>	<b>10,017</b>	<b>11,257</b>	<b>10,029</b>
Corporate tax	13	(1,233)	(1,020)	(1,237)	(1,340)
After-tax net profit (loss)	7,128	8,228	8,997	10,020	8,689
Minority interest	(77)	(123)	(193)	(174)	395
Equity earnings from affiliates	1,571	875	1,703	1,996	1,514
Extra items	(673)	975	(2,293)	546	229
<b>Net profit (loss)</b>	<b>7,949</b>	<b>9,955</b>	<b>8,213</b>	<b>12,388</b>	<b>10,828</b>
Reported EPS	<b>1.76</b>	<b>2.21</b>	<b>1.82</b>	<b>2.75</b>	<b>2.40</b>
<b>Fully diluted EPS</b>	<b>1.76</b>	<b>2.21</b>	<b>1.82</b>	<b>2.75</b>	<b>2.40</b>
<b>Core net profit</b>	<b>8,622</b>	<b>8,979</b>	<b>10,506</b>	<b>11,842</b>	<b>10,599</b>
Core EPS	1.91	1.99	2.33	2.63	2.35
<b>EBITDA</b>	<b>12,437</b>	<b>14,588</b>	<b>14,990</b>	<b>16,167</b>	<b>15,153</b>

### KEY RATIOS

Gross margin (%)	10.4	12.4	12.4	12.1	10.6
EBITDA margin (%)	12.0	13.8	12.5	13.3	11.7
Operating margin (%)	7.3	9.2	8.6	9.5	8.0
Net margin (%)	7.7	9.4	6.9	10.2	8.3
Core profit margin (%)	8.3	8.5	8.8	9.7	8.2
BV (Bt)	58.1	59.8	62.2	64.8	64.8
ROE (%)	12.3	15.3	12.2	17.6	15.1
ROA (%)	8.0	9.8	7.7	11.2	9.7
Current ratio (x)	2.8	2.2	2.3	2.3	2.1
Gearing ratio (x)	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
Interest coverage (x)	7.7	9.9	10.8	14.5	11.0

### QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

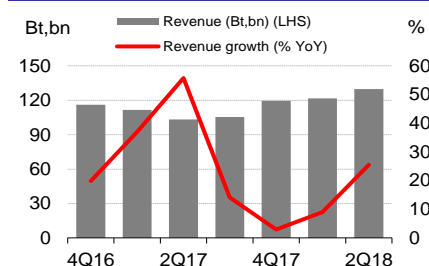
Cash & Equivalent	39,049	32,870	43,429	36,042	26,944
Accounts receivable	30,850	35,133	41,697	38,787	39,740
Inventory	37,455	38,229	37,755	41,756	47,671
PP&E-net	218,895	222,240	219,689	225,202	228,777
Other assets	47,035	74,956	74,538	77,496	82,261
<b>Total assets</b>	<b>394,509</b>	<b>419,561</b>	<b>434,964</b>	<b>446,571</b>	<b>448,802</b>
Accounts payable	22,317	28,673	31,137	33,290	34,402
ST debts & current portion	11,272	13,019	10,226	8,418	9,807
Long-term debt	79,524	88,354	87,588	82,452	84,956
Other liabilities	5,229	4,211	4,959	6,931	5,273
<b>Total liabilities</b>	<b>132,386</b>	<b>150,026</b>	<b>154,700</b>	<b>154,351</b>	<b>156,432</b>
Paid-up capital	45,088	45,088	45,088	45,088	45,088
Share premium	36,937	36,937	36,937	36,937	36,937
Retained earnings	176,181	179,471	189,783	202,173	201,729
<b>Shareholders equity</b>	<b>256,870</b>	<b>264,076</b>	<b>274,870</b>	<b>286,718</b>	<b>287,538</b>
Minority interests	5,253	5,460	5,394	5,501	4,832
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>394,509</b>	<b>419,561</b>	<b>434,964</b>	<b>446,571</b>	<b>448,802</b>

Key operating data	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
Refinery intake (kbd)	178	182	182	182	183
Aromatics products (PX+BZ) (kt)	421	511	600	563	598
Total olefins products (kt)	637	682	692	646	701
Market GRM (\$/bbl)	6.1	8.1	6.8	6.2	6.2
PX-Condensate spread (\$/t)	384	360	358	383	356
HDPE-Naphtha spread (\$/t)	687	670	655	798	743

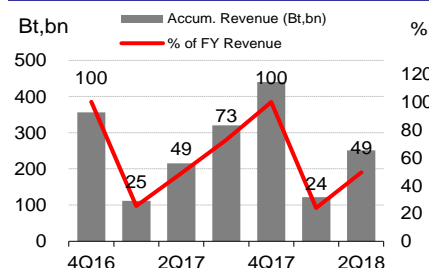
### Company profile

PTT Global Chemical Plc (PTTGC) is the flagship of PTT's petrochemicals business. The firm is a fully-integrated petrochemicals manufacturer that produces and sells a range of olefins, aromatics and related downstream petrochemicals products. It has a combined annual production capacity of 8.9m tonnes, making it Thailand's largest (and a world-scale) petrochemical producer.

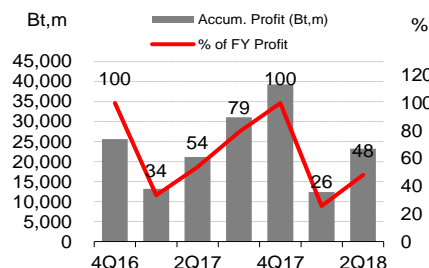
### Revenue trend



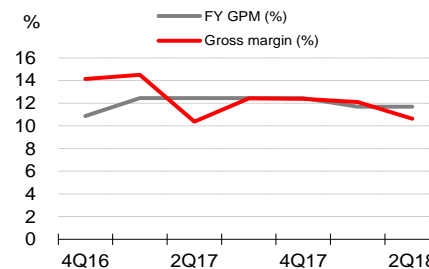
### Revenue trend (accumulated)



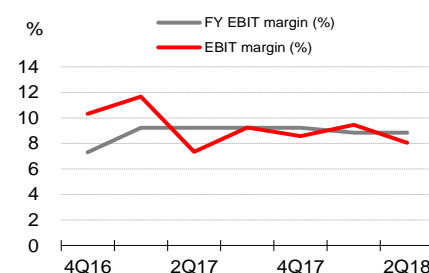
### Net profit trend (accumulated)



### Gross profit margin



### EBIT margin



**Figure 1: Earnings comparisons**

FY Ended 31 Dec (Btm)	3Q18E	3Q17	yoy % chg	2Q18	qoq % chg	Comments
Revenue	127,079	105,344	20.6	129,698	(2.0)	Higher selling prices of refined petroleum and chemical products YoY
Operating costs	(111,853)	(92,262)	21.2	(115,905)	(3.5)	Stable refined petroleum volume YoY & QoQ, higher chemical volume YoY (lower QoQ)
EBITDA	16,607	14,588	13.8	15,153	9.6	Lower market GRM YoY (higher QoQ), higher PX spread YoY & QoQ,
<i>EBITDA margin (%)</i>	13.1	13.8		11.7		Higher HDPE spread YoY (lower QoQ), lower LLDPE & LDPE spread YoY and QoQ
Depn & amort.	4,748	4,853	(2.2)	4,712	0.8	Higher PX margin YoY & QoQ, lower Benzene spread YoY & QoQ
EBIT	11,859	9,735	21.8	10,440	13.6	
Interest expense	(972)	(985)	(1.4)	(952)	2.1	Lower loan outstanding YoY (higher QoQ)
Interest & invt inc	-	-	na	-	na	
Associates' contrib	1,800	875	105.7	1,514	18.9	
Exceptionals	1,347	894	50.6	129	942.9	Gains on inventory, divestment, and FX
<b>Pretax profit</b>	<b>14,224</b>	<b>11,547</b>	<b>23.2</b>	<b>14,006</b>	<b>1.6</b>	
Tax	(1,422)	(1,233)	15.3	(1,340)	6.2	
Tax rate (%)	10.0	10.7		9.6		
Minority interests	(179)	(123)	45.7	395	na	
<b>Net profit</b>	<b>12,622</b>	<b>9,955</b>	<b>26.8</b>	<b>10,828</b>	<b>16.6</b>	
EPS (Bt)	2.80	2.21	26.8	2.40	16.6	
<b>Core profit</b>	<b>11,275</b>	<b>8,979</b>	<b>25.6</b>	<b>10,599</b>	<b>6.4</b>	

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

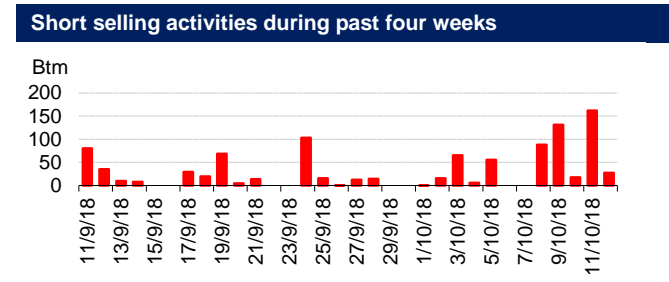
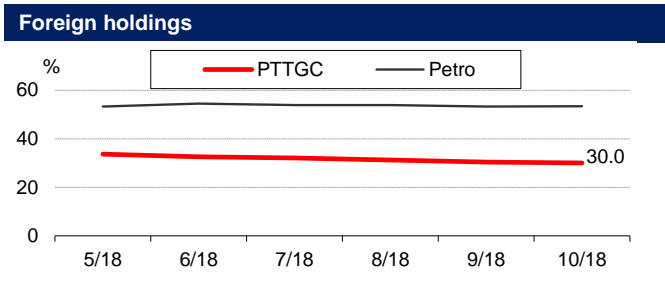
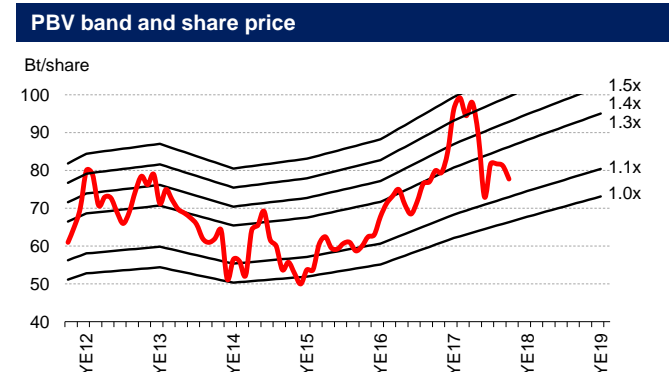
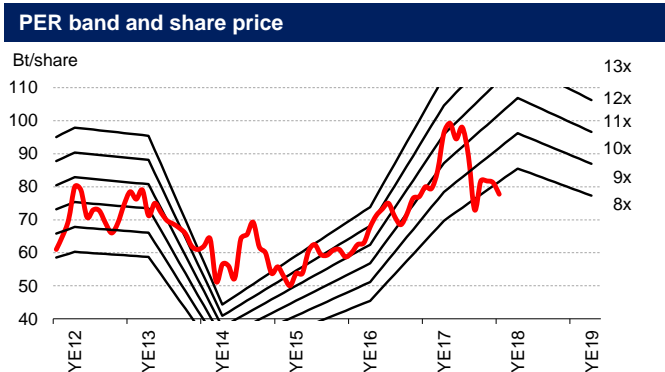
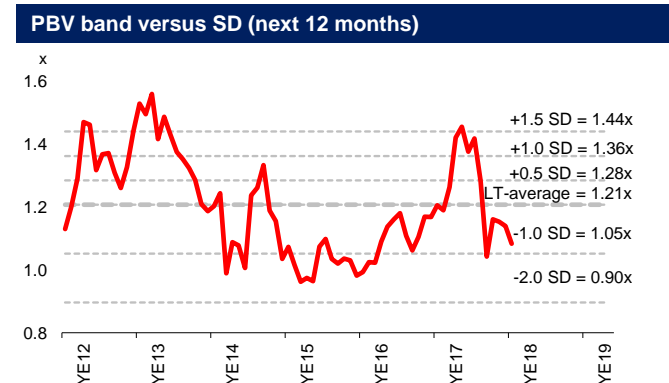
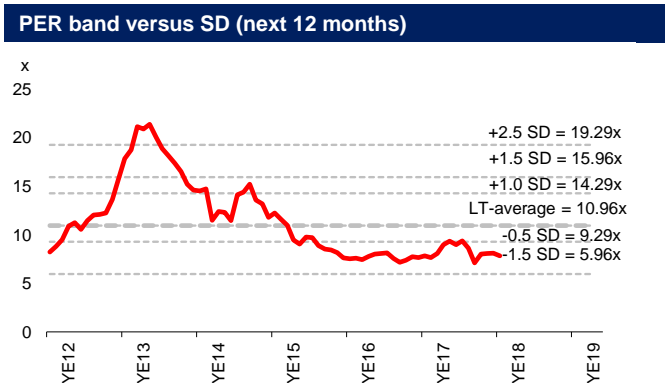
**Figure 2: Product spread movements**

	3Q18E	3Q17	yoy % chg	2Q18	qoq % chg
<u>Utilization rates (%)</u>					
Refinery	102	103	(1ppts)	101	1ppts
Aromatics	95	82	13ppts	94	1ppts
Olefins	97	96	1ppts	104	(7ppts)
Polymers	94	113	(19ppts)	107	(13ppts)
<u>Spreads</u>					
Market GRM (US\$/bbl)	6.3	8.1	(22.0)	6.2	1.6
PX-Condensate spread (US\$/t)	497	360	38.1	355	40.0
Benzene-Condensate spread (US\$/t)	210	320	(34.4)	212	(0.9)
HDPE-Naphtha spread (US\$/t)	683	670	1.9	744	(8.2)
LLDPE-Naphtha spread (US\$/t)	503	677	(25.7)	573	(12.2)
LDPE-Naphtha spread (US\$/t)	532	771	(31.0)	612	(13.1)
MEG spread (US\$/t)	333	293	13.6	377	(11.6)

Sources: Company data, Bloomberg, Bualuang Research estimates

## Regional Comparisons

	Bloomberg Code	Price (local curr.)	Market Cap (US\$ equivalent)	PER (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div Yield (%)	
				2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
Lotte Chemical	011170 KS	KRW269,000	8,132	4.6	4.5	-10.9	3.5	0.7	0.6	16.2	14.8	4.2	4.6
LG Chem	051910 KS	KRW315,500	19,644	13.0	11.7	-1.6	10.7	1.4	1.3	11.0	11.1	1.8	1.9
Petronas Chemicals Group	PCHEM MK	MYR9.3	17,847	17.4	16.8	1.5	2.6	2.5	2.3	14.8	14.5	2.9	3.0
Formosa Petrochemical	6505 TT	TWD127.0	39,147	14.9	17.0	-1.0	-13.1	3.2	3.2	21.6	18.7	5.1	4.5
Formosa Plastics	1301 TT	TWD106.0	21,834	11.7	12.0	15.0	-2.9	1.8	1.7	15.6	14.6	6.2	6.1
Global Green Chemicals	GGC TB	THB10.70	334	n.m.	9.9	n.m.	n.m.	1.1	1.0	-12.5	10.9	0.0	3.0
Indorama Ventures	IVL TB	THB57.50	9,851	11.6	10.8	34.4	7.8	2.1	1.9	21.0	18.8	2.8	3.0
PTT Global Chemical	PTTGC TB	THB77.75	10,696	7.3	8.0	22.7	-9.6	1.1	1.1	16.8	14.0	6.2	5.6
<b>Simple average</b>				<b>11.5</b>	<b>11.3</b>	<b>8.6</b>	<b>-0.1</b>	<b>1.7</b>	<b>1.6</b>	<b>13.1</b>	<b>14.7</b>	<b>3.7</b>	<b>4.0</b>



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

Financial Advisor	Lead underwriter/ Underwriter/ Co-underwriter
OSP	OSP, BGC, PR9

**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.