

เบอร์ลี่ ยุคเกอร์

BJC TB / BJC.BK

8 มีนาคม 2559

กำลังก้าวขึ้นเป็นผู้ค้าปลีกที่ใหญ่ที่สุดรายหนึ่งในอาเซียน

ประเด็นการลงทุน

เรามองว่า BJC เป็นหุ้นที่มีเรื่องราวน่าสนใจที่สุดในกลุ่มค้าปลีก บริษัทกำลังก้าวขึ้นสู่การเป็นบริษัทค้าปลีกที่ใหญ่ที่สุดในอาเซียน โดยการเข้าซื้อ BIGC ถือว่าเป็นเพียงก้าวแรกเท่านั้น ส่วนก้าวที่สองน่าจะเป็นการซื้อ Metro Vietnam ต่อจาก TCC ในขณะที่ B's Mart (ร้านสะดวกซื้อในเวียดนาม) น่าจะมีผลประกอบการที่ดีขึ้นจากการใช้ความเชี่ยวชาญและ Know How ของ BIGC มาประยุกต์ใช้ ทั้งนี้เราได้รวมการเข้าซื้อ BIGC ในประมาณการกำไรของ BJC แล้ว เพื่อให้นักลงทุนมองเห็นภาพของผลประกอบการและมูลค่าหลังการเข้าซื้อกิจการได้ชัดเจนขึ้น เราปรับเพิ่มราคาเป้าหมายสิ้นปี 2559 เป็น 45 บาท และปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น ชื้อจาก ถือ

ต้นทุนทางการเงินมีโอกาสดำว่าที่เราประเมิน

ผู้บริหารยังไม่เปิดเผยเงื่อนไขทางการเงิน, ต้นทุนอัตราดอกเบี้ยและเป้าหมายอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนหลังเข้าซื้อ แต่บอกป็นนัยว่าต้นทุนอัตราดอกเบี้ยซึ่งรวมถึงค่าธรรมเนียมการทำประกันความเสี่ยงอัตราแลกเปลี่ยนสำหรับสัญญาเงินกู้ระยะสั้น น่าจะต่ำกว่าที่ตลาดคาดที่ 4-5% และมีความเป็นไปได้ที่จะต่ำกว่าที่เราประมาณการที่ 3.5% เรามองว่าปีจจัยนี้จะยังทำให้การเข้าซื้อกิจการครั้งนี้เป็นบวกมากขึ้นและยืนยันมุมมองของเราว่า การทำธุรกรรมดังกล่าวจะหนุนให้ EPS เพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตามปัจจุบันเราตั้งสมมติฐานเชิงระมัดระวังว่า ต้นทุนทางการเงินของบริษัทอยู่ที่ 3.5%

ผลประโยชน์จากการเข้าซื้อ BIGC

ประโยชน์จากการเข้าซื้อ BIGC นั้นดูเหมือนจะมากกว่าที่เราคาดไว้ นอกเหนือจากที่เราเคยกล่าวถึงก่อนหน้านี้ (ขายสินค้าผ่าน BIGC ได้ง่ายขึ้น, เป็นผู้รับจ้างหลักในการผลิตสินค้าแบรนด์ของ BIGC เอง, และการเข้าถึงข้อมูลลูกค้า) BJC ยังวางแผนที่จะใช้ความเชี่ยวชาญและประสบการณ์ของ BIGC มาปรับปรุงร้านค้าปลีกรูปแบบอื่นๆ อย่างเช่นร้านสะดวกซื้อ B's mart ในเวียดนามและ M-point Mart (ร้านสะดวกซื้อในลาว) ของบริษัทให้แข็งแกร่งขึ้น นอกจากนี้ รัชชายุยา Pure ของ BIGC จะช่วยต่อยอดกลุ่มธุรกิจการแพทย์ของ BJC ลงไปสู่ปลายน้ำได้เป็นอย่างดี

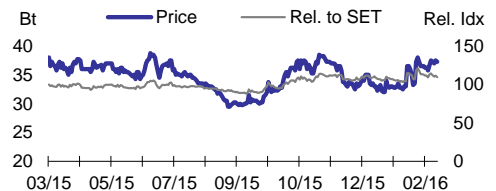
กำหนดการเข้าซื้อกิจการ

ถ้าหากผู้ถือหุ้นอนุมัติให้บริษัทเข้าทำธุรกรรมได้ในวันที่ 21 มี.ค. บริษัทจะเข้าซื้อกิจการ BIGC ในสัดส่วน 58.55% จากคาสโนภายในสิ้นเดือนมี.ค. การทำค่าขอเสนอซื้อหลักทรัพย์จะเกิดขึ้นในช่วงเดือนเม.ย.-พ.ค. และสัดส่วนในการถือหุ้นของ BJC สุดท้ายน่าจะได้ข้อสรุปได้ภายในเดือนพ.ค. อย่างไรก็ตาม บริษัทยังไม่เปิดเผยว่าจะริไฟแนนซ์ bridging loan เป็นหนี้ระยะยาว และจะเพิ่มทุนในเวลาใด แต่เราเชื่อว่า BJC จะทำการริไฟแนนซ์ให้เร็วที่สุดเพื่อจะได้ลืออัตราดอกเบี้ยเงินกู้ที่ค่อนข้างต่ำและลดความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน

Sector: Consumer/Retail – OVERWEIGHT

คำแนะนำพื้นฐาน: ชื้อ
เป้าหมายพื้นฐาน: 45.00 บาท
ราคา (07/03/2559): 37.25 บาท

Price chart

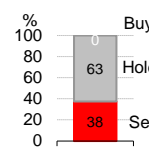


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	7.9	(4.7)	9.8
Absolute	14.6	2.1	(0.7)

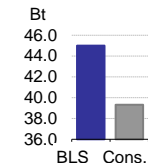
Key statistics

Market cap	Bt59.3bn	USD1.7bn
12-mth price range	Bt28.8/Bt39.5	
12-mth avg daily volume	Bt21m	USD0.6m
# of shares (m)	1,592	
Est. free float (%)	21.1	
Foreign limit (%)	49.0	

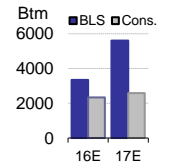
Consensus rating



BLS Target price vs. Consensus



BLS earnings vs. Consensus



Financial summary

FY Ended 31 Dec	2015	2016E	2017E	2018E
Revenues (Btm)	42,893	138,545	178,574	180,804
Net profit (Btm)	2,792	3,337	5,613	5,863
EPS (Bt)	1.75	1.17	1.97	2.06
EPS growth (%)	+66.2%	-33.0%	+68.1%	+4.5%
Core profit (Btm)	2,075	3,337	5,613	5,863
Core EPS (Bt)	1.30	1.17	1.97	2.06
Core EPS growth (%)	+14.8%	-9.9%	+68.1%	+4.5%
PER (x)	20.6	31.7	18.9	18.1
PBV (x)	2.0	1.5	1.4	1.3
Dividend (Bt)	0.8	0.6	1.1	1.1
Dividend yield (%)	2.3	1.7	2.9	3.0
ROE (%)	25.7	26.2	36.0	31.1

CG/Anti-Corruption



ไชยธร ศรีเจริญ, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

chaiyatorn@bualuang.co.th

+66 2 618 1344

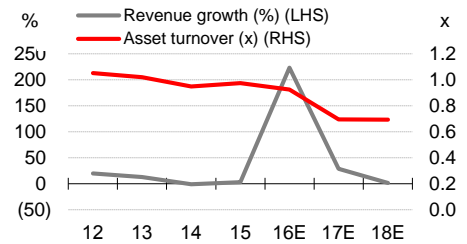
รวม BIGC ในประมาณการกำไร BJC

เรารวมการเข้าซื้อกิจการ BIGC ในประมาณการกำไร BJC ด้วยสมมติฐานดังนี้ 1) การเข้าซื้อหุ้นของ BIGC ในสัดส่วน 58.55% จะเกิดขึ้น ณ สิ้นเดือนมี.ค. 2) ค่าเสนอซื้อหลักทรัพย์เสร็จในสิ้นเดือนพ.ค. 3) บริษัทเข้าถือหุ้น BIGC ที่สัดส่วน 80% 4) อัตราดอกเบี้ย bridging loan รวมค่าธรรมเนียมและต้นทุนการประกันความเสี่ยงอยู่ที่ 3.5% 5) อัตราดอกเบี้ยเฉลี่ยสำหรับเงินกู้ระยะยาวอยู่ที่ 3.25% โดยรีไฟแนนซ์สิ้นเดือนก.ย. 6) เพิ่มทุนสิ้นเดือนก.ย. และ 7) อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนอยู่ที่ 2 เท่า ณ สิ้นปี 2559

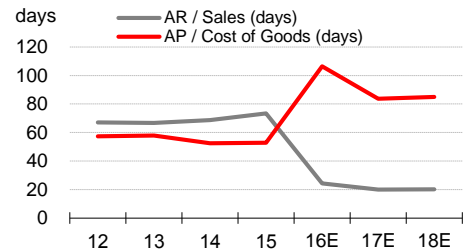
BJC: Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Revenue	41,695	42,893	138,545	178,574	180,804
Cost of sales and services	(32,363)	(33,071)	(114,984)	(149,038)	(150,775)
Gross profit	9,333	9,822	23,560	29,536	30,029
SG&A	(6,883)	(7,179)	(24,128)	(31,173)	(31,504)
EBIT	2,449	2,642	(568)	(1,637)	(1,475)
Finance costs	(556)	(493)	(4,574)	(5,100)	(4,773)
Other income/exp.	704	900	11,592	16,298	16,330
EBT	2,598	3,049	6,451	9,561	10,082
Corporate tax	(398)	(400)	(1,290)	(1,912)	(2,016)
After-tax net profit (loss)	2,200	2,649	5,160	7,649	8,066
Minority interest	(367)	(661)	(1,917)	(2,141)	(2,321)
Equity earnings from affiliates	(26)	87	94	105	119
Extra items	(128)	717	0	0	0
Net profit (loss)	1,680	2,792	3,337	5,613	5,863
Reported EPS	1.05	1.75	1.17	1.97	2.06
Fully diluted EPS	1.04	1.72	1.16	1.96	2.05
Core net profit	1,808	2,075	3,337	5,613	5,863
Core EPS	1.14	1.30	1.17	1.97	2.06
EBITDA	5,156	5,683	16,215	21,157	21,656
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	(1.3)	2.9	223.0	28.9	1.2
Gross margin (%)	22.4	22.9	17.0	16.5	16.6
EBITDA margin (%)	12.4	13.2	11.7	11.8	12.0
Operating margin (%)	7.6	8.3	8.0	8.2	8.2
Net margin (%)	4.0	6.5	2.4	3.1	3.2
Core profit margin (%)	4.3	4.8	2.4	3.1	3.2
ROA (%)	3.8	6.3	2.2	2.2	2.2
ROCE (%)	4.9	8.0	2.6	2.6	2.6
Asset turnover (x)	0.9	1.0	0.9	0.7	0.7
Current ratio (x)	1.0	1.2	0.7	0.9	0.8
Gearing ratio (x)	0.9	0.7	2.1	1.9	1.8
Interest coverage (x)	4.4	5.4	n.m.	n.m.	n.m.
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	1,123	1,130	2,816	3,666	4,905
Accounts receivable	7,856	8,627	9,250	9,747	10,013
Inventory	7,410	7,244	20,801	21,781	21,922
PP&E-net	18,042	18,589	48,593	51,411	54,053
Other assets	8,996	9,111	173,793	172,577	171,273
Total assets	43,428	44,701	255,252	259,183	262,166
Accounts payable	4,647	4,788	33,540	34,204	35,117
ST debts & current portion	10,181	7,521	12,300	5,400	8,700
Long-term debt	6,051	7,454	133,902	139,102	133,902
Other liabilities	4,532	4,187	4,217	4,249	4,282
Total liabilities	25,411	23,950	183,960	182,955	182,002
Paid-up capital	1,592	1,592	2,842	2,844	2,844
Share premium	3,952	3,952	40,231	40,316	40,316
Retained earnings	10,229	12,066	13,986	17,763	20,540
Shareholders equity	14,997	17,063	56,257	60,121	62,897
Minority interests	3,020	3,688	15,036	16,106	17,267
Total Liab.&Shareholders' equity	43,428	44,701	255,252	259,183	262,166
CASH FLOW (Btm)					
Net income	1,680	2,792	3,337	5,613	5,863
Depreciation and amortization	2,003	2,141	5,190	6,497	6,801
Change in working capital	(197)	(421)	(400)	(813)	507
FX, non-cash adjustment & others	911	181	6,397	7,135	6,976
Cash flows from operating activities:	4,396	4,693	14,525	18,432	20,146
Capex (Invest)/Divest	(3,240)	(1,852)	(7,846)	(9,033)	(9,147)
Others	(45)	241	(167,757)	0	0
Cash flows from investing activities	(3,284)	(1,611)	(175,603)	(9,033)	(9,147)
Debt financing (repayment)	(94)	(2,072)	126,653	(6,800)	(6,673)
Equity financing	72	63	37,528	87	0
Dividend payment	(1,329)	(1,143)	(1,417)	(1,835)	(3,087)
Others	(45)	241	(167,757)	0	0
Cash flows from financing activities	(1,352)	(3,151)	162,764	(8,548)	(9,760)
Net change in cash	(240)	(69)	1,685	851	1,239
Free cash flow (Btm)	1,156	2,841	6,678	9,399	10,999
FCF per share (Bt)	0.7	1.8	2.4	3.3	3.9
Key Assumptions					
Packaging sales growth	-7.2%	7.4%	6.8%	5.0%	5.0%
Consumer sales growth	-1.8%	1.2%	3.0%	5.0%	5.0%
Healthcare/Technical sales growth	6.5%	-7.5%	6.9%	5.0%	5.0%

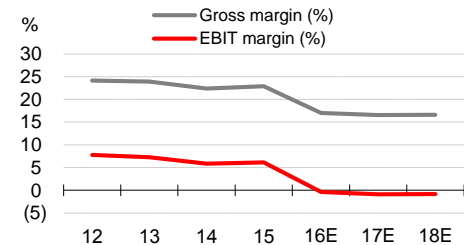
Revenue growth and asset turnover



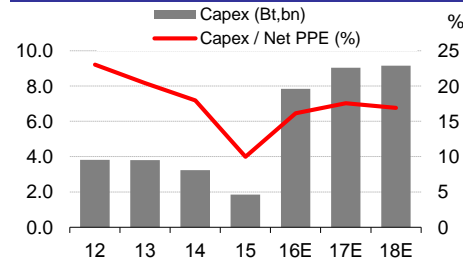
A/C receivable & A/C payable days



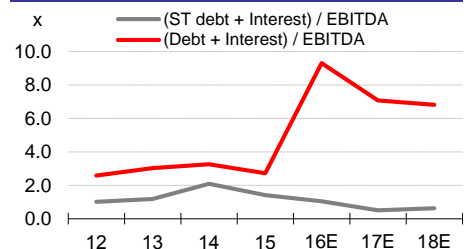
Profit margins



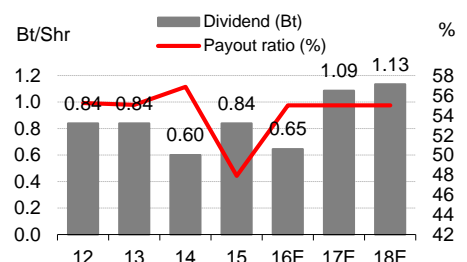
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



BJC: Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15
Revenue	11,187	10,493	10,241	10,388	11,771
Cost of sales and services	(8,750)	(7,963)	(7,858)	(8,009)	(9,241)
Gross profit	2,437	2,530	2,383	2,379	2,530
SG&A	(1,701)	(1,827)	(1,811)	(1,867)	(1,674)
EBIT	736	704	572	511	855
Finance costs	(156)	(131)	(128)	(111)	(122)
Other income/exp.	249	158	164	447	130
EBT	830	730	608	848	864
Corporate tax	(114)	(108)	(86)	(80)	(125)
After-tax net profit (loss)	715	622	521	767	739
Minority interest	(132)	(102)	(124)	(335)	(100)
Equity earnings from affiliates	(19)	9	4	49	25
Extra items	0	0	343	344	30
Net profit (loss)	564	529	744	825	693
Reported EPS	0.35	0.33	0.47	0.52	0.44
Fully diluted EPS	0.35	0.33	0.47	0.52	0.44
Core net profit	564	529	401	481	663
Core EPS	0.35	0.33	0.25	0.30	0.42
EBITDA	1,280	1,366	1,250	1,521	1,560

KEY RATIOS

Gross margin (%)	21.8	24.1	23.3	22.9	21.5
EBITDA margin (%)	11.4	13.0	12.2	14.6	13.3
Operating margin (%)	6.6	6.7	5.6	4.9	7.3
Net margin (%)	5.0	5.0	7.3	7.9	5.9
Core profit margin (%)	5.0	5.0	3.9	4.6	5.6
BV (Bt)	11.2	11.6	12.0	12.5	13.0
ROE (%)	15.3	13.9	18.8	20.2	16.5
ROA (%)	5.1	4.9	6.8	7.5	6.2
Current ratio (x)	1.0	1.0	0.9	1.1	1.2
Gearing ratio (x)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
Interest coverage (x)	4.7	5.4	4.5	4.6	7.0

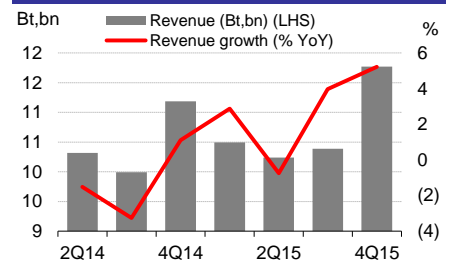
QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	1,123	1,176	1,133	1,242	1,130
Accounts receivable	7,856	8,156	7,922	7,605	8,627
Inventory	7,410	7,261	7,321	7,421	7,244
PP&E-net	18,042	17,819	18,411	18,466	18,589
Other assets	8,996	9,070	9,021	9,453	9,111
Total assets	43,428	43,483	43,808	44,187	44,701
Accounts payable	4,647	4,362	4,316	4,442	4,788
ST debts & current portion	10,181	9,843	11,112	8,309	7,521
Long-term debt	6,051	6,081	4,527	7,133	7,454
Other liabilities	4,532	4,686	4,673	4,366	4,187
Total liabilities	25,411	24,971	24,628	24,250	23,950
Paid-up capital	1,592	1,592	1,592	1,592	1,592
Share premium	3,952	3,952	3,952	3,952	3,952
Retained earnings	10,229	10,758	11,105	11,373	12,066
Shareholders equity	14,820	15,549	16,100	16,577	17,063
Minority interests	3,020	2,963	3,080	3,360	3,688
Total Liab.&Shareholders' equity	43,251	43,483	43,808	44,187	44,701

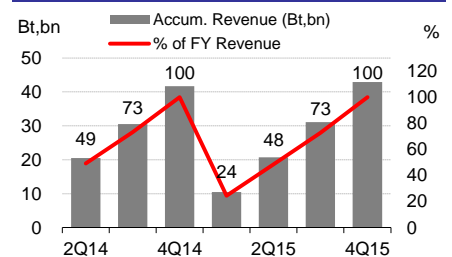
Key Assumptions

	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15
Packaging sales growth	-5.2%	8.2%	1.0%	14.2%	6.8%
Consumer sales growth	-6.1%	1.2%	0.6%	-0.5%	3.6%
Healthcare/Technical sales growth	12.5%	-7.7%	-15.4%	-12.4%	4.6%

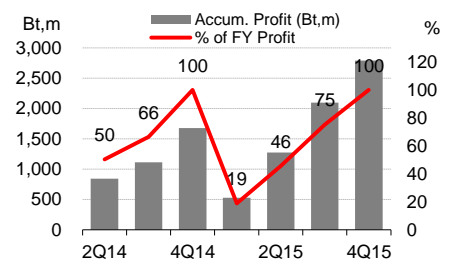
Revenue trend



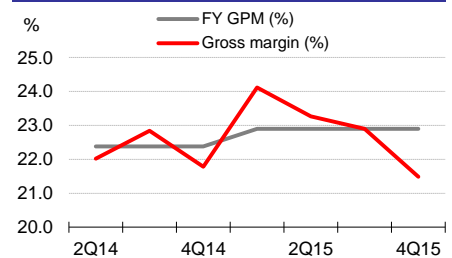
Revenue trend (accumulated)



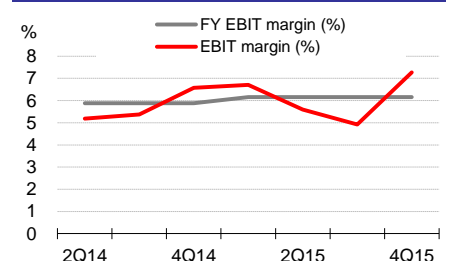
Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin



Company profile

Berli Jucker Public Company Limited (BJC) is Thailand's leading consumer conglomerate and integrated supply chain operator, with goods and services 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 (%)	
				2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E
Suning Appliance Co Ltd	002024 CH	CNY10.8	12,257	220.6	263.7	-59.2	-16.3	2.9	2.2	1.4	0.8	0.0	0.0
Parkson Retail Group	3368 HK	HKD1.0	332	13.9	11.7	n.a.	40.8	0.4	0.4	1.8	2.2	4.0	6.5
Nitori Hldg Co Ltd	9843 JT	JPY9,130.0	9,201	21.8	19.9	11.4	9.5	2.9	2.6	14.0	13.9	0.7	0.8
Lawson Inc	2651 JT	JPY8,870.0	7,834	24.0	21.5	11.9	12.2	3.3	3.1	14.2	15.4	2.8	2.9
Seven & I Holdings Co Ltd	3382 JT	JPY4,486.0	35,017	21.5	18.8	6.7	14.2	1.6	1.6	8.2	8.9	1.8	1.9
Family Mart	8028 JP	JPY5,460.0	4,697	23.4	21.3	-13.6	9.7	1.8	1.7	8.4	8.5	2.0	2.0
President Chain Store Corp	2912 TT	TWD228.5	7,293	28.1	26.3	-7.0	6.8	8.4	8.1	30.7	30.5	3.0	3.1
Capitaland Limited	CAPL SP	SGD3.1	9,669	20.2	15.7	-3.2	-2.5	0.7	0.7	4.7	5.2	2.9	3.0
SM Prime Holdings Inc.	SMPH PM	PHP21.1	13,008	24.2	21.7	-11.5	11.9	2.7	2.4	11.3	11.6	1.4	1.5
Home Depot	HD US	USD126.2	159,969	20.4	17.9	12.7	13.6	29.4	40.8	140.7	267.1	2.0	2.2
Costco whole sale corp	COST US	USD148.2	65,162	27.5	24.4	-0.4	12.8	5.4	4.7	21.0	20.8	1.1	1.2
Carrefour	CA FP	EUR26.0	21,152	16.0	14.9	-9.0	8.7	1.8	1.7	12.0	12.2	2.8	3.1
Home Product Center	HMPRO TB	THB7.55	2,804	23.7	19.8	12.7	19.3	5.7	5.3	22.9	25.9	3.4	4.1
Big C Supercenter	BIGC TB	THB250.00	5,825	27.7	24.3	7.8	14.4	4.0	3.5	15.1	15.4	1.1	1.6
Beauty Community	BEAUTY TB	THB5.05	428	29.8	23.5	26.1	27.0	12.1	10.8	42.2	48.5	3.3	4.2
Karmarts	KAMART TB	THB7.10	132	24.2	21.5	12.6	12.4	6.9	7.0	28.5	32.6	4.5	5.1
Berli Jucker	BJC TB	THB37.25	1,675	32.0	19.0	-32.4	68.2	1.5	1.4	26.2	36.0	1.7	2.9
C.P. All	CPALL TB	THB47.00	11,924	26.2	22.3	17.9	17.2	8.5	7.0	39.0	37.2	1.9	2.2
Central Pattana	CPN TB	THB49.00	6,211	23.7	20.8	17.5	14.3	4.1	3.7	18.9	19.1	1.7	1.9
DSG International (Thailand)	DSGT TB	THB3.98	142	11.5	10.6	8.7	8.1	1.7	1.6	15.4	15.4	4.4	4.7
Siam Global House	GLOBAL TB	THB9.15	900	28.9	22.9	25.1	26.3	2.1	2.0	7.3	8.8	1.7	2.2
Robinson Department Store	ROBINS TB	THB41.50	1,302	19.5	16.9	9.8	15.7	2.9	2.6	16.8	17.7	2.6	3.0
Siam Future Development	SF TB	THB6.00	301	11.6	10.7	-34.9	8.6	1.1	1.1	11.1	11.4	2.5	2.5
COL	COL TB	THB35.25	319	25.7	21.0	11.9	22.1	2.1	2.0	8.5	9.8	1.6	2.4
Siam Makro	MAKRO TB	THB35.00	4,745	27.2	22.7	14.7	19.8	10.8	9.8	41.4	45.1	3.1	3.7
Simple average				30.9	29.3	1.5	15.8	5.0	5.1	22.5	28.8	2.3	2.7

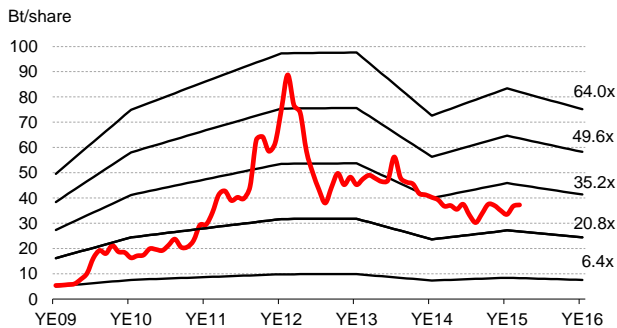
PER band versus SD (next 12 months)



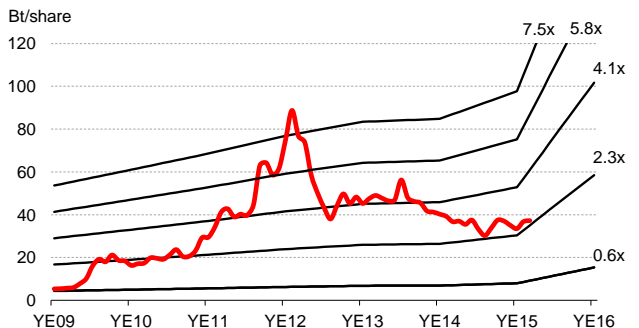
PBV band versus SD (next 12 months)



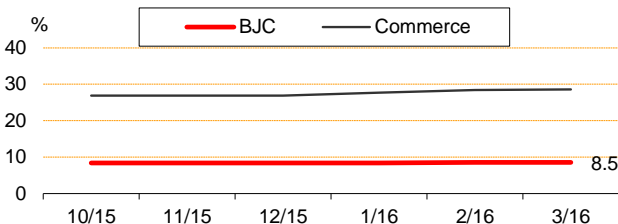
PER band and share price



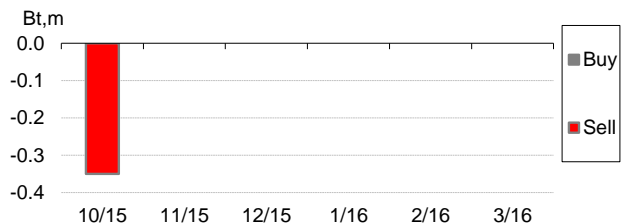
PBV band and share price



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

CG Rating

Score Range	Score Range	Description
90 – 100		Excellent
80 – 89		Very Good
70 – 79		Good
60 – 69		Satisfactory
50 – 00359		Pass
Below 50	No logo given	N/A

Anti-Corruption Progress Indicator

Level	Description
5	Extended
4	Certified
3B	Established by Commitment and Policy
3A	Established by Declaration of Intent
2	Declared
1	Committed
Partially progress	Partially progress
No progress	No progress

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 results may be changed after that date. Bualuang Securities Public Company Limited neither confirms, denies nor certifies the accuracy of such survey results.

"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 neither confirms, verifies, nor certifies the accuracy and completeness of the assessment 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.