

เบอริลียุคเกอร์

BJC TB / BJC.BK

21 สิงหาคม 2556

เยี่ยมชมร้านสะดวกซื้อของ BJC ในเวียดนาม

ประเด็นการลงทุน

เราได้ไปเยี่ยมชมธุรกิจร้านสะดวกซื้อในเวียดนามที่ BJC เพิ่งซื้อไม่นานนี้ และกลับมาพร้อมกับมุมมองในระยะยาวที่เป็นบวกมากขึ้น แม้เรายังไม่แน่ใจว่ารูปแบบของร้านสะดวกซื้อจะเหมาะสมกับพฤติกรรมผู้บริโภคในประเทศหรือไม่ แต่เราเชื่อว่าร้านสะดวกซื้อนี้มีโอกาสที่จะเติบโตได้ในระยะยาว อย่างไรก็ตามเราคิดว่ายิ่งเร็วเกินไปที่จะเล่นจากขานี้ บริษัทอาจใช้เวลา 3 ปีหรือมากกว่าเพื่อทำให้ร้านสะดวกซื้อมีกำไร ในขณะที่ในระยะสั้นคาดการณ์กำไรของบริษัทยังมีความเสี่ยงที่จะถูกรับลงจากการชะลอตัวของการบริโภคในปัจจุบัน เรายังคงแนะนำ "ถือ" โดยมีราคาเป้าหมายสั้นปี 2556 ที่ 42.75 บาท

ร้านสะดวกซื้อในเวียดนามภายใต้ชื่อร้าน B's Mart

บริษัทไทย อัน ซึ่ง BJC ถือหุ้นอยู่ 65% ได้เข้าซื้อหุ้น 100% ของบริษัทฟูไท่ กรุ๊ป จอยส์ สติ๊ก คัมปะนี ผู้ประกอบการเดิมของร้านแฟมิลี มาร์ท ในเวียดนาม โดย BJC ทำการเปลี่ยนแบรนด์ร้านแฟมิลี มาร์ท ทั้ง 41 สาขาให้เป็น B's Mart และมีแผนที่จะเปิดสาขาใหม่จำนวน 20 สาขาในปีที่ บริษัทตั้งเป้ามีสาขาจำนวน 300 สาขาภายในสิ้นปี 2558 กลยุทธ์ที่อาจช่วยให้ขยายธุรกิจได้เร็วขึ้นคือการเปลี่ยนร้านโชห่วย (ซึ่งปัจจุบันเป็นลูกค้าของบริษัท ไทย อัน) ให้เป็นบี มาร์ท นอกจากนี้ BJC ยังมีแนวโน้มที่จะประกาศแผนการลงทุนร้านสะดวกซื้อในประเทศลาวในเร็ว ๆ นี้ รวมถึงยังมองหาโอกาสในการสร้างร้านค้าปลีกรูปแบบอื่นอีก อย่างเช่น ซูเปอร์มาร์เก็ตและไฮเปอร์มาร์เก็ต ในเวียดนาม

มีโอกาสเติบโตได้มากในระยะยาว

โอกาสในการเติบโตของธุรกิจร้านสะดวกซื้อในเวียดนามนั้นยังมีอยู่มาก เนื่องจากยังไม่มีผู้ประกอบการใดที่ครองตลาดอย่างชัดเจน โดยร้านสะดวกซื้อที่มีสาขามากที่สุดคือ Shop&Go ซึ่งเป็นผู้ประกอบการท้องถิ่น และมีสาขาเพียง 77 สาขา โดยมี Circle K Sunkus จากญี่ปุ่นมาเป็นอันดับสองด้วยจำนวน 50 สาขาและ B's Mart อยู่อันดับที่สามด้วยจำนวน 43 สาขา นอกจากนี้ความหนาแน่นของร้านค้าสะดวกซื้อในเวียดนามนั้นถือว่าต่ำมากโดยมีเพียง 2.8 สาขาต่อประชากร 1 ล้านคน เทียบกับ 209 ในไทยเพียงและ 353 ในญี่ปุ่น ยิ่งไปกว่านั้นประชากรเวียดนามมีอายุเฉลี่ยเพียง 28.7 ปีซึ่งชี้ให้เห็นว่าผู้บริโภคท้องถิ่นอาจจะใช้เวลาไม่นานนักในการเปลี่ยนพฤติกรรมจากการซื้อของที่ร้านโชห่วยเป็นร้านสะดวกซื้อสมัยใหม่

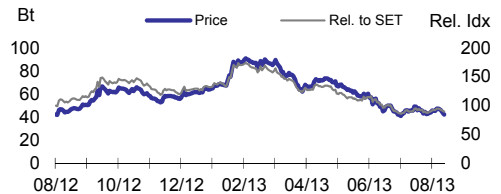
พฤติกรรมผู้บริโภคท้องถิ่นเป็นประเด็นหลักในการประสบความสำเร็จ

เราได้สัมภาษณ์คนเวียดนามบางส่วน ซึ่งส่วนใหญ่เป็นพนักงานออฟฟิศ อายุประมาณ 20-30 ปี และพบว่าโดยส่วนใหญ่แล้วจะซื้อของที่ร้านสะดวกซื้อเพียงบางโอกาส และมีก็จะซื้อในเวลาว่างกลางคืนซึ่งร้านค้าอื่นๆ ปิดแล้ว ดังนั้นเราไม่แปลกใจเลยว่าจำนวนลูกค้าต่อสาขาต่อวันนั้นอยู่ที่เพียง 470 คนเทียบกับ 1,300 คนสำหรับ 7-Eleven ในไทย เมื่อรวมกับการใช้จ่ายต่อครั้งที่ต่ำกว่า 7-Eleven ในไทยถึง 40% แล้ว ยอดขายเฉลี่ย/สาขา/วันของ B's Mart อยู่ที่เพียงประมาณ 500 เหรียญสหรัฐฯ เทียบกับ 3,000 เหรียญสหรัฐฯ สำหรับ 7-Eleven ในไทย ทั้งนี้ผู้บริหารคาดว่าจะขยายต่อวันต่อสาขาจะเพิ่มขึ้นเป็น 600 เหรียญสหรัฐฯ ภายในสิ้นปี 2556 และ 730 เหรียญสหรัฐฯ ในปี 2558 ซึ่งหมายถึงยอดขายต่อสาขาเติบโตประมาณ 11% *ต่อหน้า 4*

Sector: Consumer/Retail

คำแนะนำพื้นฐาน: ถือ
เป้าหมายพื้นฐาน: 42.75 บาท
ราคา (20/08/13): 42.25 บาท

Price chart

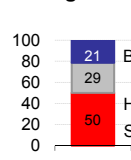


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	1.8	(19.0)	(12.4)
Absolute	(7.7)	(35.0)	(1.2)

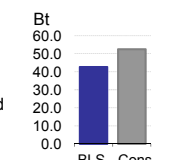
Key statistics

Market cap	Bt67.2bn	USD2.1bn
12-mth price range	Bt40.5/Bt92.8	
12-mth avg daily volume	Bt450m	USD14.3m
# of shares (m)	1,590	
Est. free float (%)	29.9	
Foreign limit (%)	49.0	

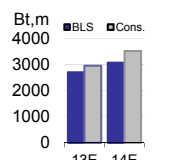
Consensus rating



BLS Target price vs. Consensus



BLS earnings vs. Consensus



Financial summary

FY Ended 31 Dec	2012	2013E	2014E	2015E
Revenues (Btm)	37,429	42,713	47,016	51,370
Net profit (Btm)	2,415	2,701	3,071	3,484
EPS (Bt)	1.52	1.70	1.93	2.18
EPS growth (%)	+12.8%	+11.6%	+13.5%	+13.2%
Core profit (Btm)	2,328	2,606	3,071	3,484
Core EPS (Bt)	1.47	1.64	1.93	2.18
Core EPS growth (%)	+10.3%	+11.7%	+17.6%	+13.2%
PER (x)	32.4	24.9	21.9	19.4
PBV (x)	4.8	3.8	3.4	3.1
Dividend (Bt)	0.8	0.9	1.1	1.2
Dividend yield (%)	1.7	2.2	2.5	2.8
ROE (%)	18.4	18.7	19.2	19.6

CG rating

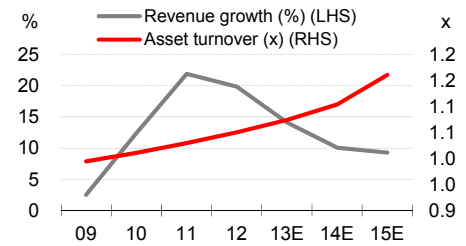


ไชยธร ศรีเจริญ, CFA
+66 2 618 1000

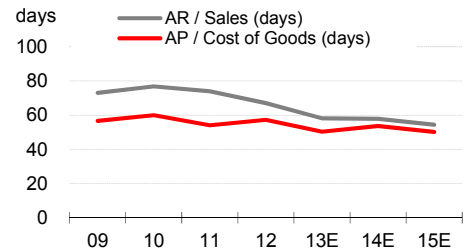
BJC : Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Revenue	31,235	37,429	42,713	47,016	51,370
Cost of sales and services	(23,519)	(28,402)	(32,306)	(35,575)	(38,840)
Gross profit	7,715	9,027	10,407	11,441	12,530
SG&A	(4,820)	(6,116)	(6,993)	(7,600)	(8,244)
EBIT	2,896	2,911	3,414	3,840	4,286
Finance costs	(366)	(503)	(550)	(576)	(564)
Other income/exp.	444	539	545	641	677
EBT	2,974	2,947	3,410	3,906	4,398
Corporate tax	(672)	(605)	(630)	(694)	(774)
After-tax net profit (loss)	2,302	2,342	2,779	3,211	3,624
Minority interest	(238)	(80)	(248)	(224)	(234)
Equity earnings from affiliates	46	66	74	84	94
Extra items	30	87	95	0	0
Net profit (loss)	2,140	2,415	2,701	3,071	3,484
Reported EPS	1.35	1.52	1.70	1.93	2.18
Fully diluted EPS	1.35	1.51	1.68	1.92	2.17
Core net profit	2,110	2,328	2,606	3,071	3,484
Core EPS	1.33	1.47	1.64	1.93	2.18
EBITDA	5,122	5,201	5,812	6,547	7,183
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	21.9	19.8	14.1	10.1	9.3
Gross margin (%)	24.7	24.1	24.4	24.3	24.4
EBITDA margin (%)	16.4	13.9	13.6	13.9	14.0
Operating margin (%)	10.7	9.2	9.3	9.5	9.7
Net margin (%)	6.9	6.5	6.3	6.5	6.8
Core profit margin (%)	6.8	6.2	6.1	6.5	6.8
ROA (%)	7.1	6.8	6.8	7.2	7.9
ROCE (%)	9.2	8.8	8.7	9.2	10.1
Asset turnover (x)	1.0	1.1	1.1	1.1	1.2
Current ratio (x)	1.6	1.4	1.7	1.6	2.0
Gearing ratio (x)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.6
Interest coverage (x)	7.9	5.8	6.2	6.7	7.6
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	1,828	2,015	2,012	1,693	2,324
Accounts receivable	6,322	6,871	6,797	7,450	7,659
Inventory	5,124	6,864	6,739	7,491	7,447
PP&E-net	14,143	16,583	19,363	20,928	20,845
Other assets	5,582	5,927	6,369	6,350	6,335
Total assets	32,999	38,260	41,279	43,912	44,609
Accounts payable	3,489	4,460	4,452	5,229	5,340
ST debts & current portion	3,198	4,828	2,628	2,795	1,000
Long-term debt	7,912	8,344	11,995	11,900	12,200
Other liabilities	3,870	4,345	4,377	4,410	4,445
Total liabilities	18,469	21,976	23,451	24,333	22,985
Paid-up capital	1,588	1,588	1,591	1,595	1,598
Share premium	3,751	3,751	3,881	4,011	4,141
Retained earnings	7,673	8,865	10,152	11,658	13,453
Shareholders equity	12,543	13,728	15,148	16,787	18,716
Minority interests	1,987	2,556	2,680	2,792	2,909
Total Liab.&Shareholders' equity	32,999	38,260	41,279	43,912	44,609
CASH FLOW (Btm)					
Net income	2,140	2,415	2,701	3,071	3,484
Depreciation and amortization	1,783	1,751	1,852	2,066	2,221
Change in working capital	(1,104)	(740)	191	(630)	(52)
FX, non-cash adjustment & others	341	233	723	716	704
CF from operating activities	3,159	3,659	5,467	5,223	6,357
Capex (Invest)/Divest	(3,362)	(3,819)	(5,092)	(3,607)	(2,112)
Others	90	(73)	0	0	0
CF from investing activities	(3,272)	(3,892)	(5,092)	(3,607)	(2,112)
Debt financing (repayment)	2,034	1,563	901	(504)	(2,059)
Equity financing	0	288	133	133	133
Dividend payment	(1,146)	(1,345)	(1,413)	(1,565)	(1,689)
Others	90	(73)	0	0	0
CF from financing activities	784	505	(379)	(1,935)	(3,615)
Net change in cash	671	272	(3)	(319)	631
Free cash flow (Btm)	(203)	(160)	375	1,616	4,246
FCF per share (Bt)	(0.1)	(0.1)	0.2	1.0	2.7
Key Assumptions	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Industrial sales growth	12.0%	15.3%	7.8%	7.5%	7.5%
Consumer sales growth	21.1%	19.3%	33.4%	14.9%	10.0%
Healthcare/Technical sales growth	44.2%	13.5%	-2.7%	11.0%	15.0%

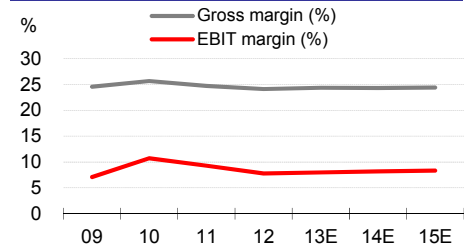
Revenue growth and asset turnover



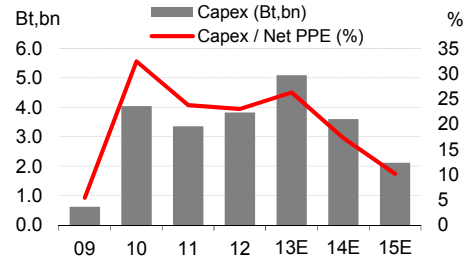
A/C receivable & A/C payable days



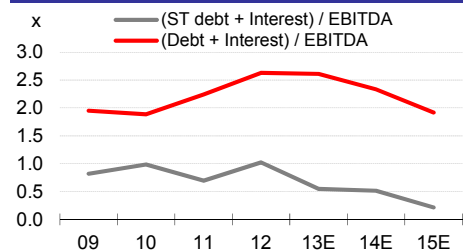
Profit margins



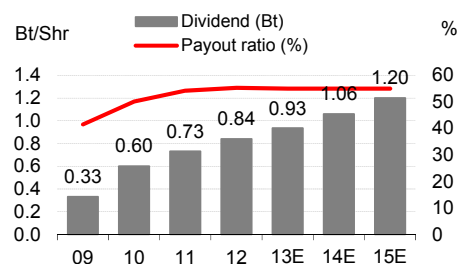
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



BJC : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13
Revenue	9,214	9,758	9,616	10,359	10,477
Cost of sales and services	(7,054)	(7,415)	(7,344)	(7,759)	(7,936)
Gross profit	2,160	2,343	2,272	2,600	2,540
SG&A	(1,458)	(1,604)	(1,661)	(1,708)	(1,709)
EBIT	702	739	611	892	831
Finance costs	(118)	(132)	(116)	(139)	(133)
Other income/exp.	100	85	250	85	101
EBT	684	692	744	838	799
Corporate tax	(166)	(161)	(103)	(153)	(151)
After-tax net profit (loss)	518	531	642	685	649
Minority interest	40	12	(87)	(33)	(125)
Equity earnings from affiliates	19	15	10	5	23
Extra items	(23)	56	36	8	86
Net profit (loss)	555	614	601	665	633
Reported EPS	0.35	0.39	0.38	0.42	0.40
Fully diluted EPS	0.35	0.39	0.38	0.42	0.40
Core net profit	577	558	565	657	547
Core EPS	0.36	0.35	0.36	0.41	0.34
EBITDA	1,246	1,277	1,282	1,428	1,425

KEY RATIOS

Gross margin (%)	23.4	24.0	23.6	25.1	24.2
EBITDA margin (%)	13.5	13.1	13.3	13.8	13.6
Operating margin (%)	7.6	7.6	6.4	8.6	7.9
Net margin (%)	6.0	6.3	6.3	6.4	6.0
Core profit margin (%)	6.3	5.7	5.9	6.3	5.2
BV (Bt)	9.7	9.7	10.3	11.0	11.1
ROE (%)	17.0	18.8	17.9	19.0	17.9
ROA (%)	6.4	6.8	6.4	6.8	6.1
Current ratio (x)	1.5	1.5	1.4	1.4	1.3
Gearing ratio (x)	0.7	0.8	0.8	0.8	0.9
Interest coverage (x)	5.9	5.6	5.2	6.4	6.2

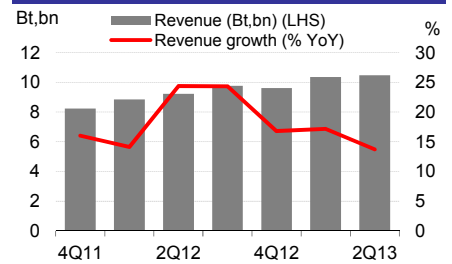
QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	1,935	1,882	2,015	1,548	1,471
Accounts receivable	6,684	7,192	6,871	7,013	7,137
Inventory	5,861	6,549	6,864	7,084	7,391
PP&E-net	14,786	15,332	16,583	17,221	17,940
Other assets	6,072	5,971	5,927	7,657	8,140
Total assets	35,337	36,926	38,260	40,522	42,079
Accounts payable	4,461	4,514	4,460	4,476	4,616
ST debts & current portion	3,580	3,782	4,828	4,856	6,303
Long-term debt	7,640	8,731	8,344	9,009	8,835
Other liabilities	4,257	4,456	4,345	4,658	4,698
Total liabilities	19,937	21,482	21,976	22,999	24,452
Paid-up capital	1,588	1,588	1,588	1,588	1,590
Share premium	3,751	3,751	3,751	3,751	3,854
Retained earnings	8,158	8,263	8,865	9,530	9,337
Shareholders equity	13,006	13,109	13,728	14,215	14,124
Minority interests	2,394	2,335	2,556	3,308	3,504
Total Liab.&Shareholders' equity	35,337	36,926	38,260	40,522	42,079
Key Assumptions	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13
Industrial sales growth	17.8%	14.3%	16.3%	8.9%	9.8%
Consumer sales growth	21.1%	23.0%	13.5%	23.0%	38.9%
Healthcare/Technical sales growth	14.0%	52.1%	11.2%	32.6%	-12.7%

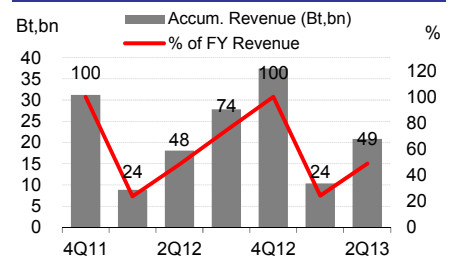
Company profile

Berli Jucker (BJC) is Thailand's leading consumer conglomerate and integrated supply chain operator, ranging from raw material development, manufacturing, R&D, marketing and distribution.

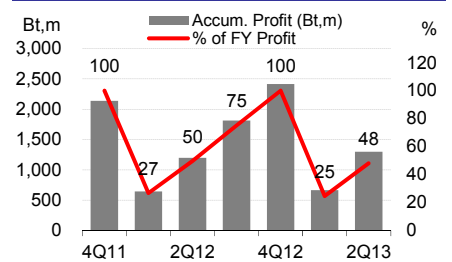
Revenue trend



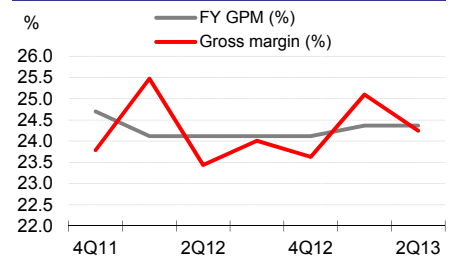
Revenue trend (accumulated)



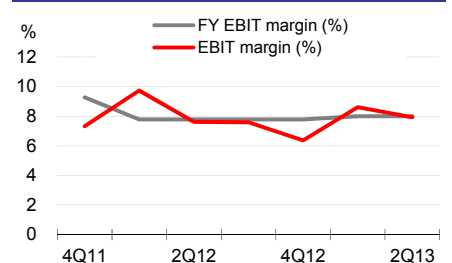
Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin



ผู้บริหารตั้งสมมติฐานเชิงบวกเกินไป?

เรายังไม่มั่นใจกับประมาณการของผู้บริหารว่าร้าน B's Mart จะถึงจุดคุ้มทุนในปี 2558 โดยสมมติฐานหลักของ BJC ที่จะทำให้ถึงจุดคุ้มทุนคือมีสาขาจำนวน 300 สาขาและยอดขายต่อวันต่อสาขา 730 เหรียญสหรัฐฯ เราไม่มีประเด็นเกี่ยวกับยอดขายต่อสาขา 730 เหรียญสหรัฐฯ แต่เราไม่แน่ใจว่าบริษัทจะสามารถเปิดสาขาใหม่จำนวน 250 สาขาภายในเวลา 2.5 ปี ซึ่งจะเป็นหนึ่งในการขยายร้านค้าสะดวกซื้อที่เร็วที่สุด หากการขยายสาขาใหม่ในเวียดนามทำได้ง่าย เราคิดว่าจำนวนร้าน Shop&Go (ดำเนินงานมา 8 ปี) และร้าน Circle K Sunkus (ดำเนินงานในเวียดนามมา 5 ปี) ควรจะมีจำนวนสาขามากกว่านี้

Figure 1 : B's Mart

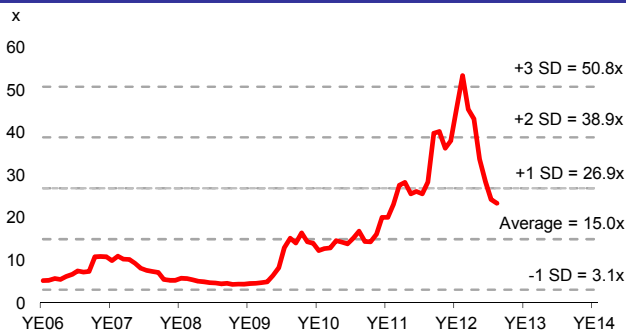


Source: Bualuang Research

Regional Comparisons

	Bloomberg	Price	Market Cap	PER (x)	EPS Growth (%)	PBV (x)	ROE (%)	Div Yield (%)					
	Code	(local curr.)	(US\$ equivalent)	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E				
Suning Appliance Co Ltd	002024 CH	CNY7.0	8,438	38.9	23.3	-52.4	70.6	18	17	4.8	4.6	0.7	0.5
Wumart Stores Inc	1025 HK	HKD4.7	2,492	219	19.2	14.3	13.6	3.9	3.5	17.7	18.1	2.0	2.2
Parkson Retail Group	3368 HK	HKD2.8	1,029	9.5	9.0	-18.5	6.9	11	10	114	113	4.7	4.9
Nitori Hldg Co Ltd	9843 JT	JPY8,500.0	4,998	12.8	12.4	2.2	3.1	19	17	16.1	14.7	12	13
Lawson Inc	2651 JT	JPY7,790.0	8,146	212	19.6	10.4	8.5	3.2	3.0	15.5	15.9	2.8	3.0
Seven & I Holdings Co Ltd	3382 JT	JPY3,455.0	31,473	17.4	16.1	26.9	8.1	15	14	8.8	9.0	2.0	2.1
Family Mart	8028 JP	JPY4,350.0	4,367	17.6	16.2	-94.7	8.8	16	15	10.7	9.6	2.4	2.6
President Chain Store Corp	2912 TT	TWD208.0	7,228	26.7	24.0	19.0	11.3	8.9	8.2	33.2	33.8	2.5	2.9
Capitaland Limited	CAPL SP	SGD3.2	10,520	18.6	15.4	-15.1	19.9	0.9	0.8	5.3	5.9	2.3	2.4
SM Prime Holdings Inc.	SMPH PM	PHP 17.9	7,129	26.0	23.4	13.2	11.2	3.9	3.5	16.2	15.8	16	18
Home Depot	HD US	USD74.3	10,115	20.4	17.3	20.7	17.0	6.9	7.0	32.2	47.7	2.1	2.4
Costco whole sale corp	COST US	USD12.8	49,275	24.7	22.3	17.2	9.0	4.4	3.9	17.5	18.1	7.2	11
Carrefour	CA FP	EUR23.5	23,225	16.9	14.6	-25.6	19.9	2.0	1.9	11.9	13.0	2.7	3.0
Home Product Center	HMPRO TB	THB 117.0	3,041	29.3	23.0	22.5	27.7	7.8	6.4	29.4	30.7	16	2.0
Big C Supercenter	BIGC TB	THB 187.00	4,879	23.9	20.6	6.3	15.9	4.2	3.7	18.9	19.1	13	15
Beauty Community	BEAUTY TB	THB22.10	210	27.9	20.3	37.0	37.0	5.9	5.1	22.6	26.9	2.2	3.0
Karmarts	KAMART TB	THB5.40	104	19.3	14.2	10.3	35.8	5.4	5.0	31.2	37.6	5.4	7.2
Berli Jucker	BJC TB	THB42.25	2,125	25.1	22.1	118	13.7	3.8	3.4	18.7	19.2	2.2	2.5
C.P. All	CPALL TB	THB35.75	10,156	29.1	20.6	0.3	40.8	10.7	8.7	39.0	47.3	2.8	3.4
Central Pattana	CPN TB	THB42.50	6,032	17.0	24.3	75.7	-29.8	4.5	4.0	33.2	17.7	17	16
Siam Global House	GLOBAL TB	THB 19.00	1,570	42.1	26.6	93.8	58.0	4.4	3.9	11.6	15.5	0.7	11
Robinson Department Store	ROBINS TB	THB49.00	1,721	25.6	19.6	3.0	30.3	4.5	3.9	19.4	22.4	2.0	2.5
Officemate	OFM TB	THB34.00	344	21.5	14.8	76.1	45.8	2.4	2.1	11.5	15.3	2.3	3.4
Siam Makro	MAKRO TB	THB650.00	4,934	36.1	28.4	21.5	27.0	13.1	11.7	38.0	43.6	2.4	3.0
Simple average				23.7	19.5	11.5	21.3	4.5	4.0	19.8	21.4	2.4	2.6

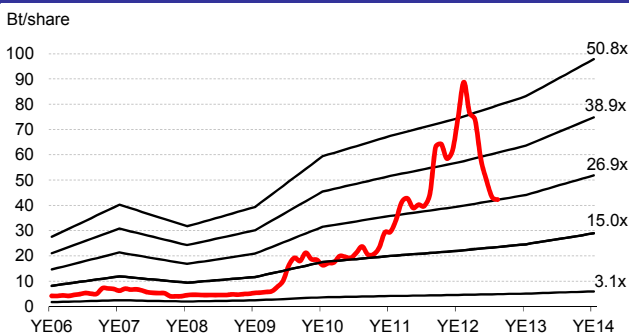
PER band versus SD (next 12 months)



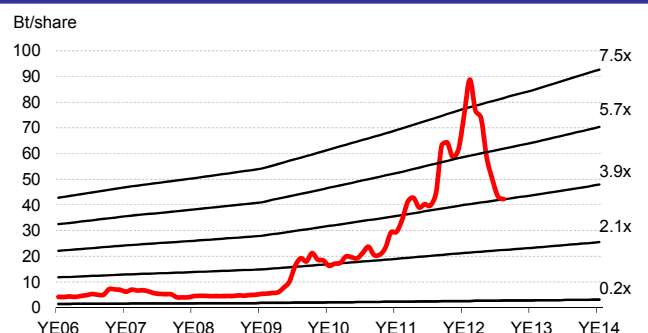
PBV band versus SD (next 12 months)



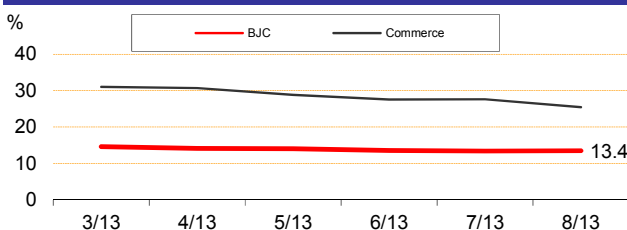
PER band and share price



PBV band and share price



Foreign holding








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	Joint lead underwriter/ 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		M, PACE

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.