

เบอร์ลี่ ยุคเกอร์

BJC TB / BJC.BK

17 มิถุนายน 2559

ขึ้นแทนเป็นอันดับ 3 ของอาเซียน

ประเด็นการลงทุน

การเข้าซื้อ BIGC ส่งผลให้ BJC ขึ้นแทนเป็นผู้ประกอบการค้าปลีกรายใหญ่อันดับสามในอาเซียนและเป็นผู้ประกอบการค้าปลีกเพียงไม่กี่รายในภูมิภาคที่มีเครือข่ายธุรกิจค้าปลีกหลายหลายรูปแบบรวมถึงออนไลน์ แผนการขยายธุรกิจค้าปลีกเชิงรุกทั้งในประเทศไทยและในประเทศเพื่อนบ้าน รวมทั้งแผนการเข้าซื้อ MM Mega Market (เดิมคือ Metro Vietnam) อาจจะช่วยผลักดันให้บริษัทขึ้นไปอยู่อันดับหนึ่งได้ เราปรับราคาเป้าหมาย ณ สิ้นปี 2559 มาอยู่ที่ 46.5 บาท จาก 45 บาท ตามการปรับประมาณการกำไรจากแรงขยายสาขาของ BIGC เรายังคงแนะนำ "ซื้อ"

BIGC ได้รับการอนุมัติแผนขยายสาขาเชิงรุก

เป็นไปตามคาด BJC ให้ไฟเขียว BIGC ในการเร่งขยายสาขา โดย BIGC ตั้งเป้าขยายไฮเปอร์มาร์เก็ตเพิ่มขึ้น 10 สาขา BigC Market เพิ่มขึ้น 10 สาขา และ Mini BigC เพิ่มขึ้น 200 สาขาในปี 2560 เทียบกับจำนวนไฮเปอร์มาร์เก็ต 6 สาขา BigC Market 3 สาขา และ Mini BigC 70 สาขาในปีนี้อย่างไรก็ตามบริษัทไม่ได้ยืนยันว่าการขยายตัวจะอยู่ในอัตรานี้ต่อเนื่องหรือไม่ เราจึงให้สมมติฐานว่าจะมีการเปิดสาขาไฮเปอร์มาร์เก็ต 10 สาขาในปี 2560 และจะลดลงมาเหลือ 5 สาขาในปีต่อไป ส่วนการขยายสาขาของ BigC Market และ Mini BigC เราประเมินอัตราการขยายสาขาคงที่ 10 สาขาและ 100 สาขาต่อปีตามลำดับตั้งแต่ปี 2560 เป็นต้นไป ส่งผลให้เราปรับประมาณการกำไรปี 2560-62 ขึ้น 2% 4% และ 5% ตามลำดับ

การควบรวมธุรกิจที่ครบวงจร

เรามองว่าการที่ BJC เข้าซื้อกิจการของ BIGC เป็นการควบรวมที่ครบวงจรตั้งแต่การผลิตและการกระจายสินค้าชั้นกลาง (BJC) ไปจนถึงการจำหน่ายสินค้าไปสู่ผู้บริโภค (BIGC) โดย BJC ตั้งเป้าผลประโยชน์จากการควบรวมจะสามารถเพิ่ม EBITDA ได้ถึง 1.7 พันล้านบาทภายในระยะเวลา 3 ปี จากการร่วมมือกันระหว่างแพลตฟอร์มการค้าปลีกที่แข็งแกร่งของ BIGC และสินค้ากำลังการผลิตสินค้า รวมถึงอสังหาริมทรัพย์ของ BJC ทั้งนี้ BJC คาดว่าจะผลิตสินค้าแฮนด์แบรนด์ป้อนให้แก่ BIGC ได้มากขึ้น รวมถึงการขายแบบ cross-sales ของกลุ่มสินค้าในเครือ BJC ไปยังทุกๆ outlets ของ BIGC รวมถึงร้านขายยา Pure ในขณะที่การควบรวมงานด้านโลจิสติกส์และระบบ IT น่าจะสามารถลดต้นทุนลงได้อย่างมหาศาล และนอกเหนือจากนั้น ความชำนาญทางด้านธุรกิจค้าปลีกของ BIGC น่าจะช่วยเพิ่มศักยภาพของกลุ่มธุรกิจค้าปลีกขนาดเล็กในเครือของ BJC อย่าง B's mart ในเวียดนาม และ M-point ในลาวได้เป็นอย่างดี

ยังมีอ็อปไซส์เพิ่ม

ผลประโยชน์ส่วนเพิ่มจากการควบรวมกิจการน่าจะเป็นปัจจัยหลักที่ทำให้มีการปรับประมาณการกำไรเพิ่มเติมในช่วงครึ่งปีหลังของปี 2559 ไปจนถึงปี 2561 โดยดูเหมือนว่าตลาดยังไม่ได้รวมประโยชน์ดังกล่าวเข้าในประมาณการ เนื่องจากยังคงเป็นการยากที่จะประมาณการมูลค่าเพิ่มที่แท้จริงรวมถึงระยะเวลาที่จะได้รับผลประโยชน์ดังกล่าว เราเชื่อว่าตลาดยังคงรอดูแนวโน้มที่ชัดเจนของผลประโยชน์นี้ก่อนที่จะปรับเพิ่มประมาณการ ดังนั้นเราน่าจะได้เห็นการปรับประมาณการขึ้นเป็นระยะหลังจากนี้

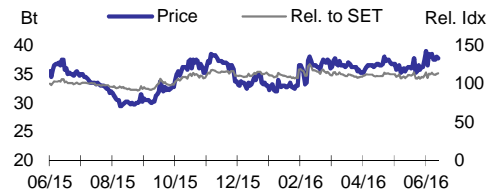
Sector: Consumer/Retail – OVERWEIGHT

 ค่าแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**

เป้าหมายพื้นฐาน: 46.50 บาท

ราคา (16/06/59): 37.75 บาท

Price chart

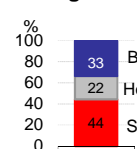


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	0.3	0.5	12.8
Absolute	0.7	2.7	6.3

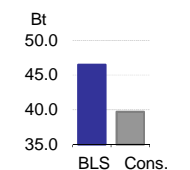
Key statistics

Market cap	Bt60.1bn	USD1.7bn
12-mth price range	Bt28.8/Bt40.0	
12-mth avg daily volume	Bt28m	USD0.8m
# of shares (m)	1,592	
Est. free float (%)	20.7	
Foreign limit (%)	49.0	

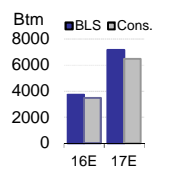
Consensus rating



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	178,320	189,638
Net profit (Btm)	2,792	3,713	7,163	8,428
EPS (Bt)	1.75	0.93	1.79	2.11
EPS growth (%)	+66.2%	-47.0%	+92.9%	+17.7%
Core profit (Btm)	2,075	3,741	7,163	8,428
Core EPS (Bt)	1.30	0.94	1.79	2.11
Core EPS growth (%)	+14.8%	-28.1%	+91.5%	+17.7%
PER (x)	20.6	40.6	21.0	17.9
PBV (x)	2.8	1.4	1.3	1.3
Dividend (Bt)	0.8	0.5	1.0	1.2
Dividend yield (%)	2.3	1.4	2.6	3.1
ROE (%)	17.4	6.2	6.8	7.6

CG/Anti-Corruption



ไชยธร ศรีเจริญ, CFA

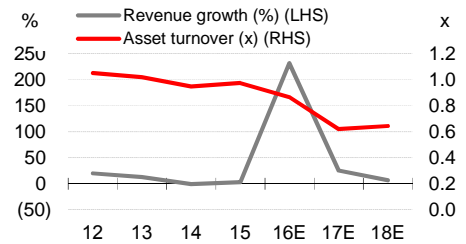
 นักวิเคราะห์การลงทุนที่วิจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์
 chayatorn@bualuang.co.th

+66 2 618 1344

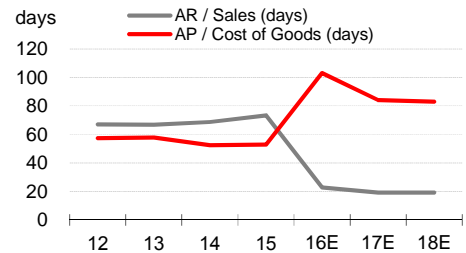
BJC: Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Revenue	41,695	42,893	142,359	178,320	189,638
Cost of sales and services	(32,363)	(33,071)	(118,401)	(149,085)	(158,091)
Gross profit	9,333	9,822	23,958	29,234	31,547
SG&A	(6,883)	(7,179)	(24,736)	(31,236)	(33,264)
EBIT	3,154	3,542	11,326	14,459	15,805
Finance costs	(556)	(493)	(4,894)	(4,690)	(4,496)
Other income/exp.	704	900	12,104	16,461	17,522
EBT	2,598	3,049	6,432	9,769	11,309
Corporate tax	(398)	(400)	(1,751)	(2,160)	(2,425)
After-tax net profit (loss)	2,200	2,649	4,681	7,609	8,884
Minority interest	(367)	(661)	(1,093)	(618)	(650)
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	7,163	8,428
Reported EPS	1.05	1.75	0.93	1.79	2.11
Fully diluted EPS	1.04	1.72	0.92	1.78	2.10
Core net profit	1,808	2,075	3,741	7,163	8,428
Core EPS	1.14	1.30	0.94	1.79	2.11
EBITDA	5,156	5,683	16,515	21,037	22,789
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	(1.3)	2.9	231.9	25.3	6.3
Gross margin (%)	22.4	22.9	16.8	16.4	16.6
EBITDA margin (%)	12.4	13.2	11.6	11.8	12.0
Operating margin (%)	9.3	10.4	16.5	17.3	17.6
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	2.3	2.5	2.9
ROCE (%)	4.9	8.0	2.6	2.9	3.3
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	1.2
Interest coverage (x)	5.7	7.2	2.3	3.1	3.5
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	1,123	1,130	1,363	1,279	1,326
Accounts receivable	7,856	8,627	8,895	9,395	9,956
Inventory	7,410	7,244	21,635	22,868	24,323
PP&E-net	18,042	18,589	48,487	55,340	58,859
Other assets	8,996	9,111	203,783	203,395	203,002
Total assets	43,428	44,701	284,162	292,277	297,466
Accounts payable	4,647	4,788	33,406	34,360	35,903
ST debts & current portion	10,181	7,521	16,100	11,500	9,800
Long-term debt	6,051	7,454	122,030	128,330	128,830
Other liabilities	4,532	4,187	4,217	4,249	4,282
Total liabilities	25,411	23,950	175,754	178,439	178,815
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	19,482	23,970
Shareholders equity	14,997	17,063	103,105	108,225	112,713
Minority interests	3,020	3,688	5,304	5,613	5,938
Total Liab.&Shareholders' equity	43,428	44,701	284,162	292,277	297,466
CASH FLOW (Btm)					
Net income	1,680	2,792	3,713	7,163	8,428
Depreciation and amortization	2,003	2,141	5,189	6,578	6,984
Change in working capital	(197)	(421)	(2,400)	(780)	(473)
FX, non-cash adjustment & others	911	181	5,834	5,136	4,953
Cash flows from operating activities:	4,396	4,693	12,336	18,096	19,891
Capex (Invest)/Divest	(3,240)	(1,852)	(7,765)	(13,149)	(10,209)
Others	(45)	241	(205,181)	0	0
Cash flows from investing activities	(3,284)	(1,611)	(212,946)	(13,149)	(10,209)
Debt financing (repayment)	(94)	(2,072)	118,260	(2,990)	(5,696)
Equity financing	72	63	84,000	0	0
Dividend payment	(1,329)	(1,143)	(1,417)	(2,042)	(3,939)
Others	(45)	241	(205,181)	0	0
Cash flows from financing activities	(1,352)	(3,151)	200,843	(5,032)	(9,636)
Net change in cash	(240)	(69)	233	(84)	47
Free cash flow (Btm)	1,156	2,841	4,571	4,947	9,682
FCF per share (Bt)	0.7	1.8	1.1	1.2	2.4
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%

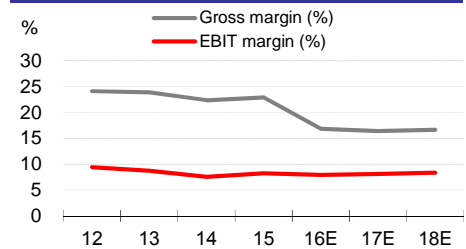
Revenue growth and asset turnover



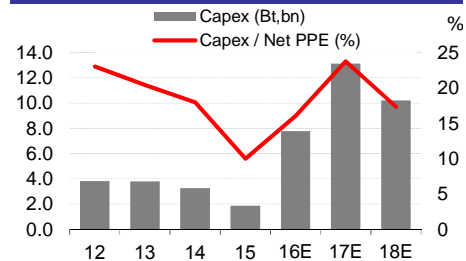
A/C receivable & A/C payable days



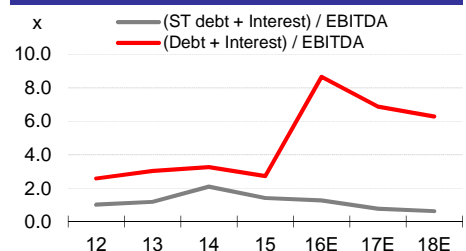
Profit margins



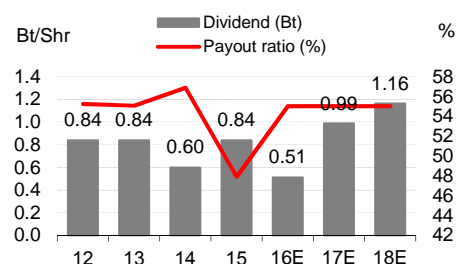
Capital expenditure



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

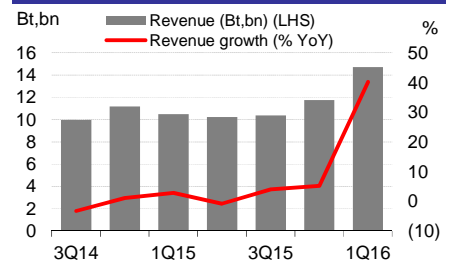
QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

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%

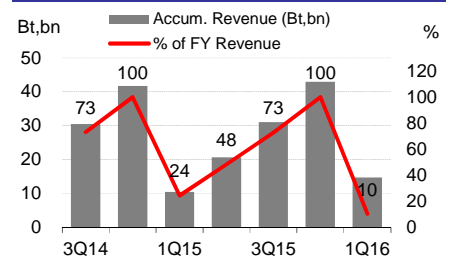
Company profile

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.

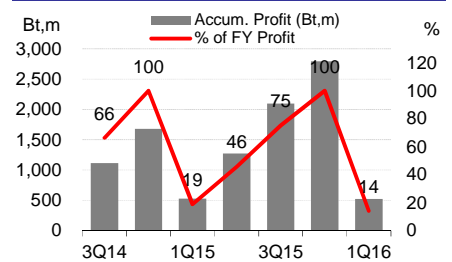
Revenue trend



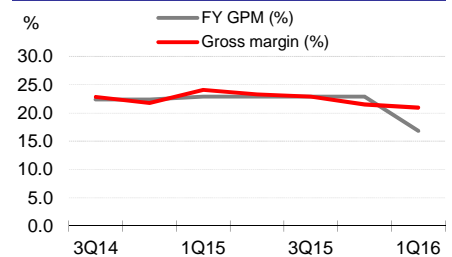
Revenue trend (accumulated)



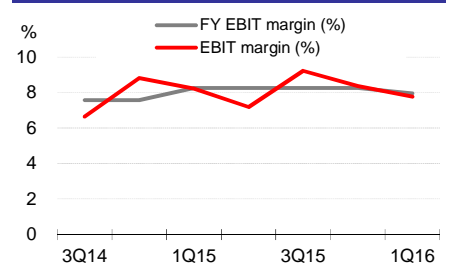
Net profit trend (accumulated)



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 (%)	
				2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E
Suning Appliance Co Ltd	002024 CH	CNY10.9	15,434	254.0	125.5	-64.2	102.3	2.2	2.0	0.9	1.3	0.2	0.1
Parkson Retail Group	3368 HK	HKD0.7	236	83.7	18.3	n.a.	450.0	0.3	0.3	0.3	1.9	6.0	5.5
Nitori Hldg Co Ltd	9843 JT	JPY11,130.0	12,203	23.6	21.6	10.9	9.4	3.2	2.9	14.7	14.2	0.6	0.7
Lawson Inc	2651 JT	JPY8,360.0	8,033	21.6	19.8	21.7	9.5	3.0	2.8	14.6	15.3	3.0	3.1
Seven & I Holdings Co Ltd	3382 JT	JPY4,295.0	36,475	19.5	17.2	19.9	13.2	1.5	1.4	8.5	8.9	2.1	2.3
Family Mart	8028 JP	JPY5,630.0	5,269	22.5	19.8	12.9	13.3	1.8	1.7	8.3	8.7	2.0	2.1
President Chain Store Corp	2912 TT	TWD240.0	7,699	27.0	24.8	12.0	9.0	8.5	7.9	32.4	32.6	3.1	3.2
Capitaland Limited	CAPL SP	SGD3.0	9,299	19.3	12.9	8.0	14.8	0.7	0.7	4.5	4.9	3.1	3.2
SM Prime Holdings Inc.	SMPH PM	PHP25.4	15,794	29.4	26.1	-12.6	13.3	3.3	3.0	11.4	11.8	1.1	1.1
Home Depot	HD US	USD127.4	158,437	20.2	17.8	14.9	13.4	28.3	43.2	138.9	236.3	2.2	2.5
Costco whole sale corp	COST US	USD156.4	68,522	29.5	26.1	-1.9	12.9	5.8	5.0	20.4	20.2	1.1	1.2
Carrefour	CA FP	EUR22.1	18,337	13.3	11.8	23.0	11.7	1.5	1.4	11.7	12.3	3.4	3.8
Home Product Center	HMPRO TB	THB9.10	3,388	27.4	22.8	17.2	20.2	6.8	6.3	23.7	26.9	3.0	3.6
Big C Supercenter	BIGC TB	THB209.00	4,881	23.4	20.3	6.8	15.3	3.3	3.0	15.0	15.4	1.3	2.0
Beauty Community	BEAUTY TB	THB7.20	611	35.1	27.1	52.8	29.7	15.8	13.9	49.0	54.7	2.8	3.7
Berli Jucker	BJC TB	THB37.75	3,412	40.9	21.2	-46.4	92.9	1.4	1.3	6.2	6.8	1.4	2.6
C.P. All	CPALL TB	THB48.00	12,207	25.7	21.8	22.7	17.7	8.6	7.0	40.3	38.1	1.9	2.2
Central Pattana	CPN TB	THB56.00	7,115	26.5	22.3	20.5	18.4	4.7	4.1	19.3	20.1	1.5	1.8
DSG International (Thailand)	DSGT TB	THB3.36	120	9.7	9.0	8.7	8.1	1.4	1.3	15.4	15.4	5.2	5.6
Siam Global House	GLOBAL TB	THB12.70	1,315	33.9	29.2	55.7	16.2	2.9	2.7	8.9	9.7	1.2	1.4
The Platinum Group	PLAT TB	THB6.50	515	25.7	23.9	12.5	7.4	2.1	2.1	8.5	8.8	2.7	2.9
Robinson Department Store	ROBINS TB	THB63.00	1,981	26.9	22.9	21.0	17.3	4.3	3.9	18.3	19.3	1.9	2.2
Siam Future Development	SF TB	THB5.85	294	11.3	10.4	-34.9	8.6	1.1	1.1	11.1	11.4	2.6	2.6
COL	COL TB	THB35.00	317	25.5	20.9	11.9	22.1	2.1	2.0	8.5	9.8	1.6	2.4
Siam Makro	MAKRO TB	THB33.00	4,484	30.3	25.0	-2.8	21.1	10.6	9.9	36.0	41.1	3.0	3.6
Simple average				36.2	24.7	7.9	38.7	5.0	5.2	21.1	25.8	2.3	2.6

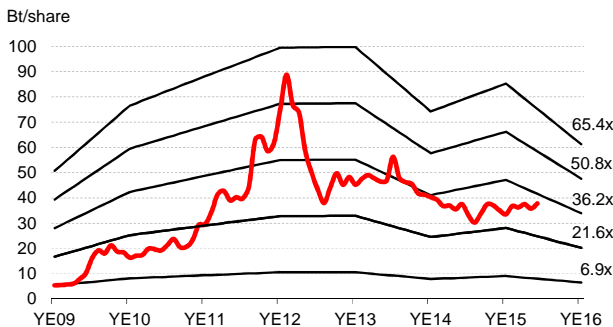
PER band versus SD (next 12 months)



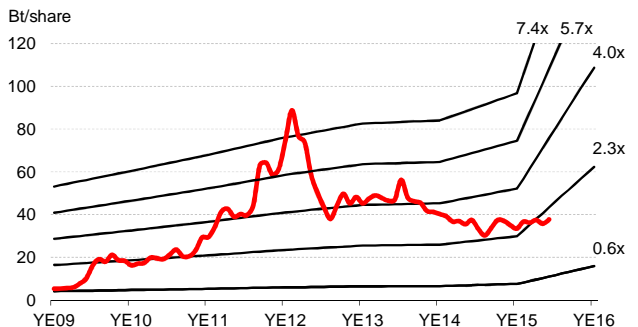
PBV band versus SD (next 12 months)



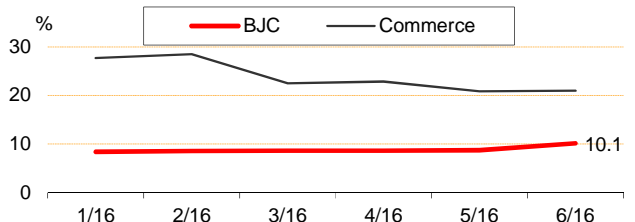
PER band and share price



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

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.