

เบอร์ลี ยุคเกอร์

BJC TB / BJC.BK

27 พฤษภาคม 2559

ก้าวสู่การเป็นค่าปลีกยักษ์ใหญ่ในภูมิภาค

ประเด็นการลงทุน

เรามองเชิงบวกต่อการเข้าซื้อ BIGC และการเพิ่มทุนของ BJC โดยเรามองว่าการเข้าซื้อกิจการนี้เป็นการปูทางให้กับ BJC ที่จะเป็นหนึ่งในผู้ค้าปลีกหลายรูปแบบที่ใหญ่ที่สุดในภูมิภาค ในขณะที่งบดุลที่แข็งแกร่งจากการเพิ่มทุนจะทำให้ BJC สามารถขยายตัวได้ต่อเนื่อง ถึงแม้ว่าเราจะไม่ได้รับผลประโยชน์ของการควบรวมกิจการและโอกาสที่ BIGC ที่จะขยายสาขาอย่างรวดเร็วในปีนี้ แต่ราคาซื้อขายหุ้นในปัจจุบันของ BJC ที่ PER ของปี 2560 ที่ 19 เท่า และต่ำกว่ามูลค่า ณ สิ้นปี 2559 ตามวิธี DCF อยู่ 28% ถือว่าน่าสนใจมาก เรามองข้าม PER ปี 59 ไปเนื่องจากกำไรสุทธิต่อหุ้นในปีนี้ไม่สามารถแสดงถึงศักยภาพที่แท้จริงของ BJC หลังปรับโครงสร้างในกลางปีนี้ เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ"

การเพิ่มทุนมาเร็วกว่าคาดเล็กน้อย

BJC วางแผนที่จะออกหุ้นใหม่ 2,400 ล้านหุ้น โดยจัดสรร 800 ล้าน ผ่าน PP ที่ราคาไม่ต่ำกว่า 35บาท/หุ้น และเสนอขาย 1,600 ล้านหุ้น รวมทั้งหุ้นเหลือหลังจาก PP (ถ้ามี) ให้กับผู้ถือหุ้นเดิมในอัตราส่วน 1 ต่อ 1 ที่ราคา 35บาท/หุ้น ถ้าแผนดังกล่าวได้รับการอนุมัติจากการประชุมผู้ถือหุ้นในวันที่ 29 มิ.ย. 2559 การขายหุ้นเพิ่มทุนให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมจะเกิดขึ้นในระหว่างวันที่ 13 -21 ก.ค. 2559

หลังจากการเพิ่มทุน 8.4 หมื่นล้านบาทแล้ว บริษัทจะรีไฟแนนซ์เงินกู้ระยะสั้นที่เหลืออยู่ 1.2-1.3 แสนล้านบาท ด้วยเงินกู้จากธนาคารและการออกหุ้นกู้ให้แล้วเสร็จภายในสิ้นปี 2559 แต่ดูเหมือนว่าทุกอย่างน่าจะจบได้ภายในไตรมาส 3/59 โดยเงินกู้จากธนาคารจะมีอัตราดอกเบี้ยอยู่ที่ประมาณ 3.5% ในขณะที่หุ้นกู้น่าจะมีอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ยที่ 3.0% อ้างอิงจากสมมติฐานว่าหุ้นกู้ระยะ 3, 5, 7 และ 10ปี มีสัดส่วนเท่าๆกัน ทั้งนี้สัดส่วนระหว่างเงินกู้ยืมจากธนาคารและหุ้นกู้ยังไม่ได้กำหนด ขึ้นอยู่กับสภาวะตลาดและธนาคารผู้ให้กู้ เราจึงให้สมมติฐานว่า BJC จะออกหุ้นกู้อีกครั้งหนึ่งหรือประมาณ 6 หมื่นล้านบาท หลังจากนั้นจึงจะทยอยรีไฟแนนซ์เงินกู้ธนาคารเป็นหุ้นกู้เพิ่มเติมภายหลัง

งบดุลแข็งแกร่งขึ้นจะเพิ่มศักยภาพการขยายตัวระยะยาว

หลังจากการเพิ่มทุน หนี้สินสุทธิต่อทุนของ BJC น่าจะลงมาที่ 1.3 เท่า จาก 3.9 เท่า ณ ปลาย มี.ค. ซึ่งงบดุลที่แข็งแกร่งนี้จะช่วยให้บริษัทขยายตัวได้อย่างต่อเนื่องในตลาด CLMV โดยการซื้อกิจการขนาดใหญ่อันดับต่อไปมีแนวโน้มที่จะเป็น MM Mega Market (Metro Vietnam เดิม) โดย BJC วางแผนที่จะซื้อหลังจากที่ MM มีกำไรเพียงพอที่จะประเมินมูลค่ายุติธรรมให้ผู้ถือหุ้นอนุมัติได้ เราคาดว่าหลังการเข้าซื้อ MM หนี้สินสุทธิต่อทุนจะขยับขึ้นมาที่ 1.5 เท่า

เป้าหมายผลประโยชน์ร่วมจากการควบรวมกิจการอยู่ที่ 1.7 พันล้านบาท

BJC ตั้งเป้าผลประโยชน์ร่วมจากการควบรวมกิจการทั้งหมดที่ 1.7 พันล้านบาทต่อปี โดยในส่วนนี้จะเพิ่มเข้ามาที่ EBITDA ภายใน 3 ปี ซึ่งผลประโยชน์ร่วมนี้จะเกิดจากความร่วมมือทั้งหมด 8 ด้าน (ดูตารางที่ 1) โดยด้านที่จะเห็นผลกระทบเร็วที่สุดและมีสัดส่วนมากที่สุดคือโลจิสติกส์และอสังหาริมทรัพย์ โดยอัตรากำไรน่าจะเพิ่มขึ้นด้วยการเพิ่มประสิทธิภาพคลังสินค้าที่มีอยู่และเพิ่มการใช้ประโยชน์ของสินทรัพย์ เช่น รถบรรทุกเที่ยวขากลับ ในขณะที่ BIGC น่าจะขยายตัวได้เร็วขึ้นและง่ายขึ้น เนื่องจาก TCC มีที่ดินหลายแปลงทั้งในประเทศไทยและประเทศเพื่อนบ้าน

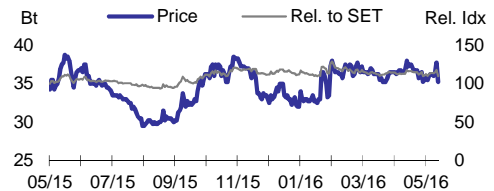
Sector: Consumer/Retail – OVERWEIGHT

ค่าแนะนำพื้นฐาน: ซื้อ

เป้าหมายพื้นฐาน: 45.00 บาท

ราคา (26/05/59): 35.25 บาท

Price chart

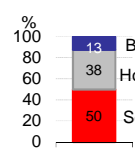


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(0.7)	(7.8)	4.5
Absolute	(1.4)	(3.4)	(2.1)

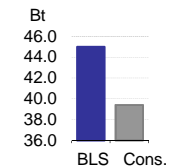
Key statistics

Market cap	Bt56.1bn	USD1.6bn
12-mth price range	Bt28.8/Bt39.5	
12-mth avg daily volume	Bt21m	USD0.6m
# of shares (m)	1,592	
Est. free float (%)	20.7	
Foreign limit (%)	49.0	

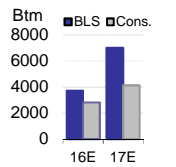
Consensus rating



BLS Target price vs. Consensus



BLS earnings vs. Consensus



Financial summary

FY Ended 31 Dec	2015	2016E	2017E	2018E
Revenues (Btm)	42,893	142,359	176,141	184,931
Net profit (Btm)	2,792	3,713	7,016	8,104
EPS (Bt)	1.75	0.93	1.76	2.03
EPS growth (%)	+66.2%	-47.0%	+88.9%	+15.5%
Core profit (Btm)	2,075	3,741	7,016	8,104
Core EPS (Bt)	1.30	0.94	1.76	2.03
Core EPS growth (%)	+14.8%	-28.1%	+87.6%	+15.5%
PER (x)	20.6	37.9	20.1	17.4
PBV (x)	2.8	1.3	1.2	1.2
Dividend (Bt)	0.8	0.5	1.0	1.1
Dividend yield (%)	2.3	1.5	2.7	3.2
ROE (%)	17.4	6.2	6.6	7.4

CG/Anti-Corruption



ไชยธร ศรีเจริญ, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนที่วิจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

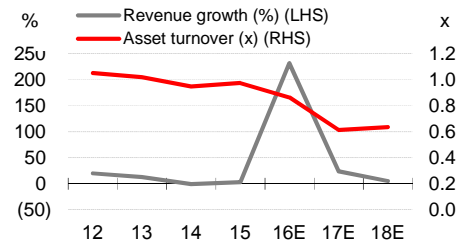
chayatorn@bualuang.co.th

+66 2 618 1344

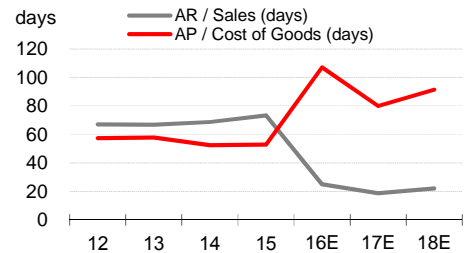
BJC: Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Revenue	41,695	42,893	142,359	176,141	184,931
Cost of sales and services	(32,363)	(33,071)	(118,401)	(147,225)	(154,100)
Gross profit	9,333	9,822	23,958	28,916	30,831
SG&A	(6,883)	(7,179)	(24,736)	(30,884)	(32,492)
EBIT	3,154	3,542	11,326	14,246	15,263
Finance costs	(556)	(493)	(4,894)	(4,662)	(4,377)
Other income/exp.	704	900	12,104	16,214	16,923
EBT	2,598	3,049	6,432	9,584	10,885
Corporate tax	(398)	(400)	(1,751)	(2,125)	(2,333)
After-tax net profit (loss)	2,200	2,649	4,681	7,459	8,552
Minority interest	(367)	(661)	(1,093)	(615)	(642)
Equity earnings from affiliates	(26)	87	153	172	193
Extra items	(128)	717	(27)	0	0
Net profit (loss)	1,680	2,792	3,713	7,016	8,104
Reported EPS	1.05	1.75	0.93	1.76	2.03
Fully diluted EPS	1.04	1.72	0.92	1.74	2.01
Core net profit	1,808	2,075	3,741	7,016	8,104
Core EPS	1.14	1.30	0.94	1.76	2.03
EBITDA	5,156	5,683	16,516	20,743	22,063
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	(1.3)	2.9	231.9	23.7	5.0
Gross margin (%)	22.4	22.9	16.8	16.4	16.7
EBITDA margin (%)	12.4	13.2	11.6	11.8	11.9
Operating margin (%)	9.3	10.4	16.5	17.3	17.4
Net margin (%)	4.0	6.5	2.6	4.0	4.4
Core profit margin (%)	4.3	4.8	2.6	4.0	4.4
ROA (%)	3.8	6.3	2.2	2.4	2.8
ROCE (%)	4.9	8.0	2.6	2.8	3.2
Asset turnover (x)	0.9	1.0	0.9	0.6	0.6
Current ratio (x)	1.0	1.2	0.8	0.9	0.9
Gearing ratio (x)	0.9	0.7	1.3	1.2	1.1
Interest coverage (x)	5.7	7.2	2.3	3.1	3.5
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	1,123	1,130	1,284	1,294	1,417
Accounts receivable	7,856	8,627	9,742	8,996	11,215
Inventory	7,410	7,244	21,635	22,313	23,687
PP&E-net	18,042	18,589	48,593	51,411	54,053
Other assets	8,996	9,111	204,182	203,796	203,406
Total assets	43,428	44,701	285,435	287,810	293,778
Accounts payable	4,647	4,788	34,679	32,241	38,610
ST debts & current portion	10,181	7,521	16,100	11,300	7,300
Long-term debt	6,051	7,454	122,030	126,330	125,330
Other liabilities	4,532	4,187	4,217	4,249	4,282
Total liabilities	25,411	23,950	177,027	174,120	175,522
Paid-up capital	1,592	1,592	3,992	3,992	3,992
Share premium	3,952	3,952	85,552	85,552	85,552
Retained earnings	10,229	12,066	14,362	19,335	23,580
Shareholders equity	14,997	17,063	103,105	108,079	112,323
Minority interests	3,020	3,688	5,304	5,611	5,933
Total Liab.&Shareholders' equity	43,428	44,701	285,435	287,810	293,778
CASH FLOW (Btm)					
Net income	1,680	2,792	3,713	7,016	8,104
Depreciation and amortization	2,003	2,141	5,190	6,497	6,801
Change in working capital	(197)	(421)	(2,400)	(2,370)	2,776
FX, non-cash adjustment & others	911	181	5,834	5,105	4,826
Cash flows from operating activities:	4,396	4,693	12,338	16,248	22,506
Capex (Invest)/Divest	(3,240)	(1,852)	(7,846)	(9,033)	(9,147)
Others	(45)	241	(205,181)	0	0
Cash flows from investing activities	(3,284)	(1,611)	(213,027)	(9,033)	(9,147)
Debt financing (repayment)	(94)	(2,072)	118,260	(5,162)	(9,377)
Equity financing	72	63	84,000	0	0
Dividend payment	(1,329)	(1,143)	(1,417)	(2,042)	(3,859)
Others	(45)	241	(205,181)	0	0
Cash flows from financing activities:	(1,352)	(3,151)	200,843	(7,204)	(13,236)
Net change in cash	(240)	(69)	154	10	123
Free cash flow (Btm)	1,156	2,841	4,492	7,215	13,359
FCF per share (Bt)	0.7	1.8	1.1	1.8	3.3
Key Assumptions	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Packaging sales growth	-7.2%	7.4%	7.3%	5.0%	5.0%
Consumer sales growth	-1.8%	1.2%	5.8%	5.0%	5.0%
Healthcare/Technical sales growth	6.5%	-7.5%	4.7%	5.0%	5.0%

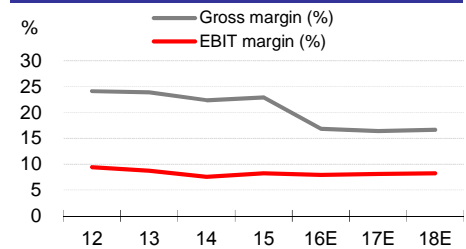
Revenue growth and asset turnover



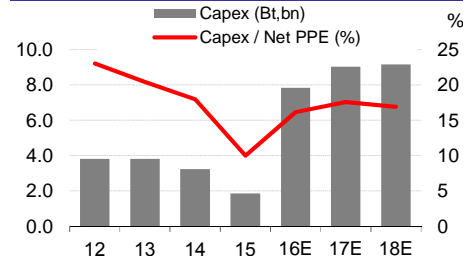
A/C receivable & A/C payable days



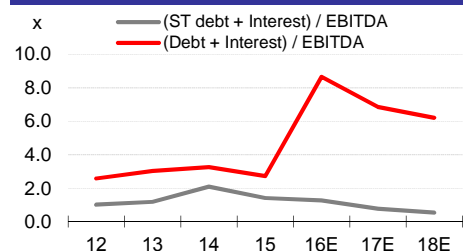
Profit margins



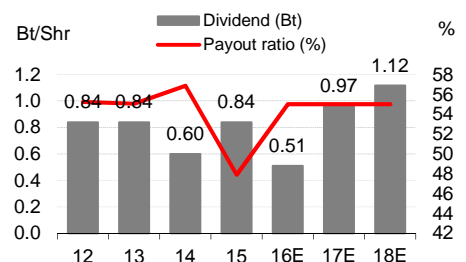
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



BJC: Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16
Revenue	10,493	10,241	10,388	11,771	14,717
Cost of sales and services	(7,963)	(7,858)	(8,009)	(9,241)	(11,632)
Gross profit	2,530	2,383	2,379	2,530	3,085
SG&A	(1,827)	(1,811)	(1,867)	(1,674)	(2,467)
EBIT	704	572	511	855	618
Finance costs	(131)	(128)	(111)	(122)	(273)
Other income/exp.	158	164	447	130	525
EBT	730	608	848	864	869
Corporate tax	(108)	(86)	(80)	(125)	(198)
After-tax net profit (loss)	622	521	767	739	671
Minority interest	(102)	(124)	(335)	(100)	(178)
Equity earnings from affiliates	9	4	49	25	59
Extra items	0	343	344	30	(27)
Net profit (loss)	529	744	825	693	525
Reported EPS	0.33	0.47	0.52	0.44	0.33
Fully diluted EPS	0.33	0.47	0.52	0.44	0.33
Core net profit	529	401	481	663	552
Core EPS	0.33	0.25	0.30	0.42	0.35
EBITDA	1,366	1,250	1,521	1,560	1,814

KEY RATIOS

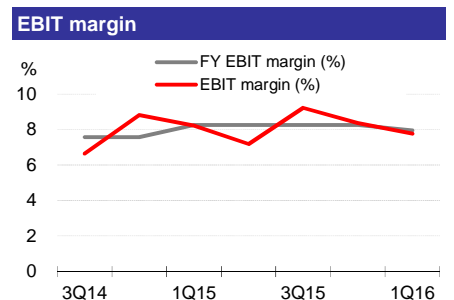
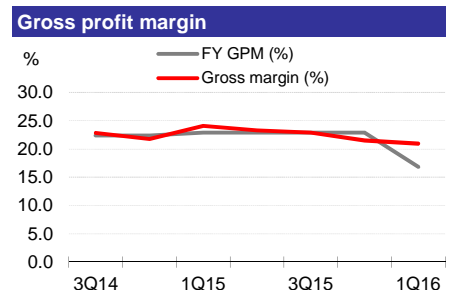
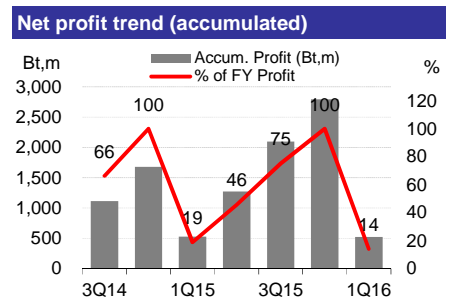
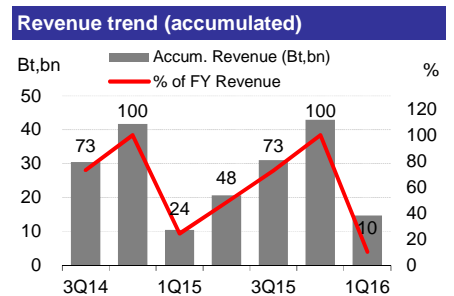
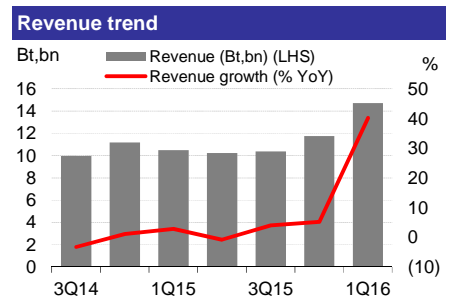
Gross margin (%)	24.1	23.3	22.9	21.5	21.0
EBITDA margin (%)	13.0	12.2	14.6	13.3	12.3
Operating margin (%)	8.2	7.2	9.2	8.4	7.8
Net margin (%)	5.0	7.3	7.9	5.9	3.6
Core profit margin (%)	5.0	3.9	4.6	5.6	3.8
BV (Bt)	11.6	12.0	12.5	13.0	25.3
ROE (%)	13.9	18.8	20.2	16.5	12.4
ROA (%)	4.9	6.8	7.5	6.2	1.5
Current ratio (x)	1.0	0.9	1.1	1.2	0.2
Gearing ratio (x)	0.9	0.8	0.8	0.7	4.0
Interest coverage (x)	6.6	5.7	8.7	8.1	4.2

QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	1,176	1,133	1,242	1,130	5,637
Accounts receivable	8,156	7,922	7,605	8,627	8,311
Inventory	7,261	7,321	7,421	7,244	20,162
PP&E-net	17,819	18,411	18,466	18,589	45,807
Other assets	9,070	9,021	9,453	9,111	160,959
Total assets	43,483	43,808	44,187	44,701	240,876
Accounts payable	4,362	4,316	4,442	4,788	23,653
ST debts & current portion	9,843	11,112	8,309	7,521	148,879
Long-term debt	6,081	4,527	7,133	7,454	13,339
Other liabilities	4,686	4,673	4,366	4,187	14,734
Total liabilities	24,971	24,628	24,250	23,950	200,603
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	10,758	11,105	11,373	12,066	12,591
Shareholders equity	15,549	16,100	16,577	17,063	16,927
Minority interests	2,963	3,080	3,360	3,688	23,345
Total Liab.&Shareholders' equity	43,483	43,808	44,187	44,701	240,876
Key Assumptions	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16
Packaging sales growth	8.2%	1.0%	14.2%	6.8%	9.2%
Consumer sales growth	1.2%	0.6%	-0.5%	3.6%	7.3%
Healthcare/Technical sales growth	-7.7%	-15.4%	-12.4%	4.6%	3.6%

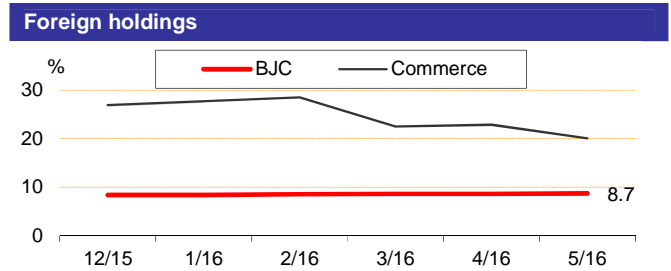
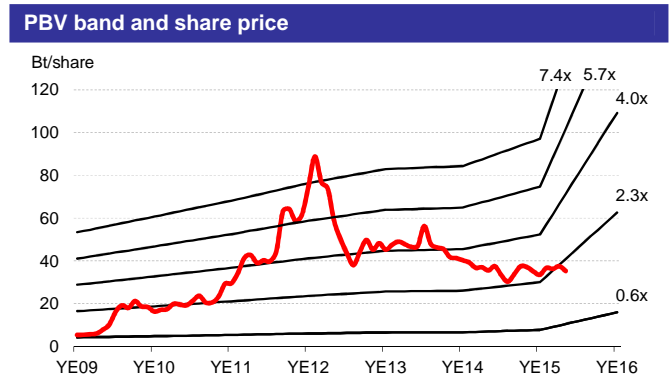
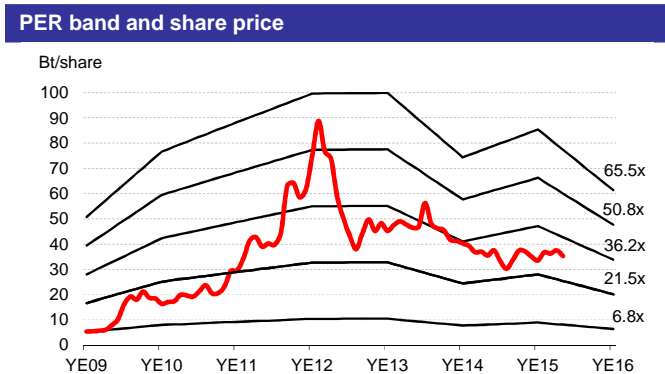
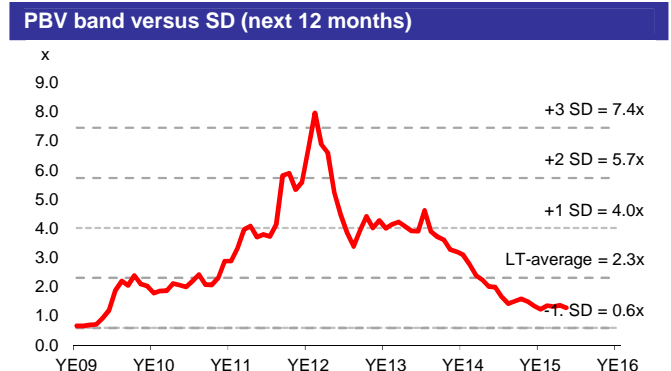
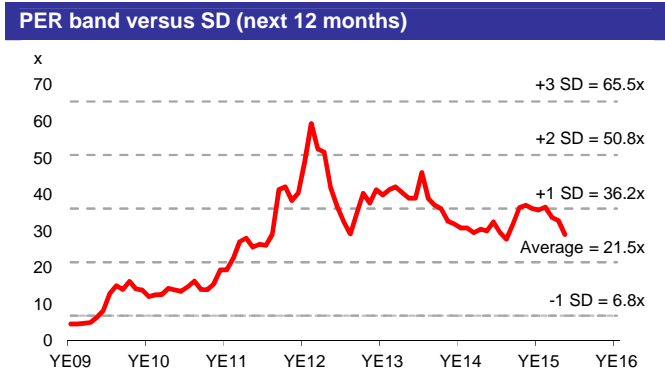
Company profile

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	CNY10.5	11,867	257.1	122.6	-65.8	109.8	2.2	2.0	0.9	1.2	0.2	0.1
Parkson Retail Group	3368 HK	HKD0.7	249	88.1	19.3	n.a.	450.0	0.3	0.3	0.3	1.9	5.7	5.2
Nitori Hldg Co Ltd	9843 JT	JPY11,160.0	11,645	23.7	21.9	10.5	8.6	3.2	2.9	14.7	14.2	0.6	0.7
Lawson Inc	2651 JT	JPY8,580.0	7,846	22.1	20.2	22.9	9.5	3.1	2.9	14.7	15.4	3.0	3.1
Seven & I Holdings Co Ltd	3382 JT	JPY4,700.0	37,986	21.3	18.8	21.2	13.1	1.7	1.6	8.5	9.0	1.9	2.1
Family Mart	8028 JP	JPY5,760.0	5,130	22.9	20.3	13.4	13.0	1.8	1.7	8.3	8.7	1.9	2.1
President Chain Store Corp	2912 TT	TWD239.5	7,672	26.9	24.7	12.3	9.1	8.5	7.8	32.3	32.5	3.1	3.3
Capitaland Limited	CAPL SP	SGD2.9	9,112	14.9	12.3	6.0	17.0	0.7	0.7	4.7	5.2	3.1	3.2
SM Prime Holdings Inc.	SMPH PM	PHP24.4	15,064	28.1	25.0	-12.3	12.5	3.1	2.9	11.4	11.7	1.1	1.2
Home Depot	HD US	USD134.1	166,759	21.3	18.8	14.9	13.3	29.4	44.5	131.4	230.2	1.9	2.2
Costco whole sale corp	COST US	USD149.7	65,728	28.1	24.9	-1.5	13.0	5.6	4.8	20.8	20.8	1.1	1.2
Carrefour	CA FP	EUR24.5	20,224	14.7	13.2	22.6	11.2	1.7	1.6	11.8	12.4	3.1	3.4
Home Product Center	HMPRO TB	THB8.65	3,197	26.4	22.0	15.7	19.8	6.5	6.0	23.5	26.6	3.1	3.7
Big C Supercenter	BIGC TB	THB210.00	4,869	23.5	20.4	6.8	15.3	3.3	3.0	15.0	15.4	1.3	2.0
Beauty Community	BEAUTY TB	THB6.00	506	30.3	23.4	47.6	29.2	13.4	11.8	47.7	53.6	3.3	4.2
Berli Jucker	BJC TB	THB35.25	1,577	38.2	20.2	-46.4	88.9	1.3	1.2	6.2	6.6	1.5	2.7
C.P. All	CPALL TB	THB47.75	12,056	26.5	22.7	18.5	16.6	8.6	7.1	39.2	37.2	1.9	2.2
Central Pattana	CPN TB	THB54.50	6,875	25.9	22.1	19.7	17.2	4.6	4.0	19.2	19.8	1.5	1.8
DSG International (Thailand)	DSGT TB	THB3.48	123	10.0	9.3	8.7	8.1	1.5	1.4	15.4	15.4	5.0	5.4
Siam Global House	GLOBAL TB	THB12.10	1,244	34.1	29.3	47.3	16.6	2.8	2.6	8.4	9.2	1.2	1.4
The Platinum Group	PLAT TB	THB6.50	512	25.6	24.5	12.8	4.8	2.1	2.1	8.5	8.7	2.7	2.9
Robinson Department Store	ROBINS TB	THB57.00	1,779	24.8	21.3	18.4	16.7	3.9	3.5	18.0	18.9	2.0	2.4
Siam Future Development	SF TB	THB6.00	300	11.6	10.7	-34.9	8.6	1.1	1.1	11.1	11.4	2.5	2.5
COL	COL TB	THB33.50	301	24.4	20.0	11.9	22.1	2.0	1.9	8.5	9.8	1.6	2.5
Siam Makro	MAKRO TB	THB32.75	4,418	27.8	23.5	5.3	18.3	10.3	9.4	38.4	41.8	3.1	3.7
Simple average				35.9	24.4	7.3	38.5	4.9	5.1	20.8	25.5	2.3	2.6



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 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."

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.