

เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ BJC TB / BJC.BK

22 สิงหาคม 2014

มีความเสี่ยงถูกปรับลดประมาณการสูง

ประเด็นการลงทุน

เรายังคงมองว่าตอนนี้ไม่ใช่เวลาที่เหมาะสมที่จะเข้าซื้อหุ้น BJC โดยประมาณการกำไรต่อหุ้นมีโอกาสถูกปรับลดลงมากหลังจากรวมการเข้าซื้อกิจการเมโทรเข้าไปในประมาณการ โดยหากการเพิ่มทุนเกิดขึ้น ณ สิ้นเดือนมี.ค. 2558 dilution effect และดอกเบี้ยจ่ายจากเงินกู้จะส่งผลให้คาดการณ์กำไรสุทธิต่อหุ้นปี 2558-2559 ของเราลดลง 66% และ 61% ตามลำดับ ทั้งนี้ ประมาณการดังกล่าวจะต่ำลงอีกหากเรารวมผลการดำเนินงานขาดทุนของเมโทรเข้าในประมาณการด้วย เราจึงยังคงคำแนะนำ ขาย หุ้น BJC

ค่อยๆฟื้นตัวแต่ยังคงอ่อนตัวอยู่

BJC คาดว่าผลการดำเนินงานของบริษัทจะปรับตัวดีขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี 2557 โดยความต้องการขวดแก้วค่อยๆกลับมาฟื้นตัว ในขณะที่ปัจจัยที่กดดันให้อัตรากำไรของสายธุรกิจอุปโภคบริโภคหดตัวก็เริ่มคลี่คลายลงหลังจากที่ราคาวัตถุดิบหลักเริ่มปรับตัวลดลง นอกจากนี้สายธุรกิจการแพทย์ก็น่าที่จะมีผลการดำเนินงานแข็งแกร่งขึ้นกว่าในช่วงครึ่งปีแรกมากเนื่องจากภาครัฐเริ่มกลับมาใช้จ่าย อย่างไรก็ตาม การฟื้นตัวดังกล่าวจะยังไม่แข็งแกร่งเนื่องจากภาคการบริโภคในประเทศยังคงชะงักตัว และบริษัทอาจต้องใช้จ่ายด้านการตลาดมากเพื่อกระตุ้นการใช้จ่ายและรักษาส่วนแบ่งตลาดอย่างที่ทำในไตรมาส 2/57

อัปเดตแผนการเพิ่มทุน

ผู้บริหารมั่นใจว่าแผนการเพิ่มทุนมูลค่า 16 พันล้านบาทด้วยการออกหุ้นสามัญแก่ผู้ถือหุ้นในอัตราส่วน 9:2 ที่ราคา 45 บาทต่อหุ้นจะประสบผลสำเร็จ เนื่องจากได้รับการสนับสนุนจาก TCC (ซึ่งถือหุ้น BJC ในสัดส่วน 73.7%) อย่างดี ผู้บริหารกล่าวว่าแผนการเพิ่มทุนนั้นค่อนข้างยืดหยุ่น โดยอาจทำการเพิ่มทุนหลังจัดประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้นในวันที่ 13 ต.ค. หรืออาจเลื่อนไปจนกว่าการเข้าซื้อกิจการเมโทรจะแล้วเสร็จ หาก BJC เลือกที่จะเพิ่มทุนทันทีหลังประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้น บริษัทอาจใช้เงินที่ได้จากการเพิ่มทุนนี้จ่ายเงินกู้ที่มีอยู่ในปัจจุบันก่อน แล้วจึงค่อยกู้ยืมอีกครั้งหลังการเข้าซื้อกิจการเมโทรเสร็จสิ้นลง

แต่หากบริษัทจะทำการเพิ่มทุนหลังเสร็จสิ้นดีลดังกล่าว (ซึ่งเป็นสถานการณ์ที่เป็นไปได้มากที่สุด เนื่องจากอาจมีค่าปรับการชำระคืนเงินกู้ก่อนกำหนด) บริษัทจำเป็นต้องใช้การกู้ยืมเงินระยะสั้นสำหรับส่วนที่เหลืออีก 12,000 ล้านบาท ซึ่งต้องใช้รีไฟแนนซ์อีกครั้งด้วยเงินกู้ระยะยาวหรือหุ้นกู้แปลงสภาพ

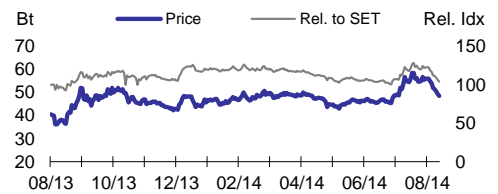
เมโทรพลิกฟื้นทำกำไรได้อย่างเร็วที่สุดในปี 2560

ผู้บริหารมีแผนที่จะเพิ่มอัตรากำไรให้เมโทรโดยการเจรจากับซัพพลายเออร์เพื่อให้ได้เงื่อนไขทางการค้าที่ดีขึ้น รวมถึงการวางแผนลดต้นทุนด้วยการลดจำนวนพนักงานต่างชาติและหันมาใช้เงินในการบริหารอื่นๆที่ไม่จำเป็น โดยบริษัทคาดว่าเมโทรเวียดนามจะสามารถพลิกกลับมาทำกำไรได้ในปี 2560

Sector: Consumer/Retail Neutral

คำแนะนำพื้นฐาน: ขาย
เป้าหมายพื้นฐาน: 40.00 บาท
ราคา (21/08/57): 48.50 บาท

Price chart

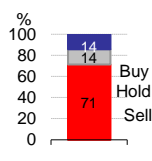


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(16.5)	(0.4)	(3.9)
Absolute	(14.5)	10.2	10.9

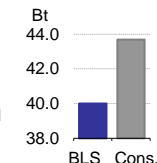
Key statistics

Market cap	Bt77.2bn	USD2.4bn
12-mth price range	Bt34.0/Bt60.5	
12-mth avg daily volume	Bt132m	USD4.1m
# of shares (m)	1,592	
Est. free float (%)	26.2	
Foreign limit (%)	49.0	

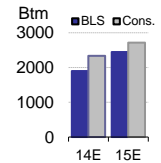
Consensus rating



BLS Target price vs. Consensus



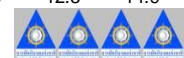
BLS earnings vs. Consensus



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	1,901	2,444	2,832
EPS (Bt)	1.53	1.19	1.53	1.77
EPS growth (%)	+0.3%	-21.7%	+28.3%	+15.6%
Core profit (Btm)	2,324	1,892	2,444	2,832
Core EPS (Bt)	1.46	1.19	1.53	1.77
Core EPS growth (%)	-0.3%	-18.7%	+28.9%	+15.6%
PER (x)	31.8	40.6	31.7	27.4
PBV (x)	4.4	4.1	3.8	3.5
Dividend (Bt)	0.8	0.7	0.8	1.0
Dividend yield (%)	1.7	1.4	1.7	2.0
ROE (%)	17.0	12.5	14.9	15.8

CG rating



สายงานวิจัย บริษัทหลักทรัพย์บัวหลวง
+662 618 1000

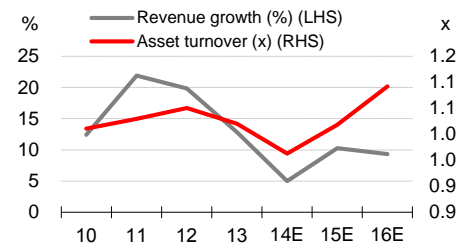
อย่างไรก็ตาม เรามองว่าอาจต้องใช้เวลามากกว่านี้เนื่องจากยังคงมีความเสี่ยงที่การเจรจากับซีพี ปลายเออร์อาจไม่เป็นผล เนื่องจากอำนาจในการต่อรองอาจไม่มากพอ ถึงแม้เมโทรจะมีส่วนแบ่งตลาดถึง 22% ในตลาดธุรกิจร้านค้าปลีกสมัยใหม่ แต่มีส่วนแบ่งเพียง 0.9% ในตลาดค้าปลีกเวียดนามเท่านั้น

นอกจากนี้ การปรับลดต้นทุนอาจไม่เป็นไปตามที่คาด เนื่องจาก BJC ยังคงต้องการการสนับสนุนจากเมโทร เอจี เพื่อดำเนินธุรกิจค้าปลีกภายใต้ Transitional Services Agreement เนื่องจาก BJC ไม่เคยมีประสบการณ์บริหารธุรกิจค้าปลีกขนาดใหญ่มาก่อน

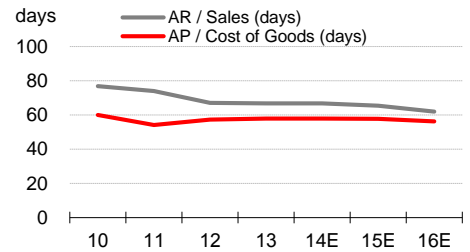
BJC : Financial Tables – Year

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)	(34,181)	(37,436)	(40,958)
Gross profit	9,027	10,095	10,150	11,452	12,479
SG&A	(6,116)	(7,017)	(7,668)	(8,241)	(8,943)
EBIT	2,911	3,078	2,481	3,211	3,536
Finance costs	(503)	(575)	(623)	(638)	(601)
Other income/exp.	539	511	682	639	760
EBT	2,947	3,015	2,541	3,211	3,696
Corporate tax	(605)	(567)	(525)	(642)	(739)
After-tax net profit (loss)	2,342	2,448	2,016	2,569	2,957
Minority interest	(80)	(189)	(197)	(207)	(217)
Equity earnings from affiliates	66	65	73	82	92
Extra items	87	102	9	0	0
Net profit (loss)	2,415	2,426	1,901	2,444	2,832
Reported EPS	1.52	1.53	1.19	1.53	1.77
Fully diluted EPS	1.49	1.50	1.17	1.51	1.75
Core net profit	2,328	2,324	1,892	2,444	2,832
Core EPS	1.47	1.46	1.19	1.53	1.77
EBITDA	5,201	5,612	5,441	6,304	6,866
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	19.8	12.8	5.0	10.3	9.3
Gross margin (%)	24.1	23.9	22.9	23.4	23.4
EBITDA margin (%)	13.9	13.3	12.3	12.9	12.8
Operating margin (%)	9.2	8.5	7.1	7.9	8.0
Net margin (%)	6.5	5.7	4.3	5.0	5.3
Core profit margin (%)	6.2	5.5	4.3	5.0	5.3
ROA (%)	6.8	5.9	4.1	5.1	5.8
ROCE (%)	8.8	7.6	5.3	6.6	7.5
Asset turnover (x)	1.1	1.0	1.0	1.0	1.1
Current ratio (x)	1.4	1.3	1.4	1.6	1.6
Gearing ratio (x)	0.8	0.9	1.0	0.8	0.7
Interest coverage (x)	5.8	5.4	4.0	5.0	5.9
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	2,015	1,780	1,686	1,601	1,615
Accounts receivable	6,871	7,721	8,111	8,747	9,065
Inventory	6,864	8,443	9,085	9,633	10,593
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
Total assets	38,260	44,503	47,561	48,447	49,429
Accounts payable	4,460	5,094	5,423	5,921	6,305
ST debts & current portion	4,828	6,155	5,895	3,800	4,000
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
Total liabilities	21,976	26,804	28,884	28,121	27,441
Paid-up capital	1,588	1,590	1,592	1,596	1,600
Share premium	3,751	3,865	3,942	4,084	4,226
Retained earnings	8,865	9,765	10,394	11,793	13,201
Shareholders equity	13,728	14,760	15,640	17,185	18,739
Minority interests	2,556	2,939	3,038	3,141	3,249
Total Liab.&Shareholders' equity	38,260	44,503	47,561	48,447	49,429
CASH FLOW (Btm)					
Net income	2,415	2,426	1,901	2,444	2,832
Depreciation and amortization	1,751	2,022	2,277	2,455	2,570
Change in working capital	(997)	(958)	(702)	(686)	(895)
FX, non-cash adjustment & others	490	597	747	763	725
Cash flows from operating activities:	3,659	4,088	4,222	4,976	5,233
Capex (Invest)/Divest	(3,819)	(3,800)	(4,219)	(2,229)	(2,240)
Others	(73)	(1,247)	0	0	0
Cash flows from investing activities	(3,892)	(5,047)	(4,219)	(2,229)	(2,240)
Debt financing (repayment)	1,563	2,010	1,096	(1,933)	(1,701)
Equity financing	288	349	79	146	146
Dividend payment	(1,345)	(1,707)	(1,272)	(1,045)	(1,424)
Others	(73)	(1,247)	0	0	0
Cash flows from financing activities	505	651	(98)	(2,832)	(2,979)
Net change in cash	272	(307)	(94)	(85)	14
Free cash flow (Btm)	(160)	288	4	2,747	2,993
FCF per share (Bt)	(0.1)	0.2	0.0	1.7	1.9
Key Assumptions	2012	2013	2014E	2015E	2016E
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%

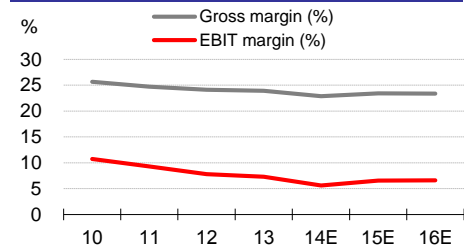
Revenue growth and asset turnover



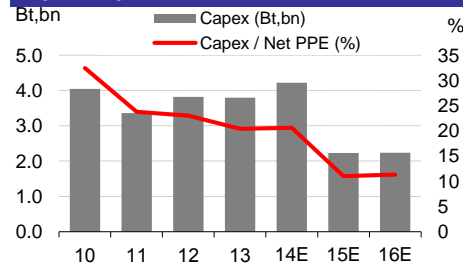
A/C receivable & A/C payable days



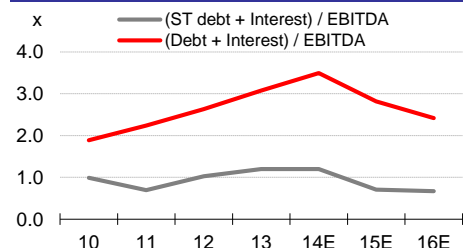
Profit margins



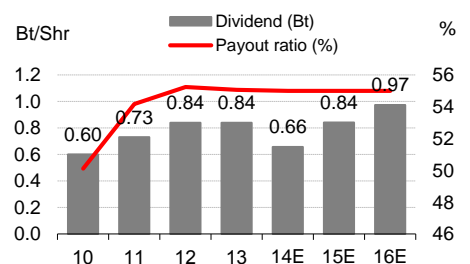
Capital expenditure



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)
EBIT	831	742	614	654	451
Finance costs	(133)	(153)	(151)	(151)	(150)
Other income/exp.	101	76	250	231	97
EBT	799	665	713	734	398
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
Net profit (loss)	633	535	593	516	328
Reported EPS	0.40	0.34	0.37	0.32	0.21
Fully diluted EPS	0.40	0.34	0.37	0.32	0.21
Core net profit	547	529	592	553	282
Core EPS	0.34	0.33	0.37	0.35	0.18
EBITDA	1,425	1,342	1,417	1,436	1,109

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

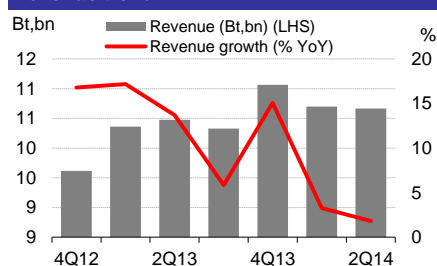
QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

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
Total assets	42,079	42,996	44,503	44,359	44,919
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
Total liabilities	24,452	25,400	26,804	26,220	27,004
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
Shareholders equity	14,124	14,028	14,760	15,204	14,942
Minority interests	3,504	3,568	2,939	2,936	2,973
Total Liab.&Shareholders' equity	42,079	42,996	44,503	44,359	44,919
Key Assumptions	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14
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%

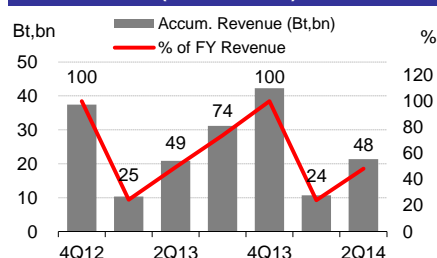
Company profile

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.

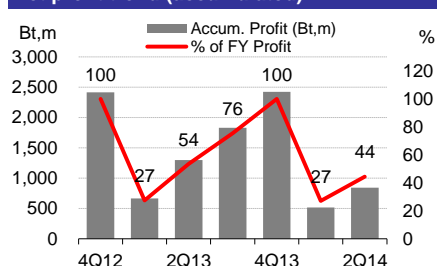
Revenue trend



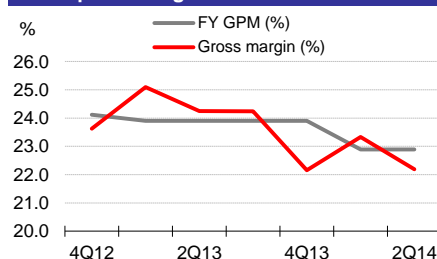
Revenue trend (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin

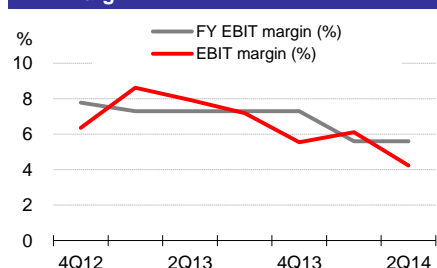
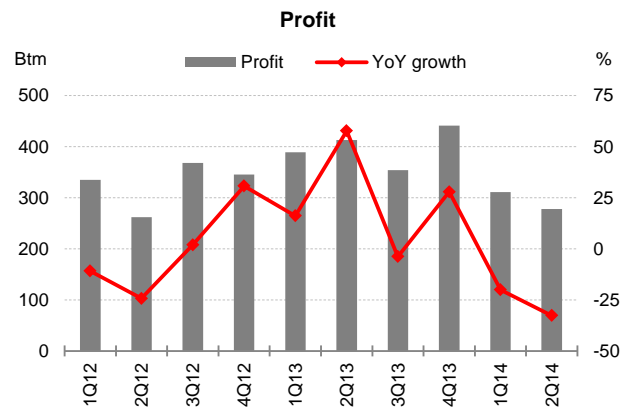
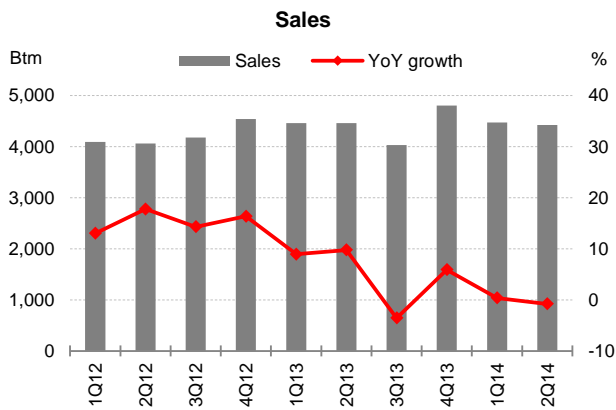
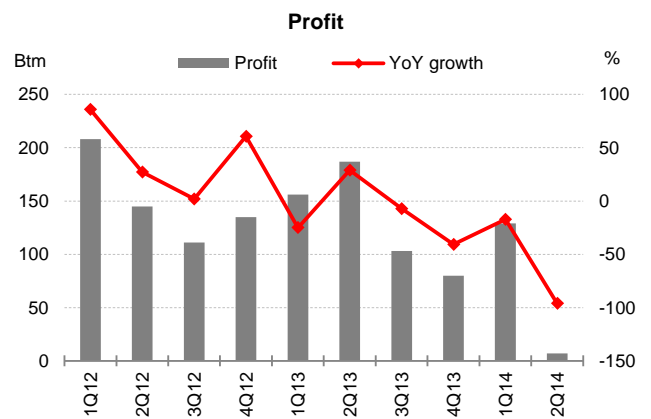
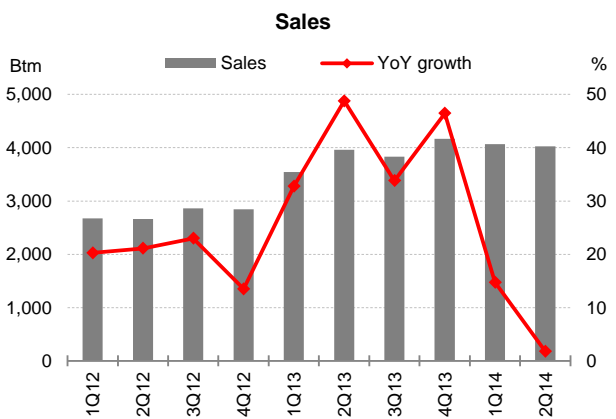
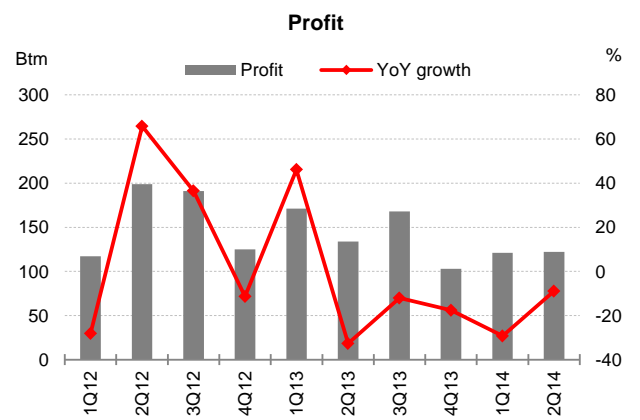
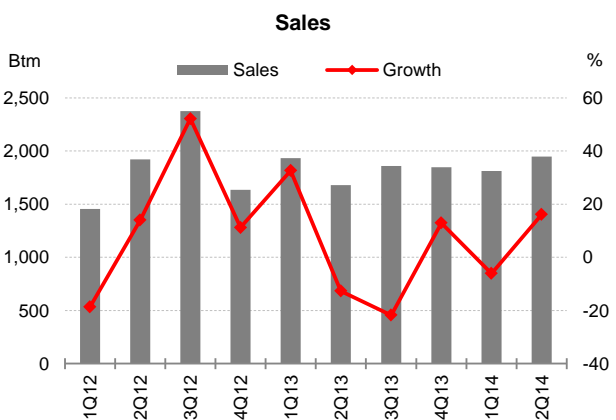


Figure 1 : Packaging Supply Chain


Sources: Company data, Bualuang Research

Figure 2 : Consumer Supply Chain


Sources: Company data, Bualuang Research

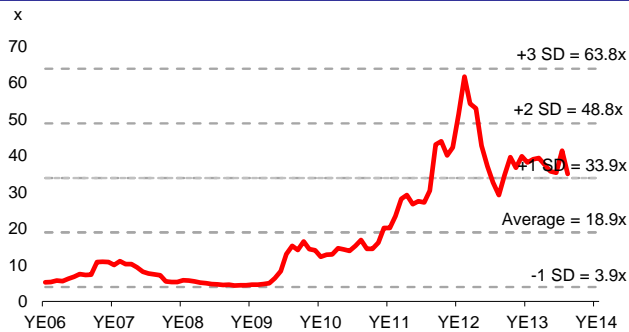
Figure 3 : Healthcare & Technical Supply Chain


Sources: Company data, Bualuang Research

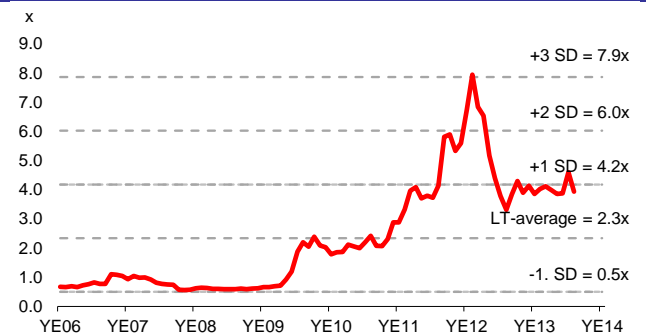
Regional Comparisons

	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	CNY8.1	9,734	n.a.	n.a.	-268.0	-33.3	2.1	2.0	-3.1	-3.1	0.5	0.6
Wumart Stores Inc	1025 HK	HKD7.3	1212	14.4	12.8	14.7	13.1	18	17	12.6	12.1	3.4	3.8
Parkson Retail Group	3368 HK	HKD2.7	965	16.7	16.4	16	16	10	10	6.2	6.2	2.7	2.8
Nitori Hldg Co Ltd	9843 JT	JPY5,820.0	6,413	16.1	15.1	3.2	6.8	2.0	19	14.3	15.0	0.9	1.0
Lawson Inc	2651JT	JPY7,860.0	7,591	19.6	18.2	5.9	7.6	2.8	2.6	16.0	15.6	3.1	3.3
Seven & I Holdings Co Ltd	3382 JT	JPY4,394.5	37,507	20.5	18.7	7.4	9.8	16	15	9.0	8.7	1.6	1.8
Family Mart	8028 JP	JPY4,550.0	4,279	17.5	17.5	8.8	10	15	14	9.0	9.3	2.3	2.4
President Chain Store Corp	2912 TT	TWD222.5	7,713	24.0	22.8	20.4	4.5	7.8	7.2	34.9	35.5	3.1	3.5
Capitaland Limited	CAPL SP	SGD3.3	11,349	20.8	18.7	26.5	3.2	0.8	0.8	4.9	4.9	2.4	2.5
SM Prime Holdings Inc.	SMPH PM	PHP 16.4	10,412	24.4	21.2	12.6	13.8	2.4	2.2	11.4	10.9	1.4	1.6
Home Depot	HD US	USD91.2	124,658	20.3	17.6	18.9	14.9	13.1	12.4	86.0	55.2	2.1	2.4
Costco whole sale corp	COST US	USD121.6	53,306	26.5	23.7	-1.8	12.2	4.0	3.4	17.5	17.4	1.1	1.2
Carrefour	CA FP	EUR26.7	26,009	17.3	14.7	-10.4	12.1	2.0	1.8	13.8	13.0	2.6	3.0
Home Product Center	HMPRO TB	THB 10.50	3,599	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	THB235.00	6,063	26.7	23.5	4.0	13.7	4.6	4.0	18.3	18.2	1.1	1.3
Beauty Community	BEAUTY TB	THB26.50	249	31.4	24.5	19.6	28.2	7.5	6.9	24.5	29.2	2.9	3.7
Karmarts	KAMART TB	THB5.85	121	21.2	18.9	13.1	12.1	5.3	5.2	27.1	28.1	4.4	4.8
Berli Jucker	BJC TB	THB48.50	2,415	41.4	32.2	-21.6	28.6	4.1	3.8	12.5	14.9	1.4	1.7
C.P. All	CPALL TB	THB45.75	12,852	33.7	25.3	15.7	33.3	11.1	9.1	39.6	44.0	2.0	2.2
Central Pattana	CPN TB	THB46.25	6,491	28.1	23.9	17.6	17.2	5.0	4.3	19.1	19.7	1.4	1.6
Siam Global House	GLOBAL TB	THB 13.20	1,258	51.4	37.4	-11.5	37.3	2.7	2.5	6.2	6.9	0.6	0.8
Robinson Department Store	ROBINS TB	THB57.75	2,006	31.0	22.1	4.2	40.1	4.8	4.2	17.4	21.7	1.6	2.3
Siam Future Development	SF TB	THB6.75	313	13.5	11.9	28.9	12.9	1.5	1.3	12.1	12.6	0.2	0.2
Officemate	OFM TB	THB49.50	495	32.9	25.7	17.7	28.1	3.3	3.0	10.2	12.2	1.2	1.6
Siam Makro	MAKRO TB	THB41.00	6,154	38.0	28.8	20.5	31.7	15.3	13.3	43.4	49.5	2.3	2.7
Simple average				25.9	21.7	-1.7	14.6	4.6	4.2	19.5	19.2	1.9	2.2

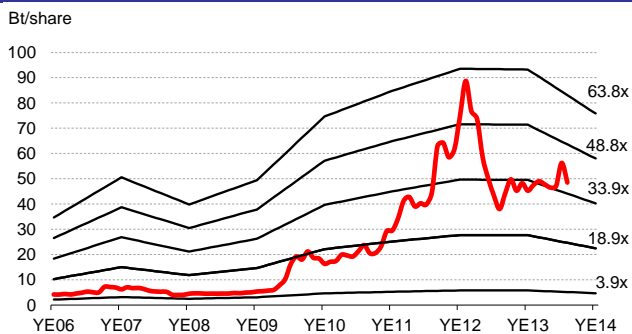
PER band versus SD



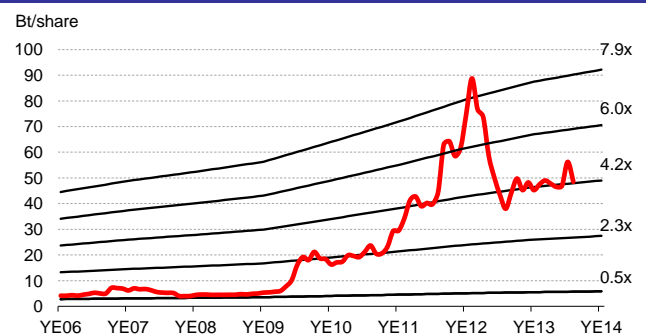
PBV band versus SD



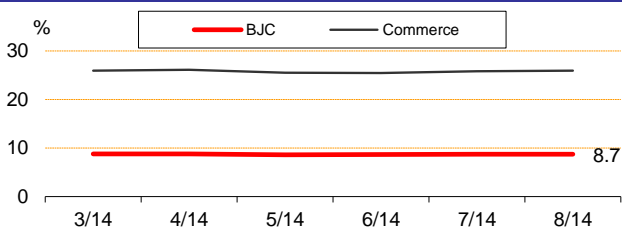
PER band and share price



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

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.