

PTT

PTT TB / PTT.BK

31 สิงหาคม 2561

กำไรไตรมาส 3/61 มีแนวโน้มชะลอตัว แต่คาดไตรมาส 4/61 พื้นแรง

ช่วงโลว์ซีซั่นของอุปสงค์และค่าใช้จ่ายพิเศษอาจกดดันกำไรไตรมาส 3/61 แต่เราคาดผลประกอบการของ PTT จะฟื้นตัวแรง QoQ ในไตรมาส 4/61 อีกทั้งการที่ PTTOR จะเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในไตรมาส 2/62 จะปลดล็อกมูลค่าหุ้นและน่าจะ เป็นปัจจัยหนุนราคาหุ้นได้ต่อไป มูลค่าหุ้นยังไม่แพง โดยซื้อขายที่ PER ปี 2561 ที่ 10.8 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาวของบริษัทที่ 11.8 เท่า

กำไรไตรมาส 3/61 มีแนวโน้มชะลอตัวตามปัจจัยทางฤดูกาล แต่จะฟื้นตัวในไตรมาส 4/61

ผลการดำเนินงานหลักไตรมาส 3/61 ของ PTT มีแนวโน้มอ่อนตัวลงทั้ง YoY และ QoQ ราคาขายผลิตภัณฑ์ที่ลดลงในขณะที่ต้นทุนก๊าซสูงขึ้น กอปรกับช่วงโลว์ซีซั่นของอุปสงค์และการหยุดซ่อมบำรุงโรงแยกก๊าซ หน่วยที่ 3 (GSP#3) จะกดดันอัตรากำไรและกำไรของธุรกิจก๊าซ นอกจากนี้ ค่าการกลั่นและส่วนต่างราคาปิโตรเคมีที่อ่อนตัวลงตามปัจจัยทางฤดูกาลจะทำให้กำไรของบริษัททุกที่ดำเนินธุรกิจโรงกลั่นและปิโตรเคมีชะลอตัว QoQ ทั้งนี้ผลประกอบการจะลดลงจำกัดต้นทุนโดยกำไรของ PTTEP ที่มีแนวโน้มสูงขึ้น เนื่องจากจะรับรู้สัดส่วนการถือหุ้นในแหล่งบงกชมากขึ้นเต็มไตรมาสและราคาขายปิโตรเลียมสูงขึ้น อัตราแลกเปลี่ยน (เงินบาทเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ) และทิศทางราคาน้ำมันจะเป็นอีกสองปัจจัยที่กดดันแนวโน้มผลประกอบการไตรมาส 3/61

กำไรหลักมีแนวโน้มฟื้นตัว QoQ ในไตรมาส 4/61 หนุนโดยผลประกอบการธุรกิจก๊าซดีขึ้น (อัตรากำไรขยายตัวและปริมาณขายเพิ่มขึ้น) และกำไรของ PTTEP (ราคาขายปิโตรเลียมสูงขึ้น) และของบริษัททุกที่ดำเนินธุรกิจโรงกลั่นและปิโตรเคมี (ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ขยายตัวตามปัจจัยทางฤดูกาล) มากขึ้น

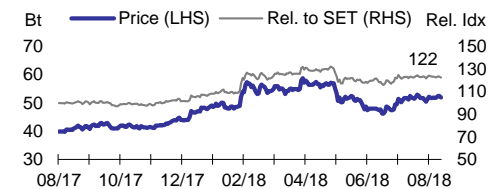
ค่าใช้จ่ายด้านภาษีจากการแปรรูป PTTOR จะกดดันกำไรสุทธิไตรมาส 3/61

เมื่อวันที่ 18 มิ.ย. 2561 PTT ได้ลงนามสัญญาการโอนธุรกิจที่จะโอนหน่วยธุรกิจน้ำมันไปอยู่ภายใต้ PTTOR ก่อนที่ PTTOR จะ IPO ตามแผน ในวันที่ 1 ก.ค. บริษัทได้เริ่มกระบวนการโอนสินทรัพย์และหนี้สิน (และหุ้นในบริษัทที่เกี่ยวข้อง) ให้กับ PTTOR ซึ่งเราคาดในไตรมาส 3/61 PTT จะรับรู้กำไรพิเศษจากการขายสินทรัพย์ เฉพาะในงบเดียว ขณะที่รับรู้ค่าใช้จ่ายพิเศษด้านภาษีในงบรวม

ข้อมูลที่เผยแพร่ออกมาชี้ว่าสินทรัพย์รวม ณ สิ้นปี 2559 ของ PTTOR มีมูลค่ารวม 1.15 แสนล้านบาท อย่างไรก็ตามสินทรัพย์บางอย่างตั้งอยู่บนที่ดินของกรมธนารักษ์ ดังนั้นไม่สามารถโอนได้หากพ.ร.บ.ร่วมทุนยังไม่มีผลบังคับใช้ ในเบื้องต้นเราจึงใช้สมมติฐานว่ามีสินทรัพย์ที่จะโอนได้ประมาณ 1 แสนล้านบาท ดังนั้นเบื้องต้นเราคาดภาษีจ่ายอยู่ที่ราว 1.24 หมื่นล้านบาท (กรณีปกติ) ทั้งนี้ภายใต้สมมติฐานว่ามูลค่าสินทรัพย์เพิ่มขึ้น 10% ภาษีจ่ายคาดสูงขึ้นไปเป็น 1.44 หมื่นล้านบาท อย่างไรก็ตามมูลค่าสินทรัพย์รวมอาจมากกว่าที่เราประเมินเนื่องจากการประเมินมูลค่าสินทรัพย์ใหม่

Sector: Energy NEUTRAL

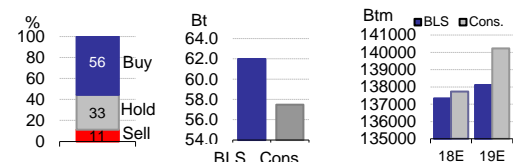
คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**
 เป้าหมายพื้นฐาน: 62.00 บาท
 ราคา (30/08/61): 52.00 บาท

Price chart


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	0.8	3.4	(93.3)
Absolute	1.5	3.5	(86.8)

Key statistics

Market cap	Bt1,485.3bn	USD45.4bn
12-mth price range	Bt44.3/Bt590.0	
12-mth avg daily volume	Bt4,451m	USD136.2m
# of shares (m)	28,563	
Est. free float (%)	48.9	
Foreign limit (%)	30.0	

Consensus rating BLS target price vs. Consensus Consensus rating

Financial summary

FY Ended 31 Dec	2017	2018E	2019E	2020E
Revenues (Btm)	1,995,722	2,348,544	2,245,423	2,258,516
Net profit (Btm)	135,187	137,337	138,111	140,595
EPS (Bt)	4.73	4.81	4.84	4.92
EPS growth (%)	+42.9%	+1.6%	+0.6%	+1.8%
Core profit (Btm)	143,017	137,337	138,111	140,595
Core EPS (Bt)	5.01	4.81	4.84	4.92
Core EPS growth (%)	+36.9%	-4.0%	+0.6%	+1.8%
PER (x)	8.4	10.8	10.8	10.6
PBV (x)	1.4	1.7	1.5	1.4
Dividend (Bt)	2.0	2.2	2.2	2.2
Dividend yield (%)	5.0	4.3	4.3	4.3
ROE (%)	17.1	16.0	14.7	13.8

CG/Anti-corruption 

สุพพตา ศรีสุข
 นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์
 suppata@bualuang.co.th
 +66 2 618 1343

ผลกระทบจากการปรับเพิ่มอัตราเงินนำส่งกองทุนน้ำมันจากการขาย LPG มีจำกัด

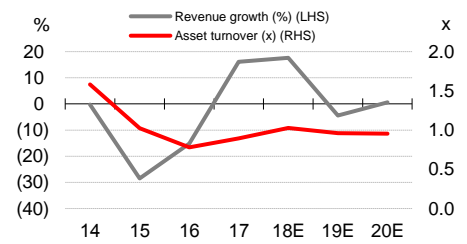
ด้วยความต้องการรักษาเสถียรภาพบัญชี LPG ในกองทุนน้ำมันของรัฐฯ และอุดหนุนราคาก๊าซ LPG ในประเทศ คณะกรรมการบริหารนโยบายพลังงานได้ปรับขึ้นอัตราเงินนำส่งกองทุนน้ำมันสำหรับก๊าซ LPG ที่จำหน่ายในประเทศจากโรงแยกก๊าซจากประมาณ 7 บาทต่อกก. เป็น 7.9 บาทต่อกก. และอยู่ระหว่างการพิจารณาขึ้นอัตราเงินนำส่งกองทุนน้ำมันสำหรับก๊าซ LPG ที่ส่งออกจาก 0.7 บาทต่อกก. เป็น 7.9 บาทต่อกก. PTT ขายก๊าซ LPG จากโรงแยกก๊าซราว 2.2 ล้านตันต่อปี (โดยขายในประเทศ 2.08 ล้านตัน และส่งออก 0.12 ล้านตัน) ดังนั้นเราประเมินว่า PTT จะต้องมียกจ่ายหลังหักภาษีเพิ่มขึ้นราว 1.2 พันล้านบาทต่อปี หรือคิดเป็น 0.9% ของประมาณการกำไรสุทธิปี 2561 ของเรา และเพิ่มขึ้น 2.2 พันล้านบาทต่อปี หรือคิดเป็น 1.6% ของคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2562 ของเรา

ภาษีจ่ายที่อาจเกิดขึ้นจากการโอนสินทรัพย์ให้กับ PTTOR และการขึ้นอัตราเงินนำส่งกองทุนน้ำมันจากการขายก๊าซ LPG อาจเป็นความเสี่ยงที่เราและตลาดอาจปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2561 อย่างไรก็ตามมูลค่าหุ้น PTT (PER ปี 2561 จะอยู่ที่ 12.2 เท่า) จะยังคงต่ำกว่ามูลค่าหุ้น PTTEP (14.1 เท่า)

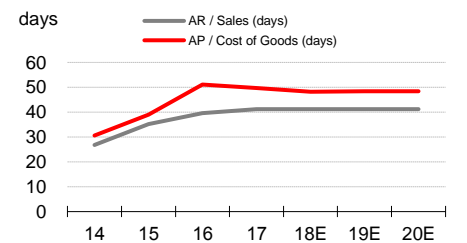
PTT: Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Revenue (Btbn)	1,718,846	1,995,722	2,348,544	2,245,423	2,258,516
Cost of sales and services	(1,479,208)	(1,702,339)	(2,064,777)	(1,966,746)	(1,978,311)
Gross profit	239,638	293,383	283,767	278,676	280,205
SG&A	(66,550)	(75,751)	(77,301)	(77,290)	(77,084)
EBIT	173,088	217,632	206,466	201,387	203,121
Interest expense	(28,887)	(29,086)	(25,386)	(22,734)	(20,497)
Other income/exp.	16,777	24,902	29,304	28,018	28,181
EBT	160,977	213,448	210,384	206,670	210,805
Corporate tax	(26,593)	(28,307)	(27,942)	(27,495)	(28,055)
After-tax net profit (loss)	134,384	185,141	182,442	179,176	182,750
Minority interest	(34,663)	(49,434)	(52,635)	(48,821)	(50,143)
Equity earnings from affiliates	4,713	7,310	7,530	7,756	7,988
Extra items	(9,825)	(7,830)	0	0	0
Net profit (loss)	94,609	135,187	137,337	138,111	140,595
Reported EPS	3.31	4.73	4.81	4.84	4.92
Fully diluted EPS	3.31	4.73	4.81	4.84	4.92
Core net profit	104,434	143,017	137,337	138,111	140,595
Core EPS	3.66	5.01	4.81	4.84	4.92
EBITDA	323,311	366,134	364,531	361,357	360,913
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	(15.2)	16.1	17.7	(4.4)	0.6
Gross margin (%)	13.9	14.7	12.1	12.4	12.4
EBITDA margin (%)	18.8	18.3	15.5	16.1	16.0
Operating margin (%)	10.1	10.9	8.8	9.0	9.0
Net margin (%)	5.5	6.8	5.8	6.2	6.2
Core profit margin (%)	6.1	7.2	5.8	6.2	6.2
ROA (%)	4.3	6.1	6.0	5.9	5.9
ROCE (%)	5.4	7.6	7.7	7.6	7.6
Asset turnover (x)	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0
Current ratio (x)	2.2	2.2	2.9	3.4	3.2
Gearing ratio (x)	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
Interest coverage (x)	6.0	7.5	8.1	8.9	9.9
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	392,380	395,840	400,792	511,647	635,132
Accounts receivable	186,415	225,519	265,388	253,735	255,215
Inventory	116,884	121,872	143,417	137,120	137,920
PP&E-net	1,098,230	1,076,906	1,057,957	994,246	906,950
Other assets	438,423	412,177	466,450	450,587	452,601
Total assets	2,232,331	2,232,314	2,334,005	2,347,335	2,387,818
Accounts payable	207,103	231,828	272,813	260,834	262,355
ST debts & current portion	94,583	84,561	65,629	67,329	63,803
Long-term debt	519,772	444,920	402,777	357,902	316,684
Other liabilities	239,276	222,450	264,020	252,427	253,899
Total liabilities	1,060,734	983,758	1,005,238	938,492	896,741
Paid-up capital	28,563	28,563	28,563	28,563	28,563
Share premium	29,211	29,211	29,211	29,211	29,211
Retained earnings	705,174	760,898	841,109	921,185	1,003,419
Shareholders equity	762,948	818,672	898,883	978,959	1,061,193
Minority interests	408,649	429,884	429,884	429,884	429,884
Total Liab.&Shareholders' equity	2,232,331	2,232,314	2,334,005	2,347,335	2,387,818
CASH FLOW (Btm)					
Net income	94,609	135,187	137,337	138,111	140,595
Depreciation and amortization	128,734	116,289	121,231	124,197	121,623
Change in working capital	(43,756)	(47,192)	(140,047)	(102,020)	(119,174)
FX, non-cash adjustment & others	90,848	101,824	106,915	112,261	117,874
CF from operating activities	270,435	306,108	225,435	272,549	260,918
Capex (Invest)/Divest	(109,408)	(115,815)	(102,282)	(60,486)	(34,327)
Others	(69,506)	(64,710)	0	0	0
CF from investing activities	(178,914)	(180,525)	(102,282)	(60,486)	(34,327)
Debt financing (repayment)	(71,613)	(57,843)	(61,075)	(43,174)	(44,744)
Equity financing	0	(30,821)	0	0	0
Dividend payment	(44,590)	(73,834)	(57,126)	(58,035)	(58,361)
Others	0	0	0	0	0
CF from financing activities	(116,203)	(162,498)	(118,201)	(101,209)	(103,105)
Net change in cash	(24,683)	(36,915)	4,952	110,854	123,485
Free cash flow (Btm)	161,027	190,293	123,153	212,063	226,591
FCF per share (Bt)	5.6	6.7	4.3	7.4	7.9
Key assumptions	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Bt/US\$ - average	35.4	34.1	31.5	31.5	31.5
Dubai price (US\$/bbl)	41.3	53.2	72.0	65.0	65.0
Pooled gas price (Bt/mmbtu)	203.0	197.8	195.3	187.5	187.5
Gas sales (mmcf)	4,762.0	4,725.0	4,796.9	4,870.1	4,944.6
GSP production (mt)	6.5	6.8	6.8	6.9	7.0
NGV price (Bt/kg)	12.0	12.2	12.2	12.2	12.2
LPG price (US\$/t)	336.0	485.0	520.0	520.0	520.0

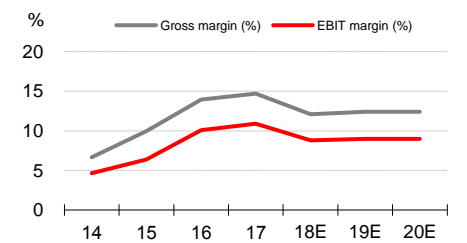
Revenue growth and asset turnover



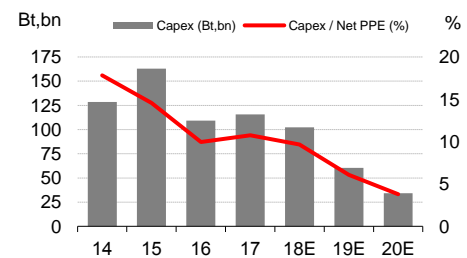
A/C receivable & A/C payable days



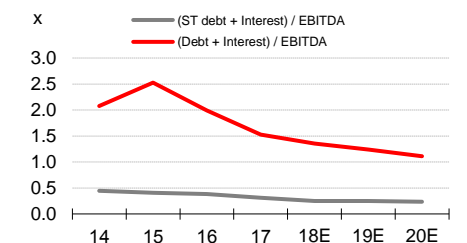
Profit margins



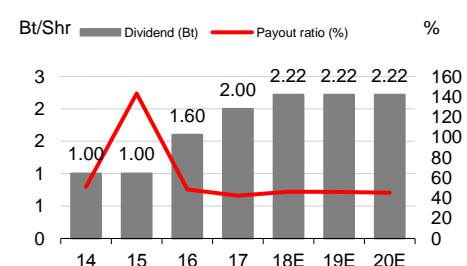
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



PTT: Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btbn)	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
Revenue	478,788	475,178	531,959	532,972	578,787
Cost of sales and services	(418,878)	(401,596)	(445,883)	(457,063)	(491,307)
Gross profit	59,910	73,582	86,076	75,909	87,479
SG&A	(16,995)	(18,855)	(24,420)	(16,613)	(18,494)
EBIT	42,915	54,727	61,656	59,296	68,985
Interest expense	(7,381)	(7,231)	(6,697)	(6,504)	(7,122)
Other income/exp.	4,982	4,903	5,806	4,699	4,335
EBT	40,517	52,399	60,765	57,492	66,198
Corporate tax	(5,553)	(7,740)	(8,615)	(8,479)	(18,123)
After-tax net profit (loss)	34,964	44,659	52,150	49,013	48,075
Minority interest	(8,907)	(8,280)	(15,244)	(16,799)	(11,274)
Equity earnings from affiliates	1,938	1,223	2,102	2,472	1,818
Extra items	3,321	(15,270)	(3,636)	5,102	(8,590)
Net profit (loss)	31,317	22,332	35,371	39,788	30,029
Reported EPS	1.10	0.78	1.24	1.39	1.05
Fully diluted EPS	1.10	0.78	1.24	1.39	1.05
Core net profit	29,195	38,802	40,207	34,687	38,619
Core EPS	1.02	1.36	1.41	1.21	1.35
EBITDA	71,879	84,140	91,061	94,987	105,437

KEY RATIOS

Gross margin (%)	12.5	15.5	16.2	14.2	15.1
EBITDA margin (%)	15.0	17.7	17.1	17.8	18.2
Operating margin (%)	9.0	11.5	11.6	11.1	11.9
Net margin (%)	6.5	4.7	6.6	7.5	5.2
Core profit margin (%)	6.1	8.2	7.6	6.5	6.7
BV (Bt)	42.4	42.2	43.7	44.5	45.1
ROE (%)	15.7	11.3	17.6	19.2	14.2
ROA (%)	5.7	4.1	6.4	7.1	5.3
Current ratio (x)	2.5	2.2	2.2	2.3	1.9
Gearing ratio (x)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
Interest coverage (x)	5.8	7.6	9.2	9.1	9.7

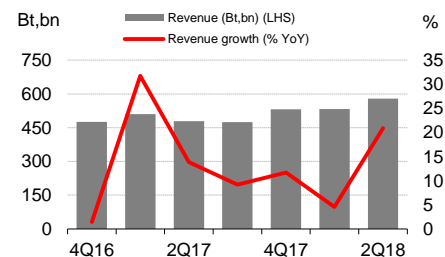
QUARTERLY BALANCE SHEET

Cash & Equivalent	380,468	377,452	395,840	424,939	358,720
Accounts receivable	181,723	199,917	225,519	215,055	250,585
Inventory	106,925	110,669	121,872	121,372	142,404
PP&E-net	1,095,391	1,091,249	1,076,906	1,064,818	1,123,031
Other assets	409,954	411,803	412,177	406,426	418,466
Total assets	2,174,461	2,191,091	2,232,314	2,232,610	2,293,206
Accounts payable	167,708	197,569	231,828	220,482	263,848
ST debts & current portion	83,927	106,963	84,561	77,014	123,845
Long-term debt	499,074	470,507	444,920	439,978	386,739
Other liabilities	213,427	209,504	222,450	222,979	230,738
Total liabilities	964,136	984,541	983,758	960,453	1,005,169
Paid-up capital	28,563	28,563	28,563	28,563	28,563
Share premium	29,211	29,211	29,211	29,211	29,211
Retained earnings	737,582	733,051	760,898	783,166	796,838
Shareholders' equity	795,356	790,825	818,672	840,940	854,612
Minority interests	414,969	415,724	429,884	431,218	433,424
Total Liab.&Shareholders' equity	2,174,461	2,191,091	2,232,314	2,232,610	2,293,206

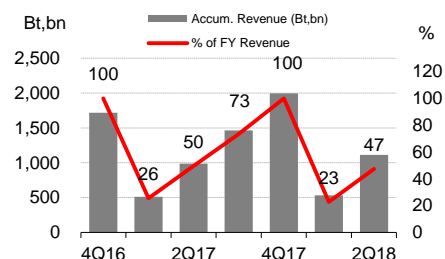
Operating statistics

Gas sales (mmcf/d)	4,752.0	4,717.0	4,710.0	4,644.0	4,825.0
GSP production (kt)	1,726.7	1,609.3	1,805.7	1,723.3	1,784.2
Oil sales (m litres)	24,280.0	25,114.0	26,175.0	25,483.0	26,502.0
Oil marketing margin (Bt/litre)	0.4	0.4	0.4	0.0	0.0
Coal sales (kt)	1,900.0	2,100.0	2,500.0	2,100.0	2,200.0
ASP (US\$/t)	67.9	74.2	74.8	79.9	75.8

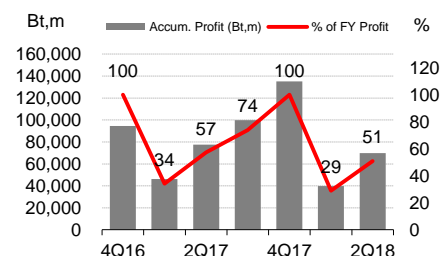
Revenue trend



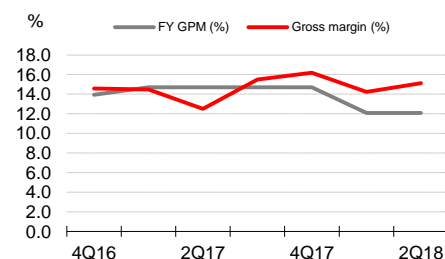
Revenue trend (accumulated)



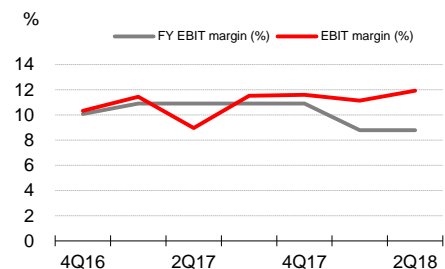
Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin



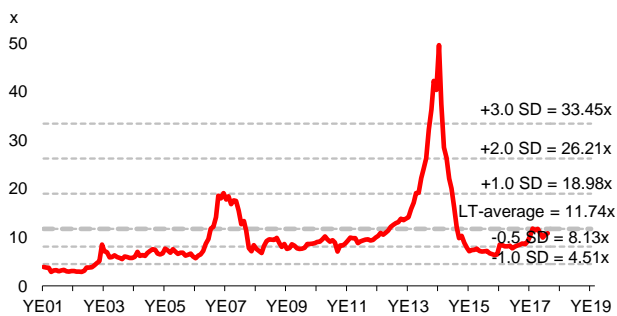
Company profile

PTT Plc (PTT) is the only fully-integrated petroleum and chemicals complex player in Thailand with operations covering upstream (exploration and production), midstream (refining and production of olefins feedstock) and downstream (retail oil distribution) businesses. The firm comprises: 1) gas transmission and distribution, supply and marketing (S&M), processing, and investment in PTTEP, an exploration and production (E&P) operator, 2) oil marketing and trading and 3) investments in refineries and petrochemicals.

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
CNOOC	883 HK	HKD13.8	78,724	9.7	9.0	98.9	7.9	1.3	1.2	13.9	13.6	5.0	5.2
PetroChina	857 HK	HKD6.1	209,012	16.2	14.2	170.0	18.2	0.8	0.8	4.9	5.6	3.3	3.7
China Petroleum & Chemical	386 HK	HKD7.9	120,431	10.3	10.2	54.3	2.2	1.1	1.1	10.8	10.5	7.2	7.2
Oil & Natural Gas Corp	ONGC IN	INR177.5	32,038	7.3	7.0	41.0	4.3	0.9	0.9	13.6	12.9	4.7	5.1
Reliance Industries	RIL IN	INR1,274.5	113,633	17.9	15.2	15.3	16.7	2.3	2.0	13.5	14.1	0.6	0.7
GAIL (India)	GAIL IN	INR376.2	11,935	14.1	12.7	26.9	11.5	1.9	1.7	13.8	14.0	2.6	2.9
Oil India Ltd	OINL IN	INR213.9	3,414	6.8	6.7	32.1	3.7	0.8	0.8	11.8	10.2	5.8	5.9
Origin Energy	ORG AU	AUD8.0	10,196	11.7	10.2	429.0	18.1	1.1	1.0	9.3	10.2	3.3	4.4
Beach Energy Ltd	BPT AU	AUD1.9	3,171	9.9	10.3	105.2	-0.5	1.9	1.7	20.9	17.1	1.1	1.5
SK Innovation	096770 KS	KRW192,000	15,947	8.9	7.9	-3.0	11.8	0.9	0.9	10.8	11.2	4.2	4.5
JX Holdings	5020 JP	JPY793.4	24,495	6.5	7.6	90.6	-14.6	0.9	0.9	15.0	11.7	2.6	2.9
PTT Exploration & Production	PTTEP TB	THB142.50	17,255	14.1	15.5	95.5	-9.4	1.4	1.4	10.4	8.9	3.6	3.2
PTT	PTT TB	THB52.00	45,302	10.8	10.8	1.6	0.6	1.7	1.5	16.0	14.7	4.3	4.3
Simple average				11.1	10.5	96.3	5.8	1.3	1.2	12.4	11.7	3.7	3.9

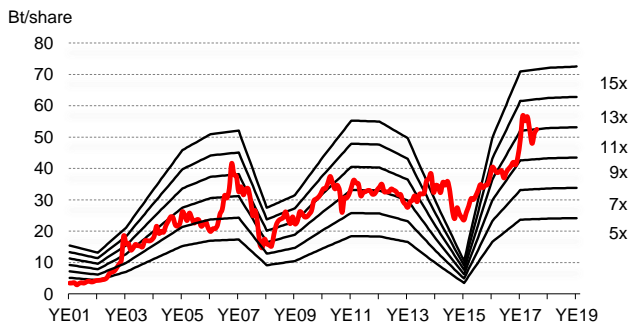
PER band versus SD (next 12 months)



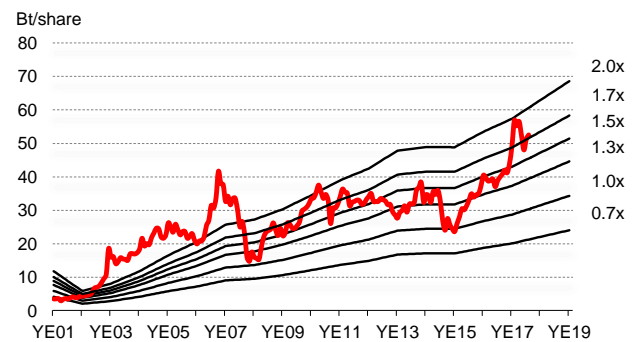
PBV band versus SD (next 12 months)



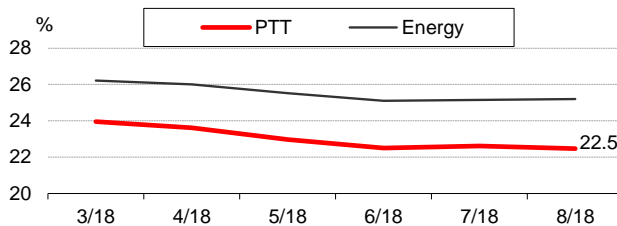
PER band and share price



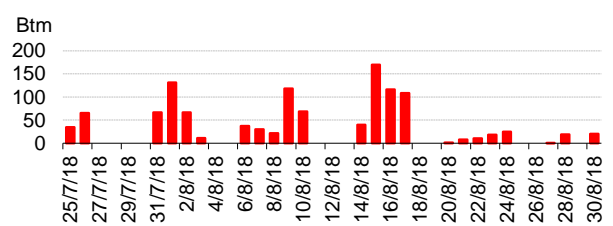
PBV band and share price



Foreign holdings



Short selling activities during past four weeks



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

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.