

# ฟรีเชียน ชิปปิ้ง

PSL TB / PSL.BK

**10 กุมภาพันธ์ 2557**

กำไรไตรมาส 4/56 สูงกว่าคาด;มีแนวโน้มปรับตัวลดลงในไตรมาสหน้า

## สูงกว่าที่คาด

PSL รายงานกำไรสุทธิ 70 ล้านบาทสำหรับไตรมาส 4/56 พลิกกลับจากขาดทุนสุทธิในไตรมาส 4/55 และเพิ่มขึ้น 257% QoQ หากไม่รวมกำไรจากการยกเลิกสัญญาการต่อเรือ 69 ล้านบาท, กำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน 7 ล้านบาทและค่าเผื่อนี้สงสัยจะสูญ 1 ล้านบาท ขาดทุนหลักไตรมาส 4/56 จะอยู่ที่ 4 ล้านบาท ขาดทุนลดลงเมื่อเปรียบเทียบกับไตรมาส 4/55 และไตรมาส 3/56 กำไรสุทธิสูงกว่าที่เราและตลาดคาดเนื่องจากกำไรพิเศษ ขณะที่ขาดทุนหลักน้อยกว่าที่เราและตลาดประมาณการเนื่องจากอัตราค่าระวางเรือสูงกว่าคาดและค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่ำกว่าสมมติฐาน

## ประเด็นหลักจากผลประกอบการ

ผลการดำเนินงานหลักปรับตัวดีขึ้นเนื่องจาก 1) อัตราค่าระวางเรือปรับตัวสูงขึ้น, 2) จำนวนเรือที่ใช้ในการดำเนินงานเพิ่มขึ้น, 3) ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารลดลง, และ 4) ต้นทุนทางการเงินปรับตัวลดลง อัตราค่าระวางเรือเฉลี่ยเพิ่มขึ้น 9% YoY และ 20% QoQ เป็น 8,455 เหรียญต่อวันต่อลำ จำนวนเรือเพิ่มขึ้นเป็น 40 ลำในไตรมาส 4/56 จาก 32 ลำในไตรมาส 4/55 (ทรงตัว QoQ) อัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายลดลงเป็น 6.7% ในไตรมาส 4/56 จาก 7.5% ในไตรมาส 4/55 และ 8.2% ในไตรมาส 3/56 นอกจากนี้ต้นทุนทางการเงินลดลง 12% QoQ (แต่เพิ่มขึ้น 29% YoY) เป็น 108 ล้านบาท

## แนวโน้ม

อัตราค่าระวางเรือ BDI ตั้งแต่ต้นไตรมาส 1/57 จนถึงปัจจุบัน ลดลง 24% QoQ เป็น 1,401 นาโดยดัชนี Capesize (ซึ่งลดลง 35% QoQ) และดัชนี Supramax (ซึ่งลดลง 17% QoQ) เนื่องจากขณะนี้อยู่ในช่วงโลว์ซีซั่นสำหรับอุปสงค์ (โดยเฉพาะจากจีนเนื่องจากวันหยุดเทศกาลตรุษจีน) ในทางตรงกันข้าม ดัชนี Handysize เพิ่มขึ้น 1% QoQ ให้สังเกตว่าอัตราค่าระวางเรือ BDI เฉลี่ยปรับตัวเพิ่มขึ้น 76% YoY ตั้งแต่ต้นไตรมาส 1/57 จนถึงปัจจุบัน เป็นผลจากการปรับตัวเพิ่มขึ้นของค่าระวางเรือของเรือทุกขนาด ปีฉลุยหนุนที่ทำให้อัตราค่าระวางเรือปรับตัวสูงขึ้น YoY เนื่องจากความสมดุลระหว่างอุปสงค์และอุปทานที่ปรับตัวดีขึ้น ดังนั้นเรคาดผลการดำเนินงานหลักของ PSL จะปรับตัวลดลง QoQ จากปีฉลุยทางฤดูกาล แต่จะปรับตัวดีขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ YoY หนุนโดยอัตราค่าระวางเรือที่เพิ่มขึ้น YoY และจำนวนเรือที่ใช้ในการดำเนินงานเพิ่มขึ้น

## สิ่งที่เปลี่ยนแปลงไป

เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิของเรา 75% เป็น 473 ล้านบาทสำหรับปี 2557 และ 64% เป็น 550 ล้านบาทสำหรับปี 2558 เพื่อสะท้อนจำนวนเรือที่เพิ่มขึ้นของ PSL ขณะนี้เรคาดว่าบริษัทจะมีจำนวนเรือที่ใช้ในการดำเนินงาน 43 ลำในปี 2557 (จากเดิม 41 ลำ) และ 48 ลำในปี 2558 (จาก 41 ลำ)

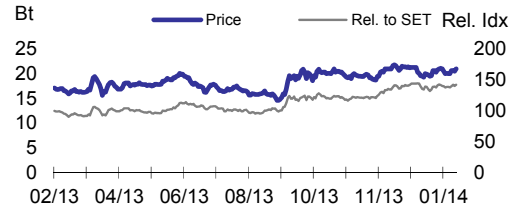
**Sector: Transportation (Shipping) Neutral**

คำแนะนำพื้นฐาน: ถือ

เป้าหมายพื้นฐาน: 23.50 บาท

ราคา (07/02/14): 20.60 บาท

### Price chart

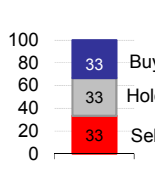


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	4.1	12.7	40.7
Absolute	7.1	5.0	27.3

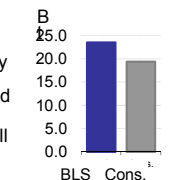
### Key statistics

Market cap	Bt21.8bn	USD0.7bn
12-mth price range	Bt14.5/Bt22.0	
12-mth avg daily volume	Bt26m	USD0.8m
# of shares (m)	1,040	
Est. free float (%)	39.2	
Foreign limit (%)	49.0	

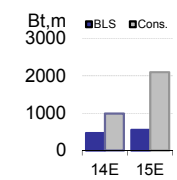
### Consensus rating



### BLS Target price vs. Consensus



### BLS earnings vs. Consensus



### Financial summary

FY Ended 31 Dec	2013	2014E	2015E	2016E
Revenues (Btm)	3,869	4,725	5,634	6,418
Net profit (Btm)	528	473	550	661
EPS (Bt)	0.51	0.46	0.53	0.64
EPS growth (%)	+274.2%	-10.4%	+16.2%	+20.3%
Core profit (Btm)	(419)	473	550	661
Core EPS (Bt)	(0.40)	0.46	0.53	0.64
Core EPS growth (%)	-185.2%	n.m.	+16.2%	+20.3%
PER (x)	40.6	45.3	39.0	32.4
PBV (x)	1.4	1.4	1.4	1.3
Dividend (Bt)	0.4	0.4	0.4	0.4
Dividend yield (%)	1.9	1.9	1.9	1.9
ROE (%)	3.5	3.0	3.5	4.2

### CG rating


 สัพพดา ศรีสุข  
+662 618 1000

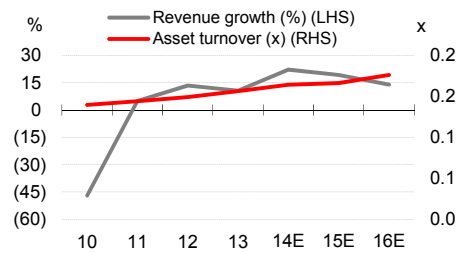
### คำแนะนำ

จากการคาดการณ์ว่าผลการดำเนินงานหลักในไตรมาส 1/57 มีแนวโน้มอ่อนตัวลง QoQ อาจส่งผลเชิงลบต่อความเชื่อมั่นที่มีต่อหุ้นในระยะสั้น แต่อุปสงค์ในช่วงไฮซีซั่นที่กำลังจะมาถึงในไตรมาส 2/57 กอปรกับแนวโน้มการปรับตัวดีขึ้นของตลาดขนส่งด้วยเรือเทกองปี 2557 จะเป็นปัจจัยหนุนราคาหุ้น นอกจากนี้เงินปันผลระหว่างกาลของบริษัทสำหรับปี 2556 งวดสุดท้ายอยู่ที่ 0.10 บาทต่อหุ้น น่าจะช่วยลดความเสี่ยงขาลงต่อราคาหุ้น (ขึ้นเครื่องหมาย XD ในวันที่ 20 ก.พ. และจ่ายเงินปันผลในวันที่ 11 เม.ย.) ขณะนี้ PSL ซื้อขายที่ PBV ณ สิ้นปี 2557 1.37 เท่า สูงกว่าค่าเฉลี่ยในระยะยาวของบริษัทที่ 1.22 เท่าเล็กน้อยให้สังเกตว่าอาจมีแนวโน้มอัปเดตต่อประมาณการกำไรของเราจากการขยายกองเรือ

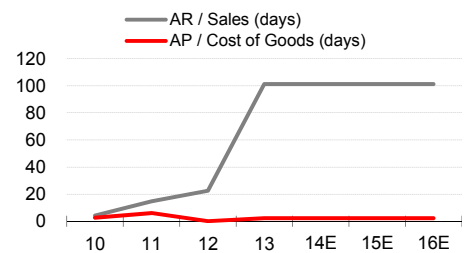
## PSL : Financial Tables – Year

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>PROFIT &amp; LOSS (Btm)</b>					
Revenue	3,499	3,869	4,725	5,634	6,418
Cost of sales and services	(2,960)	(3,528)	(3,398)	(4,053)	(4,618)
<b>Gross profit</b>	<b>538</b>	<b>341</b>	<b>1,326</b>	<b>1,581</b>	<b>1,801</b>
SG&A	(266)	(328)	(400)	(477)	(543)
<b>EBIT</b>	<b>272</b>	<b>14</b>	<b>926</b>	<b>1,104</b>	<b>1,257</b>
Interest expense	(434)	(459)	(497)	(599)	(643)
Other income/exp.	24	11	11	12	12
<b>EBT</b>	<b>(138)</b>	<b>(434)</b>	<b>441</b>	<b>516</b>	<b>626</b>
Corporate tax	(4)	(8)	(0)	(0)	(0)
<b>After-tax net profit (loss)</b>	<b>(142)</b>	<b>(442)</b>	<b>441</b>	<b>516</b>	<b>626</b>
Minority interest	(3)	(9)	(1)	(1)	(1)
Equity earnings from affiliates	(2)	32	33	35	37
Extra items	288	947	0	0	0
<b>Net profit (loss)</b>	<b>141</b>	<b>528</b>	<b>473</b>	<b>550</b>	<b>661</b>
Reported EPS	0.14	0.51	0.46	0.53	0.64
<b>Fully diluted EPS</b>	<b>0.14</b>	<b>0.51</b>	<b>0.46</b>	<b>0.53</b>	<b>0.64</b>
<b>Core net profit</b>	<b>(147)</b>	<b>(419)</b>	<b>473</b>	<b>550</b>	<b>661</b>
Core EPS	(0.14)	(0.40)	0.46	0.53	0.64
<b>EBITDA</b>	<b>1,183</b>	<b>1,151</b>	<b>2,247</b>	<b>2,620</b>	<b>2,881</b>
<b>KEY RATIOS</b>					
Revenue growth (%)	13.5	10.6	22.1	19.2	13.9
Gross margin (%)	15.4	8.8	28.1	28.1	28.1
EBITDA margin (%)	33.8	29.7	47.6	46.5	44.9
Operating margin (%)	7.8	0.4	19.6	19.6	19.6
Net margin (%)	4.0	13.6	10.0	9.8	10.3
Core profit margin (%)	(4.2)	(10.8)	10.0	9.8	10.3
ROA (%)	0.6	2.1	1.6	1.6	1.8
ROCE (%)	0.6	2.2	1.7	1.7	1.8
Asset turnover (x)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
Current ratio (x)	2.6	5.1	3.2	4.3	3.8
Gearing ratio (x)	0.6	0.6	1.0	1.2	1.3
Interest coverage (x)	0.6	0.0	1.9	1.8	2.0
<b>BALANCE SHEET (Btm)</b>					
Cash & Equivalent	1,901	2,942	2,117	1,851	1,494
Accounts receivable	217	1,074	1,312	1,564	1,782
Inventory	0	0	0	0	0
PP&E-net	16,213	18,670	24,280	27,661	28,724
Other assets	4,876	1,905	2,191	2,281	2,375
<b>Total assets</b>	<b>24,030</b>	<b>25,510</b>	<b>32,069</b>	<b>35,821</b>	<b>37,103</b>
Accounts payable	2	22	21	25	28
ST debts & current portion	802	654	1,417	1,000	1,200
Long-term debt	8,265	8,619	14,350	18,350	19,150
Other liabilities	23	31	32	34	36
<b>Total liabilities</b>	<b>9,545</b>	<b>9,879</b>	<b>16,401</b>	<b>20,019</b>	<b>21,054</b>
Paid-up capital	1,040	1,040	1,040	1,040	1,040
Share premium	584	584	584	584	584
Retained earnings	14,831	14,943	14,979	15,113	15,358
<b>Shareholders equity</b>	<b>14,483</b>	<b>15,621</b>	<b>15,657</b>	<b>15,790</b>	<b>16,036</b>
Minority interests	1	10	11	12	13
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>24,030</b>	<b>25,510</b>	<b>32,069</b>	<b>35,821</b>	<b>37,103</b>
<b>CASH FLOW (Btm)</b>					
Net income	141	528	473	550	661
Depreciation and amortization	910	1,137	1,321	1,516	1,624
Change in working capital	(325)	(73)	(1,461)	(515)	(447)
FX, non-cash adjustment & others	25	(579)	(44)	(28)	(29)
<b>Cash flows from operating activities</b>	<b>751</b>	<b>1,013</b>	<b>289</b>	<b>1,523</b>	<b>1,809</b>
Capex (Invest)/Divest	(4,556)	1,169	(6,931)	(4,897)	(2,687)
Others	19	31	(286)	(90)	(95)
<b>Cash flows from investing activities</b>	<b>(4,537)</b>	<b>1,200</b>	<b>(7,217)</b>	<b>(4,987)</b>	<b>(2,782)</b>
Debt financing (repayment)	1,932	(874)	6,519	3,614	1,032
Equity financing	70	0	0	0	0
Dividend payment	(572)	(416)	(416)	(416)	(416)
Others	19	31	(286)	(90)	(95)
<b>Cash flows from financing activities</b>	<b>1,430</b>	<b>(1,289)</b>	<b>6,103</b>	<b>3,199</b>	<b>616</b>
Net change in cash	(2,356)	923	(825)	(266)	(356)
<b>Free cash flow (Btm)</b>	<b>(3,805)</b>	<b>2,182</b>	<b>(6,642)</b>	<b>(3,374)</b>	<b>(878)</b>
<b>FCF per share (Bt)</b>	<b>(3.7)</b>	<b>2.1</b>	<b>(6.4)</b>	<b>(3.2)</b>	<b>(0.8)</b>
<b>Key assumptions</b>					
TC rate (US\$/day/ship)	8,221.0	7,398.9	9,318.1	9,790.3	9,699.1
No. of operating days (days)	13,870.0	15,512.5	17,611.3	20,257.5	20,257.5
No. of ships	30.0	38.0	42.5	48.3	55.5

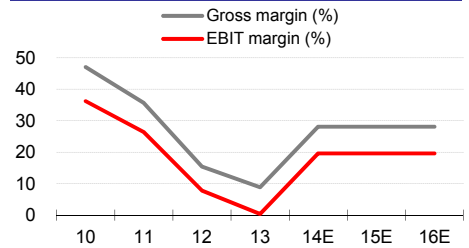
### Revenue growth and asset turnover



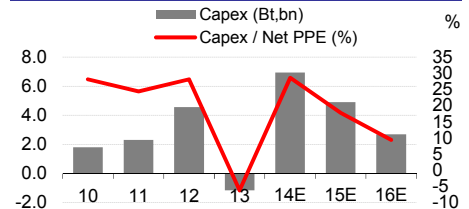
### A/C receivable & A/C payable days



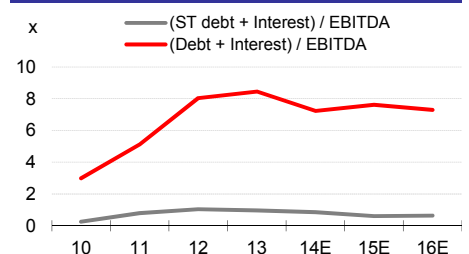
### Profit margins



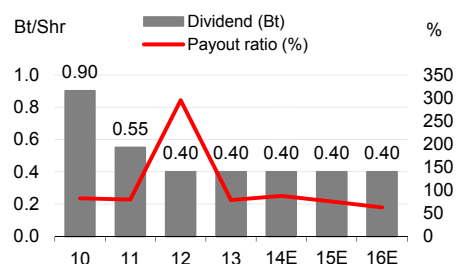
### Capital expenditure



### Debt serviceability



### Dividend payout



## PSL : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13
Revenue	898	884	884	936	1,165
Cost of sales and services	(816)	(833)	(806)	(908)	(981)
Gross profit	82	51	78	28	184
SG&A	(67)	(80)	(92)	(76)	(79)
<b>EBIT</b>	<b>15</b>	<b>(29)</b>	<b>(14)</b>	<b>(48)</b>	<b>106</b>
Interest expense	(84)	(124)	(103)	(123)	(108)
Other income/exp.	5	2	3	0	6
<b>EBT</b>	<b>(64)</b>	<b>(152)</b>	<b>(114)</b>	<b>(171)</b>	<b>3</b>
Corporate tax	(1)	(0)	(1)	(1)	(5)
After-tax net profit (loss)	(65)	(153)	(115)	(172)	(2)
Minority interest	(1)	0	0	0	(9)
Equity earnings from affiliates	7	5	12	8	6
Extra items	8	424	264	184	75
<b>Net profit (loss)</b>	<b>(50)</b>	<b>277</b>	<b>161</b>	<b>20</b>	<b>70</b>
Reported EPS	(0)	0	0	0	0
<b>Fully diluted EPS</b>	<b>(0.05)</b>	<b>0.27</b>	<b>0.15</b>	<b>0.02</b>	<b>0.07</b>
<b>Core net profit</b>	<b>(58.86)</b>	<b>(147.50)</b>	<b>(102.49)</b>	<b>(164.52)</b>	<b>(4.49)</b>
Core EPS	(0.06)	(0.14)	(0.10)	(0.16)	(0.00)
<b>EBITDA</b>	<b>266</b>	<b>223</b>	<b>264</b>	<b>255</b>	<b>409</b>

### KEY RATIOS

Gross margin (%)	9	6	9	3	16
EBITDA margin (%)	30	25	30	27	35
Operating margin (%)	2	(3)	(2)	(5)	9
Net margin (%)	(6)	31	18	2	6
Core profit margin (%)	(7)	(17)	(12)	(18)	(0)
BV (Bt)	14	14	14	14	15
ROE (%)	(1)	8	4	1	2
ROA (%)	(1)	5	3	0	1
Current ratio (x)	3	2	3	6	5
Gearing ratio (x)	1	1	1	1	1
Interest coverage (x)	0 n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	1

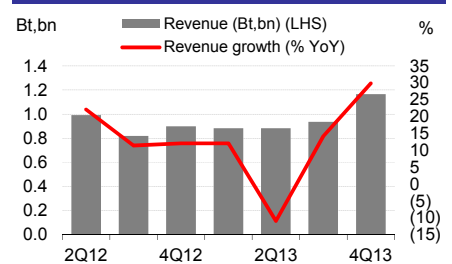
### QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	1,901	1,741	1,056	2,396	2,942
Accounts receivable	217	260	275	901	1,074
Inventory	2	3	4	5	6
PP&E-net	16,213	16,432	17,786	18,151	18,670
Other assets	4,876	5,161	4,472	1,112	1,905
<b>Total assets</b>	<b>24,030</b>	<b>23,923</b>	<b>25,043</b>	<b>24,663</b>	<b>25,510</b>
Accounts payable	2	34	66	16	22
ST debts & current portion	802	1,122	658	571	654
Long-term debt	8,265	8,206	8,847	8,567	8,619
Other liabilities	23	72	15	23	31
<b>Total liabilities</b>	<b>9,545</b>	<b>9,790</b>	<b>10,099</b>	<b>9,694</b>	<b>9,879</b>
Paid-up capital	1,040	1,040	1,040	1,040	1,040
Share premium	584	584	584	584	584
Retained earnings	14,831	15,107	15,061	14,977	14,943
<b>Shareholders equity</b>	<b>14,483</b>	<b>14,132</b>	<b>14,942</b>	<b>14,968</b>	<b>15,621</b>
Minority interests	1	1	1	1	10
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>24,030</b>	<b>23,923</b>	<b>25,043</b>	<b>24,663</b>	<b>25,510</b>
<b>Key operating data</b>	<b>4Q12</b>	<b>1Q13</b>	<b>2Q13</b>	<b>3Q13</b>	<b>4Q13</b>
TC rate (US\$/day/ship)	7,759.0	7,030.0	7,507.0	7,041.0	8,455.0
No.of operating days (days)	2,944.0	3,330.0	3,510.0	3,600.0	3,600.0
No.of ships	32.0	37.0	39.0	40.0	40.0

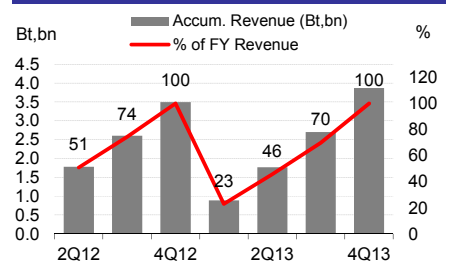
### Company profile

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.

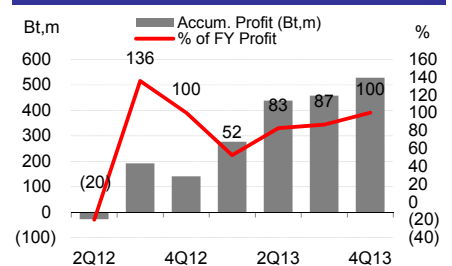
### Revenue trend



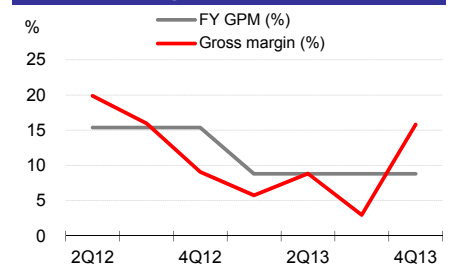
### Revenue trend (accumulated)



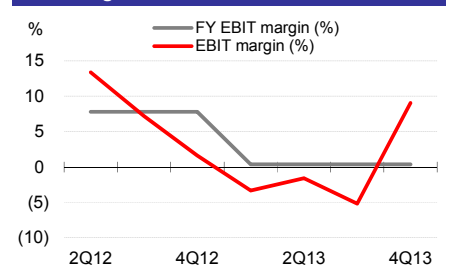
### Net profit trend (accumulated)



### Gross profit margin



### EBIT margin



**Figure 1 : 4Q13 and 2013 results**

FY Ended 31 Dec (Btm)	4Q13	4Q12	YoY %	3Q13	QoQ %	2013	2012	YoY %
<b>Income Statement</b>								
Revenue	1,165	898	30	936	25	3,869	3,499	11
Cost of sales and services	(981)	(816)	20	(908)	8	(3,528)	(2,960)	19
EBITDA	409	266	53	255	61	1,151	1,183	(3)
EBIT	106	15	nm	(48)	nm	14	272	nm
Interest expense	(108)	(84)	29	(123)	(12)	(459)	(434)	6
Other income/exp.	6	5	10	0	1,386	11	24	(54)
Equity earnings from affiliates	6	7	(5)	8	(19)	32	(2)	nm
Extra items	75	8	783	184	(59)	947	288	229
<b>EBT</b>	<b>3</b>	<b>(64)</b>	<b>nm</b>	<b>(171)</b>	<b>nm</b>	<b>(434)</b>	<b>(138)</b>	<b>nm</b>
Corporate tax	(5)	(1)	850	(1)	248	(8)	(4)	90
Minority interest	(9)	(1)	nm	0	nm	(9)	(3)	nm
<b>Net profit (loss)</b>	<b>70</b>	<b>(50)</b>	<b>nm</b>	<b>20</b>	<b>257</b>	<b>528</b>	<b>141</b>	<b>274</b>
Reported EPS	0.07	(0.05)	nm	0.02	257	0.07	(0.05)	nm
<b>Core net profit</b>	<b>(4)</b>	<b>(59)</b>	<b>nm</b>	<b>(165)</b>	<b>nm</b>	<b>(419)</b>	<b>(147)</b>	<b>nm</b>
<b>Key ratios</b>								
Gross margin (%)	15.8	9.1		3.0		8.8	15.4	
EBITDA margin (%)	35.1	29.7		27.2		29.7	33.8	
EBIT margin (%)	9.1	1.6		(5.2)		0.4	7.8	
Tax rate (%)	164.7	(0.8)		(0.9)		(1.8)	(3.0)	
Net margin (%)	6.0	(5.6)		2.1		13.6	4.0	
Current ratio (x)	5.1	2.6		6.2		5.1	2.6	
Gearing ratio (x)	0.6	0.6		0.6		0.6	0.6	
Interest coverage (x)	1.0	0.2		n.m.		0.0	0.6	
<b>Balance Sheet</b>								
Cash & Equivalent	2,942	1,901	55	2,396	23			
<b>Total assets</b>	<b>25,510</b>	<b>24,030</b>	<b>6</b>	<b>24,663</b>	<b>3</b>			
ST debts & current portion	654	802	(18)	571	15			
Long-term debt	8,619	8,265	4	8,567	1			
<b>Total liabilities</b>	<b>9,879</b>	<b>9,545</b>	<b>3</b>	<b>9,694</b>	<b>2</b>			
Retained earnings	14,943	14,831	1	14,977	(0)			
<b>Shareholders equity</b>	<b>15,621</b>	<b>14,483</b>	<b>8</b>	<b>14,968</b>	<b>4</b>			
Minority interests	10	1	750	1	738			
BV (Bt)	15.0	13.9	8	14.4	4			

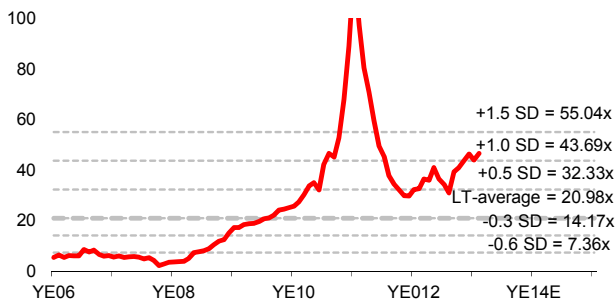
- Revenue growth was driven by a greater YoY number of operating vessels
- Higher freight rates, both YoY and QoQ
- Depreciation expenses increased with fleet expansion
- Allowance for doubtful accounts
- Gains on the cancellation of shipbuilding contracts
- An FX gain
- Net profit beat our estimate and the consensus
- The core operating result was better than our estimate and the consensus

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

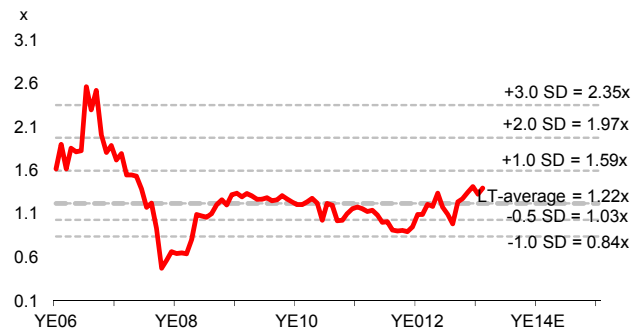
## Regional Comparisons

	Bloomberg	Price	Market Cap	PER (x)	EPS Growth (%)	PBV (x)	ROE (%)	Div Yield (%)					
	Code	(local curr.)	(US\$ equivalent)	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E
U-Ming Marine Transport Corp	2606 TT	TWD49.6	1,404	26.0	25.1	61.6	3.4	1.6	1.5	7.6	9.0	2.4	1.7
Sincere Navigation	2605 TT	TWD27.1	508	15.1	9.8	9.6	54.2	1.0	1.0	6.2	8.6	4.4	5.9
China Shipping Development	1138 HK	HKD4.8	2,245	39.2	11.4	-132.4	220.5	0.6	0.5	1.9	5.1	0.7	2.1
Kawasaki Kisen Kaisha	9107 JP	JPY225.0	2,072	7.9	5.8	75.5	37.1	0.6	0.5	6.7	8.1	2.4	3.3
Mitsui Osk Lines	9104 JP	JPY390.0	4,611	7.8	6.2	22.2	26.3	0.7	0.7	8.8	9.7	2.0	2.5
Cosco Corp Singapore	COS SP	SGD0.7	1,236	28.0	22.6	23.8	23.1	1.2	1.1	4.2	4.9	1.9	2.1
Neptune Orient Lines	NOL SP	SGD1.0	2,022	23.0	6.8	-544.4	195.0	0.9	0.8	4.3	11.4	0.4	1.8
Precious Shipping	PSL TB	THB20.60	665	45.3	39.0	-10.4	16.2	1.4	1.4	3.0	3.5	1.9	1.9
Thoresen Thai Agencies	TTA TB	THB16.40	653	35.0	27.6	n.m.	26.9	0.6	0.6	2.9	3.6	0.7	0.9
<b>Simple average</b>				<b>25.3</b>	<b>17.1</b>	<b>-61.8</b>	<b>67.0</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>	<b>5.1</b>	<b>7.1</b>	<b>1.9</b>	<b>2.5</b>

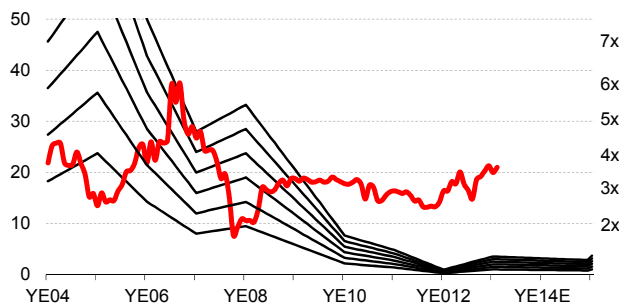
PER band versus SD (next 12 months)



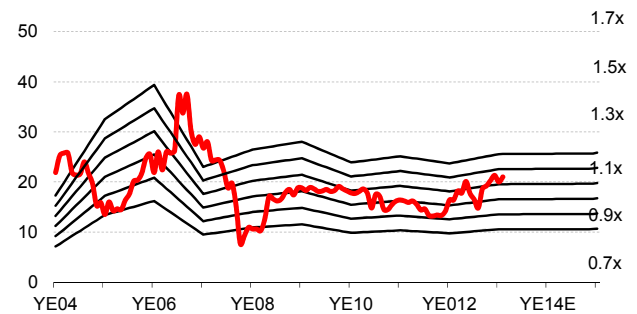
PBV band versus SD (next 12 months)



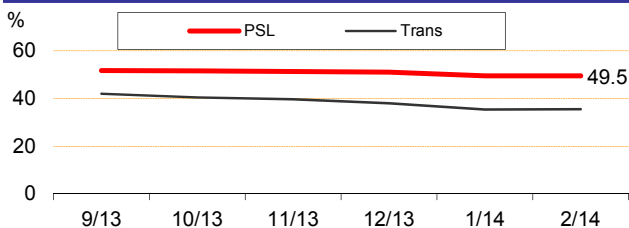
PER band and share price



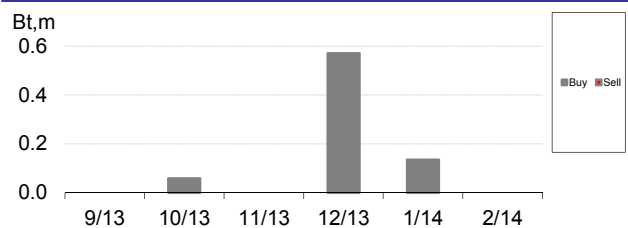
PBV band and share price



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 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. (Please file information: [www.blswarrant.com](http://www.blswarrant.com))

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

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.