

เบอริลี ยุคเกอร์

BJC TB / BJC.BK

6 มกราคม 2558

ดีล เมโทร เวียดนาม มีแนวโน้มล้มเหลว

มีอะไรใหม่?

บริษัท เจดี พาร์ทเนอร์ จำกัด ที่ปรึกษาทางการเงินอิสระของ BJC ให้ความเห็นต่อผู้ถือหุ้น BJC ว่าการที่ BJC เข้าทำรายการซื้อเงินลงทุนในเมโทรเวียดนามภายใต้เงื่อนไขเพิ่มเติม (สัญญาแนบท้าย) ที่เกี่ยวข้องกับการชำระราคาซื้อขายซึ่งเพิ่มเติมและแตกต่างจากสัญญาซื้อขายเงินลงทุนที่กำหนดเบื้องต้นนั้น อาจก่อให้เกิดความเสี่ยงต่อฐานะการเงินและด้านกฎหมายแก่ BJC ได้

ภายใต้เงื่อนไขเพิ่มเติม BJC ไม่เพียงแต่จะต้องส่งมอบหนังสือค้ำประกันจำนวน 655 ล้านยูโร (เพื่อให้หน่วยงานราชการของเวียดนามที่เกี่ยวข้องอนุมัติการแก้ไขใบอนุญาตลงทุนได้) แต่บริษัทยังต้องโอนเงินล่วงหน้าจำนวน 655 ล้านยูโรเข้าไว้ในบัญชีของเมโทรเวียดนาม (Capital Account) เพื่อเป็นหลักประกันแสดงการจ่ายชำระราคาซื้อขายต่อหน่วยงานราชการของเวียดนาม ดังนั้น จำนวนเงินรวมที่ BJC ต้องจัดเตรียมเพื่อการเข้าทำรายการเบื้องต้นจึงเป็น 1,310 ล้านยูโร ส่งผลให้ BJC มีความจำเป็นต้องทำการหาแหล่งเงินทุนโดยการกู้ยืมเพิ่มเติม

ที่ปรึกษาการเงินอิสระยังแสดงความกังวลต่อความเสี่ยงจากการจัดหาเงินกู้และโอนเงินล่วงหน้าจำนวน 655 ล้านยูโรเข้าในบัญชีของเมโทรเวียดนาม (Capital Account) เนื่องจากยังมีความไม่แน่นอนในการได้รับโอนกรรมสิทธิ์เงินลงทุน และความไม่แน่นอนในระยะเวลาที่จะได้รับเงินดังกล่าวคืนหากมีการยกเลิกสัญญา

นอกจากนี้ ที่ปรึกษายังได้ชี้ถึงความเสี่ยงที่ BJC อาจถูกฟ้องร้องดำเนินคดีกรณีไม่ปฏิบัติตามสัญญา โดยอ้างอิงจากที่ปรึกษาด้านกฎหมายของ BJC แล้ว หากผู้ถือหุ้นอนุมัติการเข้าทำรายการแต่บริษัทไม่สามารถหาแหล่งเงินทุนในการเข้าทำรายการดังกล่าวได้ บริษัทจะมีความเสี่ยงที่จะถูกฟ้องร้องได้จากการไม่ปฏิบัติตามสัญญา

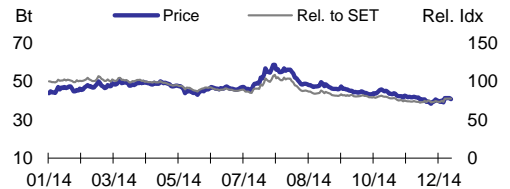
ดีลมีแนวโน้มที่จะล้มเหลว—เป็นผลเชิงบวกในมุมมองของเรา

จากความเห็นของที่ปรึกษาการเงินอิสระ ผู้ถือหุ้นของ BJC อาจไม่อนุมัติดีลดังกล่าวในที่ประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้นซึ่งจะมีขึ้นในวันที่ 8 ม.ค. ดังนั้นความมุ่งมั่นของ BJC ที่จะก้าวขึ้นเป็นผู้นำด้านผู้ประกอบการร้านค้าปลีกสมัยใหม่ในเวียดนามจึงยังคงเป็นเพียงแต่ความตั้งใจที่ยังไม่เป็นรูปธรรม อย่างไรก็ตาม การที่ผู้ถือหุ้นไม่อนุมัติดีลในครั้งนี้ก็นำให้ผลเชิงบวกในมุมมองของเรา โดยนอกเหนือจากความกังวลจากที่ปรึกษาการเงินอิสระแล้ว เรายังเชื่อว่ากิจการ เมโทร เวียดนาม จะสร้างภาระให้บริษัทเป็นอย่างมาก เนื่องจากบริษัทจะต้องประสบกับ 1) ผลกระทบจาก dilution จากการเพิ่มทุน 2) ค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยเงินกู้ที่ใช้ในการลงทุนเข้าซื้อกิจการ และ 3) ขาดทุนของกิจการ เมโทร เวียดนาม เป็นระยะเวลาอย่างต่ำอีก 3 ปีข้างหน้า เราประเมินว่าผลกระทบจาก dilution และดอกเบี้ยจ่ายจะส่งผลให้กำไรต่อหุ้นลดลงต่ำกว่าประมาณการปีปัจจุบันของเราถึง 60% ในช่วงปี 2558-2559

Sector: Consumer/Retail Neutral

คำแนะนำพื้นฐาน: ถือ
เป้าหมายพื้นฐาน: 40.00 บาท
ราคา (05/01/58): 40.75 บาท

Price chart

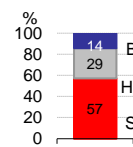


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	3.5	(8.2)	(33.0)
Absolute	(2.4)	(11.9)	(15.5)

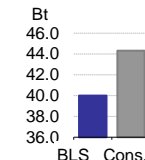
Key statistics

Market cap	Bt64.9bn	USD2.0bn
12-mth price range	Bt35.8/Bt60.5	
12-mth avg daily volume	Bt66m	USD2.0m
# of shares (m)	1,592	
Est. free float (%)	26.2	
Foreign limit (%)	49.0	

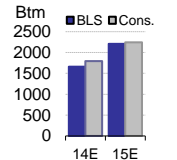
Consensus rating



BLS Target price vs. Consensus



BLS earnings vs. Consensus



Financial summary

FY Ended 31 Dec	2013	2014E	2015E	2016E
Revenues (Btm)	42,226	43,314	46,360	48,900
Net profit (Btm)	2,426	1,662	2,206	2,405
EPS (Bt)	1.53	1.04	1.38	1.50
EPS growth (%)	+0.3%	-31.6%	+32.4%	+8.8%
Core profit (Btm)	2,324	1,776	2,206	2,405
Core EPS (Bt)	1.46	1.12	1.38	1.50
Core EPS growth (%)	-0.3%	-23.7%	+23.9%	+8.8%
PER (x)	26.7	39.0	29.5	27.1
PBV (x)	3.7	3.5	3.3	3.1
Dividend (Bt)	0.8	0.6	0.8	0.8
Dividend yield (%)	2.1	1.4	1.9	2.0
ROE (%)	17.0	11.0	13.7	13.8

CG rating



ไชยธร ศรีเจริญ, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนที่จัดจ้านพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

chaiyatorn@bualuang.co.th

+66 2 618 1344

ยังคงไม่ใช่เวลาที่เหมาะสมที่จะเข้าซื้อหุ้น

แม้เราจะคาดว่าผู้ถือหุ้นจะมีมติไม่อนุมัติการเข้าทำรายการดีลดังกล่าว ซึ่งจะส่งผลให้ความเสี่ยง
ขาลงต่อแนวโน้มกำไรสุทธิหายไป เรายังคงไม่แนะนำให้เข้าซื้อหุ้น BJC โดยตัวเลขผล
ประกอบการของบริษัทยังคงมีแนวโน้มที่จะชะลอตัวไปอีกหกเดือนเป็นอย่างน้อย อีกทั้ง PER
ของ BJC ณ ปี 2558 ที่ 29.5 เท่านี้ยังแพงแล้ว อย่างไรก็ตาม เราปรับเพิ่มคำแนะนำจาก ขาย
เป็น ถือ เนื่องจากความเสี่ยงลดลง

BJC : Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Revenue	37,429	42,226	43,314	46,360	48,900
Cost of sales and services	(28,402)	(32,131)	(33,390)	(35,409)	(37,360)
Gross profit	9,027	10,095	9,924	10,951	11,540
SG&A	(6,116)	(7,017)	(7,691)	(8,058)	(8,541)
EBIT	2,911	3,078	2,233	2,893	2,999
Finance costs	(503)	(575)	(606)	(638)	(601)
Other income/exp.	539	511	689	614	712
EBT	2,947	3,015	2,315	2,869	3,110
Corporate tax	(605)	(567)	(446)	(574)	(622)
After-tax net profit (loss)	2,342	2,448	1,869	2,295	2,488
Minority interest	(80)	(189)	(175)	(181)	(186)
Equity earnings from affiliates	66	65	81	91	103
Extra items	87	102	(114)	0	0
Net profit (loss)	2,415	2,426	1,662	2,206	2,405
Reported EPS	1.52	1.53	1.04	1.38	1.50
Fully diluted EPS	1.49	1.50	1.02	1.36	1.48
Core net profit	2,328	2,324	1,776	2,206	2,405
Core EPS	1.47	1.46	1.12	1.38	1.50
EBITDA	5,201	5,612	5,199	5,962	6,281

KEY RATIOS

Revenue growth (%)	19.8	12.8	2.6	7.0	5.5
Gross margin (%)	24.1	23.9	22.9	23.6	23.6
EBITDA margin (%)	13.9	13.3	12.0	12.9	12.8
Operating margin (%)	9.2	8.5	6.7	7.6	7.6
Net margin (%)	6.5	5.7	3.8	4.8	4.9
Core profit margin (%)	6.2	5.5	4.1	4.8	4.9
ROA (%)	6.8	5.9	3.6	4.7	5.0
ROCE (%)	8.8	7.6	4.7	6.0	6.5
Asset turnover (x)	1.1	1.0	0.9	1.0	1.0
Current ratio (x)	1.4	1.3	1.3	1.6	1.6
Gearing ratio (x)	0.8	0.9	1.0	0.9	0.8
Interest coverage (x)	5.8	5.4	3.7	4.5	5.0

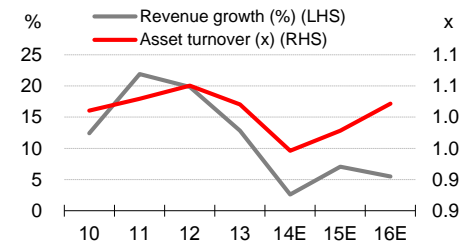
BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	2,015	1,780	1,942	1,935	2,335
Accounts receivable	6,871	7,721	7,748	8,238	8,062
Inventory	6,864	8,443	8,680	9,024	9,425
PP&E-net	16,583	18,607	20,483	20,202	19,825
Other assets	5,927	7,951	8,215	8,305	8,397
Total assets	38,260	44,503	47,068	47,705	48,044
Accounts payable	4,460	5,094	5,180	5,550	5,603
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	28,641	27,750	26,738
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	10,155	11,446	12,559
Shareholders equity	13,728	14,760	15,401	16,838	18,097
Minority interests	2,556	2,939	3,026	3,117	3,210
Total Liab.&Shareholders' equity	38,260	44,503	47,068	47,705	48,044

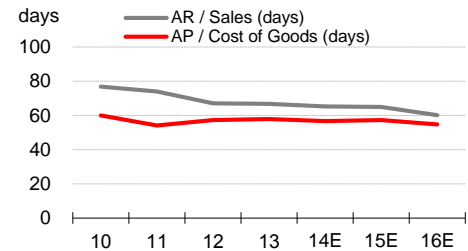
CASH FLOW (Btm)

Net income	2,415	2,426	1,662	2,206	2,405
Depreciation and amortization	1,751	2,022	2,277	2,455	2,570
Change in working capital	(997)	(958)	(177)	(465)	(172)
FX, non-cash adjustment & others	490	597	700	728	684
Cash flows from operating activities:	3,659	4,088	4,462	4,923	5,487
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	1,113	(1,933)	(1,701)
Equity financing	288	349	79	146	146
Dividend payment	(1,345)	(1,707)	(1,272)	(914)	(1,293)
Others	(73)	(1,247)	0	0	0
Cash flows from financing activities	505	651	(81)	(2,701)	(2,847)
Net change in cash	272	(307)	162	(7)	400
Free cash flow (Btm)	(160)	288	243	2,694	3,247
FCF per share (Bt)	(0.1)	0.2	0.2	1.7	2.0
Key Assumptions	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Packaging sales growth	15.3%	5.2%	0.2%	4.0%	5.0%
Consumer sales growth	19.3%	40.4%	5.9%	5.0%	7.0%
Healthcare/Technical sales growth	13.5%	-1.0%	4.3%	7.4%	5.0%

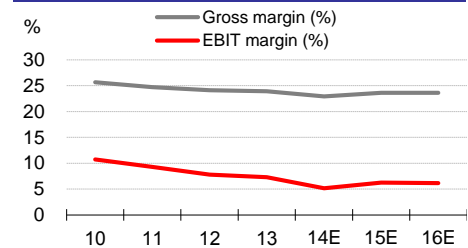
Revenue growth and asset turnover



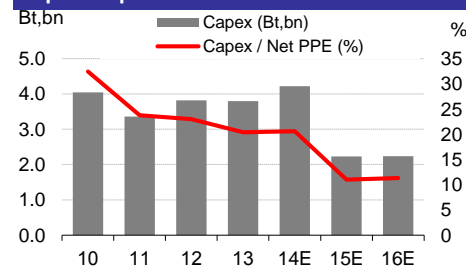
A/C receivable & A/C payable days



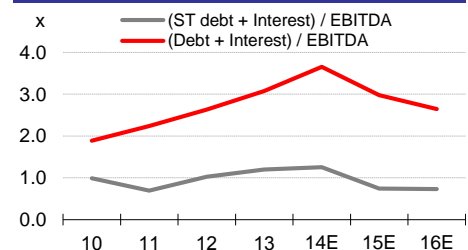
Profit margins



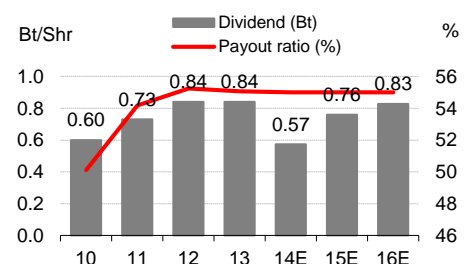
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



BJC : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14
Revenue	10,327	11,064	10,696	10,665	10,452
Cost of sales and services	(7,824)	(8,612)	(8,201)	(8,299)	(8,064)
Gross profit	2,503	2,452	2,496	2,367	2,388
SG&A	(1,761)	(1,838)	(1,842)	(1,915)	(1,909)
EBIT	742	614	654	451	480
Finance costs	(153)	(151)	(151)	(150)	(143)
Other income/exp.	76	250	231	97	125
EBT	665	713	734	398	462
Corporate tax	(122)	(141)	(144)	(99)	(58)
After-tax net profit (loss)	542	572	590	298	403
Minority interest	(33)	2	(57)	(36)	(27)
Equity earnings from affiliates	20	18	20	20	17
Extra items	5	2	(36)	45	(123)
Net profit (loss)	535	593	516	328	271
Reported EPS	0.34	0.37	0.32	0.21	0.17
Fully diluted EPS	0.34	0.37	0.32	0.21	0.17
Core net profit	529	592	553	282	394
Core EPS	0.33	0.37	0.35	0.18	0.25
EBITDA	1,342	1,417	1,436	1,109	1,180

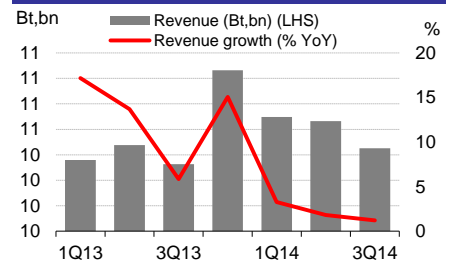
KEY RATIOS

Gross margin (%)	24.2	22.2	23.3	22.2	22.8
EBITDA margin (%)	13.0	12.8	13.4	10.4	11.3
Operating margin (%)	7.2	5.5	6.1	4.2	4.6
Net margin (%)	5.2	5.4	4.8	3.1	2.6
Core profit margin (%)	5.1	5.3	5.2	2.6	3.8
BV (Bt)	11.1	11.1	11.4	11.3	11.1
ROE (%)	15.2	16.5	13.8	8.7	7.3
ROA (%)	5.0	5.4	4.6	2.9	2.4
Current ratio (x)	1.2	1.3	1.3	1.3	1.0
Gearing ratio (x)	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
Interest coverage (x)	4.9	4.1	4.3	3.0	3.3

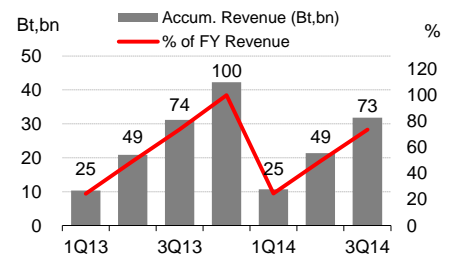
QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	1,659	1,780	1,539	1,899	1,333
Accounts receivable	6,837	7,721	7,513	7,726	7,590
Inventory	8,251	8,443	8,187	7,662	7,714
PP&E-net	18,238	18,607	19,002	19,495	19,831
Other assets	8,010	7,951	8,118	8,137	7,962
Total assets	42,996	44,503	44,359	44,919	44,431
Accounts payable	4,718	5,094	4,248	3,864	4,148
ST debts & current portion	6,917	6,155	5,963	7,289	10,743
Long-term debt	9,233	10,521	10,786	10,629	6,882
Other liabilities	4,532	5,034	5,222	5,222	4,988
Total liabilities	25,400	26,804	26,220	27,004	26,761
Paid-up capital	1,590	1,590	1,590	1,591	1,592
Share premium	3,863	3,865	3,866	3,872	3,950
Retained earnings	9,172	9,765	10,251	9,951	9,665
Shareholders equity	14,028	14,760	15,204	14,942	14,694
Minority interests	3,568	2,939	2,936	2,973	2,975
Total Liab.&Shareholders' equity	42,996	44,503	44,359	44,919	44,430
Key Assumptions	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14
Packaging sales growth	-3.5%	5.9%	0.4%	-0.8%	5.0%
Consumer sales growth	33.8%	46.4%	14.7%	1.8%	5.0%
Healthcare/Technical sales growth	-21.8%	12.9%	-6.1%	16.1%	3.7%

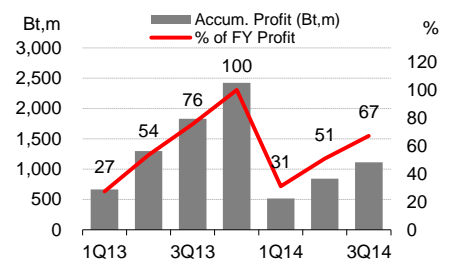
Revenue trend



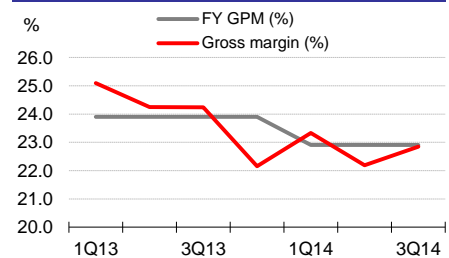
Revenue trend (accumulated)



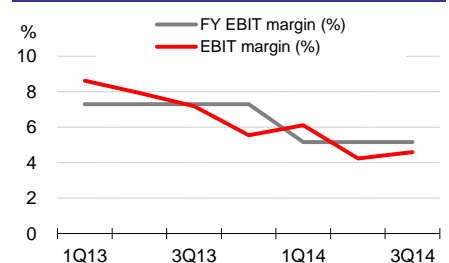
Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin

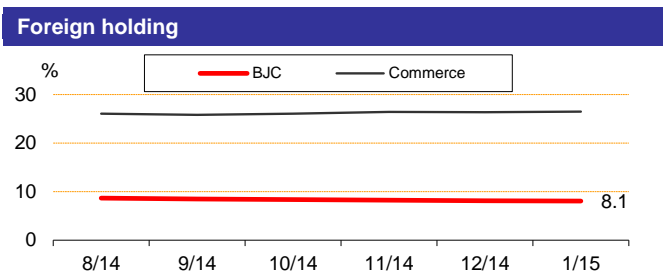
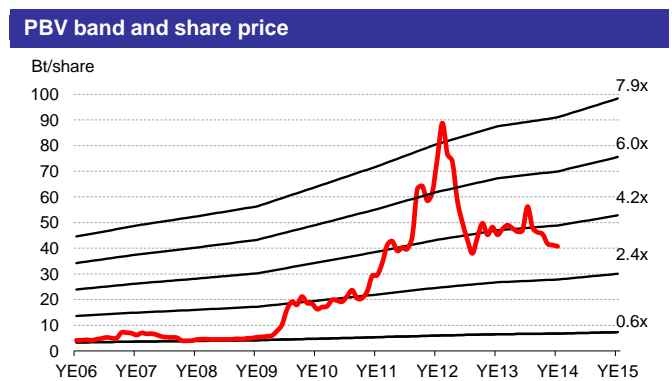
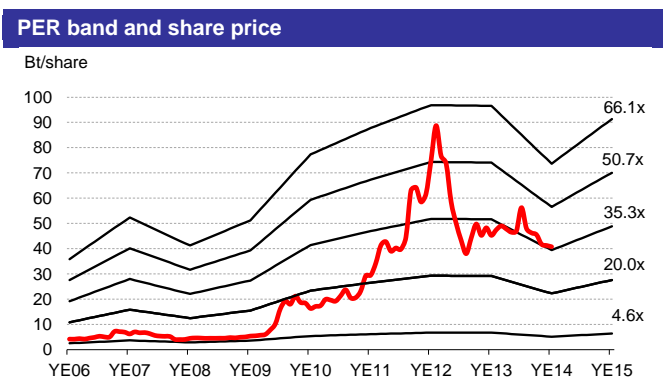
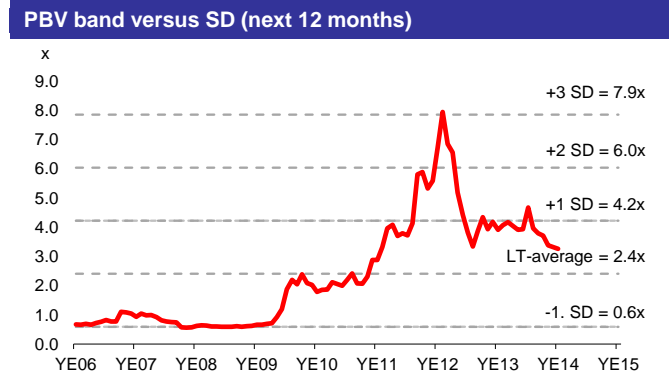
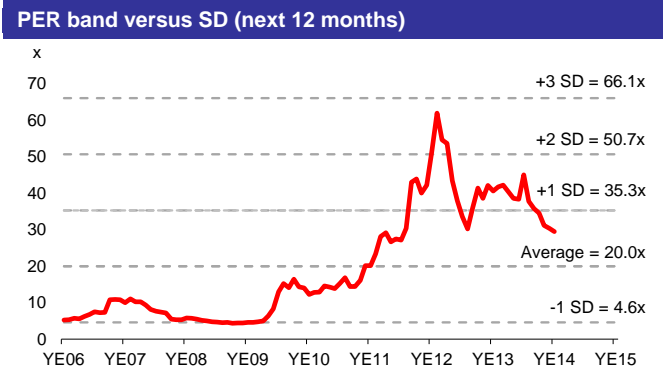


Company profile

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.

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	CNY9.0	10,705	n.a.	n.a.	-398.0	-51.0	2.6	2.6	-2.2	-3.6	0.5	0.5
Wumart Stores Inc	1025 HK	HKD6.7	1,107	14.7	13.3	n.a.	10.4	1.7	1.6	11.9	11.6	3.7	4.0
Parkson Retail Group	3368 HK	HKD2.0	724	12.7	12.1	n.a.	4.7	0.8	0.7	6.4	6.3	3.5	3.7
Nitori Hldg Co Ltd	9843 JT	JPY6,480.0	6,208	17.2	15.7	8.4	9.6	2.2	1.9	15.2	15.7	0.8	0.9
Lawson Inc	2651 JT	JPY7,290.0	6,121	18.1	16.5	5.8	9.3	2.5	2.4	16.3	15.7	3.3	3.5
Seven & I Holdings Co Ltd	3382 JT	JPY4,358.5	32,342	20.4	18.5	6.3	10.5	1.6	1.5	9.2	8.7	1.7	1.9
Family Mart	8028 JP	JPY4,550.0	3,721	17.1	19.7	9.8	-12.6	1.5	1.4	8.0	9.4	2.4	2.4
President Chain Store Corp	2912 TT	TWD244.5	8,039	26.0	24.7	20.3	4.4	8.4	7.5	34.8	36.4	2.9	3.2
Capitaland Limited	CAPL SP	SGD3.3	10,395	19.6	18.3	-2.0	10.7	0.8	0.8	5.4	5.1	2.4	2.5
SM Prime Holdings Inc.	SMPH PM	PHP 17.0	11,003	24.3	21.4	16.7	12.1	2.4	2.2	11.3	10.9	1.4	1.6
Home Depot	HD US	USD 101.3	133,443	22.5	19.4	20.0	14.8	15.4	16.3	93.9	54.4	1.9	2.2
Costco whole sale corp	COST US	USD 140.0	61,671	27.0	24.6	10.8	9.8	4.1	3.7	17.5	17.6	1.0	1.1
Carrefour	CA FP	EUR 23.9	20,907	15.6	13.6	-9.0	6.7	1.8	1.6	13.3	12.8	2.9	3.2
Home Product Center	HMPRO TB	THB 8.05	3,094	31.4	27.3	3.1	14.9	6.4	5.6	22.4	21.8	1.4	1.7
Big C Supercenter	BIGC TB	THB 242.00	5,948	26.8	23.6	7.0	13.2	4.7	4.1	18.8	18.6	1.1	1.3
Beauty Community	BEAUTY TB	THB 33.75	308	32.6	25.3	43.6	28.7	8.9	8.1	28.7	33.4	2.8	3.6
Karmarts	KAMART TB	THB 6.00	120	24.3	23.0	1.3	5.6	5.6	5.7	24.6	24.9	4.3	4.7
Berli Jucker	BJC TB	THB 41.25	1,998	39.8	30.0	-31.5	32.7	3.5	3.3	11.0	13.7	1.4	1.9
C.P. All	CPALL TB	THB 42.50	11,613	36.9	27.5	-1.9	34.5	10.8	9.3	34.6	41.0	2.1	2.4
Central Pattana	CPN TB	THB 44.50	6,212	27.5	24.2	17.3	13.7	4.8	4.2	18.9	18.9	1.4	1.7
DSG International (Thailand)	DSGT TB	THB 7.70	297	20.7	18.9	-31.4	10.0	3.4	3.1	18.2	17.3	2.5	2.7
Siam Global House	GLOBAL TB	THB 10.90	1,011	46.2	38.2	-22.5	21.0	2.2	2.1	5.6	5.7	0.6	0.8
Robinson Department Store	ROBINS TB	THB 44.50	1,520	26.9	23.2	-7.4	16.1	3.8	3.4	15.6	16.7	1.9	2.2
Siam Future Development	SF TB	THB 6.05	281	13.2	10.0	17.7	32.4	1.3	1.1	10.6	12.6	0.2	0.2
Officemate	OFM TB	THB 48.50	472	30.9	27.0	21.6	14.4	3.2	2.9	10.5	11.3	1.3	1.5
Siam Makro	MAKRO TB	THB 36.50	5,293	37.1	30.9	9.8	20.2	14.4	13.5	40.8	45.1	2.3	2.9
Simple average				25.2	21.9	-11.8	11.4	4.6	4.3	19.3	18.5	2.0	2.2








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
	EPG

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.