

ฟรีเชียส ชีพปิ้ง

PSL TB / PSL.BK

4 สิงหาคม 2558

ผลประกอบการไตรมาส 2/58 ต่ำกว่าคาด; แนวโน้มปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อยในไตรมาส 3/58

ต่ำกว่าที่คาด

PSL รายงานขาดทุนสุทธิไตรมาส 2/58 ที่ 403 ล้านบาท โดยขาดทุนมากขึ้นทั้ง YoY และ QoQ หากไม่รวมขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนที่ 32 ล้านบาท, ขาดทุนจากการขายเรือที่ 13 ล้านบาทและการกลับรายการของรายจ่ายหนี้สูญ 4 ล้านบาท ขาดทุนหลักไตรมาส 2/58 จะอยู่ที่ 362 ล้านบาท พลิกกลับจากกำไรหลักในไตรมาส 2/57 และขาดทุนมากขึ้น QoQ ตัวเลขดังกล่าวต่ำกว่าที่เราและตลาดคาดการณ์ไว้ก่อนหน้านี้ จากอัตราค่าระวางที่ต่ำกว่าที่คาดและขาดทุนพิเศษ

ประเด็นหลักผลประกอบการ

ผลประกอบการหลักที่อ่อนตัวลงมีสาเหตุมาจาก 1) อัตราค่าระวางเรือเฉลี่ยที่ต่ำลง, 2) ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่สูงขึ้น, 3) ดอกเบี้ยจ่ายที่สูงขึ้น อัตราค่าระวางเรือเฉลี่ยต่ำลง 34% YoY และ 5% QoQ มาอยู่ที่ 5,757 เหรียญ/วัน/ลำ สัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายเพิ่มขึ้นเป็น 9.0% จาก 7.0% ในไตรมาส 2/57 (แต่ทรงตัว QoQ) นอกจากนี้ ดอกเบี้ยจ่ายยังเพิ่มขึ้น 28% YoY (แต่ทรงตัว QoQ) เป็น 135 ล้านบาท จากยอดเงินกู้คงค้างที่สูงขึ้น ทั้งนี้จำนวนเรือให้บริการสูงขึ้นเป็น 45 ลำในไตรมาส 2/58 จาก 40 ลำในไตรมาส 2/57 (แต่ยังคงไม่เปลี่ยนแปลง QoQ)

แนวโน้ม

ดัชนี BDI เฉลี่ย ในไตรมาส 3/58 ถึงปัจจุบันเพิ่มขึ้น 54% QoQ มาอยู่ที่ 975 จุด หนุนจากการเพิ่มขึ้นของดัชนี Capesize 111% จากการกลับมาเข้าแร่เหล็กจากประเทศจีน ตามด้วยการเพิ่มขึ้น 28% ของดัชนี Supramax และการเพิ่มขึ้น 18% ของดัชนี Handysize ทั้งนี้ อัตราค่าระวางเรือคาดปรับตัวดีขึ้นในช่วงปลายไตรมาส 3 จากฤดูกาลซื้อขายพืชผลทางการเกษตรของภูมิภาคอเมริกาเหนือ ดังนั้นเรคาดอัตราค่าระวางเรือและผลการดำเนินงานหลักน่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้น QoQ ในไตรมาส 3/58 (แต่ยังคงติดลบ) อย่างไรก็ตามอัตราค่าระวางเรือไตรมาส 3/58 คาดลดลง YoY จากอุปทานส่วนเกินในตลาดเรือเทกอง ดังนั้นเราจึงคาดว่าผลการดำเนินงานไตรมาส 3/58 จะอ่อนตัว YoY

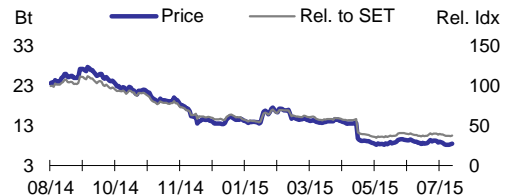
สิ่งที่เปลี่ยนแปลงไป

แนวโน้มที่ค่อนข้างเปราะบางของตลาดเรือเทกอง ส่งผลให้เราปรับลดสมมติฐานอัตราค่าระวางเรือลง 5% เป็น 6,517 เหรียญ/วัน/ลำ และปรับลดอัตราค่าไถ่ขึ้นต้นลงเป็น -5% จาก 7% สำหรับปี 2558 และปรับลดอัตราค่าระวางเรือลง 1% เป็น 7,821 เหรียญ/วัน/ลำและอัตราค่าไถ่ขึ้นต้นเหลือ 12% (จาก 28%) ในปี 2559 ดังนั้นเราจึงคาดว่าบริษัทจะขาดทุนสุทธิเพิ่มขึ้นเป็น 1,110 ล้านบาท (จาก 604 ล้านบาท)

Sector: Transportation – NEUTRAL

คำแนะนำพื้นฐาน: ถือ
เป้าหมายพื้นฐาน: 10.00 บาท
ราคา (03/08/58): 8.50 บาท

Price chart

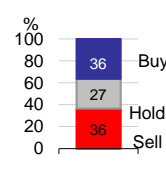


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(3.9)	(33.7)	(57.5)
Absolute	(7.1)	(38.8)	(62.6)

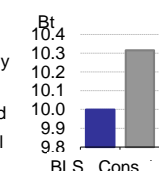
Key statistics

Market cap	Bt13.3bn	USD0.4bn
12-mth price range	Bt8.2/Bt28.0	
12-mth avg daily volume	Bt57m	USD1.6m
# of shares (m)	1,559	
Est. free float (%)	39.3	
Foreign limit (%)	49.0	

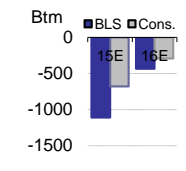
Consensus rating



BLS Target price vs. Consensus



BLS earnings vs. Consensus



Financial summary

FY Ended 31 Dec	2014	2015E	2016E	2017E
Revenues (Btm)	4,585	3,754	5,178	5,953
Net profit (Btm)	(80)	(1,110)	(432)	537
EPS (Bt)	(0.08)	(0.71)	(0.28)	0.34
EPS growth (%)	n.m.	-822.9%	+61.1%	n.m.
Core profit (Btm)	(74)	(1,061)	(432)	537
Core EPS (Bt)	(0.07)	(0.66)	(0.27)	0.33
Core EPS growth (%)	+82.3%	-822.0%	+59.2%	n.m.
PER (x)	n.m.	n.m.	n.m.	24.7
PBV (x)	1.6	0.8	0.8	0.8
Dividend (Bt)	0.2	0.0	0.0	0.4
Dividend yield (%)	0.9	0.0	0.0	4.7
ROE (%)	(0.5)	(7.0)	(2.7)	3.4

CG rating



สุพพดา ศรีสุข

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

suppata@bualuang.co.th

+66 2 618 1343

และปรับประมาณการปี 2559 เป็นขาดทุนสุทธิที่ 432 ล้านบาท เรายังปรับลดราคาเป้าหมาย ณ สิ้นปี 2558 เป็น 10 บาท จาก 10.30 บาท อ้างอิงจากค่า PBV ที่ 1.0 เท่า (ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาวที่ 1.3 เท่า อยู่ 0.5 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ซึ่งเป็นมูลค่าหุ้นที่ซื้อขายในช่วงอัตราค่าระวางเรือต่ำ)

คำแนะนำ

ในมุมมองของเรา ผลประกอบการที่ค่อนข้างอ่อนตัวในปี 2558 จากอุปสงค์ของโลกที่อ่อนตัวลง จะเป็นปัจจัยกดดันราคาหุ้นต่อไป อย่างไรก็ตามเราคิดว่าราคาหุ้นในปัจจุบันซึ่งซื้อขายกันอยู่ที่ PBV ณ สิ้นปี 2558 ที่ 0.8 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาวอยู่ 1.1 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ได้สะท้อนประเด็นดังกล่าวไปแล้ว

PSL: Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Revenue	3,869	4,585	3,754	5,178	5,953
Cost of sales and services	(3,528)	(3,995)	(3,927)	(4,551)	(4,282)
Gross profit	341	590	(173)	627	1,670
SG&A	(328)	(252)	(338)	(466)	(536)
EBIT	14	338	(511)	161	1,135
Interest expense	(459)	(425)	(599)	(643)	(647)
Other income/exp.	11	5	12	12	12
EBT	(434)	(82)	(1,098)	(470)	499
Corporate tax	(8)	(2)	1	0	(0)
After-tax net profit (loss)	(442)	(84)	(1,098)	(470)	499
Minority interest	(9)	2	2	1	(1)
Equity earnings from affiliates	32	8	35	37	38
Extra items	947	(6)	(49)	0	0
Net profit (loss)	528	(80)	(1,110)	(432)	537
Reported EPS	0.51	(0.08)	(0.71)	(0.28)	0.34
Fully diluted EPS	0.51	(0.08)	(0.69)	(0.27)	0.33
Core net profit	(419)	(74)	(1,061)	(432)	537
Core EPS	(0.40)	(0.07)	(0.66)	(0.27)	0.33
EBITDA	1,151	1,605	900	1,677	2,713

KEY RATIOS

Revenue growth (%)	10.6	18.5	(18.1)	37.9	15.0
Gross margin (%)	8.8	12.9	(4.6)	12.1	28.1
EBITDA margin (%)	29.7	35.0	24.0	32.4	45.6
Operating margin (%)	0.4	7.4	(13.6)	3.1	19.1
Net margin (%)	13.6	(1.7)	(29.6)	(8.4)	9.0
Core profit margin (%)	(10.8)	(1.6)	(28.3)	(8.4)	9.0
ROA (%)	2.1	(0.3)	(3.5)	(1.2)	1.5
ROCE (%)	2.2	(0.3)	(3.5)	(1.2)	1.5
Asset turnover (x)	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2
Current ratio (x)	5.1	0.9	3.9	2.9	2.5
Gearing ratio (x)	0.6	0.8	1.2	1.3	1.3
Interest coverage (x)	0.0	0.8	n.m.	0.3	1.8

BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	2,942	535	5,012	4,069	3,646
Accounts receivable	1,074	318	260	359	412
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
Total assets	25,510	27,909	36,314	36,931	36,848
Accounts payable	22	128	126	146	137
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
Total liabilities	9,879	12,625	20,088	21,139	21,163
Paid-up capital	1,040	1,040	1,559	1,559	1,559
Share premium	584	584	2,140	2,140	2,140
Retained earnings	14,943	14,551	13,419	12,986	12,879
Shareholders equity	15,621	15,285	16,229	15,796	15,689
Minority interests	10	(1)	(3)	(4)	(3)
Total Liab.&Shareholders' equity	25,510	27,909	36,314	36,931	36,848

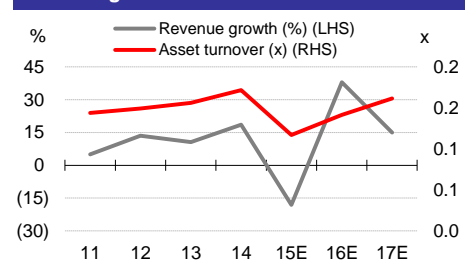
CASH FLOW (Btm)

Net income	528	(80)	(1,110)	(432)	537
Depreciation and amortization	1,137	1,267	1,411	1,516	1,578
Change in working capital	(73)	(214)	(74)	(161)	(99)
FX, non-cash adjustment & others	(579)	373	2,238	(47)	(662)
Cash flows from operating activities	1,013	1,346	2,464	876	1,354
Capex (Invest)/Divest	1,169	(5,518)	(4,846)	(2,634)	(1,553)
Others	31	7	(397)	(234)	(246)
Cash flows from investing activities	1,200	(5,512)	(5,242)	(2,869)	(1,799)
Debt financing (repayment)	(874)	2,099	7,463	1,050	23
Equity financing	0	0	0	0	0
Dividend payment	(416)	(321)	(208)	0	0
Others	31	7	(397)	(234)	(246)
Cash flows from financing activities	(1,289)	1,778	7,255	1,050	23
Net change in cash	923	(2,388)	4,477	(943)	(423)
Free cash flow (Btm)	2,182	(4,173)	(2,381)	(1,759)	(199)
FCF per share (Bt)	2.1	(4.0)	(1.5)	(1.1)	(0.1)

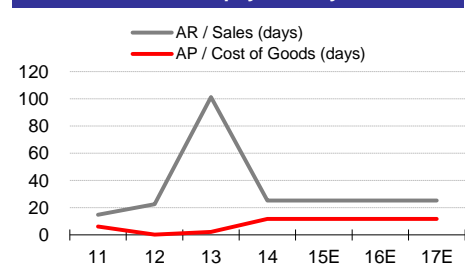
Key assumptions

TC rate (US\$/day/ship)	7,508.0	8,096.0	6,517.3	7,820.7	8,993.8
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

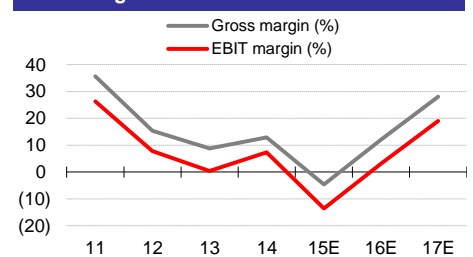
Revenue growth and asset turnover



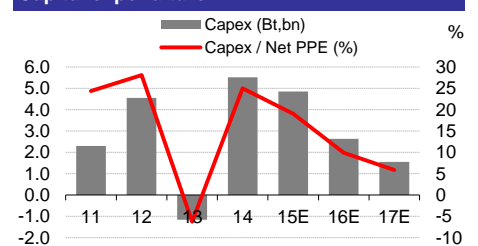
A/C receivable & A/C payable days



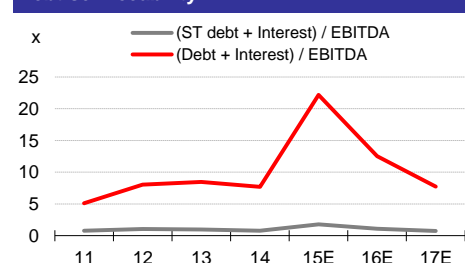
Profit margins



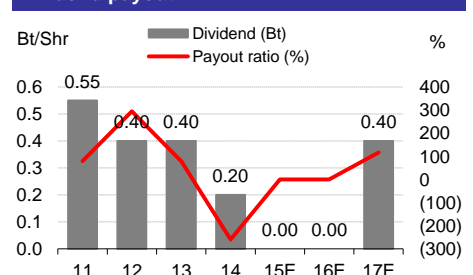
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



PSL: Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15
Revenue	1,114	1,096	1,254	981	944
Cost of sales and services	(915)	(1,114)	(1,125)	(1,082)	(1,090)
Gross profit	200	(18)	129	(100)	(146)
SG&A	(78)	(63)	(44)	(88)	(85)
EBIT	122	(81)	85	(189)	(231)
Interest expense	(105)	(107)	(109)	(135)	(135)
Other income/exp.	3	0	1	0	1
EBT	20	(188)	(23)	(324)	(365)
Corporate tax	0	0	(5)	0	(1)
After-tax net profit (loss)	20	(188)	(28)	(324)	(366)
Minority interest	0	0	0	0	0
Equity earnings from affiliates	2	1	5	(3)	4
Extra items	(74)	40	3	(9)	(40)
Net profit (loss)	(53)	(147)	(21)	(336)	(403)
Reported EPS	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Fully diluted EPS	(0.05)	(0.14)	(0.02)	(0.32)	(0.25)
Core net profit	21.40	(186.91)	(23.36)	(326.50)	(362.34)
Core EPS	0.02	(0.18)	(0.02)	(0.31)	(0.22)
EBITDA	423	243	430	161	129

KEY RATIOS

Gross margin (%)	18	(2)	10	(10)	(15)
EBITDA margin (%)	38	22	34	16	14
Operating margin (%)	11	(7)	7	(19)	(24)
Net margin (%)	(5)	(13)	(2)	(34)	(43)
Core profit margin (%)	2	(17)	(2)	(33)	(38)
BV (Bt)	15	14	15	14	15
ROE (%)	(1)	(4)	(1)	(9)	(10)
ROA (%)	(1)	(2)	(0)	(5)	(5)
Current ratio (x)	3	2	1	0	0
Gearing ratio (x)	1	1	1	1	1
Interest coverage (x)	1	n.m.	1	n.m.	n.m.

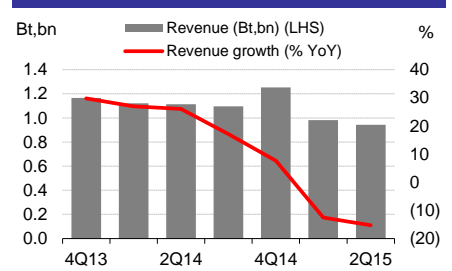
QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	1,785	1,348	535	335	1,936
Accounts receivable	297	262	318	293	259
Inventory	8	9	10	11	12
PP&E-net	19,585	21,956	22,071	22,414	23,685
Other assets	3,302	3,598	4,665	4,873	4,861
Total assets	25,871	27,547	27,909	28,238	31,048
Accounts payable	41	134	128	208	86
ST debts & current portion	721	864	812	7,697	4,821
Long-term debt	9,248	10,950	11,101	4,936	8,406
Other liabilities	15	15	73	75	76
Total liabilities	10,543	12,514	12,625	13,473	14,019
Paid-up capital	1,040	1,040	1,040	1,040	1,559
Share premium	584	584	584	584	2,140
Retained earnings	14,822	14,572	14,551	14,215	13,813
Shareholders equity	15,329	15,034	15,285	14,767	17,030
Minority interests	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Total Liab.&Shareholders' equity	25,871	27,548	27,909	28,238	31,048
Key operating data	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15
TC rate (US\$/day/ship)	8,687.0	6,575.0	8,032.0	6,074.0	5,757.0
No.of operating days (days)	3,640.0	3,967.0	3,967.0	4,050.0	4,050.0
No.of ships	40.0	43.0	44.0	45.0	45.0

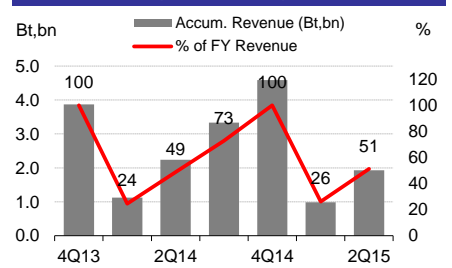
Company profile

Precious Shipping Public Company Limited is a pure dry cargo shipowner operating in the small handy and supramax sub-sectors. On April 30, 2015, PSL took delivery of the Vipha Naree, bringing its fleet size to 45 ships, with total capacity of 1,557,173 DWT. The fleet comprises 30 Handymax vessels (averaging 28,142 DWT), nine Supramax (55,707 DWT), two Ultramax (63,492 DWT) and four cement carriers (21,140 DWT).

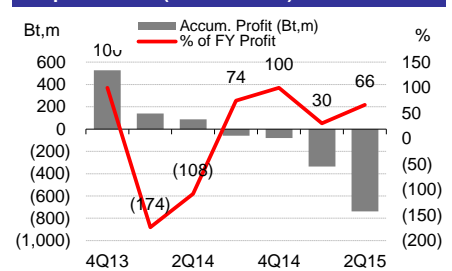
Revenue trend



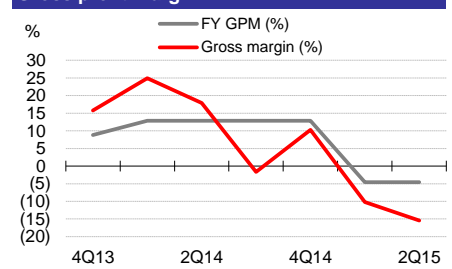
Revenue trend (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin

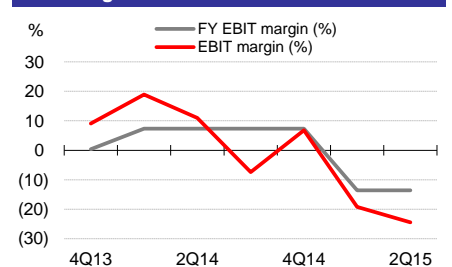


Figure 1 : 2Q15 results

FY Ended 31 Dec (Btm)	2Q15	2Q14	YoY %	1Q15	QoQ %	6M15	6M14	YoY %
Income Statement								
Revenue	944	1,114	(15)	981	(4)	1,925	2,236	(14)
Cost of sales and services	(1,090)	(915)	19	(1,082)	1	(2,171)	(1,757)	24
EBITDA	129	423	(70)	161	(20)	290	933	(69)
EBIT	(231)	122	(289)	(189)	nm	(420)	334	nm
Interest expense	(135)	(105)	28	(135)	0	(270)	(209)	29
Other income/exp.	1	3	(64)	0	2,669	1	4	(74)
Equity earnings from affiliates	4	2	132	(3)	nm	1	2	nm
Extra items	(40)	(74)	nm	(9)	nm	(49)	(49)	nm
EBT	(365)	20	nm	(324)	nm	(689)	129	nm
Corporate tax	(1)	0	nm	0	nm	(1)	3	nm
Minority interest	0	0	nm	0	nm	0	2	nm
Net profit (loss)	(403)	(53)	nm	(336)	nm	(738)	87	nm
Reported EPS	(0.35)	(0.05)	nm	(0.32)	nm	(0.35)	(0.05)	nm
Core net profit	(362)	21	nm	(326)	nm	(689)	136	nm
Key ratios								
Gross margin (%)	(15.5)	17.9		(10.2)		(12.8)	21.4	
EBITDA margin (%)	13.6	38.0		16.4		15.1	41.7	
EBIT margin (%)	(24.5)	10.9		(19.2)		(21.8)	14.9	
Tax rate (%)	(0.4)	(0.0)		0.0		(0.2)	(2.5)	
Net margin (%)	(42.7)	(4.7)		(34.2)		(38.3)	3.9	
Current ratio (x)	0.5	2.8		0.1		0.5	2.8	
Gearing ratio (x)	0.8	0.7		0.9		0.8	0.7	
Interest coverage (x)	n.m.	1.2		n.m.		(1.6)	1.6	
Balance Sheet								
Cash & Equivalent	1,936	1,785	8	335	478			
Total assets	31,048	25,871	20	28,238	10			
ST debts & current portion	4,821	721	569	7,697	(37)			
Long-term debt	8,406	9,248	(9)	4,936	70			
Total liabilities	14,019	10,543	33	13,473	4			
Retained earnings	13,813	14,822	(7)	14,215	(3)			
Shareholders equity	17,030	15,329	11	14,767	15			
Minority interests	(1)	(1)	nm	(1)	nm			
BV (Bt)	14.6	14.7	(1)	14.2	3			

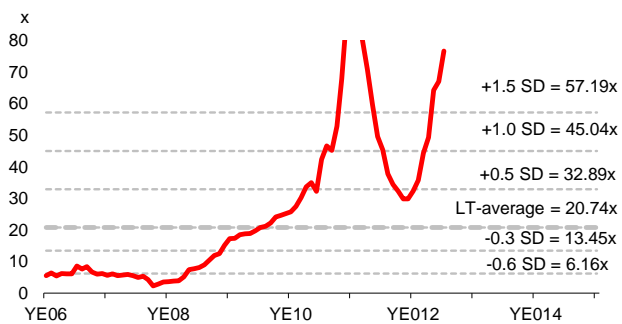
- Revenue contraction was due to lower freight rates despite the greater number of operating vessels
- OPEX per day per ship declined YoY but was stable QoQ
- Depreciation expenses rose both YoY and QoQ in tandem with fleet expansion
- Higher loans outstanding
- Reversal of bad debt expense
- An FX loss
- Loss on sales of vessel
- The net loss was deeper than our estimate and that of 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 (%)	
				2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E
U-Ming Marine Transport Corp	2606 TT	TWD40.1	1,085	25.5	36.1	-39.5	-28.4	1.2	1.2	3.2	4.2	2.4	2.3
Sincere Navigation	2605 TT	TWD23.0	412	13.2	13.1	9.1	n.a.	0.8	0.8	5.3	6.3	4.0	4.3
China Shipping Development	1138 HK	HKD4.5	4,943	13.7	10.7	192.4	27.7	0.5	0.5	4.1	5.0	2.1	2.6
Kawasaki Kisen Kaisha	9107 JP	JPY279.0	2,116	11.0	8.8	-11.5	25.6	0.6	0.6	5.5	6.9	2.1	2.8
Mitsui Osk Lines	9104 JP	JPY379.0	3,691	10.8	9.2	3.1	17.4	0.6	0.5	5.5	6.2	1.8	2.1
Cosco Corp Singapore	COS SP	SGD0.4	593	36.5	28.1	18.3	0.0	0.6	0.6	1.4	2.7	1.6	2.2
Neptune Orient Lines	NOL SP	SGD0.9	1,700	n.a.	130.6	-315.9	-91.7	0.7	0.6	10.9	0.4	2.1	0.9
Precious Shipping	PSL TB	THB8.50	378	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	0.8	0.8	-7.0	-2.7	0.0	0.0
Thoresen Thai Agencies	TTA TB	THB12.60	655	115.0	33.3	-83.3	245.0	0.6	0.6	0.8	2.4	0.4	1.3
Simple average				32.2	33.7	-28.4	28.0	0.7	0.7	3.3	3.5	1.8	2.1

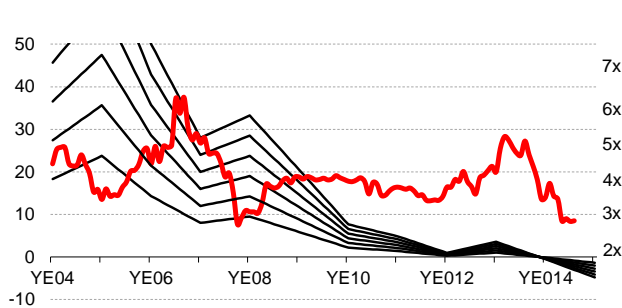
PER band versus SD (next 12 months)



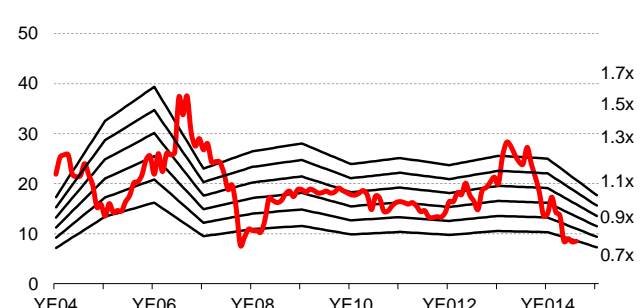
PBV band versus SD (next 12 months)



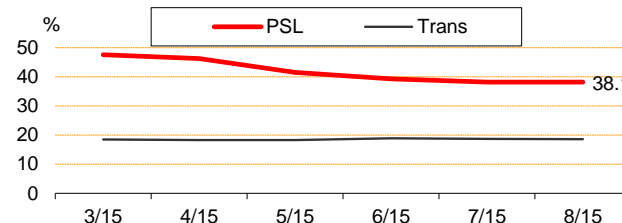
PER band and share price



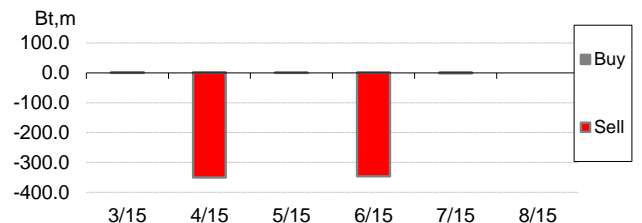
PBV band and share price



Foreign holdings



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

Financial Advisor	Lead underwriter/ Underwriter/ Co-underwriter
	BR, COM7

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 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.

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.