

# ฟรีเชียส ชิปปิ้ง

PSL TB / PSL.BK

2 กุมภาพันธ์ 2558

## ผลประกอบการไตรมาส 4/57 ดีกว่าคาด; แนวโน้ม อ่อนตัวในไตรมาสถัดไป

### ดีกว่าคาด

PSL รายงานขาดทุนสุทธิไตรมาส 4/57 ที่ 21 ล้านบาท พลิกจากกำไรสุทธิในไตรมาส 4/56 แต่ขาดทุนลดลง QoQ หากไม่รวมกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน 5 ล้านบาทและค่าใช้จ่ายหนี้สูญ 2 ล้านบาท ขาดทุนหลักไตรมาสดังกล่าวจะเป็น 23 ล้านบาท ซึ่งขาดทุนมากขึ้น YoY แต่ลดลง QoQ ผลประกอบการออกมาดีกว่าที่เราและตลาดคาดเนื่องจากอัตราค่าระวางเรือที่สูงกว่าคาดและค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่ต่ำกว่าประมาณการ นอกจากนี้บริษัทยังรายงานขาดทุนสุทธิปี 2557 ที่ 80 ล้านบาท พลิกจากกำไรสุทธิในปี 2556

### ประเด็นหลักจากผลประกอบการ

ผลการดำเนินงานหลักที่อ่อนตัว YoY เป็นผลจาก 1) อัตราค่าระวางเรือเฉลี่ยที่ลดลง และ 2) ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้น อัตราค่าระวางเรือลดลง 4% YoY เป็น 8,032 เหรียญต่อวันต่อลำ ในขณะที่ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานเพิ่มขึ้น 4% YoY เป็น 4,824 เหรียญต่อวันต่อลำ

ผลการดำเนินงานหลักที่ดีขึ้น QoQ มีปัจจัยหนุนจาก 1) อัตราค่าระวางเรือเฉลี่ยที่สูงขึ้น 22% QoQ, 2) จำนวนเรือให้บริการที่มากขึ้น และ 3) ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่ลดลง จำนวนเรือที่ให้บริการเพิ่มขึ้นเป็น 44 ลำในไตรมาส 4/57 จาก 40 ลำในไตรมาส 4/56 และ 43 ลำในไตรมาส 3/57 สัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายยังลดลงเป็น 3.5% ในไตรมาส 4/57 จาก 6.7% ในไตรมาส 4/56 และ 5.8% ในไตรมาส 3/57 ทั้งนี้ อัตราค่าระวางเรือเฉลี่ยไตรมาส 4/57 ของ PSL นั้นปรับตัวดีกว่าดัชนีอ้างอิงของอุตสาหกรรม โดยดัชนี Supramax และ Handysize เพิ่มขึ้น 10% และ 16% QoQ ตามลำดับ

### แนวโน้ม

ดัชนี BDI เฉลี่ยตั้งแต่ไตรมาส 1/58 จนถึงปัจจุบันลดลง 47% YoY และ 35% QoQ เป็น 608 จุดจากดัชนี Capesize ที่ดิ่งลง (อันเป็นผลจากการนำเข้าแร่เหล็กของจีนที่ลดลง) เราคาดว่าดัชนีจะเริ่มฟื้นตัวในเดือนก.พ. หนุนจากการเพิ่มสต็อกก่อนถึงช่วงตรุษจีน (19 ก.พ.) แต่หลังจากนั้นจะปรับตัวลงตามช่วงฤดูกาล จากนั้นเราคาดว่าดัชนี BDI จะกลับมาปรับเพิ่มขึ้นในเดือนมี.ค. หนุนจากช่วงการสะสมสต็อกแร่หิน ข้อมูลในอดีตชี้ว่าดัชนี BDI เฉลี่ยในช่วงไตรมาสแรกของแต่ละปีปฏิทินโดยปกติแล้วจะหดตัว 30% QoQ ดังนั้น เราจึงคาดว่าอัตราค่าระวางเรือเฉลี่ยของ PSL และผลการดำเนินงานหลักจะอ่อนตัวทั้ง YoY และ QoQ ในไตรมาส 1/58

### สิ่งที่เปลี่ยนแปลงไป

เรายังคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2558 เท่าเดิมที่ 550 ล้านบาท

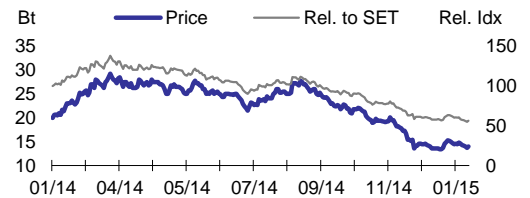
### Sector: Transportation (Shipping) Overweight

คำแนะนำพื้นฐาน: ชื้อเก็งกำไร

เป้าหมายพื้นฐาน: 31.25 บาท

ราคา (30/01/58): 14.00 บาท

### Price chart

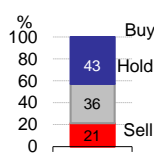


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(5.6)	(37.7)	(56.8)
Absolute	-	(36.7)	(31.7)

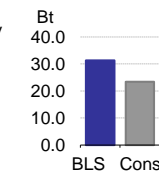
### Key statistics

Market cap	Bt14.6bn	USD0.4bn
12-mth price range	Bt13.0/Bt29.8	
12-mth avg daily volume	Bt53m	USD1.6m
# of shares (m)	1,040	
Est. free float (%)	39.2	
Foreign limit (%)	49.0	

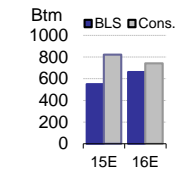
### Consensus rating



### BLS Target price vs. Consensus



### BLS earnings vs. Consensus



### Financial summary

FY Ended 31 Dec	2014	2015E	2016E	2017E
Revenues (Btm)	4,585	5,634	6,418	6,418
Net profit (Btm)	(80)	550	661	659
EPS (Bt)	(0.08)	0.53	0.64	0.63
EPS growth (%)	n.m.	n.m.	+20.3%	-0.3%
Core profit (Btm)	(74)	550	661	659
Core EPS (Bt)	(0.07)	0.53	0.64	0.63
Core EPS growth (%)	+82.3%	n.m.	+20.3%	-0.3%
PER (x)	n.m.	26.5	22.0	22.1
PBV (x)	1.6	0.9	0.9	0.9
Dividend (Bt)	0.2	0.4	0.4	0.4
Dividend yield (%)	0.9	2.9	2.9	2.9
ROE (%)	(0.5)	3.6	4.3	4.2

### CG rating



สุพพดา ศรีสุข

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

suppata@bualuang.co.th

+66 2 618 1343

### คำแนะนำ

เราเชื่อว่าคาดการณ์ต่อผลการดำเนินงานไตรมาส 1/58 ที่อ่อนตัวลงจากช่วงโลว์ซีซั่นจะกดดันราคาหุ้นในระยะสั้น อย่างไรก็ตาม เราคิดว่ากรณีที่ราคาหุ้นอ่อนตัวจะเปิดโอกาสให้เข้าเก็งกำไรก่อนกลับเข้าสู่ช่วงไฮซีซั่น ทั้งนี้ ถ้าไรสุทธปี 2558 ของ PSL คาดจะพลิกฟื้นกลับมาทำกำไร ส่วนมูลค่าปัจจุบันก็ยังค่อนข้างถูก โดยหุ้นมีการซื้อขายด้วย PBV ณ สิ้นปี 2558 ที่ 0.9 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาวที่ 1.2 เท่าอยู่ 1 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน และเท่ากับค่าเฉลี่ยภูมิภาค

## PSL : Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Revenue	3,869	4,585	5,634	6,418	6,418
Cost of sales and services	(3,528)	(3,995)	(4,053)	(4,618)	(4,618)
<b>Gross profit</b>	<b>341</b>	<b>590</b>	<b>1,581</b>	<b>1,801</b>	<b>1,801</b>
SG&A	(328)	(252)	(477)	(543)	(543)
<b>EBIT</b>	<b>14</b>	<b>338</b>	<b>1,104</b>	<b>1,257</b>	<b>1,257</b>
Interest expense	(459)	(425)	(599)	(643)	(647)
Other income/exp.	11	5	12	12	12
<b>EBT</b>	<b>(434)</b>	<b>(82)</b>	<b>516</b>	<b>626</b>	<b>622</b>
Corporate tax	(8)	(2)	(0)	(0)	(0)
<b>After-tax net profit (loss)</b>	<b>(442)</b>	<b>(84)</b>	<b>516</b>	<b>626</b>	<b>622</b>
Minority interest	(9)	2	(1)	(1)	(1)
Equity earnings from affiliates	32	8	35	37	38
Extra items	947	(6)	0	0	0
<b>Net profit (loss)</b>	<b>528</b>	<b>(80)</b>	<b>550</b>	<b>661</b>	<b>659</b>
Reported EPS	0.51	(0.08)	0.53	0.64	0.63
<b>Fully diluted EPS</b>	<b>0.51</b>	<b>(0.08)</b>	<b>0.53</b>	<b>0.64</b>	<b>0.63</b>
<b>Core net profit</b>	<b>(419)</b>	<b>(74)</b>	<b>550</b>	<b>661</b>	<b>659</b>
Core EPS	(0.40)	(0.07)	0.53	0.64	0.63
<b>EBITDA</b>	<b>1,151</b>	<b>1,605</b>	<b>2,515</b>	<b>2,773</b>	<b>2,836</b>

### KEY RATIOS

Revenue growth (%)	10.6	18.5	22.9	13.9	0.0
Gross margin (%)	8.8	12.9	28.1	28.1	28.1
EBITDA margin (%)	29.7	35.0	44.6	43.2	44.2
Operating margin (%)	0.4	7.4	19.6	19.6	19.6
Net margin (%)	13.6	(1.7)	9.8	10.3	10.3
Core profit margin (%)	(10.8)	(1.6)	9.8	10.3	10.3
ROA (%)	2.1	(0.3)	1.7	1.8	1.8
ROCE (%)	2.2	(0.3)	1.8	1.9	1.8
Asset turnover (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Current ratio (x)	5.1	0.9	3.3	2.8	2.6
Gearing ratio (x)	0.6	0.8	1.3	1.3	1.3
Interest coverage (x)	0.0	0.8	1.8	2.0	1.9

### BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	2,942	535	3,927	3,750	3,795
Accounts receivable	1,074	318	390	444	445
Inventory	0	0	0	0	1
PP&E-net	18,670	22,071	25,506	26,624	26,599
Other assets	1,905	4,665	5,062	5,296	5,542
<b>Total assets</b>	<b>25,510</b>	<b>27,909</b>	<b>35,489</b>	<b>36,785</b>	<b>37,061</b>
Accounts payable	22	128	130	148	148
ST debts & current portion	654	812	1,000	1,200	1,350
Long-term debt	8,619	11,101	18,350	19,150	19,000
Other liabilities	31	73	77	81	85
<b>Total liabilities</b>	<b>9,879</b>	<b>12,625</b>	<b>20,092</b>	<b>21,141</b>	<b>21,173</b>
Paid-up capital	1,040	1,040	1,040	1,040	1,040
Share premium	584	584	584	584	584
Retained earnings	14,943	14,551	14,663	14,909	15,152
<b>Shareholders equity</b>	<b>15,621</b>	<b>15,285</b>	<b>15,397</b>	<b>15,643</b>	<b>15,886</b>
Minority interests	10	(1)	(0)	1	2
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>25,510</b>	<b>27,909</b>	<b>35,489</b>	<b>36,785</b>	<b>37,061</b>

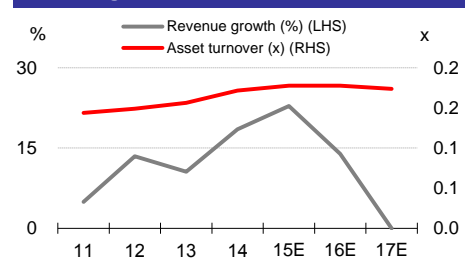
### CASH FLOW (Btm)

Net income	528	(80)	550	661	659
Depreciation and amortization	1,137	1,267	1,411	1,516	1,578
Change in working capital	(73)	(214)	(330)	(75)	17
FX, non-cash adjustment & others	(579)	373	(255)	(43)	(26)
<b>Cash flows from operating activities</b>	<b>1,013</b>	<b>1,346</b>	<b>1,375</b>	<b>2,060</b>	<b>2,228</b>
Capex (Invest)/Divest	1,169	(5,518)	(4,846)	(2,634)	(1,553)
Others	31	7	(397)	(234)	(246)
<b>Cash flows from investing activities</b>	<b>1,200</b>	<b>(5,512)</b>	<b>(5,242)</b>	<b>(2,869)</b>	<b>(1,799)</b>
Debt financing (repayment)	(874)	2,099	7,467	1,048	31
Equity financing	0	95	0	0	0
Dividend payment	(416)	(416)	(208)	(416)	(416)
Others	31	7	(397)	(234)	(246)
<b>Cash flows from financing activities</b>	<b>(1,289)</b>	<b>1,778</b>	<b>7,259</b>	<b>632</b>	<b>(385)</b>
Net change in cash	923	(2,388)	3,392	(176)	45
<b>Free cash flow (Btm)</b>	<b>2,182</b>	<b>(4,173)</b>	<b>(3,471)</b>	<b>(574)</b>	<b>675</b>
<b>FCF per share (Bt)</b>	<b>2.1</b>	<b>(4.0)</b>	<b>(3.3)</b>	<b>(0.6)</b>	<b>0.6</b>

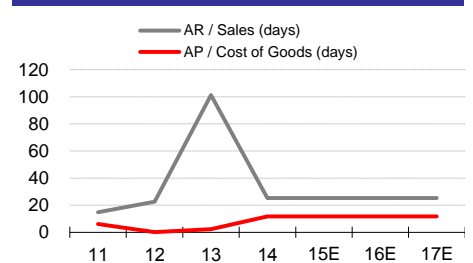
### Key assumptions

TC rate (US\$/day/ship)	7,508.0	8,096.0	9,790.3	9,699.1	9,699.1
No. of operating days (days)	15,330.0	17,611.3	20,257.5	20,257.5	20,257.5
No. of ships	40.0	42.0	48.3	55.5	55.5

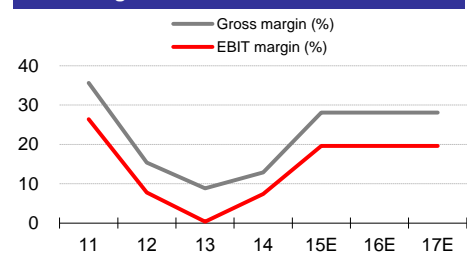
### Revenue growth and asset turnover



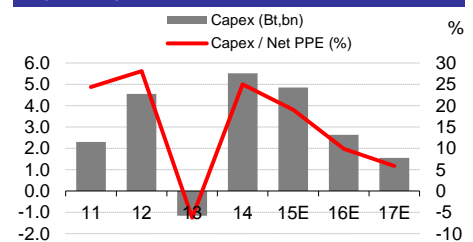
### A/C receivable & A/C payable days



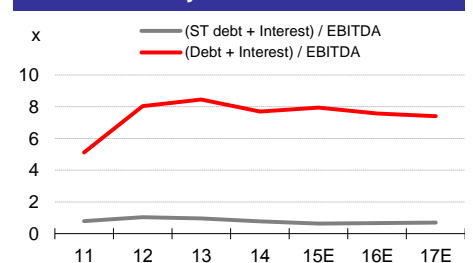
### Profit margins



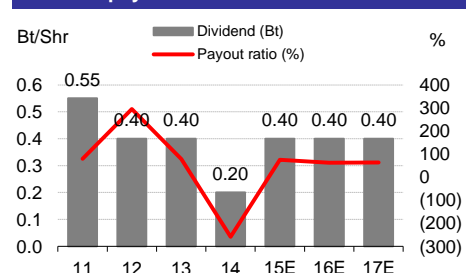
### Capital expenditure



### Debt serviceability



### Dividend payout



## PSL : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14
Revenue	1,165	1,122	1,114	1,096	1,254
Cost of sales and services	(981)	(842)	(915)	(1,114)	(1,125)
Gross profit	184	279	200	(18)	129
SG&A	(79)	(67)	(78)	(63)	(44)
<b>EBIT</b>	<b>106</b>	<b>212</b>	<b>122</b>	<b>(81)</b>	<b>85</b>
Interest expense	(108)	(104)	(105)	(107)	(109)
Other income/exp.	6	1	3	0	1
<b>EBT</b>	<b>3</b>	<b>109</b>	<b>20</b>	<b>(188)</b>	<b>(23)</b>
Corporate tax	(5)	3	0	0	(5)
After-tax net profit (loss)	(2)	112	20	(188)	(28)
Minority interest	(9)	2	0	0	0
Equity earnings from affiliates	6	0	2	1	5
Extra items	75	25	(74)	40	3
<b>Net profit (loss)</b>	<b>70</b>	<b>140</b>	<b>(53)</b>	<b>(147)</b>	<b>(21)</b>
Reported EPS	0	0	(0)	(0)	(0)
<b>Fully diluted EPS</b>	<b>0.07</b>	<b>0.13</b>	<b>(0.05)</b>	<b>(0.14)</b>	<b>(0.02)</b>
<b>Core net profit</b>	<b>(4.49)</b>	<b>114.63</b>	<b>21.40</b>	<b>(186.91)</b>	<b>(23.36)</b>
Core EPS	(0.00)	0.11	0.02	(0.18)	(0.02)
<b>EBITDA</b>	<b>409</b>	<b>509</b>	<b>423</b>	<b>243</b>	<b>741</b>

### KEY RATIOS

Gross margin (%)	16	25	18	(2)	10
EBITDA margin (%)	35	45	38	22	59
Operating margin (%)	9	19	11	(7)	7
Net margin (%)	6	12	(5)	(13)	(2)
Core profit margin (%)	(0)	10	2	(17)	(2)
BV (Bt)	15	15	15	14	14
ROE (%)	2	4	(1)	(4)	(1)
ROA (%)	1	2	(1)	(2)	(0)
Current ratio (x)	5	3	3	2	1
Gearing ratio (x)	1	1	1	1	1
Interest coverage (x)	1	2	1	n.m.	1

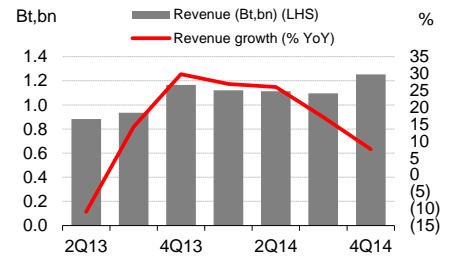
### QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	2,942	2,641	1,785	1,348	535
Accounts receivable	1,074	145	297	262	318
Inventory	6	7	8	9	10
PP&E-net	18,670	19,000	19,585	21,956	22,071
Other assets	1,905	2,927	3,302	3,598	4,665
<b>Total assets</b>	<b>25,510</b>	<b>25,630</b>	<b>25,871</b>	<b>27,547</b>	<b>27,909</b>
Accounts payable	22	32	41	134	128
ST debts & current portion	654	679	721	864	812
Long-term debt	8,619	8,824	9,248	10,950	11,101
Other liabilities	31	8	15	15	73
<b>Total liabilities</b>	<b>9,879</b>	<b>10,140</b>	<b>10,543</b>	<b>12,514</b>	<b>12,625</b>
Paid-up capital	1,040	1,040	1,040	1,040	1,040
Share premium	584	584	584	584	584
Retained earnings	14,943	14,979	14,822	14,572	14,551
<b>Shareholders equity</b>	<b>15,621</b>	<b>15,482</b>	<b>15,329</b>	<b>15,034</b>	<b>14,124</b>
Minority interests	10	8	(1)	(1)	(1)
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>25,510</b>	<b>25,630</b>	<b>25,871</b>	<b>27,548</b>	<b>26,747</b>
<b>Key operating data</b>	<b>4Q13</b>	<b>1Q14</b>	<b>2Q14</b>	<b>3Q14</b>	<b>4Q14</b>
TC rate (US\$/day/ship)	8,409.0	9,268.0	8,687.0	6,575.0	8,032.0
No.of operating days (days)	3,600.0	3,510.0	3,640.0	3,967.0	3,967.0
No.of ships	40.0	39.0	40.0	43.0	44.0

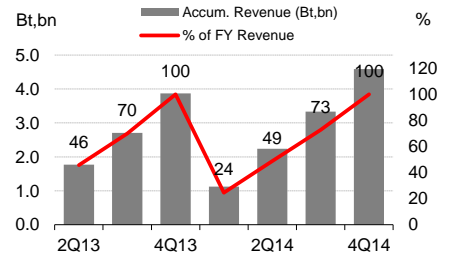
### Company profile

PSL is a pure dry cargo ship-owner. The company is operating in the small handy and supramax sub-sectors. PSL's fleet size now stands as 40 ships with a total capacity of 862,306 DWT. Seven 34,000 DWT ships, four 54,000 DWT ships and three 20,000 DWT cement carriers are yet to be delivered by ABG Shipyard. In addition, four 57,000 DWT ships are due to be delivered by China Shipyard in 2012.

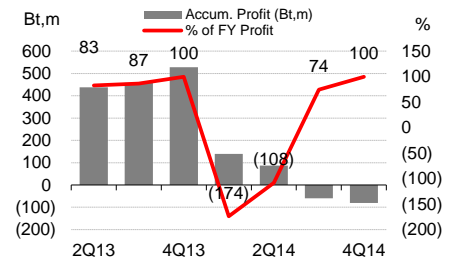
### Revenue trend



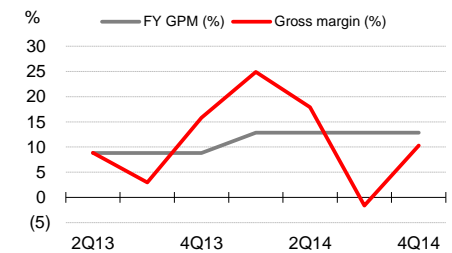
### Revenue trend (accumulated)



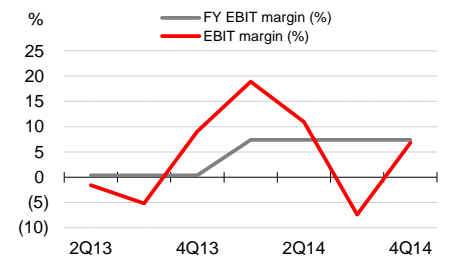
### Net profit trend (accumulated)



### Gross profit margin



### EBIT margin



**Figure 1 : 4Q14 results**

FY Ended 31 Dec (Btm)	4Q14	4Q13	YoY %	3Q14	QoQ %	2014	2013	YoY %
<b>Income Statement</b>								
Revenue	1,254	1,165	8	1,096	14	4,585	3,869	19
Cost of sales and services	(1,125)	(981)	15	(1,114)	1	(3,995)	(3,528)	13
EBITDA	741	409	81	243	205	1,916	1,151	67
EBIT	85	106	(20)	(81)	nm	338	14	nm
Interest expense	(109)	(108)	0	(107)	2	(425)	(459)	(7)
Other income/exp.	1	6	(79)	0	677	5	11	(52)
Equity earnings from affiliates	5	6	(29)	1	295	8	32	(76)
Extra items	3	75	(96)	40	nm	(6)	947	nm
<b>EBT</b>	<b>(23)</b>	<b>3</b>	<b>nm</b>	<b>(188)</b>	<b>nm</b>	<b>(82)</b>	<b>(434)</b>	<b>nm</b>
Corporate tax	(5)	(5)	7	0	nm	(2)	(8)	nm
Minority interest	0	(9)	nm	0	nm	2	(9)	nm
<b>Net profit (loss)</b>	<b>(21)</b>	<b>70</b>	<b>nm</b>	<b>(147)</b>	<b>nm</b>	<b>(80)</b>	<b>528</b>	<b>nm</b>
Reported EPS	(0.02)	0.07	nm	(0.14)	nm	(0.02)	0.07	nm
<b>Core net profit</b>	<b>(23)</b>	<b>(4)</b>	<b>nm</b>	<b>(187)</b>	<b>nm</b>	<b>(74)</b>	<b>(419)</b>	<b>nm</b>
<b>Key ratios</b>								
Gross margin (%)	10.3	15.8		(1.6)		12.9	8.8	
EBITDA margin (%)	59.1	35.1		22.1		41.8	29.7	
EBIT margin (%)	6.8	9.1		(7.4)		7.4	0.4	
Tax rate (%)	(23.9)	164.7		0.0		(2.7)	(1.8)	
Net margin (%)	(1.6)	6.0		(13.4)		(1.7)	13.6	
Current ratio (x)	0.9	5.1		1.5		0.9	5.1	
Gearing ratio (x)	0.8	0.6		0.8		0.8	0.6	
Interest coverage (x)	0.8	1.0		n.m.		0.8	0.0	
<b>Balance Sheet</b>								
Cash & Equivalent	535	2,942	(82)	1,348	(60)			
<b>Total assets</b>	<b>27,909</b>	<b>25,510</b>	<b>9</b>	<b>27,547</b>	<b>1</b>			
ST debts & current portion	812	654	24	864	(6)			
Long-term debt	11,101	8,619	29	10,950	1			
<b>Total liabilities</b>	<b>12,625</b>	<b>9,879</b>	<b>28</b>	<b>12,514</b>	<b>1</b>			
Retained earnings	14,551	14,943	(3)	14,572	(0)			
<b>Shareholders equity</b>	<b>14,124</b>	<b>15,621</b>	<b>(10)</b>	<b>15,034</b>	<b>(6)</b>			
Minority interests	(1)	10	nm	(1)	nm			
BV (Bt)	13.6	15.0	(10)	14.5	(6)			

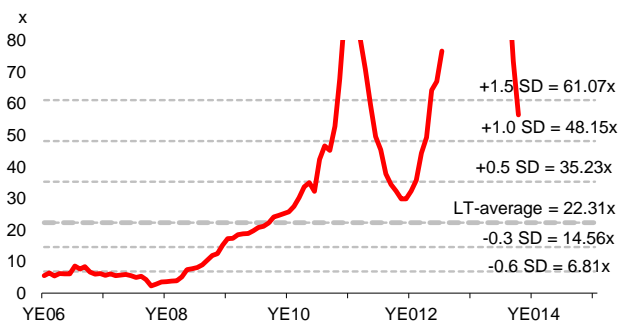
- YoY revenue growth was driven by a greater number of operating vessels
- QoQ revenue growth was due to greater number of operating vessels and higher freight rates
- OPEX increased both YoY and QoQ
- Depreciation expenses rose both YoY and QoQ in tandem with fleet expansion
- Bad debt expense
- An FX gain
- The bottom-line was somewhat better than our estimate and the consensus

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

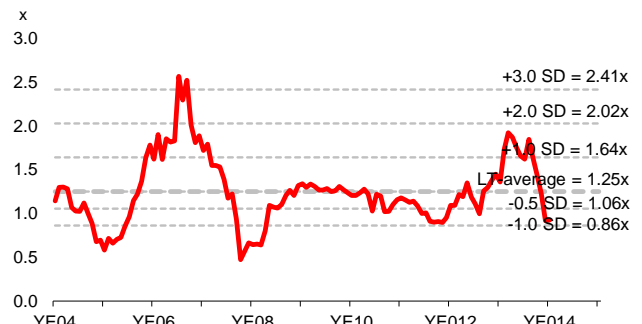
## Regional Comparisons

	Bloomberg Code	Price (local curr.)	Market Cap (US\$ equivalent)	PER (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div Yield (%)	
				2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E
U-Ming Marine Transport Corp	2606 TT	TWD48.7	1,316	21.3	18.1	13.3	24.1	1.6	1.5	8.7	8.7	4.4	4.8
Sincere Navigation	2605 TT	TWD25.9	464	14.0	12.5	-3.3	12.5	0.9	0.9	6.5	7.0	4.2	4.7
China Shipping Development	1138 HK	HKD5.5	3,740	51.3	15.1	-114.2	214.6	0.7	0.7	1.5	5.5	0.3	1.4
Kawasaki Kisen Kaisha	9107 JP	JPY340.0	2,720	12.1	10.1	58.5	19.4	0.8	0.7	6.3	7.3	1.5	2.0
Mitsui Osk Lines	9104 JP	JPY400.0	4,109	11.8	9.0	-26.9	26.1	0.7	0.6	5.7	6.8	1.4	1.8
Cosco Corp Singapore	COS SP	SGD0.5	893	30.0	27.0	31.4	27.8	0.9	0.9	2.3	3.4	1.5	1.7
Neptune Orient Lines	NOL SP	SGD1.0	1,934	n.a.	31.1	110.2	-116.1	1.0	1.0	-10.5	-1.1	0.0	0.5
Precious Shipping	PSL TB	THB14.00	445	26.5	22.0	n.m.	20.3	0.9	0.9	3.6	4.3	2.9	2.9
Thoresen Thai Agencies	TTA TB	THB17.20	684	22.6	21.1	16.0	6.7	0.7	0.6	4.8	4.8	1.3	1.4
<b>Simple average</b>				<b>23.7</b>	<b>18.5</b>	<b>10.6</b>	<b>26.2</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>	<b>3.2</b>	<b>5.2</b>	<b>2.0</b>	<b>2.4</b>

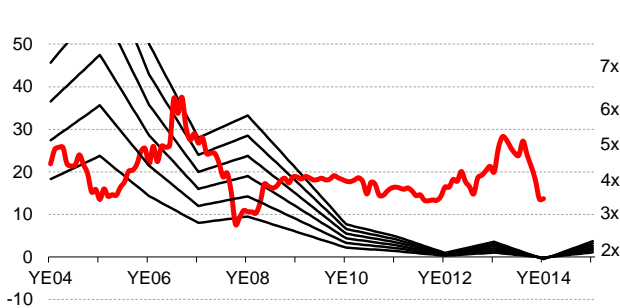
PER band versus SD (next 12 months)



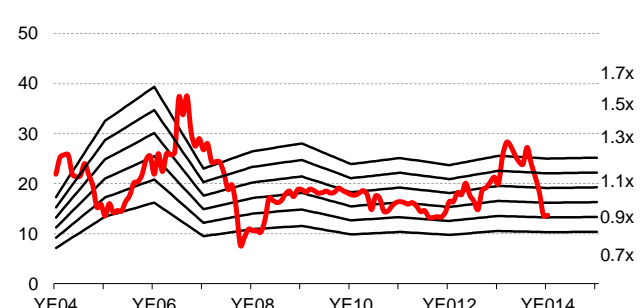
PBV band versus SD (next 12 months)



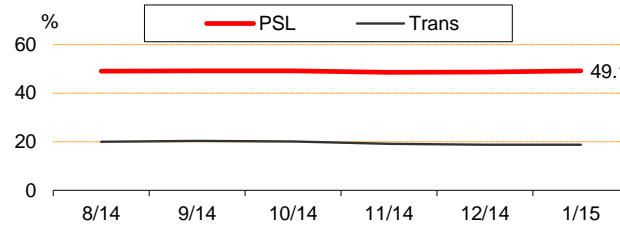
PER band and share price



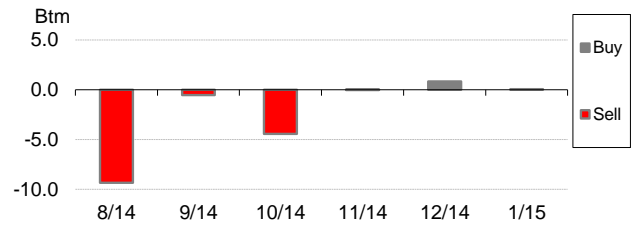
PBV band and share price



Foreign holding



Management trading activities during past six months



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

Financial Advisor	Lead underwriter/ Underwriter/ Co-underwriter
PLANB	PLANB

**Score Range**

90 – 100  
80 – 89  
70 – 79  
60 – 69  
50 – 59  
Below 50

**Score Range**


No logo given

**Description**

Excellent  
Very Good  
Good  
Satisfactory  
Pass  
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.