

# เบอร์ลี่ ยุคเกอร์

BJC TB / BJC.BK

28 สิงหาคม 2558

**แนวโน้มการเติบโตดี แต่ยังไม่สะท้อนในราคาหุ้น**

## ประเด็นการลงทุน

เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อ BJC หลังจากการประชุมนักวิเคราะห์เมื่อวานนี้ โดยในระยะสั้น ราคาหุ้นน่าจะยังคงได้รับแรงหนุนจากแนวโน้มการเติบโตของกำไรที่แข็งแกร่งในช่วงครึ่งปีหลังปี 2558 หนุนโดยผลประกอบการที่ดีขึ้นของธุรกิจบรรจุภัณฑ์และสินค้าอุปโภคบริโภค รวมถึงผลจากฐานที่ค่อนข้างต่ำ ในขณะที่แผนการสร้างธุรกิจใหม่เวียดนาม กัมพูชาและลาว น่าจะช่วยสนับสนุนการเติบโตในระยะยาว ปัจจุบัน BJC ซื้อขายกันอยู่ที่ PER ปี 2558 ที่ 19.5 เท่า ต่ำที่สุดในรอบ 4 ปี เรายังคงคำแนะนำ ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายสิ้นปี 2558 ที่ 42 บาท

## ธุรกิจแพคเกจจิ้งยังคงหนุนกำไรครึ่งปีหลังปี 2558 อย่างต่อเนื่อง

กำไรจากสายธุรกิจบรรจุภัณฑ์เพิ่มขึ้น 38% YoY เป็น 814 ล้านบาทในครึ่งแรกปี 2558 หนุนโดยยอดขายกระป๋องอลูมิเนียมที่เพิ่มขึ้น 16% YoY และต้นทุนเชื้อเพลิงและวัตถุดิบที่ต่ำลง ในขณะที่ยอดขายขวดแก้วยังคงชะลอตัว เนื่องจากอุปสงค์ในประเทศที่อ่อนตัวลง รวมถึงยอดสั่งซื้อที่ต่ำลงในช่วงที่มีการเปลี่ยนแปลงรูปแบบขวดของเบียร์ช้างและการปิดซ่อมบำรุงเตาหลอมเป็นระยะเวลา 45 วันในไตรมาส 2/58 อย่างไรก็ตามยอดขายและกำไรของธุรกิจขวดแก้วมีแนวโน้มดีขึ้นมากในช่วงครึ่งปีหลัง จากยอดสั่งซื้อขวดเบียร์ช้างใหม่และการผลิตอย่างต่อเนื่องที่หลังปิดซ่อมบำรุง เมื่อรวมกับการเติบโตที่แข็งแกร่งของยอดขายกระป๋องอลูมิเนียมทั้งในไทยและเวียดนามและต้นทุนเชื้อเพลิงและวัตถุดิบที่ถูกลง กำไรของสายธุรกิจบรรจุภัณฑ์ในช่วงครึ่งปีหลังปี 2558 น่าจะเติบโตอย่างแข็งแกร่งทั้ง YoY และ HoH

## ขาดทุนจากดานอนลดลง

หลังจาก BJC มีอำนาจเต็มในการบริหารบริษัท ไทยแดรี่ จำกัด (ก่อนหน้านี้คือบริษัท บีเจซี ดานอน แดรี่ จำกัด) ด้วยการเพิ่มสัดส่วนการถือหุ้นจาก 51% เป็น 100% แล้ว บริษัทได้ปรับลดต้นทุนได้เป็นค่อนข้างมาก ส่งผลให้ผลขาดทุนลดลงเหลือเพียง 5 ล้านบาท/เดือน จาก 40 ล้านบาท/เดือน โดยตัวเลขที่ดีขึ้นนี้จะเห็นอย่างเต็มที่ในผลประกอบการของสายธุรกิจสินค้าอุปโภคบริโภคในช่วงครึ่งปีหลัง ทั้งนี้หลังจากการเข้าซื้อกิจการ BJC สามารถใช้แบรนด์ดานอนเป็นเวลา 1 ปี หลังจากนั้นบริษัทอาจจ่ายค่าธรรมเนียมเพื่อต่ออายุสิทธิ์ในการใช้ชื่อแบรนด์ หรือสร้างแบรนด์ใหม่ของตนเอง หรือหันมาผลิตสินค้าภายใต้แบรนด์ F&N แทน การสร้างแบรนด์ขึ้นใหม่เป็นตัวเลือกรที่เราเห็นด้วยน้อยที่สุดเนื่องจากมีต้นทุนและค่าใช้จ่ายค่อนข้างสูง ทั้งนี้ บริษัทบันทึกกำไรจากการเข้าซื้อกิจการ ไทยแดรี่ ที่ 343 ล้านบาทในไตรมาส 2/58 เนื่องจากราคาซื้อต่ำกว่ามูลค่ายุติธรรม

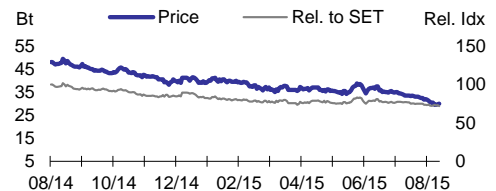
**Sector: Consumer/Retail Neutral**

 คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**

เป้าหมายพื้นฐาน: 42.00 บาท

ราคา (27/08/58): 30.00 บาท

## Price chart

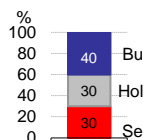


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(9.5)	(6.0)	(32.3)
Absolute	(13.0)	(15.5)	(45.5)

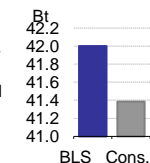
## Key statistics

Market cap	Bt47.8bn	USD1.3bn
12-mth price range	Bt28.8/Bt50.0	
12-mth avg daily volume	Bt28m	USD0.8m
# of shares (m)	1,592	
Est. free float (%)	21.1	
Foreign limit (%)	49.0	

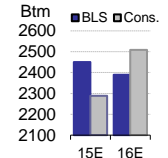
## Consensus rating



## BLS Target price vs. Consensus



## BLS earnings vs. Consensus



## Financial summary

FY Ended 31 Dec	2014	2015E	2016E	2017E
Revenues (Btm)	43,423	43,281	45,920	48,922
Net profit (Btm)	1,680	2,451	2,389	2,660
EPS (Bt)	1.05	1.53	1.49	1.66
EPS growth (%)	-30.8%	+45.5%	-2.8%	+11.2%
Core profit (Btm)	1,808	2,108	2,389	2,660
Core EPS (Bt)	1.14	1.32	1.49	1.66
Core EPS growth (%)	-25.6%	+16.3%	+13.1%	+11.2%
PER (x)	46.6	19.5	20.1	18.1
PBV (x)	3.1	1.7	1.6	1.5
Dividend (Bt)	0.6	0.8	0.8	0.9
Dividend yield (%)	1.2	2.8	2.7	3.0
ROE (%)	17.2	22.8	19.9	20.3

## CG rating


**ไชยธร ศรีเจริญ, CFA**

 นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจุบันด้านหลักทรัพย์  
 chaiyatorn@bualuang.co.th

+66 2 618 1344

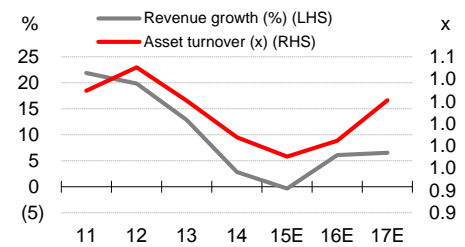
### เติบโตต่อเนื่องในเวียดนาม

ยอดขายในประเทศเวียดนามคิดเป็น 16% ของยอดขายรวมและสัดส่วนนี้น่าจะเพิ่มขึ้นเกิน 50% ในอีก 2-3 ปีข้างหน้า แม้ว่าดีลซื้อ Metro Vietnam (MV) จะให้ TCC (บริษัทแม่ของ BJC) เข้าไปเป็นผู้ซื้อแทน แต่ TCC จะจ้าง BJC ให้เข้ามาบริหารหลังการซื้อกิจการเสร็จสิ้น ซึ่งคาดว่าจะเป็นอย่างปี 2559 นอกจากนี้ BJC ยังได้ข้อเสนอที่น่าสนใจจากบริษัทแม่ โดยหาก BJC สามารถบริหาร MV ให้พลิกกลับเป็นกำไรและต้องการที่จะเป็นเจ้าของบริษัทโดยตรง บริษัทสามารถซื้อ MV จาก TCC ได้ในราคาที่น่าพอใจ ซึ่งอาจจะเป็นแค่ราคาเข้าซื้อกิจการของ TCC รวมถึงต้นทุนในการถือครองหุ้นเท่านั้น และนอกเหนือจากการบริหารธุรกิจค้าปลีกแล้ว บริษัทวางแผนที่จะสร้างเครือข่ายการผลิต (ส่วนใหญ่ น่าจะเป็นการซื้อกิจการ) เพื่อที่จะป้อนสินค้าให้กับ MV และร้านสะดวกซื้อ B's Mart ในเวียดนาม

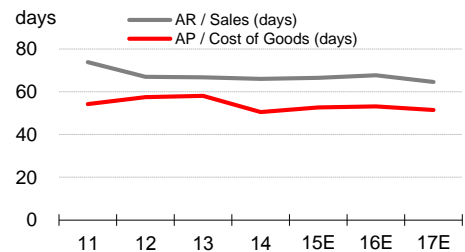
## BJC: Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Revenue	42,226	43,423	43,281	45,920	48,922
Cost of sales and services	(32,030)	(33,621)	(32,881)	(34,885)	(37,178)
<b>Gross profit</b>	<b>10,197</b>	<b>9,802</b>	<b>10,400</b>	<b>11,035</b>	<b>11,744</b>
SG&A	(7,017)	(7,498)	(7,522)	(7,856)	(8,276)
<b>EBIT</b>	<b>3,180</b>	<b>2,304</b>	<b>2,878</b>	<b>3,179</b>	<b>3,468</b>
Finance costs	(575)	(612)	(502)	(529)	(532)
Other income/exp.	511	701	624	702	747
<b>EBT</b>	<b>3,116</b>	<b>2,393</b>	<b>3,001</b>	<b>3,352</b>	<b>3,684</b>
Corporate tax	(567)	(481)	(444)	(503)	(553)
<b>After-tax net profit (loss)</b>	<b>2,550</b>	<b>1,912</b>	<b>2,557</b>	<b>2,849</b>	<b>3,131</b>
Minority interest	(189)	(177)	(480)	(495)	(511)
Equity earnings from affiliates	65	72	31	35	39
Extra items	0	(128)	343	0	0
<b>Net profit (loss)</b>	<b>2,426</b>	<b>1,680</b>	<b>2,451</b>	<b>2,389</b>	<b>2,660</b>
Reported EPS	1.53	1.05	1.53	1.49	1.66
<b>Fully diluted EPS</b>	<b>1.50</b>	<b>1.04</b>	<b>1.51</b>	<b>1.47</b>	<b>1.64</b>
<b>Core net profit</b>	<b>2,426</b>	<b>1,808</b>	<b>2,108</b>	<b>2,389</b>	<b>2,660</b>
Core EPS	1.53	1.14	1.32	1.49	1.66
<b>EBITDA</b>	<b>5,714</b>	<b>5,280</b>	<b>5,899</b>	<b>6,475</b>	<b>6,971</b>
<b>KEY RATIOS</b>					
Revenue growth (%)	12.8	2.8	(0.3)	6.1	6.5
Gross margin (%)	24.1	22.6	24.0	24.0	24.0
EBITDA margin (%)	13.5	12.2	13.6	14.1	14.2
Operating margin (%)	8.7	6.9	8.1	8.5	8.6
Net margin (%)	5.7	3.9	5.7	5.2	5.4
Core profit margin (%)	5.7	4.2	4.9	5.2	5.4
ROA (%)	5.9	3.8	5.5	5.1	5.6
ROCE (%)	6.3	4.1	5.7	5.2	5.6
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)	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
Interest coverage (x)	5.5	3.8	5.7	6.0	6.5
<b>BALANCE SHEET (Btm)</b>					
Cash & Equivalent	1,780	1,123	1,026	1,625	1,632
Accounts receivable	7,721	7,856	7,882	8,517	8,648
Inventory	8,443	7,410	7,883	8,156	8,743
PP&E-net	18,607	18,042	20,141	20,651	20,996
Other assets	7,951	9,000	8,833	8,565	8,298
<b>Total assets</b>	<b>44,503</b>	<b>43,432</b>	<b>45,765</b>	<b>47,514</b>	<b>48,318</b>
Accounts payable	5,094	4,647	4,743	5,079	5,244
ST debts & current portion	6,155	9,681	6,500	6,500	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
<b>Total liabilities</b>	<b>26,804</b>	<b>25,411</b>	<b>25,805</b>	<b>26,171</b>	<b>25,368</b>
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	0	0	0	0	0
<b>Shareholders equity</b>	<b>9,511</b>	<b>9,975</b>	<b>11,502</b>	<b>12,463</b>	<b>13,729</b>
Minority interests	14,760	15,097	16,797	17,932	19,284
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>51,075</b>	<b>50,483</b>	<b>54,103</b>	<b>56,566</b>	<b>58,380</b>
<b>CASH FLOW (Btm)</b>					
Net income	2,426	1,680	2,451	2,389	2,660
Depreciation and amortization	2,022	2,274	2,396	2,595	2,756
Change in working capital	(1,137)	(179)	(403)	(572)	(554)
FX, non-cash adjustment & others	597	708	951	989	1,003
<b>Cash flows from operating activities:</b>	<b>3,908</b>	<b>4,483</b>	<b>5,394</b>	<b>5,400</b>	<b>5,865</b>
Capex (Invest)/Divest	(3,800)	(3,324)	(4,508)	(3,018)	(3,018)
Others	(1,067)	52	0	0	0
<b>Cash flows from investing activities</b>	<b>(4,867)</b>	<b>(3,272)</b>	<b>(4,508)</b>	<b>(3,018)</b>	<b>(3,018)</b>
Debt financing (repayment)	2,010	(340)	(234)	(529)	(1,532)
Equity financing	349	219	173	173	87
Dividend payment	(1,707)	(1,329)	(924)	(1,428)	(1,394)
Others	(1,067)	52	0	0	0
<b>Cash flows from financing activities</b>	<b>651</b>	<b>(1,444)</b>	<b>(984)</b>	<b>(1,783)</b>	<b>(2,839)</b>
Net change in cash	(307)	(232)	(98)	599	8
<b>Free cash flow (Btm)</b>	<b>109</b>	<b>1,159</b>	<b>886</b>	<b>2,382</b>	<b>2,847</b>
<b>FCF per share (Bt)</b>	<b>0.1</b>	<b>0.7</b>	<b>0.6</b>	<b>1.5</b>	<b>1.8</b>
<b>Key Assumptions</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
Packaging sales growth	5.2%	-4.7%	3.5%	5.0%	5.0%
Consumer sales growth	40.4%	0.0%	0.9%	7.0%	10.0%
Healthcare/Technical sales growth	-1.0%	6.5%	-2.7%	8.2%	5.0%

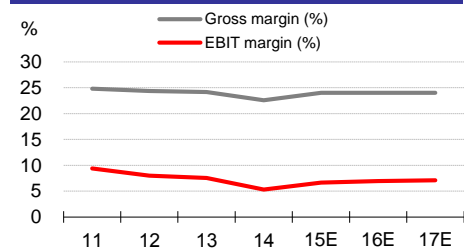
### Revenue growth and asset turnover



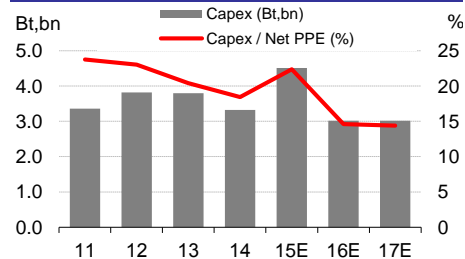
### A/C receivable & A/C payable days



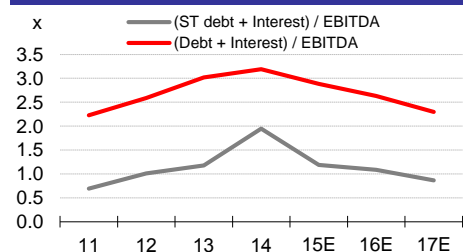
### Profit margins



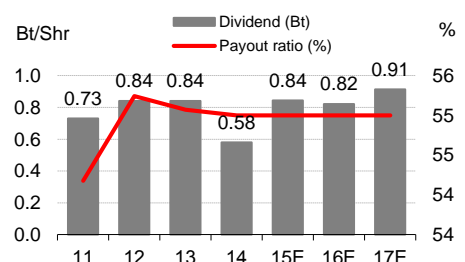
### Capital expenditure



### Debt serviceability



### Dividend payout





## BJC: Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15
Revenue	10,318	10,452	12,453	10,493	10,241
Cost of sales and services	(7,999)	(8,058)	(9,668)	(7,959)	(7,825)
Gross profit	2,319	2,394	2,785	2,534	2,416
SG&A	(1,737)	(1,909)	(2,153)	(1,827)	(1,811)
<b>EBIT</b>	<b>582</b>	<b>485</b>	<b>632</b>	<b>707</b>	<b>605</b>
Finance costs	(135)	(143)	(199)	(131)	(128)
Other income/exp.	89	125	257	154	131
<b>EBT</b>	<b>537</b>	<b>467</b>	<b>691</b>	<b>730</b>	<b>608</b>
Corporate tax	(94)	(58)	(195)	(108)	(86)
After-tax net profit (loss)	443	409	496	622	521
Minority interest	(89)	(27)	20	(102)	(124)
Equity earnings from affiliates	(26)	17	49	9	4
Extra items	0	(128)	0	0	343
<b>Net profit (loss)</b>	<b>328</b>	<b>271</b>	<b>564</b>	<b>529</b>	<b>744</b>
Reported EPS	0.21	0.17	0.35	0.33	0.47
<b>Fully diluted EPS</b>	<b>0.21</b>	<b>0.17</b>	<b>0.35</b>	<b>0.33</b>	<b>0.47</b>
<b>Core net profit</b>	<b>328</b>	<b>399</b>	<b>564</b>	<b>529</b>	<b>401</b>
Core EPS	0.21	0.25	0.35	0.33	0.25
<b>EBITDA</b>	<b>1,300</b>	<b>1,185</b>	<b>1,477</b>	<b>1,366</b>	<b>1,250</b>

### KEY RATIOS

Gross margin (%)	22.5	22.9	22.4	24.2	23.6
EBITDA margin (%)	12.6	11.3	11.9	13.0	12.2
Operating margin (%)	5.6	4.6	5.1	6.7	5.9
Net margin (%)	3.2	2.6	4.5	5.0	7.3
Core profit margin (%)	3.2	3.8	4.5	5.0	3.9
BV (Bt)	15.5	15.1	15.7	16.4	16.9
ROE (%)	13.3	11.3	23.3	20.7	27.9
ROA (%)	2.9	2.4	5.1	4.9	6.8
Current ratio (x)	1.3	1.0	1.0	1.0	0.9
Gearing ratio (x)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
Interest coverage (x)	4.3	3.4	3.2	5.4	4.7

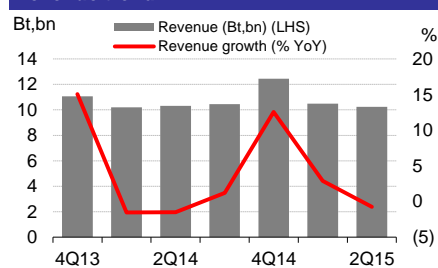
### QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	1,899	1,333	1,123	1,176	1,133
Accounts receivable	7,726	7,590	7,856	8,156	7,922
Inventory	7,662	7,714	7,410	7,261	7,321
PP&E-net	19,495	19,831	18,042	17,819	18,411
Other assets	8,137	7,962	9,000	9,070	9,021
<b>Total assets</b>	<b>44,919</b>	<b>44,431</b>	<b>43,432</b>	<b>43,483</b>	<b>43,808</b>
Accounts payable	3,864	4,148	4,647	4,362	4,316
ST debts & current portion	7,289	10,743	9,681	9,843	11,112
Long-term debt	10,629	6,882	6,551	6,081	4,527
Other liabilities	5,222	4,988	4,532	4,686	4,673
<b>Total liabilities</b>	<b>27,004</b>	<b>26,761</b>	<b>25,411</b>	<b>24,971</b>	<b>24,628</b>
Paid-up capital	1,591	1,592	1,592	1,592	1,592
Share premium	3,872	3,950	3,952	3,952	3,952
Retained earnings	0	0	0	0	0
<b>Shareholders equity</b>	<b>9,697</b>	<b>9,411</b>	<b>9,975</b>	<b>10,504</b>	<b>10,816</b>
Minority interests	14,942	14,694	15,097	15,549	16,100
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>51,643</b>	<b>50,866</b>	<b>50,483</b>	<b>51,024</b>	<b>51,544</b>
<b>Key Assumptions</b>	<b>2Q14</b>	<b>3Q14</b>	<b>4Q14</b>	<b>1Q15</b>	<b>2Q15</b>
Packaging sales growth	-8.0%	5.0%	-5.2%	8.2%	1.0%
Consumer sales growth	-4.6%	5.0%	-6.1%	1.2%	0.6%
Healthcare/Technical sales growth	16.1%	3.7%	13.3%	-7.7%	-15.4%

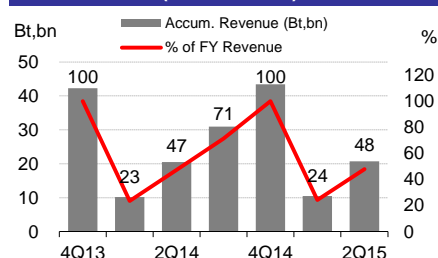
### Company profile

Berli Jucker Public Company Limited (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.

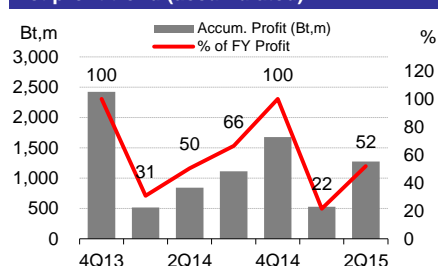
### Revenue trend



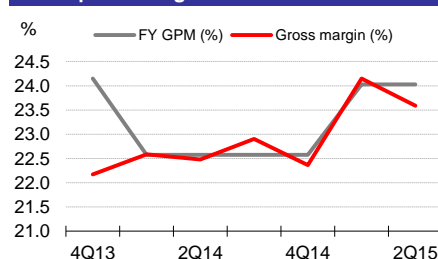
### Revenue trend (accumulated)



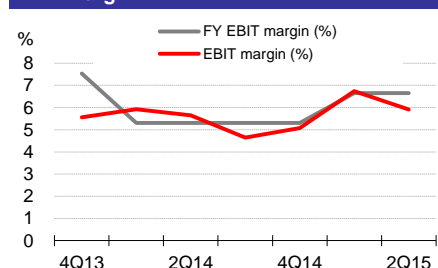
### Net profit trend (accumulated)



### Gross profit margin



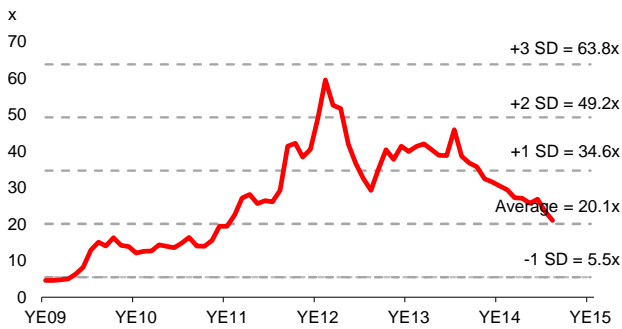
### EBIT margin



## 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	CNY14.1	16,209	286.9	230.5	-59.2	24.5	3.7	3.2	1.4	1.9	0.0	0.0
Wumart Stores Inc	1025 HK	HKD4.2	694	10.2	9.6	n.a.	6.5	1.1	1.0	10.6	10.3	3.2	3.4
Parkson Retail Group	3368 HK	HKD1.1	391	12.9	10.5	n.a.	27.5	0.4	0.4	3.8	3.9	4.6	5.5
Nitori Hldg Co Ltd	9843 JT	JPY9,810.0	9,270	23.8	21.9	9.8	8.8	3.1	2.8	14.1	14.0	0.6	0.7
Lawson Inc	2651 JT	JPY8,400.0	6,957	22.9	20.5	11.5	12.0	3.1	3.0	13.9	14.7	2.9	3.0
Seven & I Holdings Co Ltd	3382 JT	JPY5,236.0	38,324	23.2	20.7	15.8	12.0	1.9	1.8	8.5	9.1	1.5	1.7
Family Mart	8028 JP	JPY5,430.0	4,380	23.5	20.9	-14.9	12.6	1.8	1.7	7.9	8.4	2.0	2.1
President Chain Store Corp	2912 TT	TWD203.0	6,538	24.1	21.4	-3.7	12.4	7.3	6.8	31.1	32.3	3.4	3.6
Capitaland Limited	CAPL SP	SGD2.9	8,935	18.5	16.4	-25.3	15.2	0.7	0.7	4.4	4.8	3.0	3.1
SM Prime Holdings Inc.	SMPH PM	PHP19.5	12,059	24.4	22.3	20.6	9.3	2.6	2.4	11.1	11.3	1.3	1.4
Home Depot	HD US	USD117.7	151,088	22.0	19.1	13.0	14.8	20.0	23.6	81.4	127.0	1.9	2.2
Costco whole sale corp	COST US	USD140.2	61,621	26.9	24.8	12.4	6.7	5.4	4.7	19.6	20.0	1.1	1.2
Carrefour	CA FP	EUR29.2	24,250	17.2	15.2	-2.4	12.9	2.0	1.9	12.3	13.2	2.6	2.9
Home Product Center	HMPRO TB	THB7.15	2,637	24.9	20.6	6.9	21.2	5.3	4.6	21.2	22.5	1.7	2.0
Big C Supercenter	BIGC TB	THB188.00	4,349	20.1	18.2	6.9	10.0	3.3	2.9	17.3	16.8	1.5	1.6
Beauty Community	BEAUTY TB	THB4.42	372	33.3	26.2	32.3	26.8	10.2	8.6	33.5	35.7	2.0	2.5
Karmarts	KAMART TB	THB6.25	116	23.9	21.3	5.6	12.6	5.9	6.0	24.9	28.5	4.5	5.1
Berli Jucker	BJC TB	THB30.00	1,339	19.9	20.4	45.9	-2.5	1.7	1.6	22.8	19.9	2.8	2.7
C.P. All	CPALL TB	THB49.25	12,405	33.2	26.8	31.4	23.8	10.7	8.9	39.4	40.1	1.8	2.0
Central Pattana	CPN TB	THB43.50	5,474	23.6	18.8	13.3	25.7	4.1	3.6	18.9	20.8	1.7	2.1
DSG International (Thailand)	DSGT TB	THB5.10	180	16.0	14.7	-8.2	8.7	2.4	2.2	15.4	15.4	3.1	3.4
Siam Global House	GLOBAL TB	THB10.00	977	38.4	30.0	29.2	28.2	2.0	1.9	44.6	44.8	1.3	1.7
Robinson Department Store	ROBINS TB	THB39.50	1,230	19.9	16.9	14.3	18.0	3.0	2.7	17.1	18.3	2.6	3.0
Siam Future Development	SF TB	THB5.50	274	10.9	9.3	6.8	16.7	1.2	1.0	12.3	12.5	0.3	0.3
COL	COL TB	THB40.75	366	34.5	23.2	-13.9	48.5	2.6	2.4	7.7	10.8	1.2	1.7
The Platinum Group	PLAT TB	THB5.10	400	24.4	22.5	0.0	8.6	1.7	1.6	10.7	7.5	1.6	1.8
Siam Makro	MAKRO TB	THB39.00	5,249	33.5	28.6	14.4	17.2	13.4	11.9	41.8	44.2	2.4	2.9
<b>Simple average</b>				<b>33.1</b>	<b>27.8</b>	<b>6.5</b>	<b>16.3</b>	<b>4.5</b>	<b>4.2</b>	<b>20.3</b>	<b>22.5</b>	<b>2.1</b>	<b>2.4</b>

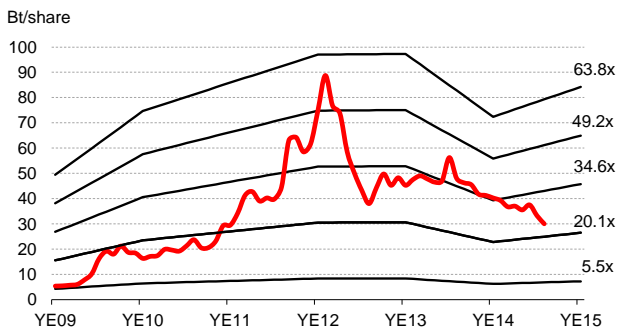
PER band versus SD (next 12 months)



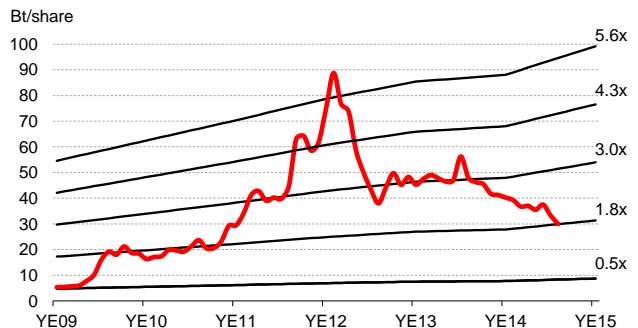
PBV band versus SD (next 12 months)



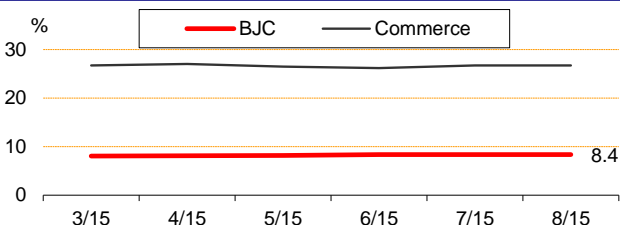
PER band and share price



PBV band and share price



Foreign holdings








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
	COM7, TFG

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 IOD survey 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 neither confirms nor certifies the accuracy of such survey results.

#### 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.