

สหวิริยาเสถียรอินดัสตรี SSI.TB / SSI.BK

21 กุมภาพันธ์ 2556

**ความเสี่ยงผิวดินดชำระหนี้ลดลงมาก แต่
ความสามารถในการทำกำไรยังไม่ชัดเจน**

ประเด็นการลงทุน

มีข่าวเชิงบวกเกี่ยวกับความคืบหน้าแผนการระดมทุนของ SSI มีน่าจะออกมาใกล้เคียงที่บริษัทตั้งเป้าโดยคาดว่าจะมีทุนใหม่ 1.2 หมื่นล้านบาทภายในสิ้นเดือนมี.ค. ซึ่งคิดเป็น 89% ของแผนที่วางไว้ โดยทุนที่เพิ่มขึ้นเป็นทั้งเงินสดและการแปลงหนี้เป็นทุน ซึ่งทำให้เรามองว่าความเสี่ยงจากการผิวดินชำระหนี้ของบริษัทได้ลดลงอย่างมาก ซึ่งเรามองว่าผู้จะได้ประโยชน์จากกรณีดังกล่าวคือเจ้าหนี้เป็นหลัก SSI (SCB KTB และ TISCO) อย่างไรก็ตามเรามองว่าการฟื้นตัวของผลการดำเนินงานหลักของบริษัทโดยเฉพาะ TCP (UK) จะเป็นสิ่งสำคัญในการพิจารณาปรับเพิ่มคำแนะนำ โดยเรายังคงคำแนะนำ ขาย ราคาเป้าหมาย ณ สิ้นปี 2556 0.68 บาท อ้างอิงจาก PBV ที่ 1.2 เท่า

แนวโน้มเหล็กทั่วโลกปี 2556 ยังต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต

อุปสงค์ในเหล็กทั่วโลกคาดว่าจะเพิ่มขึ้น 2.9% ในปี 2556 อัตราการดำเนินงานของโรงงานเหล็กทั่วโลกคาดว่าจะคงที่ YoY ที่ 80% ในปีนี้ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยปี 2548-2555 ที่ 82% (84% สำหรับปี 2549-50) แสดงให้เห็นว่าอุตสาหกรรมยังคงอยู่ต่ำกว่าอัตรากำลังการผลิตในช่วงกลางของวงจรอุตสาหกรรม ดังนั้นอำนาจการต่อรองราคาของผู้ประกอบการเหล็กยังอยู่ในระดับต่ำ โดย Morgan Stanley ประมาณการราคาเหล็กแผ่นรีดร้อน (HRC) เพิ่มขึ้น 5% สำหรับรัสเซีย 4% สำหรับบราซิล และ 1% สำหรับจีน หนุนโดยปัจจัยผลักดันต้นทุนได้แก่ต้นทุนแร่เหล็กและถ่าน สำหรับแนวโน้มราคา HRC สำหรับสหรัฐฯและยุโรปลดลงเล็กน้อย YoY

คาดยังขาดทุนอีกหลายไตรมาส แต่มีแนวโน้มลดลง

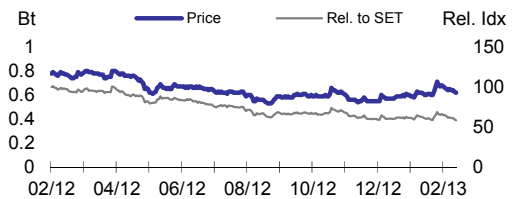
SSI จะรายงานขาดทุนสุทธิสำหรับไตรมาส 4/55 (หลังจากขาดทุนสุทธิ 4.8 พันล้านบาทสำหรับไตรมาส 3/55) เนื่องจากขาดทุนจำนวนมากใน TCP (อัตราการใช้กำลังการผลิตของ TCP อยู่ที่ 78% ซึ่งถือว่าต่ำกว่าจุดคุ้มทุนมาก) ในช่วงครึ่งปีแรกของปี 2556 การดำเนินงานธุรกิจเหล็กในไทยจะฟื้นตัวไตรมาสต่อไตรมาส หนุนโดยการเติบโตของยอดขายเนื่องจากการแข่งขันลดลงจากการนำเข้า HRC จากจีน (หลังจากรัฐบาลประกาศมาตรการป้องกันการทุ่มตลาด) สำหรับการดำเนินงานของ TCP คาดจะมีแนวโน้มดีขึ้นตั้งแต่ไตรมาส 3/56 เป็นต้นไปด้วยอัตราการใช้กำลังการผลิตเพิ่มขึ้นเป็น 90% และต้นทุนพลังงานลดลง 30% หลังจากโครงการ pulverized coal injection เริ่มดำเนินการ

แผนการระดมทุนดำเนินไปด้วยดี

แผนการเพิ่มทุนของ SSI (อนุมัติในวันที่ 11 ต.ค. 2555) ออกมาดี โดยในวันที่ 1 ก.พ. 2556 บริษัทได้รับส่วนของทุนเพิ่ม 7 พันล้านบาทจากการขายหุ้นแบบเฉพาะเจาะจง (แก่พันธมิตรใหม่ 5 ราย) การขายหุ้นแก่ผู้ถือหุ้นเดิม จากการแปลงหนี้สินเป็นทุนและการขายบริษัทรวมออกไป 15% (รายละเอียดดังตารางที่ 1) โดยในปลายเดือนมี.ค.2556 ทุนใหม่ของ SSI มีแนวโน้มรวม 1.2 หมื่นล้านบาท (คิดเป็น 89% ของเป้าหมาย 1.3 หมื่นล้านบาท) โดยเงินทุนใหม่แบ่งเป็นเงินสด 6.3 พันล้านบาทและส่วนที่เหลือเปลี่ยนจากหนี้สินเป็นทุน การเพิ่มทุนจะทำให้เงินทุนของ SSI เพิ่มขึ้นเป็นสองเท่าจาก 1.2 หมื่นล้านบาท ณ ปลายเดือนก.ย.2555

Sector: Construction Material Neutral
คำแนะนำพื้นฐาน: ขาย
เป้าหมายพื้นฐาน: 0.86 บาท
ราคา (20/02/13): 0.62 บาท

Price chart

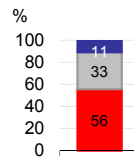


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(7.4)	(10.5)	(57.1)
Absolute	-	10.7	(21.5)

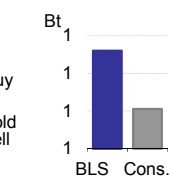
Key statistics

Market cap	Bt17.0bn	USD0.6bn
12-mth price range	Bt0.5/Bt0.8	
12-mth avg daily volume	Bt45m	USD1.5m
# of shares (m)	27,431	
Est. free float (%)	45.7	
Foreign limit (%)	49.0	

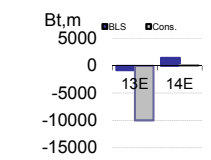
Consensus rating



BLS Target price vs. Consensus



BLS earnings vs. Consensus



Financial summary

FY Ended 31 Dec	2011	2012E	2013E	2014E
Revenues (Btm)	47,975	54,261	57,182	62,900
Net profit (Btm)	(981)	(16,026)	(784)	1,422
EPS (Bt)	(0.05)	(0.60)	(0.03)	0.05
EPS growth (%)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Core profit (Btm)	(5,256)	(15,389)	(784)	1,422
Core EPS (Bt)	(0.29)	(0.85)	(0.04)	0.08
Core EPS growth (%)	n.m.	-192.8%	+94.9%	n.m.
PER (x)	n.m.	n.m.	n.m.	13.0
PBV (x)	0.5	1.2	1.2	1.1
Dividend (Bt)	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE (%)	(4.5)	(85.1)	(5.5)	9.2

CG rating

N/A
นฤมล เอกสมุทร
+66 2 618 1000

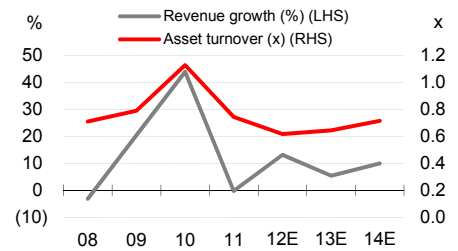
กำลังเจรจาเลื่อนการชำระหนี้ คาดสำเร็จเร็ว ๆ นี้

บริษัทคาดว่าจะต่อรองกับธนาคารในการขยายเวลาสำหรับการชำระเงินต้นที่ครบกำหนดเพื่อการซื้อโรง TCP โดยในเบื้องต้นบริษัทมีภาระต้องชำระเงินต้น 3.8 พันล้านบาทในเดือนมิ.ย. 2556 (สิ้นสุดระยะเวลาปลอดชำระเงินต้นเป็นเวลา 2 ปี) แต่เนื่องผลขาดทุนสุทธิตั้งแต่ไตรมาส 2/54 เป็นต้นมาทำให้ส่วนของทุนลดลงและกระแสเงินสดของบริษัทลดลงต่อเนื่องในช่วงสองปีที่ผ่านมา โดยเรามองว่าหากบริษัทสามารถประสบความสำเร็จในการเลื่อนวันชำระหนี้เงินต้นออกไป จะช่วยลดความกังวลเกี่ยวกับสภาพคล่องของบริษัทได้มาก

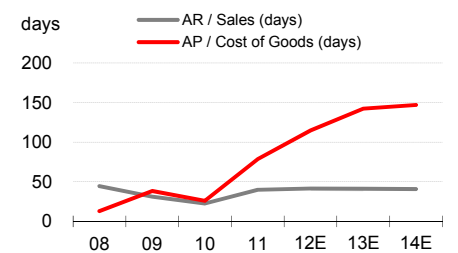
SSI : Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Revenue	48,090	47,975	54,261	57,182	62,900
Cost of sales and services	(44,112)	(49,638)	(64,195)	(52,763)	(56,345)
Gross profit	3,977	(1,663)	(9,934)	4,419	6,555
SG&A	(947)	(1,852)	(2,263)	(2,066)	(2,049)
EBIT	3,030	(3,515)	(12,197)	2,352	4,507
Interest expense	(848)	(2,210)	(3,032)	(2,969)	(2,902)
Other income/exp.	38	60	60	60	60
EBT	2,220	(5,665)	(15,169)	(556)	1,665
Corporate tax	(18)	539	(27)	(22)	(23)
After-tax net profit (loss)	2,201	(5,126)	(15,196)	(578)	1,641
Minority interest	(86)	(52)	(57)	(63)	(69)
Equity earnings from affiliates	206	(130)	(136)	(143)	(150)
Extra items	124	4,327	(637)	0	0
Net profit (loss)	2,446	(981)	(16,026)	(784)	1,422
Reported EPS	0.19	(0.05)	(0.60)	(0.03)	0.05
Fully diluted EPS	0.19	(0.05)	(0.88)	(0.04)	0.08
Core net profit	2,322	(5,256)	(15,389)	(784)	1,422
Core EPS	0.18	(0.29)	(0.85)	(0.04)	0.08
EBITDA	3,853	(2,499)	(10,448)	3,606	5,779
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	43.9	(0.2)	13.1	5.4	10.0
Gross margin (%)	8.3	(3.5)	(18.3)	7.7	10.4
EBITDA margin (%)	8.0	(5.2)	(19.3)	6.3	9.2
Operating margin (%)	6.4	(7.2)	(22.4)	4.2	7.3
Net margin (%)	5.1	(2.0)	(29.5)	(1.4)	2.3
Core profit margin (%)	4.8	(11.0)	(28.4)	(1.4)	2.3
ROA (%)	5.7	(1.5)	(18.2)	(0.9)	1.6
ROCE (%)	6.3	(1.8)	(23.4)	(1.2)	2.2
Asset turnover (x)	1.1	0.7	0.6	0.6	0.7
Current ratio (x)	1.0	0.8	0.6	0.7	0.7
Gearing ratio (x)	1.0	1.8	3.7	3.2	2.8
Interest coverage (x)	4.5	(1.1)	(3.4)	1.2	2.0
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	169	169	188	196	282
Accounts receivable	2,962	5,240	6,165	6,453	7,021
Inventory	14,205	25,178	26,584	24,992	25,863
PP&E-net	20,293	50,149	51,640	50,985	50,312
Other assets	4,864	5,629	5,111	4,961	4,804
Total assets	42,493	86,364	89,689	87,588	88,282
Accounts payable	3,157	10,685	20,186	20,573	22,713
ST debts & current portion	14,499	24,272	30,491	26,793	27,732
Long-term debt	4,434	19,641	23,103	23,103	19,297
Other liabilities	526	6,819	1,474	1,475	1,476
Total liabilities	22,617	61,416	75,254	71,945	71,217
Paid-up capital	13,101	18,184	26,928	29,858	29,858
Share premium	(2,171)	(1,238)	(4,036)	(4,974)	(4,974)
Retained earnings	1,829	731	(15,295)	(16,080)	(14,658)
Shareholders equity	19,033	24,096	13,583	14,791	16,213
Minority interests	842	852	852	852	852
Total Liab.&Shareholders' equity	42,493	86,364	89,689	87,588	88,282
CASH FLOW (Btm)					
Net income	2,446	(981)	(16,026)	(784)	1,422
Depreciation and amortization	785	956	1,689	1,193	1,211
Change in working capital	(503)	(1,305)	6,420	1,691	700
FX, non-cash adjustment & others	1,272	(660)	(6,627)	(1,526)	(527)
Cash flows from operating activities:	4,000	(1,990)	(14,545)	574	2,807
Capex (Invest)/Divest	(517)	(26,899)	197	1,848	1,885
Others	0	0	0	0	0
Cash flows from investing activities	(517)	(26,899)	197	1,848	1,885
Debt financing (repayment)	(1,950)	26,716	9,702	(3,697)	(2,868)
Equity financing	0	6,016	5,946	1,992	0
Dividend payment	(25)	(25)	0	0	0
Others	0	0	0	0	0
Cash flows from financing activities	(2,000)	32,710	15,627	(1,705)	(2,868)
Net change in cash	1,482	3,821	1,279	717	1,824
Free cash flow (Btm)	3,483	(28,889)	(14,348)	2,422	4,692
FCF per share (Bt)	0.3	(1.6)	(0.5)	0.1	0.2
KEY ASSUMPTIONS					
Utilization rate	56%	39%	53%	58%	64%
Volume sales (m tonnes)	2.2	1.6	2.1	2.3	2.5
Volume change	28%	-16%	10%	10%	10%
Average sales price (Bt/tonne)	21,323.7	24,002.2	23,522.2	24,580.7	24,580.7
Sales price change	12.3%	12.6%	-2.0%	4.5%	0.0%
Average GM	8.0%	-3.7%	-18.8%	7.4%	10.1%

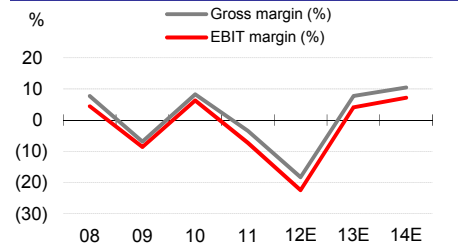
Revenue growth and asset turnover



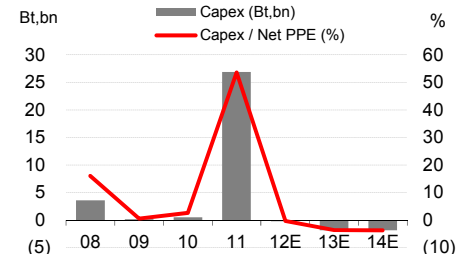
A/C receivable & A/C payable days



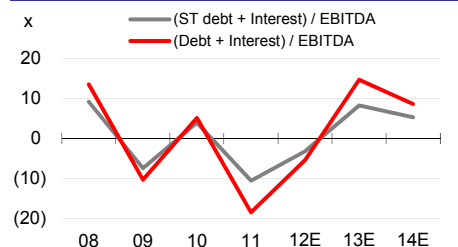
Profit margins



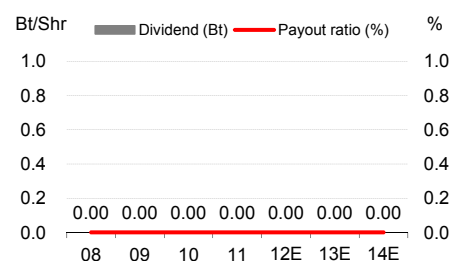
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



SSI : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12
Revenue	13,439	13,008	15,742	11,469	15,794
Cost of sales and services	(14,614)	(14,665)	(17,312)	(14,655)	(18,730)
Gross profit	(1,175)	(1,657)	(1,570)	(3,186)	(2,935)
SG&A	(1,068)	(958)	(600)	(528)	(682)
EBIT	(2,242)	(2,615)	(2,170)	(3,714)	(3,617)
Interest expense	(578)	(695)	(704)	(819)	(958)
Other income/exp.	13	19	28	28	(27)
EBT	(2,807)	(3,291)	(2,846)	(4,505)	(4,601)
Corporate tax	(2)	548	8	(3)	(17)
After-tax net profit (loss)	(2,809)	(2,744)	(2,838)	(4,508)	(4,618)
Minority interest	8	(87)	13	6	23
Equity earnings from affiliates	57	55	35	(11)	(27)
Extra items	53	269	(25)	(498)	(114)
Net profit (loss)	(2,692)	(2,507)	(2,815)	(5,011)	(4,736)
Reported EPS	(0.15)	(0.13)	(0.16)	(0.28)	(0.26)
Fully diluted EPS	(0.15)	(0.13)	(0.16)	(0.28)	(0.26)
Core net profit	(2,745)	(2,776)	(2,790)	(4,513)	(4,622)
Core EPS	(0.15)	(0.14)	(0.15)	(0.25)	(0.26)
EBITDA	(2,229)	(2,596)	(2,142)	(3,686)	(3,643)

KEY RATIOS

Gross margin (%)	(8.7)	(12.7)	(10.0)	(27.8)	(18.6)
EBITDA margin (%)	(16.6)	(20.0)	(13.6)	(32.1)	(23.1)
Operating margin (%)	(16.6)	(20.0)	(13.6)	(32.1)	(23.1)
Net margin (%)	(20.1)	(17.9)	(18.0)	(43.8)	(30.3)
Core profit margin (%)	(20.5)	(20.0)	(17.9)	(39.4)	(29.6)
BV (Bt)	1.5	1.4	1.2	0.9	0.7
ROE (%)	(43.0)	(37.0)	(50.9)	(108.9)	(137.3)
ROA (%)	(14.6)	(11.1)	(13.6)	(23.4)	(20.7)
Current ratio (x)	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
Gearing ratio (x)	1.5	1.8	2.1	3.1	4.2
Interest coverage (x)	3.9	3.7	3.0	4.5	3.8

QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	625	169	404	1,247	217
Accounts receivable	3,781	5,240	5,157	4,665	8,141
Inventory	24,380	25,178	16,983	24,423	25,302
PP&E-net	47,024	50,149	51,373	53,383	51,768
Other assets	6,070	5,629	6,473	7,646	7,759
Total assets	81,880	86,364	80,390	91,365	93,187
Accounts payable	8,686	10,685	6,526	14,479	20,172
ST debts & current portion	22,312	24,272	23,919	27,236	28,619
Long-term debt	18,144	19,641	21,361	25,565	23,584
Other liabilities	5,534	6,819	7,141	6,913	8,393
Total liabilities	54,677	61,416	58,947	74,192	80,768
Paid-up capital	18,184	18,184	18,184	18,184	18,337
Share premium	(1,238)	(1,238)	(1,238)	(1,238)	(1,238)
Retained earnings	3,106	731	(2,110)	(7,132)	(11,914)
Shareholders equity	26,365	24,096	20,582	16,319	11,546
Minority interests	839	852	861	853	873
Total Liab.&Shareholders' equity	81,880	86,364	80,390	91,365	93,187

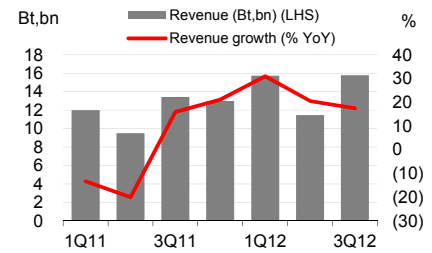
KEY STATS

Utilization rate	37%	38%	50%	37%	63%
Volume sales (m tonnes)	414,000	303,000	497,000	423,000	588,000
Volume change QoQ	25%	-27%	64%	-15%	39%
Average sales price (\$/tonne)	807.0	783.0	752.0	731.0	700.0
Slab cost (\$/tonne)	786.0	651.0	661.0	706.0	694.0
Metal spread (\$/tonne)	118.0	132.0	91.0	115.0	87.0

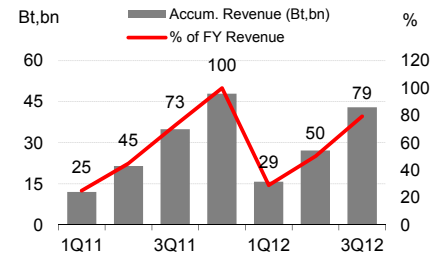
Company profile

Sahaviriya Steel Industries Plc manufactures and distributes hot rolled coil (HRC) in Thailand. The company also owns a slab-casting plant in the UK. Its total capacity is 4m tonnes/year of HRC at its Thai mill and another 3.6m tonnes/year of slab at its plant in the UK. The firm is controlled by the Viriyaprapaikit family, which holds 35% of the shares (including indirect stakes through holding companies). SSI has subsidiaries that offer engineering & maintenance services and operate a deep-sea port in Prachuap Khirikhan Province.

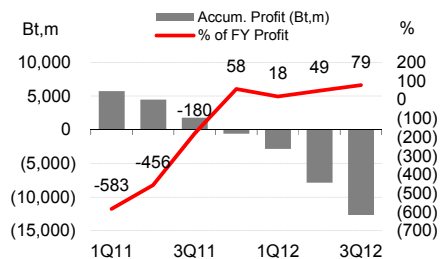
Revenue trend



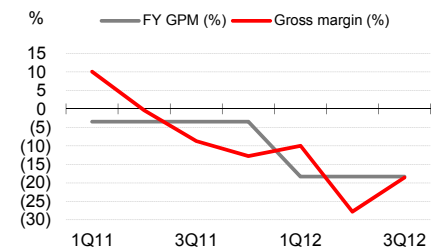
Revenue trend (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin

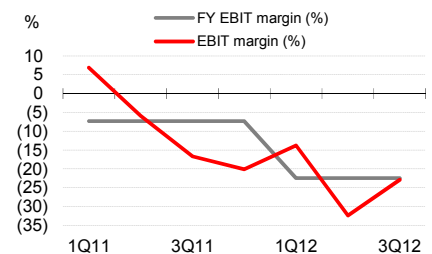
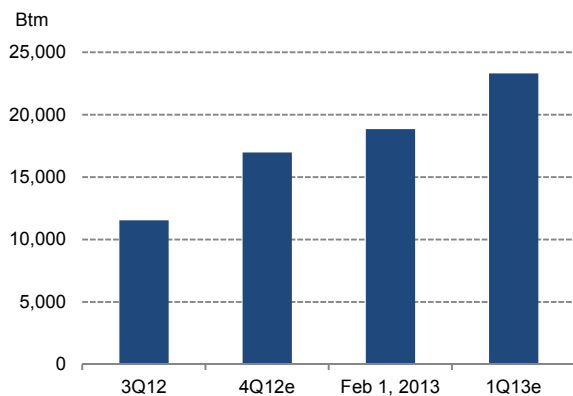


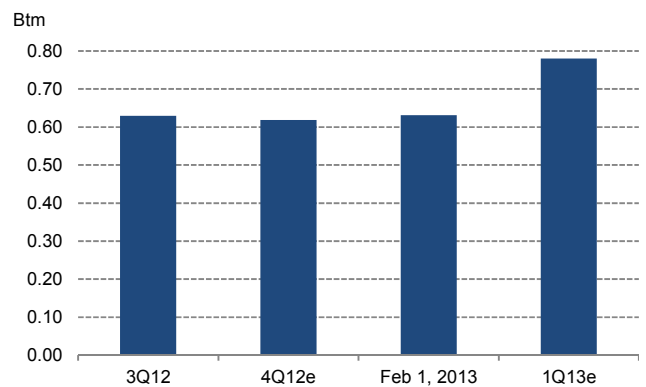
Figure 1 : Capital increase plan and progress

Subscribers	Capital increase plan (\$m)	New capital (\$m) as of Feb 1, 2013	Tentative plan 1Q13 (\$m)	Remark
PP#1 Vanomet Holding AG	170	64	80	\$16m is to be contributed by end 1Q13
RO RO to existing shareholders	39	14	14	Ratio of 10:1, 6-19 Nov, 2012, Mostly from Sahaviriya Group
PP#2 New investors (Private Placement)	112	66	66	JFE Steel Corporation = \$25m, Marubeni-Itochu Steel Inc = \$25m, Wonjin Europe = \$6.28, Total Refractory Management Limited = \$4.03m, and Sahaviriya Group = \$6.15m
PP#3 Sahaviriya Inter Steel Holding (SISH)		-		Convertible debenture and Sub-loan repayment sw ap to equity
--CD Buyback	59	17	59	Expected to be completed by end 1Q13
--Repayment of Sub-loans	33	33	33	Completed
Other funding				
Vanomet Trade Credit Facility	-	-	90	Working capital
Sales of Thai Cold Rolled Steel Sheet Plc	-	50	50	Completed
Total	413	243	392	

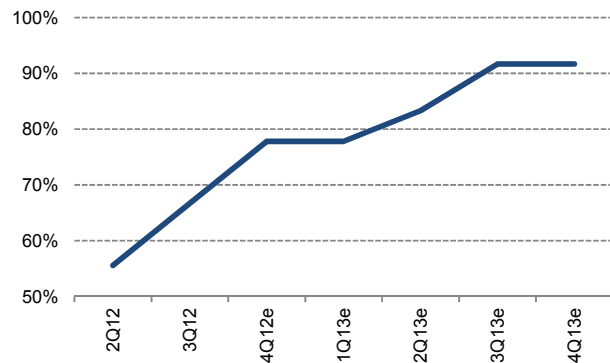
Sources: Company data, Bualuang Research

Figure 2 : Big jump in equity (excluding loss in 4Q12-1Q13)


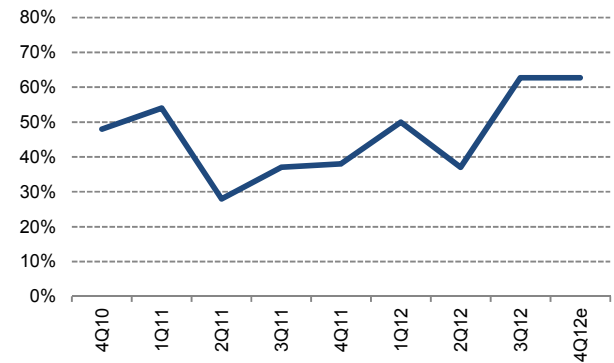
Sources: Company data, Bualuang Research

Figure 3 : Book value (excluding loss in 4Q12-1Q13)


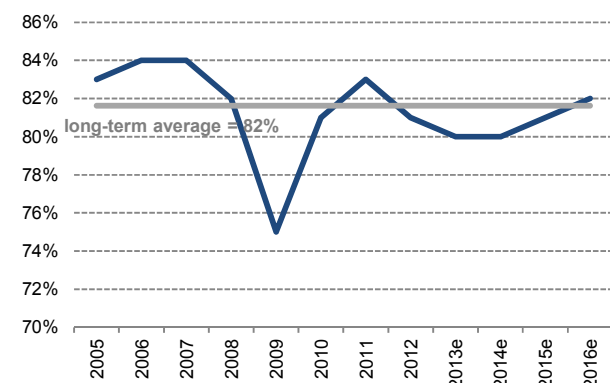
Sources: Company data, Bualuang Research

Figure 4 : TCP's run rate


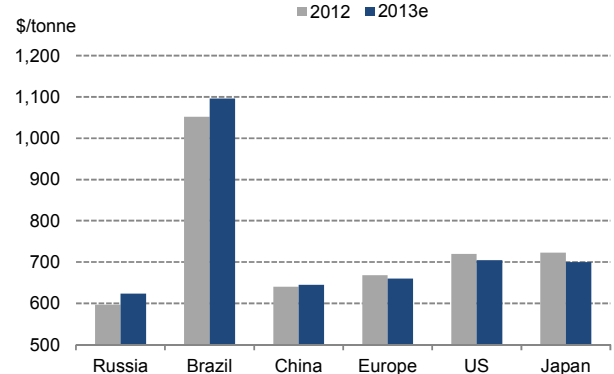
Sources: Company data, Bualuang Research

Figure 5 : Run rate for rolling business (Thailand)


Sources: Company data, Bualuang Research

Figure 6 : Global steel operating rate


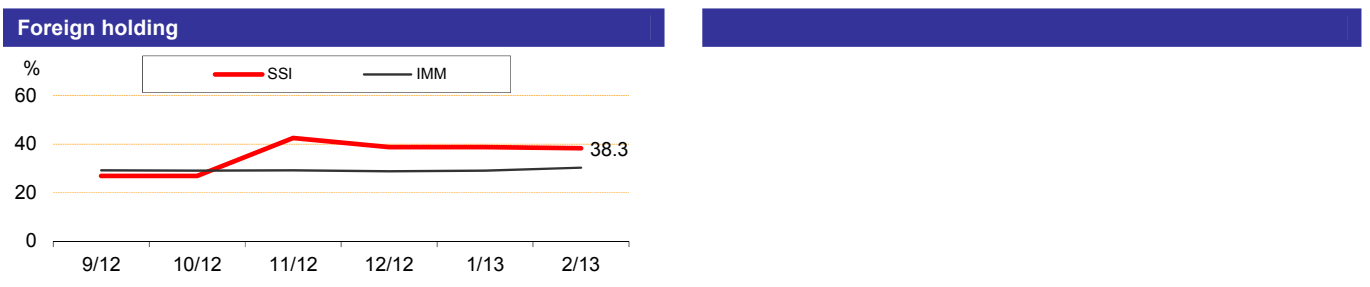
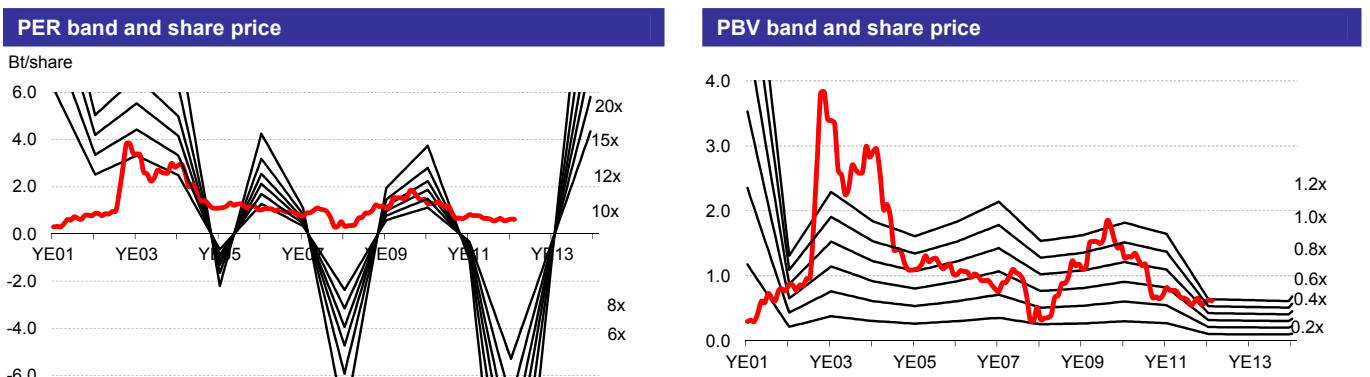
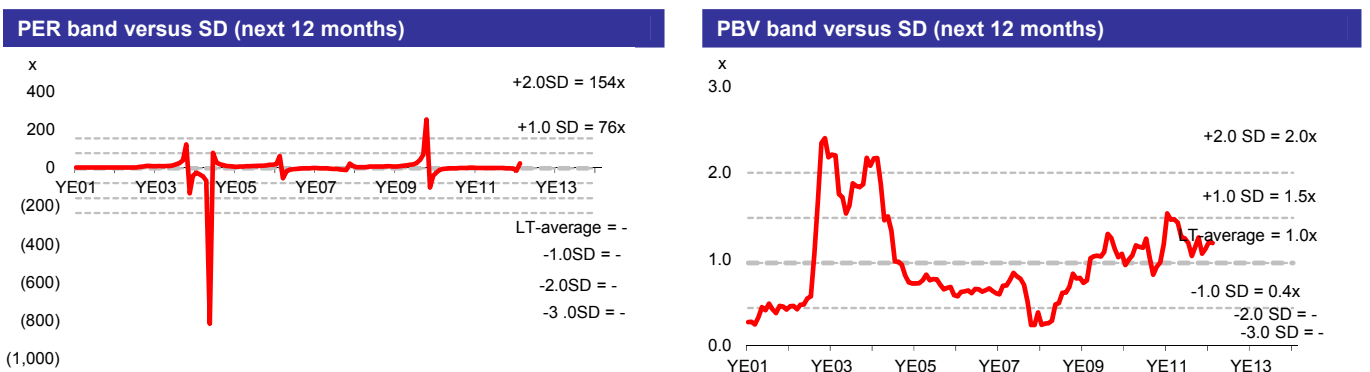
Sources: Morgan Stanley

Figure 7 : Global HRC price forecast


Sources: Morgan Stanley

Sector Comparisons

	Bloomberg Code	Price (local curr.)	Market Cap (US\$ equivalent)	PER (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div Yield (%)	
				2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E
Dynasty Ceramic	DCC TB	THB58.00	793	16.6	15.4	13.6	7.4	8.7	8.7	53.7	57.7	6.0	6.5
Mill Con Steel	MILL TB	THB2.08	109	8.9	7.4	28.1	20.4	11	10	13.8	14.7	3.5	4.5
The Siam Cement	SCC TB	THB464.00	18,660	16.6	13.2	42.2	25.9	3.5	3.1	22.1	24.7	3.4	4.3
Sahaviriya Steel	SSITB	THB0.62	570	n.m.	7.9	n.m.	n.m.	12	11	-5.5	9.2	0.0	0.0
Tata Steel Thailand	TSTH TB	THB106	290	17.5	15.8	275.1	111	0.8	0.8	4.8	5.2	0.0	8.3
Simple average				14.9	11.9	89.7	16.2	3.1	2.9	17.8	22.3	2.6	4.7








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 ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DWs UNDERLYING STOCKS. Investors should carefully read the details of the derivative warrants 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.

DWs Underlying Stocks	Financial Advisor	Underwriter/ Co-underwriter
ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BCP, BEC, BGH, BH, BIGC, BJC, BLA, BTS, CPALL, CPF, CPN, DTAC, EGCO, ESSO, GLOW, HMPRO, HEMRAJ, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, KBANK, KK, KTB, LH, MAKRO, MINT, PS, PTT, PTTEP, PTTGC, ROBINS, SCB, SCC, SPALI, TCAP, THAI, TISCO, TOP, TMB, TPIPL, TRUE, TUF		

Score Range	Score Range	Description
90 – 100		Excellent
80 – 89		Very Good
70 – 79		Good
60 – 69		Satisfactory
50 – 59		Pass
Below 50	No logo given	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.