

เบอรัลลี่ ยุคเกอร์

BJC TB / BJC.BK

23 พฤษภาคม 2558

แนวโน้มเติบโตระยะกลางยังไม่ชัดเจน

ประเด็นการลงทุน

เราเชื่อว่าราคาหุ้น BJC ได้สะท้อนผลประกอบการกำไรที่เติบโตอย่างแข็งแกร่งในครึ่งหลังปี 2558 ไปเรียบร้อยแล้ว โดย PER ของผลการดำเนินงานปกติของปี 2558 ที่ 28.7 เท่า และปี 2559 ที่ 25.9 เท่า ถึงแม้ PER จะใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยของกลุ่ม แต่การเติบโตของกำไร BJC มีแนวโน้มน้อยกว่ามาก (อัตราเติบโตของ EPS เฉลี่ยสะสมต่อปีในช่วง 3 ปี ข้างหน้าอยู่ที่ 8.3% เมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 18.3%) นอกจากนี้ เราคาดว่าอัตราการเติบโตของ EPS จะค่อยๆชะลอตัวลงตั้งแต่ว่าปี 2559 เป็นต้นไป ในขณะที่บริษัทอื่นในกลุ่มมีแนวโน้มดีขึ้น อย่างไรก็ตาม เรามองว่ายังเร็วเกินไปที่จะขายทำกำไร เนื่องจากเราคาดกำไรไตรมาส 4/58 จะเติบโตอย่างแข็งแกร่งและหนุนราคาหุ้นได้ เราจึงยังคงแนะนำ "ถือ"

ช่วงกำไรเติบโตแข็งแกร่งกำลังจะผ่านไป

ตั้งแต่ไตรมาส 2/58 ต้นทุนวัตถุดิบและพลังงานที่ปรับตัวลงเป็นปัจจัยหนุนกำไรที่เติบโตของ BJC โดยกำไรหลักปรับเพิ่มขึ้น 22% YoY ในไตรมาส 2/58 ในขณะที่การปรับดีไซน์ขวดเบียร์ช่วงเร่งอัตราการเติบโตของกำไรให้มาอยู่ที่ 27% YoY ในไตรมาส 3/58 เรามองว่าแนวโน้มการเติบโตนี้จะต่อเนื่องไปในไตรมาส 4/58 เนื่องจากปัจจัยดังกล่าวยังคงมีผลอยู่ อย่างไรก็ตาม อัตราการเติบโตของกำไรมีแนวโน้มชะลอตัวลงมาอยู่ระดับเพียง 10% ในปีหน้า เนื่องจากเราไม่คิดว่าต้นทุนจะปรับลดลงไปกว่านี้ อีกทั้งยอดขายธุรกิจบรรจุภัณฑ์มีแนวโน้มขยายตัวได้จำกัดในช่วงนี้เนื่องจากโรงงานผลิตที่เต็มอัตราการผลิตแล้ว ในขณะที่การฟื้นตัวของธุรกิจค้าปลีกอาจไม่หนุนกำไรรวมมากนักเนื่องจากสัดส่วนกำไรของธุรกิจดังกล่าวคิดเป็นสัดส่วนเพียง 20% ของกำไรทั้งหมด

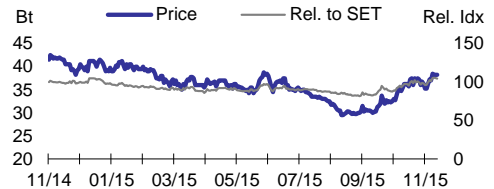
กำไรระยะยาวเติบโตจากธุรกิจในกลุ่มประเทศ CLMV

ใน 5 ปีที่ผ่านมา BJC เน้นการขยายธุรกิจในประเทศเพื่อนบ้านมาก โดยสัดส่วนของยอดขายในต่างประเทศปรับสูงขึ้นจาก 4.6% ในปี 2552 มาอยู่ที่ 20.1% ใน 9 เดือนแรกของปี 2558 แต่สัดส่วนกำไรยังต่ำอยู่ เนื่องจากกำไรส่วนใหญ่มาจากธุรกิจกระจายสินค้าซึ่งมีอัตรากำไรต่ำ ในมุมมองของเรากำไรจากธุรกิจต่างประเทศน่าจะมีสัดส่วนที่เป็นสาระสำคัญหลังจากที่บริษัทประสบความสำเร็จในการขยายธุรกิจค้าปลีกในประเทศเหล่านั้น

Sector: Consumer/Retail – OVERWEIGHT

คำแนะนำพื้นฐาน: ถือ
เป้าหมายพื้นฐาน: 36.50 บาท
ราคา (20/11/58): 38.25 บาท

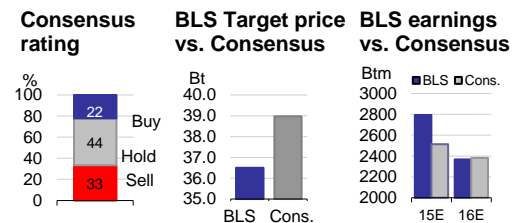
Price chart



Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	17.5	18.4	0.2
Absolute	15.9	20.5	(11.6)

Key statistics

Market cap	Bt60.9bn	USD1.7bn
12-mth price range	Bt28.8/Bt43.0	
12-mth avg daily volume	Bt23m	USD0.7m
# of shares (m)	1,592	
Est. free float (%)	21.1	
Foreign limit (%)	49.0	



Financial summary

FY Ended 31 Dec	2014	2015E	2016E	2017E
Revenues (Btm)	43,423	43,130	45,655	47,793
Net profit (Btm)	1,680	2,792	2,367	2,525
EPS (Bt)	1.05	1.75	1.48	1.58
EPS growth (%)	-30.8%	+65.8%	-15.5%	+6.5%
Core profit (Btm)	1,808	2,129	2,367	2,525
Core EPS (Bt)	1.14	1.33	1.48	1.58
Core EPS growth (%)	-25.6%	+17.5%	+10.9%	+6.5%
PER (x)	46.6	21.9	25.9	24.3
PBV (x)	3.1	2.1	2.0	1.9
Dividend (Bt)	0.6	1.0	0.8	0.9
Dividend yield (%)	1.2	2.5	2.1	2.3
ROE (%)	17.2	25.6	19.4	19.2

CG rating



ไชยธร ศรีเจริญ, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

chaiyatorn@bualuang.co.th

+66 2 618 1344

อัปเดตธุรกิจค้าปลีกใน กลุ่มประเทศ CLMV

ผู้บริหารกล่าวว่าการเข้าซื้อกิจการ Metro Vietnam (MV) ของ TCC (บริษัทแม่ของ BJC) จะเสร็จสิ้นในช่วงปลายไตรมาส 4/58 หรืออย่างช้าต้นไตรมาส 1/59 ซึ่งหลังจากนั้น TCC จะจ้าง BJC ในการบริหาร MV ทั้งนี้หาก BJC สามารถพลิก MV กลับมากำไร (ซึ่งน่าจะใช้เวลาอย่างน้อย 2-3 ปีจากนี้) และต้องการเป็นเจ้าของในบริษัทดังกล่าว BJC มีสิทธิ์ซื้อ MV จาก TCC ในราคาต้นทุน

BJC เป็นเจ้าของแฟรนไชส์ธุรกิจ M-Point Mart (MPM) ซึ่งเป็นร้านสะดวกซื้อที่มีสาขามากที่สุดในประเทศลาว โดยปัจจุบัน MPM มีอยู่ 22 สาขาและตั้งเป้าขยายอีก 50 สาขาในปีหน้า ทั้งนี้ BJC ไม่ได้เป็นถือหุ้นใน MPM เนื่องจากกฎหมายในปัจจุบันยังไม่อนุญาต แต่หากมีการแก้กฎหมายหลัง AEC ทางบริษัทอาจเข้าไปถือหุ้นบางส่วน

BJC: Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Revenue	42,226	43,423	43,130	45,655	47,793
Cost of sales and services	(32,131)	(33,643)	(32,904)	(34,802)	(36,469)
Gross profit	10,095	9,780	10,226	10,853	11,324
SG&A	(7,017)	(7,498)	(7,614)	(7,940)	(8,267)
EBIT	3,078	2,282	2,612	2,913	3,058
Finance costs	(575)	(612)	(486)	(516)	(512)
Other income/exp.	613	723	1,034	807	845
EBT	3,116	2,393	3,160	3,203	3,390
Corporate tax	(567)	(481)	(421)	(481)	(509)
After-tax net profit (loss)	2,550	1,912	2,738	2,723	2,882
Minority interest	(189)	(177)	(680)	(432)	(442)
Equity earnings from affiliates	65	72	71	76	86
Extra items	0	(128)	663	0	0
Net profit (loss)	2,426	1,680	2,792	2,367	2,525
Reported EPS	1.53	1.05	1.75	1.48	1.58
Fully diluted EPS	1.50	1.04	1.72	1.46	1.56
Core net profit	2,426	1,808	2,129	2,367	2,525
Core EPS	1.53	1.14	1.33	1.48	1.58
EBITDA	5,714	5,280	6,042	6,314	6,658

KEY RATIOS

Revenue growth (%)	12.8	2.8	(0.7)	5.9	4.7
Gross margin (%)	23.9	22.5	23.7	23.8	23.7
EBITDA margin (%)	13.5	12.2	14.0	13.8	13.9
Operating margin (%)	8.7	6.9	8.5	8.1	8.2
Net margin (%)	5.7	3.9	6.5	5.2	5.3
Core profit margin (%)	5.7	4.2	4.9	5.2	5.3
ROA (%)	5.9	3.8	6.3	5.1	5.3
ROCE (%)	6.3	4.1	6.5	5.2	5.3
Asset turnover (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Current ratio (x)	1.3	1.0	1.3	1.3	1.4
Gearing ratio (x)	0.7	0.6	0.6	0.5	0.4
Interest coverage (x)	5.4	3.7	5.4	5.6	6.0

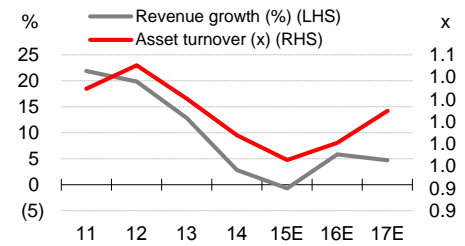
BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	1,780	1,123	1,272	1,371	1,340
Accounts receivable	7,721	7,856	7,828	8,478	8,292
Inventory	8,443	7,410	7,894	8,107	8,469
PP&E-net	18,607	18,042	20,141	20,651	20,996
Other assets	7,951	9,000	8,773	8,577	8,392
Total assets	44,503	43,432	45,908	47,184	47,488
Accounts payable	5,094	4,647	4,744	5,049	5,070
ST debts & current portion	6,155	9,681	6,000	6,200	5,100
Long-term debt	10,521	6,551	10,200	9,800	9,700
Other liabilities	5,034	4,532	4,561	4,592	4,624
Total liabilities	26,804	25,411	25,505	25,641	24,494
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
Shareholders equity	9,511	9,975	11,844	12,595	13,738
Minority interests	14,760	15,097	17,139	18,063	19,293
Total Liab.&Shareholders' equity	51,075	50,483	54,487	56,299	57,525

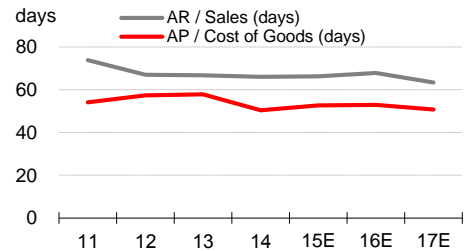
CASH FLOW (Btm)

Net income	2,426	1,680	2,792	2,367	2,525
Depreciation and amortization	2,022	2,274	2,396	2,595	2,756
Change in working capital	(1,137)	(179)	(358)	(558)	(155)
FX, non-cash adjustment & others	597	708	1,095	872	869
Cash flows from operating activities:	3,908	4,483	5,925	5,276	5,994
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)	(518)	(716)	(1,712)
Equity financing	349	219	173	173	87
Dividend payment	(1,707)	(1,329)	(924)	(1,616)	(1,382)
Others	(1,067)	52	0	0	0
Cash flows from financing activities	651	(1,444)	(1,268)	(2,158)	(3,007)
Net change in cash	(307)	(232)	149	99	(31)
Free cash flow (Btm)	109	1,159	1,417	2,258	2,976
FCF per share (Bt)	0.1	0.7	0.9	1.4	1.9
Key Assumptions	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Packaging sales growth	5.2%	-7.2%	9.2%	7.2%	5.0%
Consumer sales growth	40.4%	-1.8%	0.6%	3.0%	5.0%
Healthcare/Technical sales growth	-1.0%	6.7%	-11.2%	11.1%	5.0%

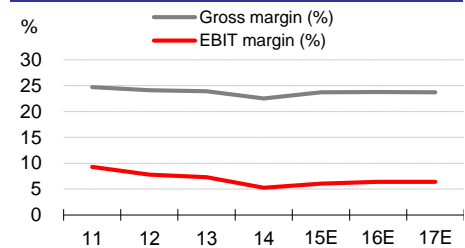
Revenue growth and asset turnover



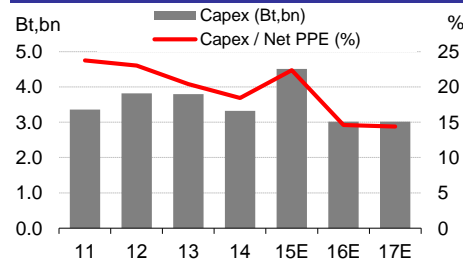
A/C receivable & A/C payable days



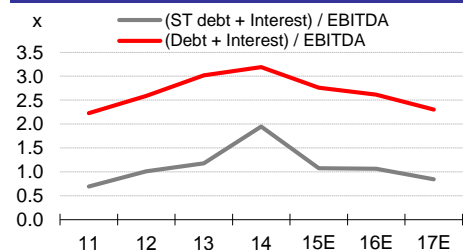
Profit margins



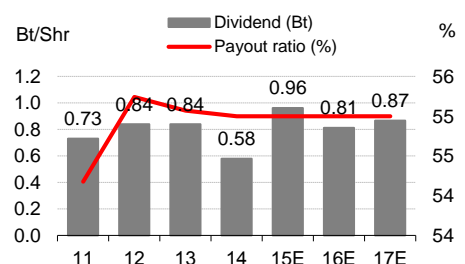
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



BJC: Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15
Revenue	9,991	12,914	10,493	10,241	10,388
Cost of sales and services	(7,709)	(10,030)	(7,963)	(7,858)	(8,009)
Gross profit	2,282	2,884	2,530	2,383	2,379
SG&A	(1,746)	(2,316)	(1,827)	(1,811)	(1,867)
EBIT	537	568	704	572	511
Finance costs	(130)	(212)	(131)	(128)	(111)
Other income/exp.	127	268	158	164	447
EBT	534	624	730	608	848
Corporate tax	(56)	(197)	(108)	(86)	(80)
After-tax net profit (loss)	477	427	622	521	767
Minority interest	(65)	58	(102)	(124)	(311)
Equity earnings from affiliates	(13)	79	9	4	49
Extra items	(128)	0	0	343	320
Net profit (loss)	271	564	529	744	825
Reported EPS	0.17	0.35	0.33	0.47	0.52
Fully diluted EPS	0.17	0.35	0.33	0.47	0.52
Core net profit	399	564	529	401	505
Core EPS	0.25	0.35	0.33	0.25	0.32
EBITDA	1,239	1,424	1,366	1,250	1,521

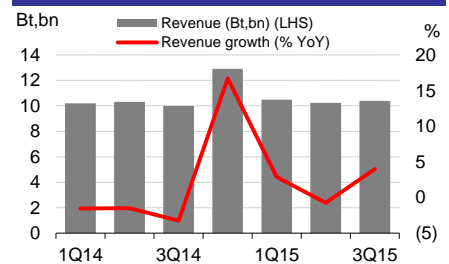
KEY RATIOS

Gross margin (%)	22.8	22.3	24.1	23.3	22.9
EBITDA margin (%)	12.4	11.0	13.0	12.2	14.6
Operating margin (%)	5.4	4.4	6.7	5.6	4.9
Net margin (%)	2.7	4.4	5.0	7.3	7.9
Core profit margin (%)	4.0	4.4	5.0	3.9	4.9
BV (Bt)	15.1	15.7	16.4	16.9	17.4
ROE (%)	11.3	23.3	20.7	27.9	30.1
ROA (%)	2.4	5.1	4.9	6.8	7.5
Current ratio (x)	1.0	1.0	1.0	0.9	1.1
Gearing ratio (x)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
Interest coverage (x)	4.1	2.7	5.4	4.5	4.6

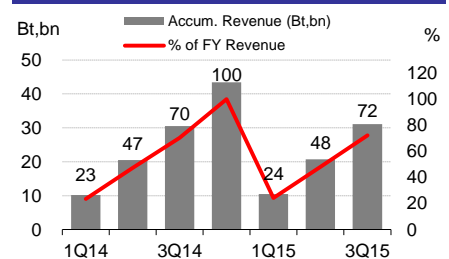
QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	1,333	1,123	1,176	1,133	1,242
Accounts receivable	7,590	7,856	8,156	7,922	7,605
Inventory	7,714	7,410	7,261	7,321	7,421
PP&E-net	19,831	18,042	17,819	18,411	18,466
Other assets	7,962	9,000	9,070	9,021	9,453
Total assets	44,431	43,432	43,483	43,808	44,187
Accounts payable	4,148	4,647	4,362	4,316	4,442
ST debts & current portion	10,743	9,681	9,843	11,112	8,309
Long-term debt	6,882	6,551	6,081	4,527	7,133
Other liabilities	4,988	4,532	4,686	4,673	4,366
Total liabilities	26,761	25,411	24,971	24,628	24,250
Paid-up capital	1,592	1,592	1,592	1,592	1,592
Share premium	3,950	3,952	3,952	3,952	3,952
Retained earnings	0	0	0	0	0
Shareholders equity	9,411	9,975	10,504	10,816	11,084
Minority interests	14,694	15,097	15,549	16,100	16,577
Total Liab.&Shareholders' equity	50,866	50,483	51,024	51,544	51,911
Key Assumptions	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15
Packaging sales growth	-6.1%	-5.2%	8.2%	1.0%	14.2%
Consumer sales growth	-2.3%	-6.1%	1.2%	0.6%	-0.5%
Healthcare/Technical sales growth	4.4%	13.3%	-7.7%	-15.4%	-12.4%

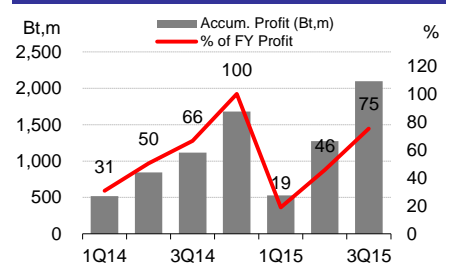
Revenue trend



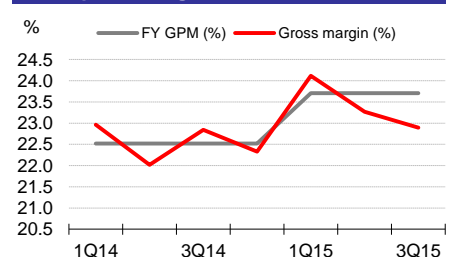
Revenue trend (accumulated)



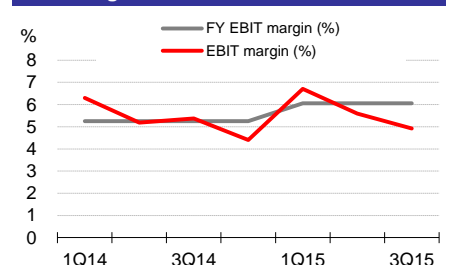
Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin



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.

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	CNY15.2	17,535	280.7	631.7	-55.0	-55.6	4.0	3.3	0.8	0.7	0.0	0.0
Wumart Stores Inc	1025 HK	HKD5.5	914	14.8	13.7	n.a.	7.5	1.4	1.3	10.0	9.7	2.4	2.6
Parkson Retail Group	3368 HK	HKD1.1	367	33.3	12.9	n.a.	240.9	0.4	0.4	1.8	3.6	5.0	5.5
Nitori Hldg Co Ltd	9843 JT	JPY9,900.0	9,226	23.3	21.3	12.8	9.7	3.2	2.8	14.4	14.3	0.6	0.7
Lawson Inc	2651 JT	JPY9,580.0	7,824	25.8	23.2	12.8	11.4	3.6	3.4	14.2	15.1	2.6	2.7
Seven & I Holdings Co Ltd	3382 JT	JPY5,822.0	42,023	26.4	23.3	12.5	13.5	2.1	2.0	8.4	9.1	1.3	1.5
Family Mart	8028 JP	JPY5,430.0	4,319	22.9	20.8	-12.8	10.0	1.8	1.7	8.4	8.5	2.0	2.0
President Chain Store Corp	2912 TT	TWD211.0	6,747	25.8	23.9	-6.4	8.4	7.8	7.3	30.8	30.9	3.3	3.3
Capitaland Limited	CAPL SP	SGD3.1	9,405	19.3	17.8	-24.9	10.2	0.8	0.8	4.9	5.2	2.9	2.9
SM Prime Holdings Inc.	SMPH PM	PHP20.9	12,849	26.7	23.9	25.8	5.1	2.8	2.6	11.2	11.2	1.2	1.4
Home Depot	HD US	USD130.2	167,203	24.4	21.1	13.2	14.9	23.7	31.2	87.5	166.4	1.8	2.1
Costco whole sale corp	COST US	USD163.1	71,341	28.9	26.1	4.1	10.8	6.1	5.3	22.1	22.6	1.0	1.1
Carrefour	CA FP	EUR29.3	23,044	18.0	16.2	-8.4	11.8	2.1	1.9	12.0	12.6	2.5	2.8
Home Product Center	HMPRO TB	THB6.90	2,538	24.6	21.2	4.7	16.0	5.1	4.5	20.8	21.3	1.7	1.9
Big C Supercenter	BIGC TB	THB199.00	4,592	22.3	20.1	1.6	11.2	3.5	3.1	16.5	16.3	1.3	1.5
Beauty Community	BEAUTY TB	THB5.40	453	39.4	30.4	36.6	29.3	12.4	10.3	34.4	37.0	1.7	2.1
Karmarts	KAMART TB	THB7.90	146	30.3	26.9	5.6	12.6	7.5	7.6	24.9	28.5	3.5	4.1
Berli Jucker	BJC TB	THB38.25	1,703	22.2	26.2	66.3	-15.2	2.1	2.0	25.6	19.4	2.5	2.1
C.P. All	CPALL TB	THB49.75	12,499	33.8	28.3	30.1	19.6	10.9	9.2	39.1	38.9	1.8	2.0
Central Pattana	CPN TB	THB46.75	5,868	25.9	20.8	10.8	24.8	4.5	3.9	18.6	20.4	1.5	1.9
DSG International (Thailand)	DSGT TB	THB3.96	140	12.4	11.4	-8.2	8.7	1.8	1.7	15.4	15.4	4.0	4.4
Siam Global House	GLOBAL TB	THB10.30	1,004	39.5	29.9	29.5	32.0	2.4	2.3	6.3	7.9	1.3	1.7
Robinson Department Store	ROBINS TB	THB42.50	1,320	22.5	19.9	8.9	12.9	3.3	3.0	16.4	16.9	2.3	2.5
Siam Future Development	SF TB	THB5.90	293	12.7	11.4	-1.8	11.5	1.3	1.1	11.4	11.2	0.2	0.2
COL	COL TB	THB43.25	387	36.4	30.6	-13.4	19.0	2.8	2.6	7.7	8.8	1.1	1.3
The Platinum Group	PLAT TB	THB5.50	431	26.3	24.3	0.0	8.6	1.9	1.8	10.7	7.5	1.5	1.6
Siam Makro	MAKRO TB	THB38.50	5,169	33.6	29.0	12.7	15.9	13.3	12.0	41.3	43.5	2.5	3.0
Simple average				35.3	44.7	6.3	18.7	4.9	4.8	19.1	22.3	2.0	2.2

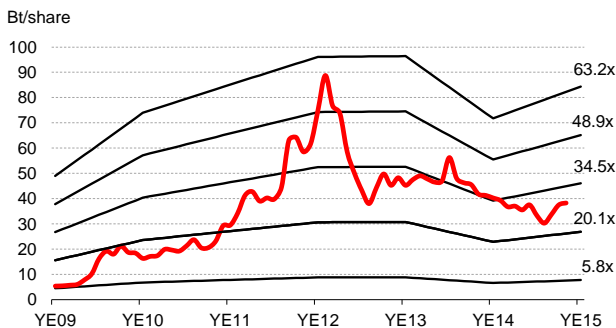
PER band versus SD (next 12 months)



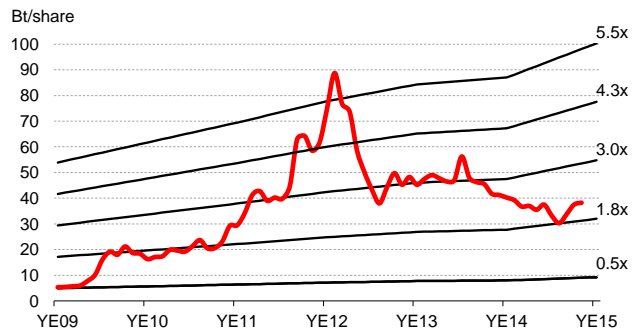
PBV band versus SD (next 12 months)



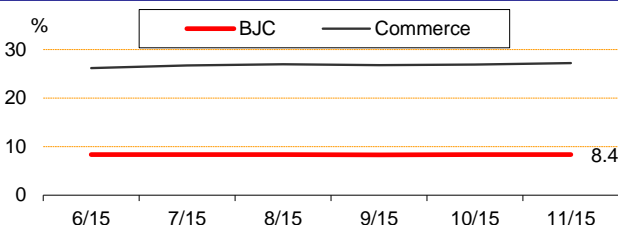
PER band and share price



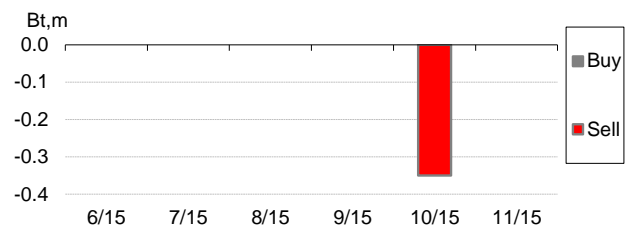
PBV band and share price



Foreign holdings



Management trading activities during past six months








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
SPRC	SPRC

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.

"Disclaimer: The disclosure of the Anti-Corruption Progress Indicators of a listed company on the Stock Exchange of Thailand, which is assessed by the relevant institution as disclosed by the Office of the Securities and Exchange Commission, is made in order to comply with the policy and sustainable development plan for the listed companies. The relevant institution made this assessment based on the information received from the listed company, as stipulated in the form for the assessment of Anti-corruption which refers to the Annual Registration Statement (Form 56-1), Annual Report (Form 56-2), or other relevant documents or reports of such listed company. The assessment result is therefore made from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on any inside information. Since this assessment is only the assessment result as of the date appearing in the assessment result, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, [.] Securities Company Limited does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of the assessment result."

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.