

สหวิริยาเสตีลอินดัสตรี SSI TB / SSI.BK

29 เมษายน 2556

รองนกว่าจะเลิกขาดทุน

ประเด็นการลงทุน

แม้ว่าความเสี่ยงในการผิตนัดชำระหนี้จะคลี่คลายลงมาก แต่เรามองว่าจำเป็นที่ TCP (UK) จะต้องรายงานผลการดำเนินงานพลิกกลับจากขาดทุนเป็นกำไรเสียก่อนที่เราจะปรับเพิ่มคำแนะนำใดๆ โดยความเสี่ยงเมื่อเทียบกับผลตอบแทนยังคงไม่น่าสนใจ เนื่องจากยังคงขาดทุนต่อเนื่องในไตรมาส 1-2/56 เรายังคงคำแนะนำ ขาย ด้วยราคาเป้าหมาย ณ สิ้นปี 2556 ที่ 0.68 บาท อ้างอิงจาก PBV ที่ 1.2 เท่า

แนวโน้มธุรกิจเหล็กโลกยังไม่น่าสนใจ

คาดการณ์อัตราการผลิตเหล็กของโลกในปี 2556 ลดลงเล็กน้อย YoY จาก 75.8% ในปี 2555 เป็น 75.4% ในปี 2556 ซึ่งยังต่ำกว่าค่าเฉลี่ยปี 2545-55 ที่ 81% มาก (สูงสุด 88% ในปี 2549) สำหรับอัตราการผลิตที่ต่ำเนื่องมาจากอุปสงค์ที่เติบโตน้อยมากเพียง 1% ในปี 2555 และ 2% ในปี 2556 เทียบกับอุปทานที่เพิ่มขึ้นในปี 2550-55 ทั้งนี้ Morgan Stanley คาดการณ์ว่าราคาเหล็กแผ่นรีดร้อน (HRC) จะปรับตัวลดลงในปีนี้ในเกือบทุกภูมิภาค ลดลง 7% YoY ในญี่ปุ่น, 5% ในสหรัฐฯ, 4% ในยุโรป และ 1% ในจีน (มีเพียงรัสเซียที่คาดว่าจะเติบโต 2% YoY)

ธุรกิจโรงรีดเหล็กในไทยจะฟื้นตัว แต่...

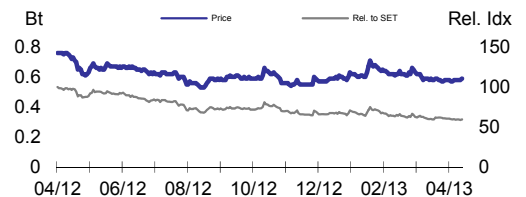
ธุรกิจโรงรีดเหล็กในไทยของ SSI จะรายงานผลกำไรในไตรมาส 1/56 หลังจากขาดทุนสามไตรมาสติดต่อกัน เนื่องจากปริมาณยอดขาย HRC จะทำสถิติสูงสุดใหม่ที่ 706,833 ตันในไตรมาส 1/56 หรือเพิ่มขึ้น 9% QoQ เนื่องจากการแข่งขันที่ลดลงจากการนำเข้าสินค้าจากจีนลดน้อยลง (ผลจากมาตรการต่อต้านการทุ่มตลาดของรัฐบาลไทย) ทั้งนี้คาดการณ์อัตรากำไรของธุรกิจเหล็กรีดร้อนในไทยเพิ่มสูงขึ้น QoQ ในไตรมาส 1/56 หนุนโดยต้นทุนวัตถุดิบเหล็กแท่งแบนที่ลดลงและอัตราการผลิตที่เพิ่มสูงขึ้น (จาก 60% ในไตรมาส 4/55 เป็น 77% ในไตรมาส 1/56)

... TCP (UK) ยังขาดทุนมากในไตรมาส 1/56

แม้ว่า TCP จะขาดทุนลดลง QoQ เรายังคงคาดว่าผลขาดทุนของ TCP ในไตรมาส 1/56 ยังคงสูงมากอยู่เนื่องจากอัตราการผลิตที่ลดลงอยู่ที่ 70% โดยผลขาดทุนก่อนใหญ่จาก TCP ดังกล่าวมากพอที่หักล้างผลการฟื้นตัวเป็นกำไรจากธุรกิจโรงรีดเหล็กในไทย ดังนั้น SSI จะยังรายงานผลขาดทุนสุทธิในไตรมาส 1/56 (รายงานผลขาดทุนติดต่อกันเป็นไตรมาสที่แปด) ภายใต้สถานการณ์ที่ดีที่สุดผู้บริหาร SSI ตั้งเป้าว่าผลการดำเนินงานของ TCP จะสามารถพลิกเป็นกำไรในไตรมาส 4/56 (อัตราการผลิตเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 90% และสามารถประหยัดต้นทุนพลังงานด้วยการลดการใช้ถ่านโค้ก)

Sector: Construction Material Neutral
คำแนะนำพื้นฐาน: ขาย
เป้าหมายพื้นฐาน: 0.68 บาท
ราคา (26/04/13): 0.59 บาท

Price chart

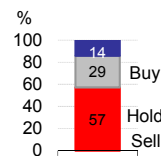


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(2.5)	(10.8)	(55.0)
Absolute	-	(3.3)	(24.4)

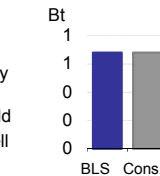
Key statistics

Market cap	Bt16.2bn	USD0.6bn
12-mth price range	Bt0.5/Bt0.8	
12-mth avg daily volume	Bt49m	USD1.7m
# of shares (m)	27,431	
Est. free float (%)	45.7	
Foreign limit (%)	49.0	

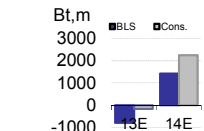
Consensus rating



BLS Target price vs. Consensus



BLS earnings vs. Consensus



Financial summary

FY Ended 31 Dec	2012	2013E	2014E	2015E
Revenues (Btm)	60,604	57,345	63,079	70,761
Net profit (Btm)	(15,903)	(784)	1,422	2,193
EPS (Bt)	(0.58)	(0.03)	0.05	0.07
EPS growth (%)	-977.7%	n.m.	n.m.	+54.2%
Core profit (Btm)	(16,429)	(784)	1,422	2,193
Core EPS (Bt)	(0.90)	(0.04)	0.08	0.12
Core EPS growth (%)	-212.6%	+95.2%	n.m.	+54.2%
PER (x)	n.m.	n.m.	12.6	8.1
PBV (x)	1.1	1.1	1.0	0.9
Dividend (Bt)	0.0	0.0	0.0	1.0
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	169.5
ROE (%)	(83.5)	(5.4)	9.1	12.5

CG rating

N/A
ณฤมล เอกสมุทร
+66 2 618 1000

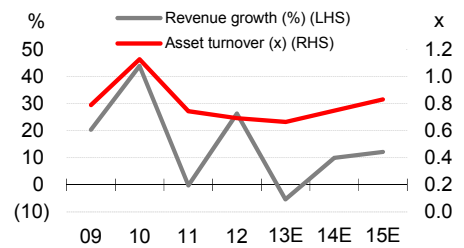
แผนเพิ่มทุนและการปรับกำหนดการจ่ายชำระหนี้ลดความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ลง
ณ สิ้นเดือนมี.ค. SSI เพิ่มทุนจำนวน 7.7 พันล้านบาท (จากแผนการเพิ่มทุนทั้งหมด 1.32 หมื่นล้านบาท ดังแสดงในตารางที่ 1) ในเดือนเม.ย. บริษัทมีการปรับกำหนดการจ่ายชำระหนี้จำนวน 1.5 หมื่นล้านบาทได้สำเร็จ โดยเปลี่ยนแปลงสินเชื่อประเภทเงินทุนหมุนเวียนจำนวน 4.5 พันล้านบาทเป็นหนี้ระยะเวลา 3 ปี และมีการขยายเวลาหนี้ระยะยาวสำหรับเงินกู้ 6.1 พันล้านบาทจากสิ้นสุดปี 2561 ไปเป็นปี 2564 ยึดหนี้สำหรับเงินกู้ 4.1 พันลบจากปี 2561 เป็นปี 2563 โดยเราคาดการณ์ยึดหนี้ดังกล่าวทำให้การจ่ายชำระหนี้เงินต้นกำหนดชำระในเดือนมี.ย.ลดลงมากเป็นเพียง 335 ล้านบาทเท่านั้น

ทั้งนี้ SSI อยู่ระหว่างการเจรจากับเจ้าหนี้ระยะยาวสำหรับหนี้ของ TCP จำนวน 490 ล้านเหรียญสหรัฐฯ เพื่อจะขอผ่อนผันช่วงเวลาปลอดหนี้ในปีนี้ โดยคาดว่าจะการเจรจาจะเสร็จสิ้นในเดือนพ.ค.

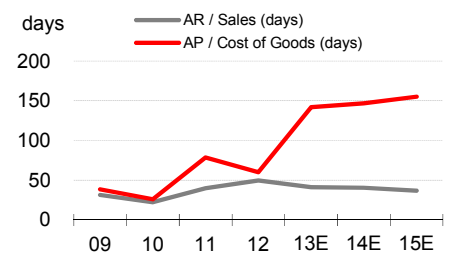
SSI : Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Revenue	47,975	60,604	57,345	63,079	70,761
Cost of sales and services	(49,638)	(71,879)	(52,835)	(56,424)	(63,363)
Gross profit	(1,663)	(11,275)	4,510	6,655	7,398
SG&A	(1,852)	(1,919)	(2,066)	(2,049)	(2,049)
EBIT	(3,515)	(13,194)	2,443	4,607	5,349
Interest expense	(2,210)	(3,926)	(3,289)	(3,238)	(3,199)
Other income/exp.	60	154	154	154	154
EBT	(5,665)	(16,966)	(692)	1,523	2,304
Corporate tax	539	601	(22)	(23)	(26)
After-tax net profit (loss)	(5,126)	(16,365)	(714)	1,499	2,278
Minority interest	(52)	(63)	(69)	(76)	(84)
Equity earnings from affiliates	(130)	(1)	(1)	(1)	(1)
Extra items	4,327	526	0	0	0
Net profit (loss)	(981)	(15,903)	(784)	1,422	2,193
Reported EPS	(0.05)	(0.58)	(0.03)	0.05	0.07
Fully diluted EPS	(0.05)	(0.87)	(0.04)	0.08	0.12
Core net profit	(5,256)	(16,429)	(784)	1,422	2,193
Core EPS	(0.29)	(0.90)	(0.04)	0.08	0.12
EBITDA	(2,499)	(11,027)	3,791	5,972	6,745
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	(0.2)	26.3	(5.4)	10.0	12.2
Gross margin (%)	(3.5)	(18.6)	7.9	10.6	10.5
EBITDA margin (%)	(5.2)	(18.2)	6.6	9.5	9.5
Operating margin (%)	(7.2)	(21.5)	4.5	7.5	7.8
Net margin (%)	(2.0)	(26.2)	(1.4)	2.3	3.1
Core profit margin (%)	(11.0)	(27.1)	(1.4)	2.3	3.1
ROA (%)	(1.5)	(18.2)	(0.9)	1.7	2.6
ROCE (%)	(1.8)	(23.5)	(1.2)	2.2	3.4
Asset turnover (x)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
Current ratio (x)	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
Gearing ratio (x)	1.8	3.5	3.2	2.8	2.2
Interest coverage (x)	(1.1)	(2.8)	1.2	1.8	2.1
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	169	242	(2,475)	(2,538)	(1,080)
Accounts receivable	5,240	8,246	6,453	7,021	7,146
Inventory	25,178	21,615	24,992	25,863	26,298
PP&E-net	50,149	51,861	50,985	50,312	49,305
Other assets	5,629	6,556	3,891	3,883	3,871
Total assets	86,364	88,520	83,846	84,541	85,540
Accounts payable	10,685	11,838	20,573	22,713	26,954
ST debts & current portion	24,272	27,626	26,793	27,731	27,105
Long-term debt	19,641	24,252	24,041	20,235	15,424
Other liabilities	6,819	9,923	403	404	406
Total liabilities	61,416	73,638	71,809	71,082	69,888
Paid-up capital	18,184	27,358	30,288	30,288	30,288
Share premium	(1,238)	(4,050)	(4,988)	(4,988)	(4,988)
Retained earnings	731	(15,167)	(15,952)	(14,530)	(12,337)
Shareholders' equity	24,096	13,991	14,977	16,399	18,592
Minority interests	852	890	890	890	890
Total Liab.&Shareholders' equity	86,364	88,520	87,677	88,371	89,371
CASH FLOW (Btm)					
Net income	(981)	(15,903)	(784)	1,422	2,193
Depreciation and amortization	956	2,013	1,193	1,211	1,242
Change in working capital	(1,305)	6,740	1,085	700	3,681
FX, non-cash adjustment & others	(660)	(4,251)	(5,593)	(340)	(3,301)
Cash flows from operating activities:	(1,990)	(11,401)	(4,099)	2,994	3,815
Capex (Invest)/Divest	(26,899)	(4,708)	2,069	1,885	3,248
Others	0	0	0	0	0
Cash flows from investing activities	(26,899)	(4,708)	2,069	1,885	3,248
Debt financing (repayment)	26,716	7,099	(786)	(2,868)	(5,437)
Equity financing	6,016	5,932	1,992	0	0
Dividend payment	(25)	(10)	0	0	0
Others	0	0	0	0	0
Cash flows from financing activities	32,710	13,258	948	(2,868)	(5,437)
Net change in cash	3,821	(2,851)	(1,082)	2,011	1,626
Free cash flow (Btm)	(28,889)	(16,109)	(2,030)	4,879	7,063
FCF per share (Bt)	(1.6)	(0.6)	(0.1)	0.2	0.2
KEY ASSUMPTIONS	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Utilization rate	39%	53%	58%	64%	70%
Volume sales (m tonnes)	1.6	2.1	2.3	2.5	2.8
Volume change	-16%	10%	10%	10%	10%
Average sales price (Bt/tonne)	24,002.2	23,522.2	24,580.7	24,580.7	25,072.3
Sales price change	12.6%	-2.0%	4.5%	0.0%	2.0%
Average GM	-3.7%	-19.3%	7.4%	10.1%	10.0%

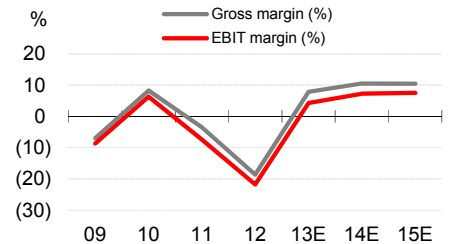
Revenue growth and asset turnover



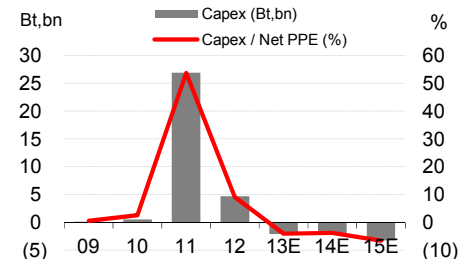
A/C receivable & A/C payable days



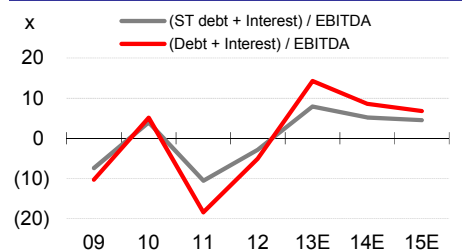
Profit margins



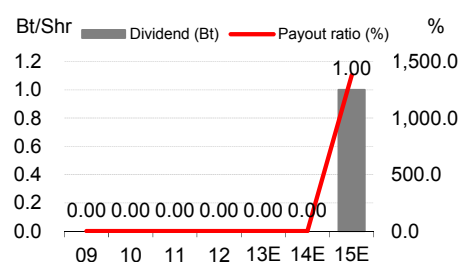
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



SSI : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12
Revenue	13,008	15,742	11,469	15,794	17,599
Cost of sales and services	(14,665)	(17,312)	(14,655)	(18,730)	(21,183)
Gross profit	(1,657)	(1,570)	(3,186)	(2,935)	(3,584)
SG&A	(958)	(600)	(528)	(682)	328
EBIT	(2,615)	(2,170)	(3,714)	(3,617)	(3,256)
Interest expense	(695)	(704)	(819)	(958)	(1,446)
Other income/exp.	19	28	28	(27)	(588)
EBT	(3,291)	(2,846)	(4,505)	(4,601)	(5,290)
Corporate tax	548	8	(3)	(17)	613
After-tax net profit (loss)	(2,744)	(2,838)	(4,508)	(4,618)	(4,677)
Minority interest	(87)	13	6	23	(104)
Equity earnings from affiliates	55	35	(11)	(27)	3
Extra items	269	(25)	(498)	(114)	1,300
Net profit (loss)	(2,507)	(2,815)	(5,011)	(4,736)	(3,478)
Reported EPS	(0.13)	(0.16)	(0.28)	(0.26)	(0.18)
Fully diluted EPS	(0.13)	(0.16)	(0.28)	(0.26)	(0.18)
Core net profit	(2,776)	(2,790)	(4,513)	(4,622)	(4,778)
Core EPS	(0.14)	(0.15)	(0.25)	(0.26)	(0.25)
EBITDA	(2,596)	(2,142)	(3,686)	(3,643)	(3,844)

KEY RATIOS

Gross margin (%)	(12.7)	(10.0)	(27.8)	(18.6)	(20.4)
EBITDA margin (%)	(20.0)	(13.6)	(32.1)	(23.1)	(21.8)
Operating margin (%)	(20.0)	(13.6)	(32.1)	(23.1)	(21.8)
Net margin (%)	(17.9)	(18.0)	(43.8)	(30.3)	(18.6)
Core profit margin (%)	(20.0)	(17.9)	(39.4)	(29.6)	(26.0)
BV (Bt)	1.4	1.2	0.9	0.7	0.8
ROE (%)	(37.0)	(50.9)	(108.9)	(137.3)	(102.4)
ROA (%)	(11.1)	(13.6)	(23.4)	(20.7)	(14.4)
Current ratio (x)	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
Gearing ratio (x)	1.8	2.1	3.1	4.2	3.5
Interest coverage (x)	3.7	3.0	4.5	3.8	2.7

QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	169	404	1,247	217	242
Accounts receivable	5,240	5,157	4,665	8,141	8,246
Inventory	25,178	16,983	24,423	25,302	21,615
PP&E-net	50,149	51,373	53,383	51,768	51,861
Other assets	5,629	6,473	7,646	7,759	6,556
Total assets	86,364	80,390	91,365	93,187	88,520
Accounts payable	10,685	6,526	14,479	20,172	11,838
ST debts & current portion	24,272	23,919	27,236	28,619	27,626
Long-term debt	19,641	21,361	25,565	23,584	24,252
Other liabilities	6,819	7,141	6,913	8,393	9,923
Total liabilities	61,416	58,947	74,192	80,768	73,638
Paid-up capital	18,184	18,184	18,184	18,337	27,358
Share premium	(1,238)	(1,238)	(1,238)	(1,238)	(4,050)
Retained earnings	731	(2,110)	(7,132)	(11,914)	(15,167)
Shareholders equity	24,096	20,582	16,319	11,546	13,991
Minority interests	852	861	853	873	890
Total Liab.&Shareholders' equity	86,364	80,390	91,365	93,187	88,520

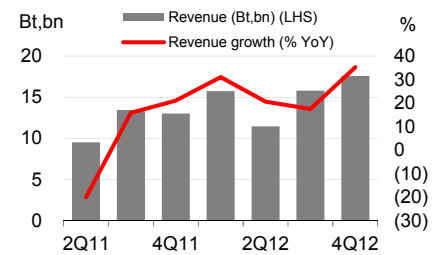
KEY STATS

Utilization rate	38%	50%	37%	63%	60%
Volume sales (m tonnes)	303,000	497,000	423,000	617,000	647,000
Volume change QoQ	-27%	64%	-15%	46%	5%
Average sales price (\$/tonne)	783.0	752.0	731.0	700.0	694.0
Slab cost (\$/tonne)	651.0	661.0	706.0	694.0	621.0
Metal spread (\$/tonne)	132.0	91.0	115.0	87.0	73.0

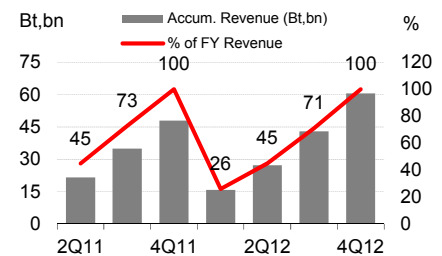
Company profile

Sahaviriya Steel Industries Pcl manufactures and distributes hot rolled coils in Thailand. The company own slab casting plant in UK. Total capacity is 4m tonnes/year for HRC rolling in Thailand and another 3.6m tonnes/year for slab casting in UK. The majority shareholder is Sahaviriya group which hold 35% of total share. Through its subsidiaries, the company provides engineering and maintenance services and deep-sea port services.

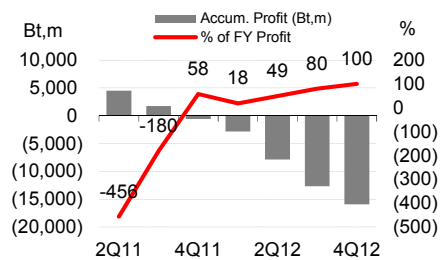
Revenue trend



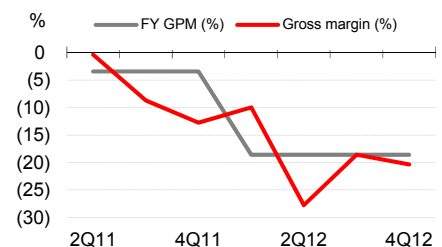
Revenue trend (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin

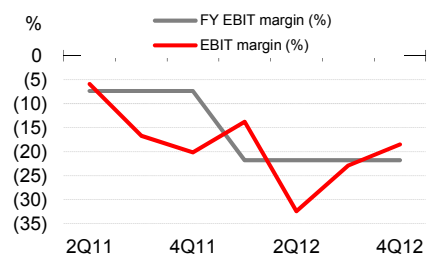
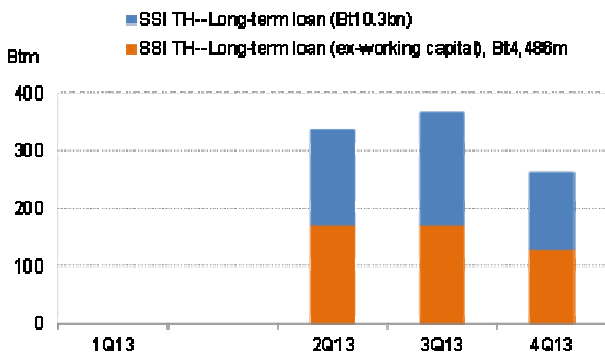


Figure 1 : Capital increase plan and progress

Subscribers	Capital increase plan (Btm)	New capital (Btm) as of March 31, 2013	Unallocated Amount (Btm)	Remark
PP#1 Vanoment Holding AG	5,440	1,967	3472.7*	Within Oct 2013
RO RO to existing shareholders	1,247	425	-	Completed; unallocated shares of Bt822m to be cancelled by capital reduction
PP#2 New investors (Private Placement)	3,604	1,859	1,319	-
PP#3 Sahaviriya Group (SVG)	-	427	-	SVG will consider to subscribe as necessary and appropriate within Oct 2013
PP#4 Sahaviriya Inter Steel Holding (SISH)	-	-	-	Convertible debenture and Sub-loan repayment swap to equity
-CD Buyback	1,784	510	1,274	TO be completed with 2Q13
-Repayment of Sub-loans	1,140	996	-	Completed; unallocated shares of Bt144m to be cancelled by capital reduction
Other funding				
Sales of Thai Cold Rolled Steel Sheet Plc	-	1,568	-	Completed
Total	13,215	7,753	6,065	

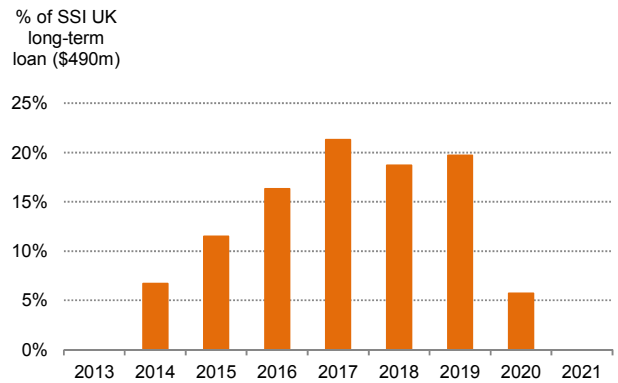
Sources: Company data, Bualuang Research

Figure 2 : Debt repayment in 2013 (by quarterly)



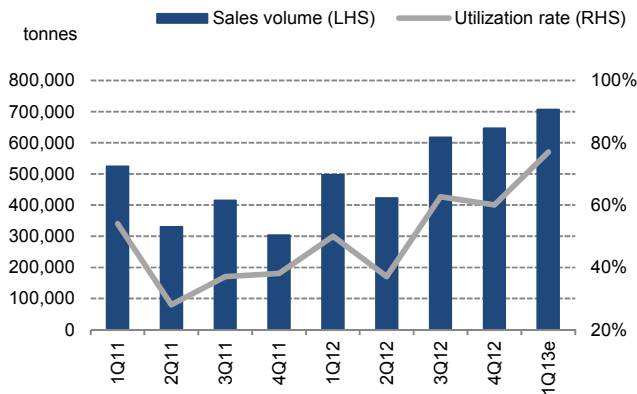
Sources: Company data Bualuang research

Figure 3 : Debt repayment of SSI UK



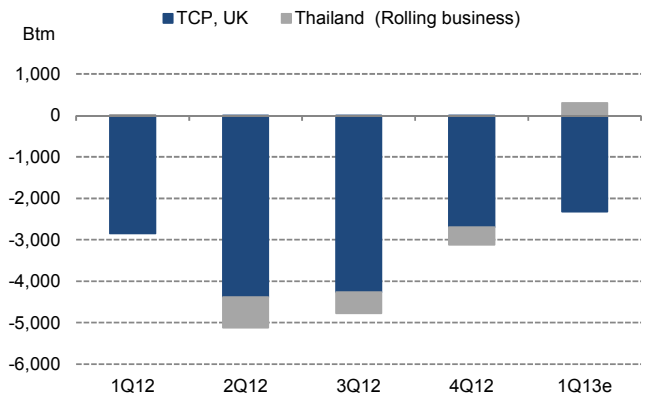
Sources: Company data Bualuang research

Figure 4 : SSI Thailand—rolling business performances



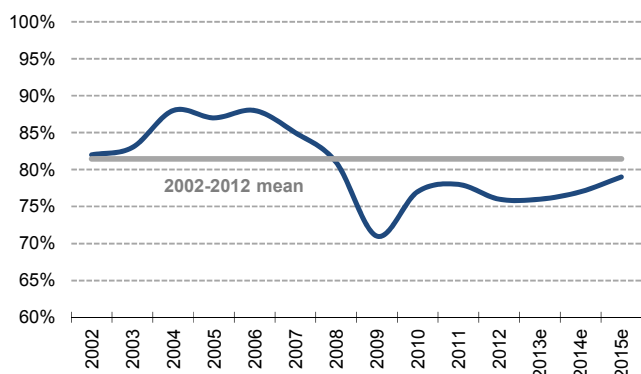
Sources: Company data, Bualuang Research

Figure 5 : SSI's bottom-line forecast



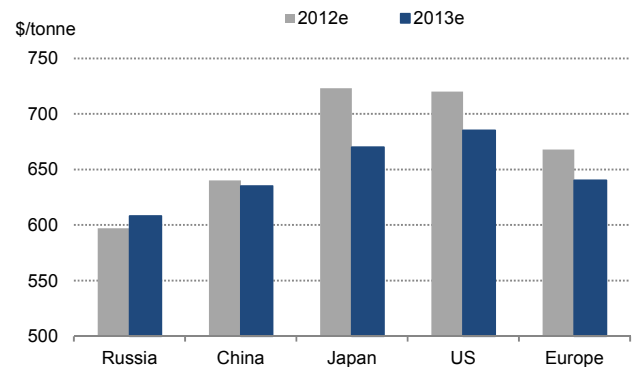
Sources: Company data, Bualuang Research

Figure 6 : World steel operation rate of production



Sources: Morgan Stanley

Figure 7 : HRC price forecast



Sources: Morgan Stanley

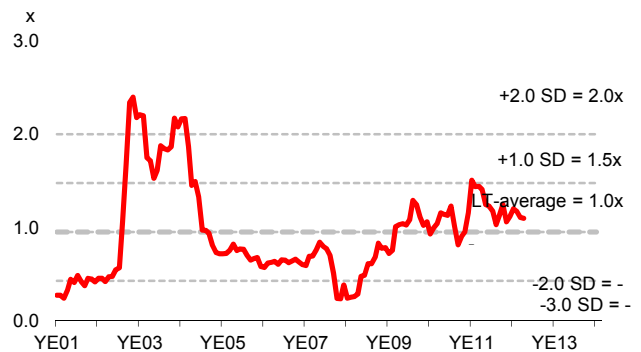
Regional Comparisons

	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
Tata Steel	TATA IN	INR305.1	5,446	20.8	8.4	-77.4	113	0.7	0.7	2.6	8.2	3.4	3.6
Dongkuk Steel	001230 KS	KRW11,600.0	620	n.a.	n.a.	-78.5	-72.3	0.3	0.3	-12	0.3	4.7	4.7
POSCO	005490 KS	KRW31,000.0	24,790	115	10.2	-14.3	113	0.6	0.6	6.2	6.6	2.6	2.6
Hyundai Steel	004020 KS	KRW72,700.0	5,581	9.6	7.2	-19.7	335	0.6	0.6	6.4	7.5	0.7	0.7
China Steel Corp.	2002 TT	TWD26.1	13,483	33.5	25.0	106.6	33.0	14	14	4.4	5.7	2.1	2.9
Maaanshan Iron&Steel	600808 CH	CNY19	2,251	n.a.	53.7	-85.1	-146.7	0.6	0.6	-2.7	0.5	0.1	2.0
Baoshan Iron&Steel	600019 CH	CNY4.8	13,331	116	9.6	-315	12.9	0.7	0.7	6.6	7.6	3.1	4.0
Tata Steel Thailand	TSTH TB	THB108	302	17.8	16.1	275.1	111	0.8	0.8	4.8	5.2	0.0	8.2
Sahaviriya Steel	SSITB	THB0.59	554	n.m.	7.5	n.m.	n.m.	11	10	-5.4	9.1	0.0	0.0
Mill Con Steel	MILL TB	THB197	106	23.1	14.1	150.9	63.9	13	12	6.0	9.2	0.7	1.7
Simple average				18.3	16.9	25.1	15.3	0.8	0.8	2.8	6.0	1.8	3.0

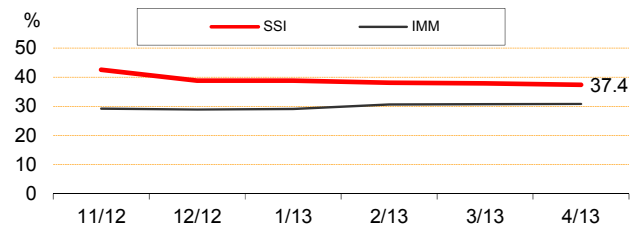
PER band versus SD (next 12 months)



PBV band versus SD (next 12 months)



Foreign holding








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.