

เบอร์ลี่ ยุคเกอร์

BJC TB / BJC.BK

8 มิถุนายน 2558

ดูน่าสนใจมากกว่าในช่วงสามปีที่ผ่านมา

ประเด็นการลงทุน

BJC ในขณะนี้ดูน่าสนใจมากกว่าในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา เนื่องจากผลประกอบการได้ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว ในขณะที่เราคาดว่าบริษัทจะเริ่มรายงานการเติบโตกำไรที่แข็งแกร่ง YoY ในช่วงที่เหลือของปีนี้ หนุนโดยยอดขายกระป๋องออลมิลเนียมที่แข็งแกร่ง การขยายตัวของอัตรากำไรขั้นต้นในทุกหน่วยธุรกิจและผลกระทบจากฐานต่ำ ในส่วนของราคาซื้อขายนั้นก็ถือว่าถูกสุดในรอบ 3 ปี โดยหุ้นซื้อขายกันด้วย PER ปี 2558 ที่ 25.3 เท่า เทียบกับค่าเฉลี่ยในช่วง 3 ปีที่ผ่านมาที่ 37.6 เท่า นอกจากนี้ความเสี่ยงที่จะเพิ่มทุนก็ไม่ใช่ประเด็นที่น่ากังวลอีกต่อไปแล้ว เนื่องจากดีลการเข้าซื้อกิจการเมโทร เวียดนามนั้นได้ส่งต่อให้กับ TCC แล้ว (บริษัทแม่ของ BJC) ดังนั้น เราเชื่อว่าขณะนี้เป็นเวลาที่เหมาะสมที่จะเข้าซื้อหุ้น BJC ด้วยราคาเป้าหมาย ณ สิ้นปี 2558 ใหม่ของเราที่ 42 บาท

มีแนวโน้มการเติบโตที่ดีขึ้น

ประเด็นหลักที่หนุนกำไรของ BJC ให้ปรับตัวสูงขึ้นในระยะสั้น ได้แก่ ยอดขายกระป๋องออลมิลเนียมที่แข็งแกร่ง และการขยายตัวของอัตรากำไรขั้นต้นในทุกหน่วยธุรกิจ ยอดขายกระป๋องซึ่งคิดเป็น 20% ของยอดขายรวม ปรับตัวสูงขึ้น 23% YoY ในไตรมาส 1/58 และมีแนวโน้มที่จะเติบโตในระดับนี้ต่อเนื่องตลอดปี หนุนโดยยอดสั่งซื้อที่เพิ่มขึ้นจาก F&N ในประเทศไทยและมาเลเซีย รวมถึงจากผู้ผลิตเครื่องดื่มชูกำลัง ซึ่งมียอดขายส่งออกไปยังประเทศกัมพูชา, ลาว, พม่าและเวียดนามเพิ่มขึ้นมาก สำหรับสินค้าอุปโภคบริโภคและบรรจุภัณฑ์ที่ผลิตจากแก้วนั้น แม้ว่าจะยังคงมียอดขายที่ทรงตัวจากการบริโภคในประเทศที่ชะลอตัว แต่เราคาดว่าทั้งสองหน่วยธุรกิจนี้จะรายงานกำไรที่แข็งแกร่งขึ้น หนุนโดยราคาพลังงานและวัตถุดิบปรับตัวลดลง เมื่อรวมกับผลกระทบจากฐานต่ำแล้ว เราจึงคาดว่ากำไรของ BJC จะเติบโตในอัตราเร่งขึ้นจากเพียง 2% YoY ในไตรมาส 1/58 เป็น 54% YoY ในไตรมาส 2/58 และ 46% YoY ในช่วงครึ่งหลังของปี

การดำเนินงานในประเทศเวียดนามจะเป็นปัจจัยหนุนการเติบโตในระยะยาว

หลังจากที่ BJC หยุดการขยายสาขา B's Mart (ร้านสะดวกซื้อในเวียดนาม) มาเป็นเวลาปีกว่า บริษัทได้ตัดสินใจที่จะกลับมาขยายอีกครั้ง เนื่องจากบริษัทได้ทำการปรับปรุงระบบการดำเนินงาน การจัดการสินค้าและโมเดลธุรกิจแล้ว โดยปัจจุบันบริษัทมี B's Mart ทั้งหมด 95 สาขา และตั้งเป้าขยายเพิ่มอีก 20-50 สาขาภายในสิ้นปี 2558 การขยายสาขาน่าจะอยู่ในระดับนี้ต่อเนื่อง ซึ่งน่าจะส่งผลธุรกิจ B's Mart เริ่มมีกำไรได้ในอีก 5-6 ปีข้างหน้า ในมุมมองของเรา B's Mart มีศักยภาพสูงที่จะเติบโตแต่กำไรจากธุรกิจนี้อาจยังไม่เห็นเร็วในอนาคตอันใกล้ ประเด็นที่น่าสนใจกว่าซึ่งจะทำให้ธุรกิจของ BJC ที่เวียดนามเติบโตได้อย่างรวดเร็วคือการเข้าซื้อกิจการเมโทร เวียดนามของ TCC ซึ่งหลังจากที่ดีลดังกล่าวเสร็จสิ้น (คาดในปี 2559) BJC จะมีช่องทางจำหน่ายสินค้าขนาดใหญ่ ในขณะที่ผลประโยชน์จากการควบรวมกิจการระหว่างเมโทรกับ Thai An และ Thai Corp ของ BJC จะเป็นอีกหนึ่งปัจจัยที่ช่วยเพิ่มความสามารถในการทำกำไรได้ในระยะยาว

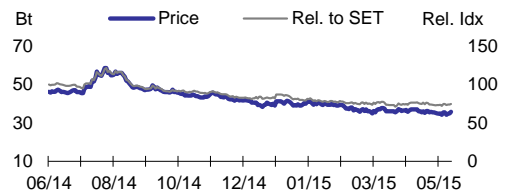
Sector: Consumer/Retail Neutral

คำแนะนำพื้นฐาน: ซื้อ

เป้าหมายพื้นฐาน: 42.00 บาท

ราคา (05/06/58): 35.75 บาท

Price chart

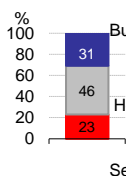


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(1.3)	(2.0)	(25.6)
Absolute	(0.7)	(5.9)	(21.9)

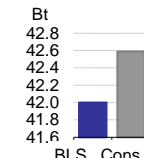
Key statistics

Market cap	Bt56.9bn	USD1.7bn
12-mth price range	Bt34.0/Bt60.5	
12-mth avg daily volume	Bt57m	USD1.7m
# of shares (m)	1,592	
Est. free float (%)	21.1	
Foreign limit (%)	49.0	

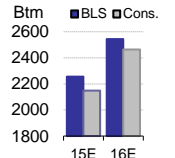
Consensus rating



BLS Target price vs. Consensus



BLS earnings vs. Consensus



Financial summary

FY Ended 31 Dec	2014	2015E	2016E	2017E
Revenues (Btm)	43,423	43,387	45,939	48,963
Net profit (Btm)	1,680	2,256	2,544	2,812
EPS (Bt)	1.05	1.41	1.59	1.75
EPS growth (%)	-30.8%	+33.9%	+12.5%	+10.4%
Core profit (Btm)	1,785	2,252	2,544	2,812
Core EPS (Bt)	1.12	1.41	1.59	1.75
Core EPS growth (%)	-23.3%	+25.8%	+12.7%	+10.4%
PER (x)	46.6	25.3	22.5	20.4
PBV (x)	4.3	2.9	2.7	2.5
Dividend (Bt)	0.6	0.8	0.9	1.0
Dividend yield (%)	1.2	2.2	2.4	2.7
ROE (%)	11.3	14.2	14.7	15.0

CG rating



ไชยธร ศรีเจริญ, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

chayatorn@bualuang.co.th

+66 2 618 1344

ปรับเพิ่มประมาณการกำไรและราคาเป้าหมาย

เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรปี 2558 และปี 2559 ขึ้น 12% และ 16% ตามลำดับ เพื่อสะท้อนแนวโน้มยอดขายเครื่องป้องกันอุบัติเหตุที่แข็งแกร่งกว่าคาดการณ์ถึงผลกระทบจากราคาพลังงานและวัตถุดิบที่ลดต่ำลง ดังนั้นเราจึงปรับขึ้นราคาเป้าหมาย ณ สิ้นปี 2558 ขึ้นเป็น 42 บาท จาก 40 บาท

BJC : Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Revenue	42,226	43,423	43,387	45,939	48,963
Cost of sales and services	(32,131)	(33,643)	(32,842)	(34,752)	(37,076)
Gross profit	10,095	9,780	10,545	11,187	11,888
SG&A	(7,017)	(7,498)	(7,584)	(7,909)	(8,336)
EBIT	3,078	2,282	2,961	3,278	3,552
Finance costs	(575)	(612)	(519)	(566)	(559)
Other income/exp.	511	701	590	684	729
EBT	3,015	2,371	3,032	3,395	3,721
Corporate tax	(567)	(481)	(477)	(543)	(595)
After-tax net profit (loss)	2,448	1,890	2,555	2,852	3,126
Minority interest	(189)	(177)	(345)	(355)	(367)
Equity earnings from affiliates	65	72	42	47	53
Extra items	102	(106)	4	0	0
Net profit (loss)	2,426	1,680	2,256	2,544	2,812
Reported EPS	1.53	1.05	1.41	1.59	1.75
Fully diluted EPS	1.50	1.04	1.39	1.57	1.73
Core net profit	2,324	1,785	2,252	2,544	2,812
Core EPS	1.46	1.12	1.41	1.59	1.75
EBITDA	5,612	5,257	5,947	6,556	7,036

KEY RATIOS

Revenue growth (%)	12.8	2.8	(0.1)	5.9	6.6
Gross margin (%)	23.9	22.5	24.3	24.4	24.3
EBITDA margin (%)	13.3	12.1	13.7	14.3	14.4
Operating margin (%)	8.5	6.9	8.2	8.6	8.7
Net margin (%)	5.7	3.9	5.2	5.5	5.7
Core profit margin (%)	5.5	4.1	5.2	5.5	5.7
ROA (%)	5.9	3.8	5.0	5.5	5.9
ROCE (%)	7.6	4.9	6.4	6.9	7.4
Asset turnover (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Current ratio (x)	1.3	1.0	1.2	1.3	1.4
Gearing ratio (x)	0.9	0.9	0.9	0.8	0.7
Interest coverage (x)	5.4	3.7	5.7	5.8	6.4

BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	1,780	1,123	1,147	1,143	1,260
Accounts receivable	7,721	7,856	7,921	8,486	8,695
Inventory	8,443	7,410	7,865	8,113	8,740
PP&E-net	18,607	18,042	20,141	20,651	20,996
Other assets	7,951	9,000	8,912	8,725	8,545
Total assets	44,503	43,432	45,986	47,117	48,235
Accounts payable	5,094	4,647	4,726	5,053	5,236
ST debts & current portion	6,155	9,681	7,000	6,200	5,500
Long-term debt	10,521	6,551	10,000	10,000	10,000
Other liabilities	5,034	4,532	4,561	4,592	4,624
Total liabilities	26,804	25,411	26,287	25,844	25,359
Paid-up capital	1,590	1,592	1,597	1,601	1,603
Share premium	3,865	3,952	4,121	4,290	4,375
Retained earnings	9,765	10,229	11,561	12,785	14,118
Shareholders equity	14,760	15,097	16,602	17,999	19,419
Minority interests	2,939	2,924	3,096	3,274	3,457
Total Liab.&Shareholders' equity	44,503	43,432	45,986	47,117	48,235

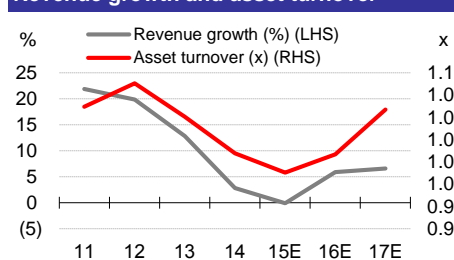
CASH FLOW (Btm)

Net income	2,426	1,680	2,256	2,544	2,812
Depreciation and amortization	2,022	2,274	2,396	2,595	2,756
Change in working capital	(1,137)	(179)	(441)	(486)	(653)
FX, non-cash adjustment & others	597	708	822	874	873
Cash flows from operating activities:	3,908	4,483	5,033	5,527	5,787
Capex (Invest)/Divest	(3,800)	(3,324)	(4,508)	(3,018)	(3,018)
Others	(1,067)	52	0	0	0
Cash flows from investing activities	(4,867)	(3,272)	(4,508)	(3,018)	(3,018)
Debt financing (repayment)	2,010	(340)	249	(1,366)	(1,259)
Equity financing	349	219	173	173	87
Dividend payment	(1,707)	(1,329)	(924)	(1,320)	(1,479)
Others	(1,067)	52	0	0	0
Cash flows from financing activities	651	(1,444)	(501)	(2,513)	(2,652)
Net change in cash	(307)	(232)	24	(4)	117
Free cash flow (Btm)	109	1,159	525	2,509	2,769
FCF per share (Bt)	0.1	0.7	0.3	1.6	1.7

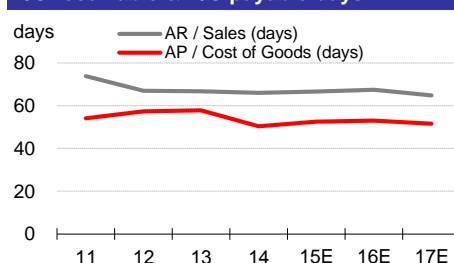
Key Assumptions

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Packaging sales growth	5.2%	-2.9%	1.6%	5.0%	5.0%
Consumer sales growth	40.4%	1.7%	0.5%	7.0%	10.0%
Healthcare/Technical sales growth	-1.0%	6.5%	-2.0%	7.4%	5.0%

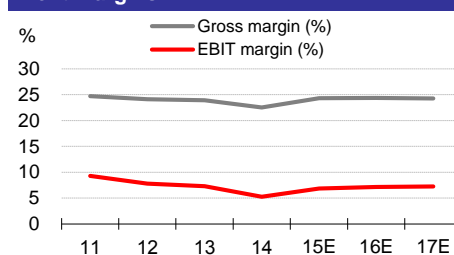
Revenue growth and asset turnover



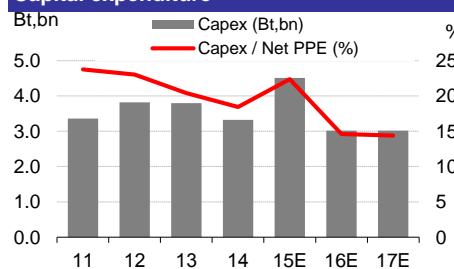
A/C receivable & A/C payable days



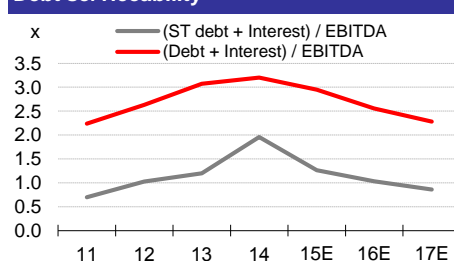
Profit margins



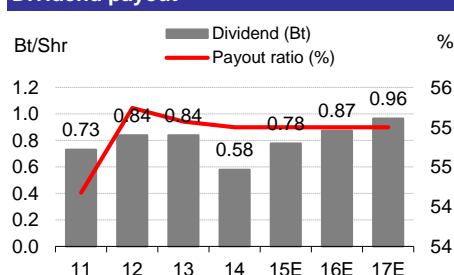
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



BJC : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15
Revenue	10,200	10,665	10,452	12,105	10,493
Cost of sales and services	(7,858)	(8,299)	(8,064)	(9,422)	(7,963)
Gross profit	2,342	2,367	2,388	2,683	2,530
SG&A	(1,700)	(1,915)	(1,909)	(1,974)	(1,827)
EBIT	642	451	480	709	704
Finance costs	(136)	(150)	(143)	(183)	(131)
Other income/exp.	229	97	125	250	154
EBT	736	398	462	776	727
Corporate tax	(133)	(99)	(58)	(190)	(108)
After-tax net profit (loss)	603	298	403	586	618
Minority interest	(80)	(36)	(27)	(34)	(102)
Equity earnings from affiliates	32	20	17	3	9
Extra items	(38)	45	(123)	10	4
Net profit (loss)	516	328	271	564	529
Reported EPS	0.32	0.21	0.17	0.35	0.33
Fully diluted EPS	0.32	0.21	0.17	0.35	0.33
Core net profit	555	282	394	555	525
Core EPS	0.35	0.18	0.25	0.35	0.33
EBITDA	1,355	1,176	1,180	1,546	1,362

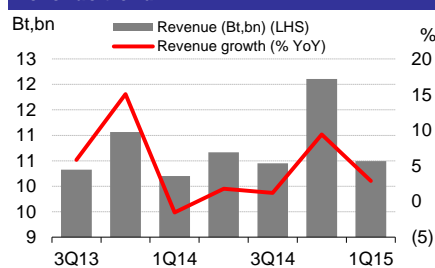
KEY RATIOS

Gross margin (%)	23.0	22.2	22.8	22.2	24.1
EBITDA margin (%)	13.3	11.0	11.3	12.8	13.0
Operating margin (%)	6.3	4.2	4.6	5.9	6.7
Net margin (%)	5.1	3.1	2.6	4.7	5.0
Core profit margin (%)	5.4	2.6	3.8	4.6	5.0
BV (Bt)	11.4	11.3	11.1	11.3	11.6
ROE (%)	13.8	8.7	7.3	15.2	13.8
ROA (%)	4.6	2.9	2.4	5.1	4.9
Current ratio (x)	1.3	1.3	1.0	1.0	1.0
Gearing ratio (x)	0.9	1.0	1.0	0.9	0.9
Interest coverage (x)	4.7	3.0	3.3	3.9	5.4

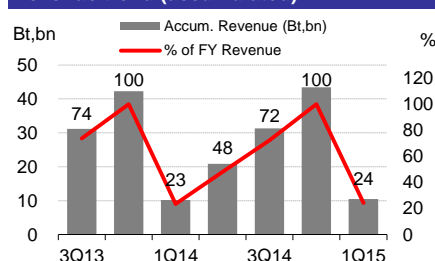
QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	1,539	1,899	1,333	1,123	1,176
Accounts receivable	7,513	7,726	7,590	7,856	8,156
Inventory	8,187	7,662	7,714	7,410	7,261
PP&E-net	19,002	19,495	19,831	18,042	17,819
Other assets	8,118	8,137	7,962	9,000	9,070
Total assets	44,359	44,919	44,431	43,432	43,483
Accounts payable	4,248	3,864	4,148	4,647	4,362
ST debts & current portion	5,963	7,289	10,743	9,681	9,843
Long-term debt	10,786	10,629	6,882	6,551	6,081
Other liabilities	5,222	5,222	4,988	4,532	4,686
Total liabilities	26,220	27,004	26,761	25,411	24,971
Paid-up capital	1,590	1,591	1,592	1,592	1,592
Share premium	3,866	3,872	3,950	3,952	3,952
Retained earnings	10,251	9,951	9,665	10,229	10,758
Shareholders equity	15,204	14,942	14,694	15,097	15,549
Minority interests	2,936	2,973	2,975	2,924	2,963
Total Liab.&Shareholders' equity	44,359	44,919	44,430	43,432	43,483
Key Assumptions	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15
Packaging sales growth	-9.5%	-0.8%	5.0%	-5.2%	8.2%
Consumer sales growth	7.1%	1.8%	5.0%	-6.1%	1.2%
Healthcare/Technical sales growth	-5.5%	16.1%	3.7%	13.3%	-7.7%

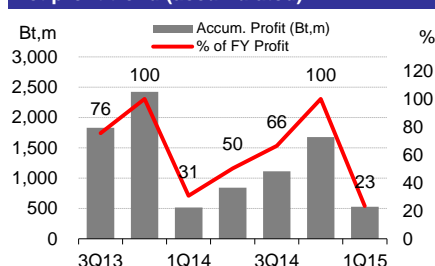
Revenue trend



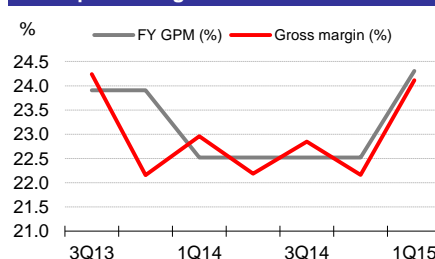
Revenue trend (accumulated)



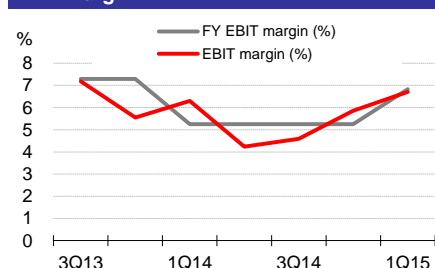
Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin



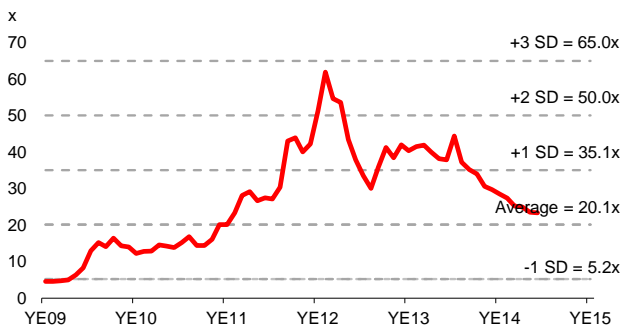
Company profile

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

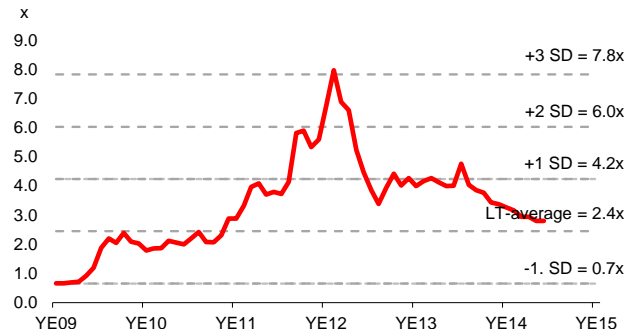
Regional Comparisons

	Bloomberg Code	Price (local curr.)	Market Cap (US\$ equivalent)	PER (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div Yield (%)	
				2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E
Suning Appliance Co Ltd	002024 CH	CNY18.9	22,511	572.7	304.8	-72.5	87.9	4.8	4.7	1.2	1.6	0.0	0.0
Wumart Stores Inc	1025 HK	HKD5.7	947	12.9	12.4	n.a.	4.2	1.4	1.3	11.1	10.4	2.3	2.4
Parkson Retail Group	3368 HK	HKD1.9	676	15.7	13.6	n.a.	18.6	0.7	0.7	4.9	5.7	3.1	3.8
Nitori Hldg Co Ltd	9843 JT	JPY9,540.0	8,775	23.3	21.5	9.1	8.3	3.1	2.7	13.9	13.8	0.6	0.7
Lawson Inc	2651 JT	JPY8,560.0	6,901	22.6	20.5	15.5	10.8	3.1	3.0	14.3	15.2	2.9	3.0
Seven & I Holdings Co Ltd	3382 JT	JPY5,161.0	36,770	22.7	20.5	15.7	11.5	1.9	1.8	8.6	9.2	1.5	1.7
Family Mart	8028 JP	JPY5,410.0	4,247	23.6	21.0	-15.1	12.2	1.8	1.7	7.9	8.5	2.0	2.1
President Chain Store Corp	2912 TT	TWD213.0	7,141	24.5	22.0	-0.4	11.4	7.7	7.0	31.1	32.3	3.3	3.5
Capitaland Limited	CAPL SP	SGD3.4	10,853	20.3	17.8	-13.6	15.7	0.8	0.8	4.8	5.4	2.5	2.6
SM Prime Holdings Inc.	SMPH PM	PHP19.5	12,535	25.0	22.5	18.2	11.0	2.6	2.4	11.1	11.5	1.2	1.4
Home Depot	HD US	USD111.5	144,784	21.2	18.5	11.6	13.7	16.2	18.4	83.0	129.7	2.1	2.4
Costco whole sale corp	COST US	USD140.7	61,814	26.9	24.8	12.6	7.2	5.4	4.7	19.4	20.4	3.1	1.2
Carrefour	CA FP	EUR30.7	25,255	17.8	15.7	-1.4	12.8	2.2	2.0	12.6	13.4	2.5	2.9
Home Product Center	HMPRO TB	THB6.65	2,592	23.3	19.2	7.2	21.1	5.0	4.3	21.2	22.5	1.8	2.1
Big C Supercenter	BIGC TB	THB197.00	4,816	20.9	18.8	8.5	11.1	3.4	3.0	17.5	17.1	1.4	1.6
Beauty Community	BEAUTY TB	THB4.02	357	31.7	25.2	28.0	25.8	-27.4	-57.6	120.4	n.m.	2.0	2.6
Karmarts	KAMART TB	THB5.90	115	23.0	20.4	5.6	12.6	5.7	5.8	24.9	28.5	4.7	5.3
Berli Jucker	BJC TB	THB35.00	1,651	25.7	22.8	34.3	12.8	2.9	2.7	14.2	14.7	2.2	2.4
C.P. All	CPALL TB	THB46.25	12,312	29.3	22.6	38.8	29.6	9.8	7.9	41.2	42.7	2.0	2.2
Central Pattana	CPN TB	THB43.50	5,785	24.0	19.2	14.0	24.9	4.2	3.7	19.1	20.8	1.7	2.1
DSG International (Thailand)	DSGT TB	THB6.70	250	16.5	14.2	16.1	16.2	3.0	2.7	19.3	20.2	3.0	3.5
Siam Global House	GLOBAL TB	THB8.40	867	38.6	31.3	12.0	23.1	1.8	1.7	39.8	40.2	1.3	1.6
Robinson Department Store	ROBINS TB	THB46.00	1,514	22.3	17.9	18.8	24.7	3.5	3.1	17.7	19.8	2.3	2.8
Siam Future Development	SF TB	THB6.05	319	11.9	10.2	6.8	16.7	1.3	1.1	12.3	12.5	0.2	0.2
COL	COL TB	THB54.00	512	38.7	27.5	2.7	40.5	3.4	3.2	9.1	12.0	1.0	1.5
Siam Makro	MAKRO TB	THB40.50	5,761	33.3	27.1	19.6	22.8	13.5	11.7	42.9	46.2	2.3	2.8
Simple average			44.9	31.2	8.0	19.5	3.2	1.7	24.0	23.0	2.0	2.2	

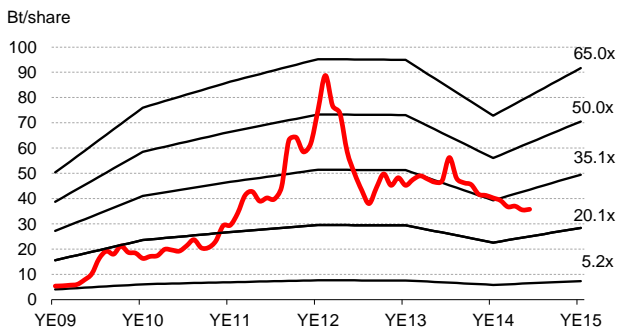
PER band versus SD (next 12 months)



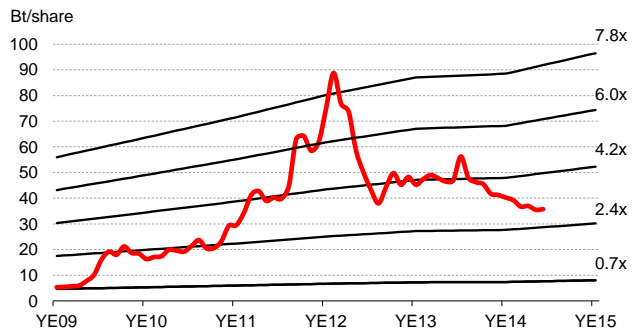
PBV band versus SD (next 12 months)



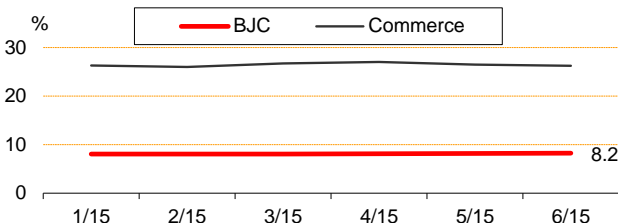
PER band and share price



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 AN 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

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.