

# เบอร์ลี ยุคเกอร์

BJC TB / BJC.BK

**14 สิงหาคม 2557**

## กำไรไตรมาส 2/57 อ่อนแอมาก

### ต่ำกว่าคาด 25%

BJC รายงานกำไรสุทธิไตรมาส 2/57 ที่ 328 ล้านบาท ลดลง 48% YoY และ 37% QoQ เนื่องจากผลการดำเนินงานที่อ่อนแอลงในทุกกลุ่มธุรกิจ ผลประกอบการที่ออกมาต่ำกว่าประมาณการของเรา 25% เนื่องจากอัตรากำไรขั้นต้นต่ำกว่าคาดและค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่สูงกว่าคาด

### ประเด็นหลักจากผลประกอบการ

ยอดขายกลุ่มบรรจุภัณฑ์อยู่ที่ 4.4 พันล้านบาท ทรงตัว YoY และ QoQ โดยยอดขายบรรจุภัณฑ์แก้วที่ลดลงถูกชดเชยด้วยปริมาณขายกระป๋องอะลูมิเนียมที่เพิ่มสูงขึ้น กำไรกลุ่มบรรจุภัณฑ์ลดลง 33% YoY มาอยู่ที่ 278 ล้านบาท เนื่องจากต้นทุนคงที่สูงกว่าปริมาณขายบรรจุภัณฑ์แก้วลดน้อยลง

ยอดขายกลุ่มอุปโภคบริโภคอยู่ที่ 4 พันล้านบาท ทรงตัวทั้ง YoY และ QoQ ยอดขายสินค้าที่ไม่ใช่อาหารและธุรกิจจัดจำหน่ายซื้อขายในเวียดนามที่เพิ่มสูงขึ้นถูกกลบด้วยยอดขายสินค้าอาหารที่อ่อนแอลง กำไรกลุ่มอุปโภคบริโภคปรับตัวลดลง 96% YoY และ 95% QoQ เหลือเพียง 7 ล้านบาท เนื่องจากต้นทุนน้ำมันปาล์มและมันฝรั่งที่เพิ่มสูงขึ้น ในขณะที่บริษัทมีการเสนอโปรโมชั่นและแคมเปญการตลาดจำนวนมากในช่วงไตรมาสที่ผ่านมา เพื่อกระตุ้นอุปสงค์และรักษาสวนแบ่งทางการตลาดไว้

ยอดขายกลุ่มการแพทย์และกลุ่มเทคนิคเพิ่มสูงขึ้น 16% YoY มาอยู่ที่ 1.95 พันล้านบาท เนื่องจากยอดขายยาที่เพิ่มขึ้นและรายได้จากโครงการผลิตเครื่องเหล็กอบสังกะสีให้แก่กฟผ. ซึ่งกลบผลกระทบจากยอดขายเครื่องมือแพทย์ที่อ่อนแอลง อย่างไรก็ตามกำไรกลุ่มการแพทย์และกลุ่มเทคนิคหดตัวลง 9% YoY มาอยู่ที่ 122 ล้านบาท เนื่องจาก BJC ปรับลดราคาขายลงเพื่อชิงยอดขายจากคู่แข่ง

### แนวโน้ม

เรคาดกำไรไตรมาส 3/57 มีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้น QoQ โดยมีปัจจัยหนุนมาจากผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นในกลุ่มการแพทย์และกลุ่มเทคนิคหลังจากโรงพยาบาลรัฐกลับมาสั่งซื้อผลิตภัณฑ์ตามนโยบายคสช. ที่เร่งการเบิกจ่ายงบประมาณ แต่หากเทียบจากปีที่ผ่านมากำไรมีแนวโน้มปรับตัวลดลงต่อเนื่อง เนื่องจากยอดขายกลุ่มบรรจุภัณฑ์และกลุ่มอุปโภคบริโภคยังคงอ่อนแอ

### สิ่งที่เปลี่ยนแปลงไป

เราปรับลดประมาณการกำไรปี 2557 ลง 7% เพื่อสะท้อนผลประกอบการไตรมาส 2/57 ที่อ่อนแอกว่าคาด ราคาเป้าหมาย ณ สิ้นปี 2557 ของเราลดลงจาก 42 บาท มาอยู่ที่ 40 บาท

### คำแนะนำ

ราคาซื้อขายปัจจุบันที่ PER ที่ 44.7 เท่าปี 2557 และ 34.8 เท่าปี 2558 ถือว่าแพงมากในมุมมองของเรา นอกจากนี้ยังมีความเสี่ยงที่คาดการณ์กำไรต่อหุ้นสำหรับปี 2558 ของเราจะถูกปรับลง เนื่องจากเรายังไม่ได้รับการเข้าซื้อเมโทรเวียดนามเข้ามาในประมาณการของเรา คงคำแนะนำ ขาย

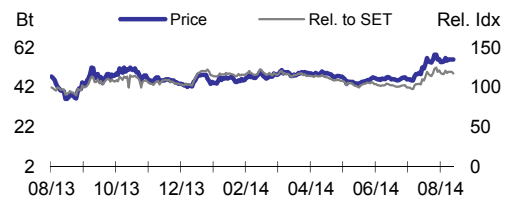
**Sector: Consumer/Retail Neutral**

คำแนะนำพื้นฐาน: ขาย

เป้าหมายพื้นฐาน: 40.00 บาท

ราคา (13/08/57): 55.00 บาท

### Price chart

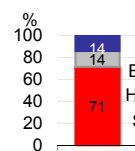


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	14.2	12.3	15.0
Absolute	15.2	22.9	20.9

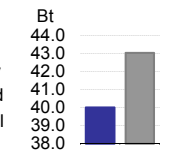
### Key statistics

Market cap	Bt87.6bn	USD2.7bn
12-mth price range	Bt34.0/Bt60.5	
12-mth avg daily volume	Bt131m	USD4.1m
# of shares (m)	1,592	
Est. free float (%)	26.2	
Foreign limit (%)	49.0	

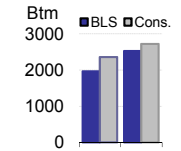
### Consensus rating



### BLS Target price vs. Consensus



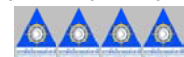
### BLS earnings vs. Consensus



### Financial summary

FY Ended 31 Dec	2013	2014E	2015E	2016E
Revenues (Btm)	42,226	44,330	48,888	53,437
Net profit (Btm)	2,426	1,964	2,523	2,925
EPS (Bt)	1.52	1.23	1.58	1.83
EPS growth (%)	+0.3%	-19.2%	+28.2%	+15.7%
Core profit (Btm)	2,324	1,955	2,523	2,925
Core EPS (Bt)	1.46	1.23	1.58	1.83
Core EPS growth (%)	-0.4%	-16.1%	+28.8%	+15.7%
PER (x)	36.1	44.7	34.8	30.1
PBV (x)	4.9	4.7	4.3	4.0
Dividend (Bt)	0.8	0.7	0.9	1.0
Dividend yield (%)	1.5	1.2	1.6	1.8
ROE (%)	17.0	12.9	15.2	16.1

### CG rating



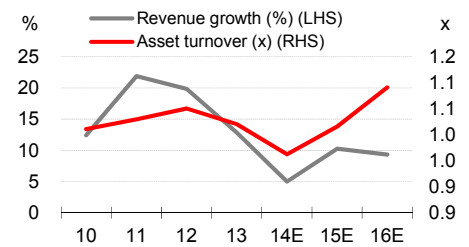
สายงานวิจัย บริษัทหลักทรัพย์บัวหลวง

+662 618 1000

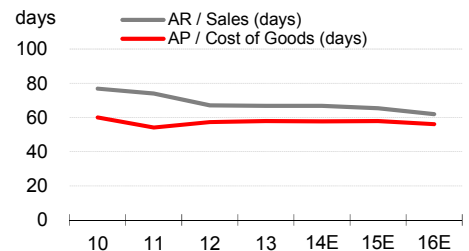
## BJC : Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Revenue	37,429	42,226	44,330	48,888	53,437
Cost of sales and services	(28,402)	(32,131)	(34,082)	(37,301)	(40,812)
<b>Gross profit</b>	<b>9,027</b>	<b>10,095</b>	<b>10,248</b>	<b>11,586</b>	<b>12,625</b>
SG&A	(6,116)	(7,017)	(7,668)	(8,241)	(8,943)
<b>EBIT</b>	<b>2,911</b>	<b>3,078</b>	<b>2,580</b>	<b>3,345</b>	<b>3,682</b>
Finance costs	(503)	(575)	(643)	(674)	(631)
Other income/exp.	539	511	682	639	760
<b>EBT</b>	<b>2,947</b>	<b>3,015</b>	<b>2,619</b>	<b>3,310</b>	<b>3,811</b>
Corporate tax	(605)	(567)	(541)	(662)	(762)
<b>After-tax net profit (loss)</b>	<b>2,342</b>	<b>2,448</b>	<b>2,079</b>	<b>2,648</b>	<b>3,049</b>
Minority interest	(80)	(189)	(197)	(207)	(217)
Equity earnings from affiliates	66	65	73	82	92
Extra items	87	102	9	0	0
<b>Net profit (loss)</b>	<b>2,415</b>	<b>2,426</b>	<b>1,964</b>	<b>2,523</b>	<b>2,925</b>
Reported EPS	1.52	1.52	1.23	1.58	1.83
<b>Fully diluted EPS</b>	<b>1.51</b>	<b>1.51</b>	<b>1.23</b>	<b>1.57</b>	<b>1.82</b>
<b>Core net profit</b>	<b>2,328</b>	<b>2,324</b>	<b>1,955</b>	<b>2,523</b>	<b>2,925</b>
Core EPS	1.47	1.46	1.23	1.58	1.83
<b>EBITDA</b>	<b>5,201</b>	<b>5,612</b>	<b>5,539</b>	<b>6,439</b>	<b>7,012</b>
<b>KEY RATIOS</b>					
Revenue growth (%)	19.8	12.8	5.0	10.3	9.3
Gross margin (%)	24.1	23.9	23.1	23.7	23.6
EBITDA margin (%)	13.9	13.3	12.5	13.2	13.1
Operating margin (%)	9.2	8.5	7.4	8.1	8.3
Net margin (%)	6.5	5.7	4.4	5.2	5.5
Core profit margin (%)	6.2	5.5	4.4	5.2	5.5
ROA (%)	6.8	5.9	4.3	5.2	6.0
ROCE (%)	8.8	7.6	5.5	6.7	7.7
Asset turnover (x)	1.1	1.0	1.0	1.0	1.1
Current ratio (x)	1.4	1.3	1.4	1.6	1.7
Gearing ratio (x)	0.8	0.9	1.0	0.8	0.7
Interest coverage (x)	5.8	5.4	4.0	5.0	5.8
<b>BALANCE SHEET (Btm)</b>					
Cash & Equivalent	2,015	1,780	1,824	1,756	1,623
Accounts receivable	6,871	7,721	8,111	8,747	9,065
Inventory	6,864	8,443	9,035	9,616	10,538
PP&E-net	16,583	18,607	20,483	20,202	19,825
Other assets	5,927	7,951	8,196	8,263	8,329
<b>Total assets</b>	<b>38,260</b>	<b>44,503</b>	<b>47,648</b>	<b>48,585</b>	<b>49,381</b>
Accounts payable	4,460	5,094	5,393	5,911	6,272
ST debts & current portion	4,828	6,155	5,895	3,800	3,800
Long-term debt	8,344	10,521	12,500	13,300	12,000
Other liabilities	4,345	5,034	5,066	5,100	5,135
<b>Total liabilities</b>	<b>21,976</b>	<b>26,804</b>	<b>28,854</b>	<b>28,111</b>	<b>27,207</b>
Paid-up capital	1,588	1,590	1,594	1,597	1,600
Share premium	3,751	3,865	3,995	4,125	4,254
Retained earnings	8,865	9,765	10,456	11,900	13,358
<b>Shareholders equity</b>	<b>13,728</b>	<b>14,760</b>	<b>15,757</b>	<b>17,334</b>	<b>18,925</b>
Minority interests	2,556	2,939	3,038	3,141	3,249
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>38,260</b>	<b>44,503</b>	<b>47,648</b>	<b>48,585</b>	<b>49,381</b>
<b>CASH FLOW (Btm)</b>					
Net income	2,415	2,426	1,964	2,523	2,925
Depreciation and amortization	1,751	2,022	2,277	2,455	2,570
Change in working capital	(997)	(958)	(682)	(700)	(879)
FX, non-cash adjustment & others	490	597	767	799	756
<b>Cash flows from operating activities:</b>	<b>3,659</b>	<b>4,088</b>	<b>4,326</b>	<b>5,077</b>	<b>5,372</b>
Capex (Invest)/Divest	(3,819)	(3,800)	(4,219)	(2,229)	(2,240)
Others	(73)	(1,247)	0	0	0
<b>Cash flows from investing activities</b>	<b>(3,892)</b>	<b>(5,047)</b>	<b>(4,219)</b>	<b>(2,229)</b>	<b>(2,240)</b>
Debt financing (repayment)	1,563	2,010	1,076	(1,969)	(1,931)
Equity financing	288	349	133	133	133
Dividend payment	(1,345)	(1,707)	(1,272)	(1,079)	(1,467)
Others	(73)	(1,247)	0	0	0
<b>Cash flows from financing activities</b>	<b>505</b>	<b>651</b>	<b>(63)</b>	<b>(2,915)</b>	<b>(3,265)</b>
Net change in cash	272	(307)	44	(67)	(133)
<b>Free cash flow (Btm)</b>	<b>(160)</b>	<b>288</b>	<b>107</b>	<b>2,848</b>	<b>3,132</b>
<b>FCF per share (Bt)</b>	<b>(0.1)</b>	<b>0.2</b>	<b>0.1</b>	<b>1.8</b>	<b>2.0</b>
<b>Key Assumptions</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
Packaging sales growth	15.3%	5.2%	1.4%	7.5%	7.0%
Consumer sales growth	19.3%	40.4%	7.0%	11.0%	15.0%
Healthcare/Technical sales growth	13.5%	-1.0%	8.4%	9.7%	5.0%

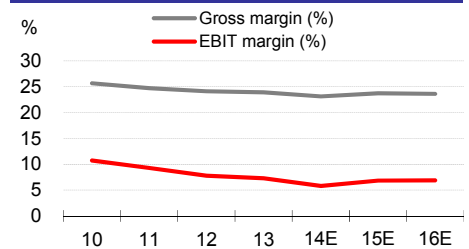
### Revenue growth and asset turnover



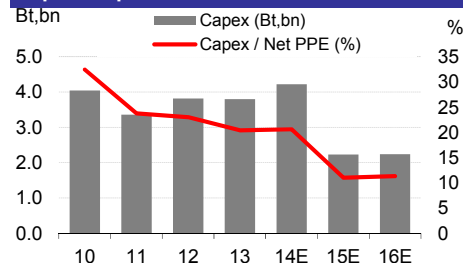
### A/C receivable & A/C payable days



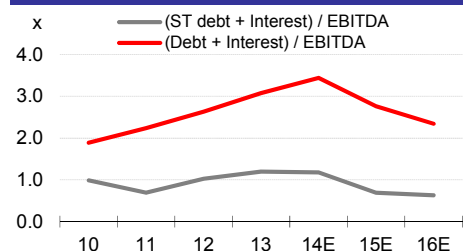
### Profit margins



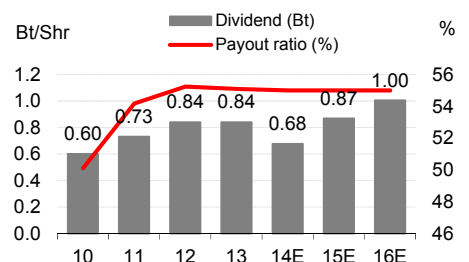
### Capital expenditure



### Debt serviceability



### Dividend payout



## BJC : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14
Revenue	10,477	10,327	11,064	10,696	10,665
Cost of sales and services	(7,936)	(7,824)	(8,612)	(8,201)	(8,299)
Gross profit	2,540	2,503	2,452	2,496	2,367
SG&A	(1,709)	(1,761)	(1,838)	(1,842)	(1,915)
<b>EBIT</b>	<b>831</b>	<b>742</b>	<b>614</b>	<b>654</b>	<b>451</b>
Finance costs	(133)	(153)	(151)	(151)	(150)
Other income/exp.	101	76	250	231	97
<b>EBT</b>	<b>799</b>	<b>665</b>	<b>713</b>	<b>734</b>	<b>398</b>
Corporate tax	(151)	(122)	(141)	(144)	(99)
After-tax net profit (loss)	649	542	572	590	298
Minority interest	(125)	(33)	2	(57)	(36)
Equity earnings from affiliates	23	20	18	20	20
Extra items	86	5	2	(36)	45
<b>Net profit (loss)</b>	<b>633</b>	<b>535</b>	<b>593</b>	<b>516</b>	<b>328</b>
Reported EPS	0.40	0.34	0.37	0.32	0.21
<b>Fully diluted EPS</b>	<b>0.40</b>	<b>0.34</b>	<b>0.37</b>	<b>0.32</b>	<b>0.21</b>
<b>Core net profit</b>	<b>547</b>	<b>529</b>	<b>592</b>	<b>553</b>	<b>282</b>
Core EPS	0.34	0.33	0.37	0.35	0.18
<b>EBITDA</b>	<b>1,425</b>	<b>1,342</b>	<b>1,417</b>	<b>1,436</b>	<b>1,109</b>

### KEY RATIOS

Gross margin (%)	24.2	24.2	22.2	23.3	22.2
EBITDA margin (%)	13.6	13.0	12.8	13.4	10.4
Operating margin (%)	7.9	7.2	5.5	6.1	4.2
Net margin (%)	6.0	5.2	5.4	4.8	3.1
Core profit margin (%)	5.2	5.1	5.3	5.2	2.6
BV (Bt)	11.1	11.1	11.1	11.4	11.3
ROE (%)	17.9	15.2	16.5	13.8	8.7
ROA (%)	6.1	5.0	5.4	4.6	2.9
Current ratio (x)	1.3	1.2	1.3	1.3	1.3
Gearing ratio (x)	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0
Interest coverage (x)	6.2	4.9	4.1	4.3	3.0

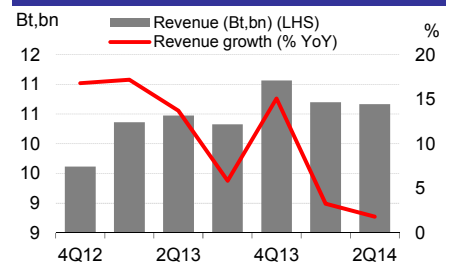
### QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	1,471	1,659	1,780	1,539	1,899
Accounts receivable	7,137	6,837	7,721	7,513	7,726
Inventory	7,391	8,251	8,443	8,187	7,662
PP&E-net	17,940	18,238	18,607	19,002	19,495
Other assets	8,140	8,010	7,951	8,118	8,137
<b>Total assets</b>	<b>42,079</b>	<b>42,996</b>	<b>44,503</b>	<b>44,359</b>	<b>44,919</b>
Accounts payable	4,616	4,718	5,094	4,248	3,864
ST debts & current portion	6,303	6,917	6,155	5,963	7,289
Long-term debt	8,835	9,233	10,521	10,786	10,629
Other liabilities	4,698	4,532	5,034	5,222	5,222
<b>Total liabilities</b>	<b>24,452</b>	<b>25,400</b>	<b>26,804</b>	<b>26,220</b>	<b>27,004</b>
Paid-up capital	1,590	1,590	1,590	1,590	1,591
Share premium	3,854	3,863	3,865	3,866	3,872
Retained earnings	9,337	9,172	9,765	10,251	9,951
<b>Shareholders equity</b>	<b>14,124</b>	<b>14,028</b>	<b>14,760</b>	<b>15,204</b>	<b>14,942</b>
Minority interests	3,504	3,568	2,939	2,936	2,973
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>42,079</b>	<b>42,996</b>	<b>44,503</b>	<b>44,359</b>	<b>44,919</b>
<b>Key Assumptions</b>	<b>2Q13</b>	<b>3Q13</b>	<b>4Q13</b>	<b>1Q14</b>	<b>2Q14</b>
Packaging sales growth	9.8%	-3.5%	5.9%	0.4%	-0.8%
Consumer sales growth	48.8%	33.8%	46.4%	14.7%	1.8%
Healthcare/Technical sales growth	-12.7%	-21.8%	12.9%	-6.1%	16.1%

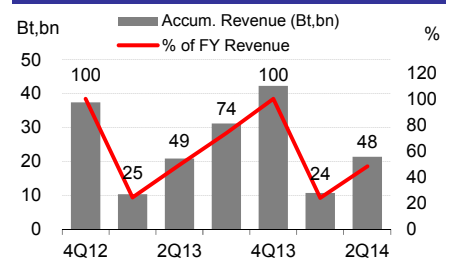
### Company profile

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.

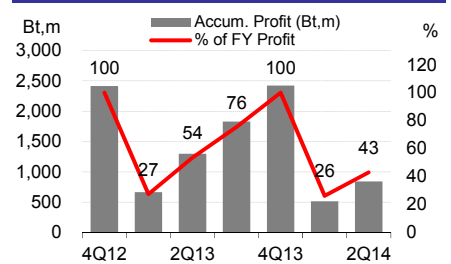
### Revenue trend



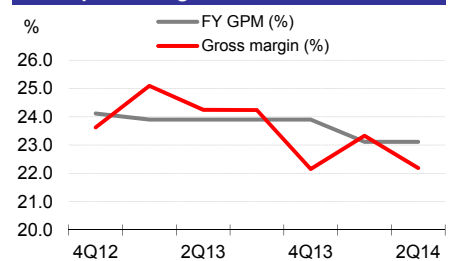
### Revenue trend (accumulated)



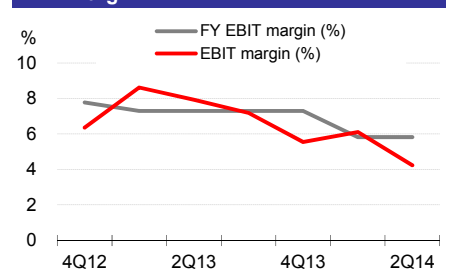
### Net profit trend (accumulated)



### Gross profit margin



### EBIT margin



**Figure 1 : 2Q14 results**

FY Ended 31 Dec (Btm)	2Q14	2Q13	YoY %	1Q14	QoQ %	6M14	6M13	YoY %	6M14 vs. FY14E
<b>Income Statement</b>									
Revenue	10,665	10,477	2	10,696	(0)	21,362	20,835	3	48
Cost of sales and services	(8,299)	(7,936)	5	(8,201)	1	(16,499)	(15,695)	5	48
EBITDA	1,109	1,425	(22)	1,436	(23)	2,545	2,853	(11)	46
SG&A	(1,915)	(1,709)	12	(1,842)	4	(3,757)	(3,417)	10	49
EBIT	451	831	(46)	654	(31)	1,105	1,723	(36)	43
Finance costs	(150)	(133)	13	(151)	(1)	(302)	(272)	11	47
Other income/exp.	97	101	(4)	231	(58)	328	186	76	48
Equity earnings from affiliates	20	23	(12)	20	(0)	40	27	47	54
Extra items	45	86	(47)	(36)	<i>nm</i>	9	95	(91)	100
<b>EBT</b>	<b>398</b>	<b>799</b>	<b>(50)</b>	<b>734</b>	<b>(46)</b>	<b>1,131</b>	<b>1,637</b>	<b>(31)</b>	<b>43</b>
Corporate tax	(99)	(151)	(34)	(144)	(31)	(243)	(303)	(20)	45
Minority interest	(36)	(125)	<i>nm</i>	(57)	<i>nm</i>	(93)	(158)		47
<b>Net profit (loss)</b>	<b>328</b>	<b>633</b>	<b>(48)</b>	<b>516</b>	<b>(37)</b>	<b>844</b>	<b>1,298</b>	<b>(35)</b>	<b>43</b>
Reported EPS	0.21	0.40	(48)	0.32	(37)	0.53	0.82	(35)	43
<b>Core net profit</b>	<b>282</b>	<b>547</b>	<b>(48)</b>	<b>553</b>	<b>(49)</b>	<b>835</b>	<b>1,203</b>	<b>(31)</b>	<b>43</b>
<b>Key ratios</b>									
Gross margin (%)	22.2	24.2		23.3		22.8	24.7		
EBITDA margin (%)	10.4	13.6		13.4		11.9	13.7		
EBIT margin (%)	4.2	7.9		6.1		5.2	8.3		
SG&A / Revenue (%)	18.0	16.3		17.2		17.6	16.4		
Tax rate (%)	25.0	18.8		19.6		21.5	18.5		
Net margin (%)	3.1	6.0		4.8		4.0	6.2		
Current ratio (x)	1.3	1.3		1.3		1.3	1.3		
Gearing ratio (x)	1.0	0.9		0.9		1.0	0.9		
Interest coverage (x)	3.0	6.2		4.3		3.7	6.3		
<b>Balance Sheet</b>									
Cash & Equivalent	1,899	1,471	29	1,539	23				
<b>Total assets</b>	<b>44,919</b>	<b>42,079</b>	<b>7</b>	<b>44,359</b>	<b>1</b>				
ST debts & current portion	7,289	6,303	16	5,963	22				
Long-term debt	10,629	8,835	20	10,786	(1)				
<b>Total liabilities</b>	<b>27,004</b>	<b>24,452</b>	<b>10</b>	<b>26,220</b>	<b>3</b>				
Retained earnings	9,951	9,337	7	10,251	(3)				
<b>Shareholders equity</b>	<b>14,942</b>	<b>14,124</b>	<b>6</b>	<b>15,204</b>	<b>(2)</b>				
Minority interests	2,973	3,504	(15)	2,936	1				
BV (Bt)	11.3	11.1	2	11.4	(1)				

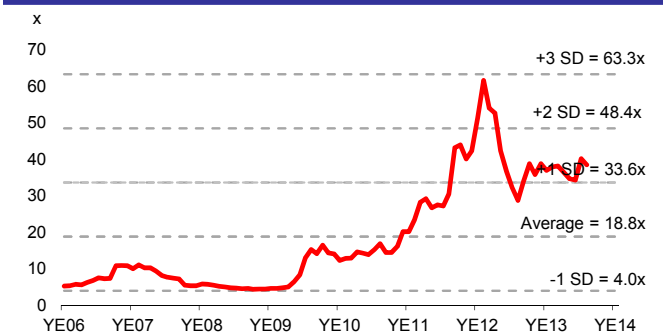
- The Industrial Supply Chain's sales were flat; its profit dived 33% YoY
- The Consumer Supply Chain's sales were flat; its profit plunged 96% YoY
- The Healthcare & Technical Chain's sales rose 16% YoY, but its profit dropped 9% YoY

Sources: Company data, Bualuang Research

## 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	
Suning Appliance Co Ltd	002024 CH	CNY7.2	8,615	n.a.	n.a.	-268.0	-33.3	19	17	-3.1	-3.1	0.6	0.7
Wumart Stores Inc	1025 HK	HKD7.2	1,190	13.8	12.2	18.3	12.7	17	17	13.9	13.1	3.6	4.0
Parkson Retail Group	3368 HK	HKD2.4	861	15.0	14.9	0.0	16	0.9	0.9	6.4	6.4	3.0	3.0
Nitori Hldg Co Ltd	9843 JT	JPY5,890.0	6,581	16.3	15.3	3.2	6.8	2.0	19	14.3	15.0	0.9	1.0
Lawson Inc	2651 JT	JPY7,950.0	7,785	19.8	18.4	5.7	7.5	2.8	2.6	16.0	15.6	3.0	3.3
Seven & I Holdings Co Ltd	3382 JT	JPY4,298.5	37,203	20.0	18.3	7.4	9.8	16	15	9.0	8.7	1.7	1.8
Family Mart	8028 JP	JPY4,725.0	4,506	18.0	18.0	10.1	12	16	15	9.1	9.3	2.2	2.3
President Chain Store Corp	2912 TT	TWD220.5	7,638	23.8	22.6	20.5	4.4	7.6	7.1	34.6	35.2	3.1	3.5
Capitaland Limited	CAPL SP	SGD3.4	11,419	20.7	18.4	12.5	4.9	0.8	0.8	5.0	4.9	2.3	2.4
SM Prime Holdings Inc.	SMPH PM	PHP16.2	10,297	24.1	20.9	12.6	13.8	2.4	2.2	11.4	10.9	1.4	1.6
Home Depot	HD US	USD83.1	13,676	18.9	16.3	16.9	15.3	10.6	10.8	80.6	55.8	2.3	2.6
Costco whole sale corp	COST US	USD118.6	51,999	25.9	23.1	-18	12.2	3.9	3.3	17.5	17.4	1.1	1.2
Carrefour	CA FP	EUR26.0	25,542	16.8	14.3	-11.4	13.1	19	17	13.8	13.0	2.7	3.1
Home Product Center	HMPRO TB	THB10.50	3,602	34.5	30.0	9.0	14.7	7.5	6.5	23.9	23.3	1.2	1.6
Big C Supercenter	BIGC TB	THB232.00	5,992	26.4	23.2	4.0	13.7	4.5	4.0	18.3	18.2	1.1	1.3
Beauty Community	BEAUTY TB	THB24.10	226	28.4	22.1	20.3	28.4	6.8	6.2	24.6	29.4	3.2	4.1
Kamarts	KAMART TB	THB5.80	120	19.0	18.4	25.3	3.0	5.1	5.0	29.6	27.8	4.5	4.8
Berli Jucker	BJC TB	THB55.00	2,741	44.9	34.9	-19.1	28.5	4.7	4.3	12.9	15.2	1.2	1.6
C.P. All	CPALL TB	THB46.50	13,076	34.6	27.2	14.5	27.3	11.3	9.4	39.3	42.2	1.9	2.2
Central Pattana	CPN TB	THB47.75	6,708	29.7	24.9	14.8	19.0	5.1	4.5	18.7	19.6	1.3	1.6
Siam Global House	GLOBAL TB	THB12.80	1,222	43.9	32.2	0.6	36.4	2.6	2.4	7.0	7.7	0.7	0.9
Robinson Department Store	ROBINS TB	THB57.25	1,990	30.7	21.9	4.2	40.1	4.8	4.1	17.4	21.7	1.6	2.3
Siam Future Development	SF TB	THB7.00	324	14.0	12.4	28.9	12.9	16	14	12.1	12.6	0.2	0.2
Officemate	OFM TB	THB49.25	493	32.8	25.6	17.7	28.1	3.2	3.0	10.2	12.2	1.2	1.6
Siam Makro	MAKRO TB	THB39.75	5,973	36.6	29.9	21.2	22.3	14.8	13.3	43.6	46.9	2.4	2.8
<b>Simple average</b>				<b>25.3</b>	<b>21.5</b>	<b>-1.3</b>	<b>13.8</b>	<b>4.5</b>	<b>4.1</b>	<b>19.4</b>	<b>19.2</b>	<b>1.9</b>	<b>2.2</b>

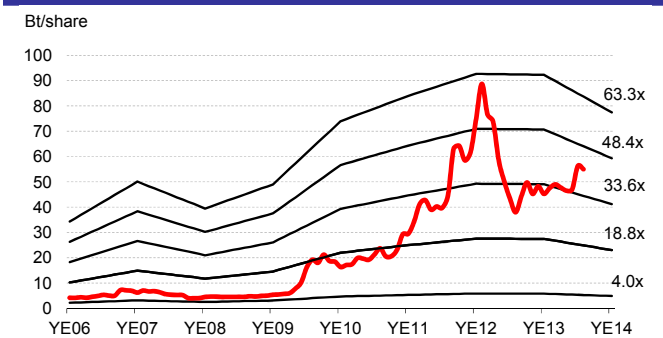
PER band versus SD (next 12 months)



PBV band versus SD (next 12 months)



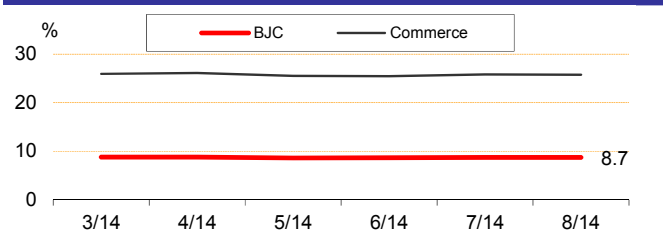
PER band and share price



PBV band and share price



Foreign holding








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

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 base 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.