

บิกซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์ BIGC TB / BIGC.BK

18 กุมภาพันธ์ 2558

เน้นไปที่ความสามารถในการทำกำไร

ประเด็นการลงทุน

ประเด็นที่น่าสนใจของ BIGC ในปีนี้ยังคงเป็นการปรับตัวดีขึ้นของกำไรจากการเพิ่มประสิทธิภาพของซัพพลายเชน ถึงแม้ว่าเราคาดการณ์รายได้จะโตเพียง 5% เท่านั้น แต่ BIGC น่าจะรายงานการเติบโตกำไรที่ 12% ในปี 2558 พร้อมกันนี้บริษัทยังมีมูลค่าการซื้อขาย (PER ที่ 23.4 เท่า ในปี 2558) ถูกที่สุดในกลุ่มค้าปลีกอีกด้วย เรายังคงคำแนะนำ ซื้อ BIGC ด้วยราคาเป้าหมาย ณ สิ้นปี 2558 ที่ 270 บาท

เรื่องขยาย

BIGC มีแผนที่จะกลับมาเร่งการขยายสาขาอีกครั้ง โดยในปีนี้นับบริษัทมีแผนเปิดสาขาบิกซีไฮเปอร์มาร์เก็ต 2-3 สาขา, บิกซีมาร์เก็ต 18 สาขา และมินิบิกซี 150 สาขา ทั้งนี้ในปีที่ผ่านมาบริษัทเปิดไฮเปอร์มาร์เก็ต 4 สาขา, บิกซีมาร์เก็ต 7 สาขา และมินิบิกซี 46 สาขา งบลงทุนเพิ่มขึ้นจาก 3.5 พันล้านบาทในปี 2557 เป็น 7-8 พันล้านบาทในปีนี้นี้ เรามองว่าแผนการขยายสาขาดังกล่าวน่าสนใจ เนื่องจากเมื่อเกือบ 2 ปีที่ผ่านมา ช่วงที่ก่อนการบริโภคจะหดตัวลดลง BIGC เป็นผู้ค้าปลีกรายแรกที่ปรับลดแผนการขยายสาขา แต่ครั้งนี้การกลับมาเร่งขยายสาขาอีกครั้งแสดงให้เห็นว่าบริษัทมีมุมมองว่าการฟื้นตัวของการบริโภคน่าจะเห็นได้เร็วขึ้น แต่อย่างไรก็ตาม เนื่องจากการเปิดสาขาจะทยอยเปิดไปตลอดทั้งปี ในขณะที่บริษัทคาดว่าจะขยายสาขาเดิมจะขยายตัวได้เพียง 1-2% ดังนั้นรายได้รวมน่าจะโตได้เพียง 5% เท่านั้นในปี 2558

อัตรากำไรกำลังเริ่มปรับตัวดีขึ้น

แม้รายได้จะเติบโตค่อนข้างช้า แต่อัตรากำไรที่ขยายตัวจากการเพิ่มประสิทธิภาพของซัพพลายเชนน่าจะหนุนให้กำไรปี 2558 ของ BIGC เติบโตได้ 12% โดยบริษัทกล่าวว่าศูนย์กระจายสินค้าอาหารสดแห่งใหม่ซึ่งจะถูกใช้แทนศูนย์กระจายสินค้าขนาดเล็กสองแห่งเดิมจะเริ่มดำเนินการในช่วงปลายเดือนเม.ย. ล่าช้าจากในเดือนมี.ค. เนื่องจากบริษัทไม่ยอมให้การดำเนินงานในช่วงเทศกาลสงกรานต์ซึ่งเป็นช่วงที่ยุงที่สุดมีผลกระทบ โดยประโยชน์ที่จะได้จากคลังสินค้าใหม่ได้แก่ 1) การประหยัดต่อขนาดโดยการรวมการดำเนินงานของสองศูนย์กระจายสินค้าเข้าเป็นหนึ่ง 2) เพิ่มรายได้ค่าธรรมเนียมศูนย์กระจายสินค้าที่เก็บจากซัพพลายเออร์ และ 3) ลดโอกาสการเสียของอาหารและเพิ่มความสดใหม่ เราคาดว่าอัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี และค่าเสื่อมราคาจะปรับตัวดีขึ้น ดังนั้นคาดการณ์ของผู้บริหารที่จะให้อัตรากำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี และค่าเสื่อมราคาควมที่ไว้ที่ 11.4% จึงอาจต่ำเกินไปในมุมมองของเรา

ผลกระทบจากการคืนหนี้กำลังปรากฏ

อีกปัจจัยที่จะช่วยกระตุ้นอัตรากำไรสุทธิให้ปรับเพิ่มขึ้นได้อีกจะมาจากผลกระทบจากการคืนหนี้ การชำระหนี้คืนอย่างต่อเนื่องจากการที่บริษัทมีกระแสเงินสดที่แข็งแกร่งคาดว่าจะส่งผลให้ดอกเบี้ยจ่ายปี 2558 ลดลงได้ถึง 16% ในขณะที่สัดส่วนภาระดอกเบี้ยจ่ายต่อยอดขายคาดว่าจะลดลงจาก 0.71% ในปี 2557 เป็น 0.56% ในปี 2558 นอกจากนี้งบดุลยังจะแข็งแกร่งขึ้นเช่นกัน

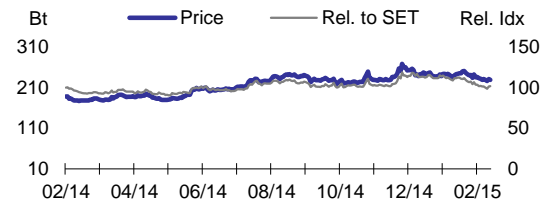
Sector: Consumer/Retail Neutral

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**

เป้าหมายพื้นฐาน: 270.00 บาท

ราคา (17/02/58): 229.00 บาท

Price chart

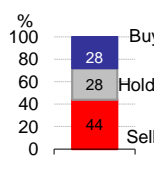


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(9.6)	(0.4)	9.7
Absolute	(6.1)	-	29.4

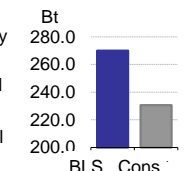
Key statistics

Market cap	Bt188.9bn	USD5.8bn
12-mth price range	Bt176.0/Bt268.0	
12-mth avg daily volume	Bt73m	USD2.2m
# of shares (m)	825	
Est. free float (%)	41.4	
Foreign limit (%)	49.0	

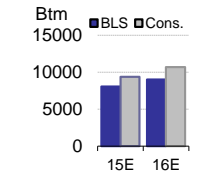
Consensus rating



BLS Target price vs. Consensus



BLS earnings vs. Consensus



Financial summary

FY Ended 31 Dec	2014	2015E	2016E	2017E
Revenues (Btm)	121,845	128,228	137,860	149,196
Net profit (Btm)	7,235	8,081	9,015	10,058
EPS (Bt)	8.77	9.80	10.93	12.19
EPS growth (%)	+3.7%	+11.7%	+11.6%	+11.6%
Core profit (Btm)	7,235	8,081	9,015	10,058
Core EPS (Bt)	8.77	9.80	10.93	12.19
Core EPS growth (%)	+0.2%	+11.7%	+11.6%	+11.6%
PER (x)	23.4	23.4	21.0	18.8
PBV (x)	4.0	3.9	3.5	3.0
Dividend (Bt)	2.6	2.9	3.3	4.9
Dividend yield (%)	1.3	1.3	1.4	2.1
ROE (%)	18.3	17.9	17.6	17.2

CG rating



ไชยธร ศรีเจริญ, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนที่วิจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

chaiyatorn@bualuang.co.th

+66 2 618 1344

เราคาดว่าสัดส่วนหนี้สินสุทธิต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี และค่าเสื่อมราคาจะลดลงจาก 0.96 เท่า ณ สิ้นปี 2557 เป็น 0.6 เท่า ณ สิ้นปี 2558 ในขณะที่อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสุทธิคาดว่าจะลดลงจาก 0.32 เท่า ณ สิ้นปี 2557 เป็น 0.19 เท่า ณ สิ้นปี 2558 และจะส่งผลให้ BIGC มีสถานะเงินสดสุทธิได้ภายในสิ้นปี 2561 ฐานะทางการเงินที่แข็งแกร่งขึ้นอาจส่งผลให้บริษัทสามารถเพิ่มอัตราการจ่ายเงินปันผล (จาก 30% ในปัจจุบัน) หรือทำการเข้าซื้อกิจการได้ ซึ่งอาจเป็นการซื้อสาขาของ BigC ในเวียดนามจากบริษัทแม่ Casino Group ซึ่งเป็นผู้ค้าปลีกรายใหญ่ของฝรั่งเศส

BIGC : Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Revenue	118,177	121,845	128,228	137,860	149,196
Cost of sales and services	(100,490)	(103,620)	(108,755)	(116,669)	(126,079)
Gross profit	17,687	18,225	19,473	21,191	23,117
SG&A	(20,688)	(21,793)	(22,498)	(24,143)	(26,081)
EBIT	9,793	9,982	11,056	12,045	13,211
Interest expense	(1,053)	(866)	(724)	(580)	(482)
Other income/exp.	12,794	13,550	14,081	14,997	16,175
EBT	8,740	9,116	10,332	11,465	12,729
Corporate tax	(1,502)	(1,756)	(2,118)	(2,350)	(2,609)
After-tax net profit (loss)	7,237	7,360	8,214	9,115	10,120
Minority interest	(14)	(15)	(17)	(20)	(22)
Equity earnings from affiliates	0	(111)	(116)	(80)	(40)
Extra items	(248)	0	0	0	0
Net profit (loss)	6,976	7,235	8,081	9,015	10,058
Reported EPS	8.46	8.77	9.80	10.93	12.19
Fully diluted EPS	8.46	8.77	9.80	10.93	12.19
Core net profit	7,224	7,235	8,081	9,015	10,058
Core EPS	8.76	8.77	9.80	10.93	12.19
EBITDA	13,411	13,860	15,012	16,206	17,632

KEY RATIOS

Revenue growth (%)	5.4	3.1	5.2	7.5	8.2
Gross margin (%)	15.0	15.0	15.2	15.4	15.5
EBITDA margin (%)	11.3	11.4	11.7	11.8	11.8
Operating margin (%)	8.3	8.2	8.6	8.7	8.9
Net margin (%)	5.9	5.9	6.3	6.5	6.7
Core profit margin (%)	6.1	5.9	6.3	6.5	6.7
ROA (%)	7.3	7.2	7.8	8.5	9.0
ROCE (%)	11.2	11.1	12.1	13.2	14.0
Asset turnover (x)	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3
Current ratio (x)	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8
Gearing ratio (x)	0.5	0.3	0.2	0.1	0.0
Interest coverage (x)	12.7	16.0	20.7	28.0	36.6

BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	7,175	11,414	10,214	10,852	10,448
Accounts receivable	323	228	318	324	355
Inventory	9,535	11,552	11,587	12,223	13,507
PP&E-net	47,537	47,009	49,409	52,544	57,320
Other assets	32,594	32,575	32,541	32,591	32,641
Total assets	97,164	102,778	104,069	108,534	114,271
Accounts payable	26,998	28,864	29,923	31,482	33,174
ST debts & current portion	7,675	10,675	5,675	4,300	1,000
Long-term debt	18,650	13,975	13,300	11,000	11,000
Other liabilities	6,804	7,118	7,104	7,093	7,084
Total liabilities	60,126	60,632	56,002	53,875	52,258
Paid-up capital	8,250	8,250	8,250	8,250	8,250
Share premium	5,956	5,956	5,956	5,956	5,956
Retained earnings	22,879	27,986	33,905	40,496	47,849
Shareholders equity	37,019	42,126	48,045	54,636	61,989
Minority interests	19	21	22	23	24
Total Liab.&Shareholders' equity	97,164	102,778	104,069	108,534	114,271

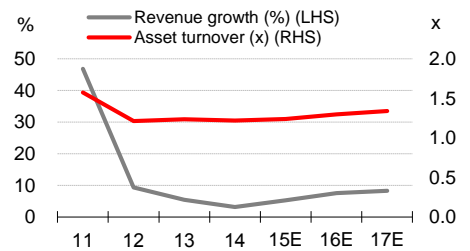
CASH FLOW (Btm)

Net income	6,976	7,235	8,081	9,015	10,058
Depreciation and amortization	3,618	3,878	3,956	4,162	4,421
Change in working capital	(684)	209	885	868	326
FX, non-cash adjustment & others	163	325	(13)	(10)	(8)
Cash flows from operating activities:	10,072	11,647	12,909	14,034	14,797
Capex (Invest)/Divest	(7,156)	(3,526)	(6,356)	(7,297)	(9,196)
Others	0	(84)	84	0	0
Cash flows from investing activities	(7,156)	(3,610)	(6,272)	(7,297)	(9,196)
Debt financing (repayment)	(2,682)	(1,683)	(5,675)	(3,675)	(3,300)
Equity financing	0	0	0	0	0
Dividend payment	(1,840)	(2,115)	(2,162)	(2,424)	(2,704)
Others	0	(84)	84	0	0
Cash flows from financing activities	(4,522)	(3,798)	(7,837)	(6,099)	(6,004)
Net change in cash	(1,606)	4,239	(1,199)	638	(404)
Free cash flow (Btm)	2,916	8,121	6,553	6,737	5,600
FCF per share (Bt)	3.5	9.8	7.9	8.2	6.8

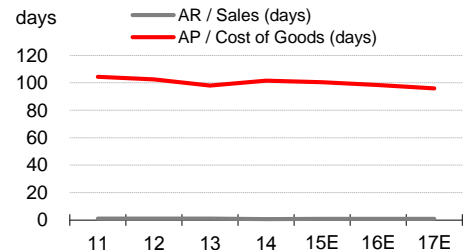
Key Assumptions

Store # Hypermarket	119	123	125	129	133
Store # BigC Market	30	37	55	71	91
Store # Mini BigC	278	324	444	544	744
Same-store-sales growth	0.2%	-1.0%	1.3%	1.6%	2.1%
SG&A/sales	17.5%	17.9%	17.5%	17.5%	17.5%

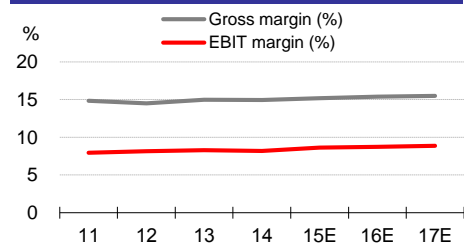
Revenue growth and asset turnover



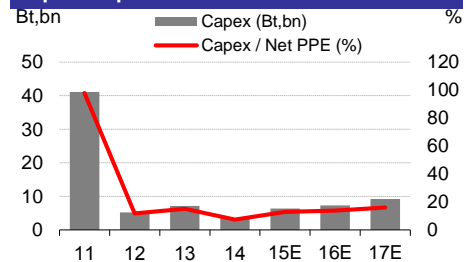
A/C receivable & A/C payable days



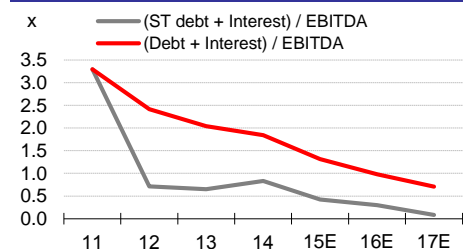
Profit margins



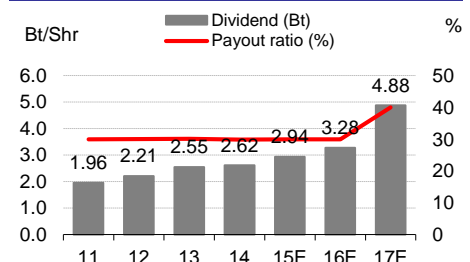
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



BIGC : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14
Revenue	30,851	29,204	31,141	29,692	31,807
Cost of sales and services	(25,200)	(25,316)	(26,404)	(25,462)	(26,438)
Gross profit	5,651	3,888	4,737	4,230	5,369
SG&A	(5,326)	(5,352)	(5,556)	(5,519)	(5,366)
EBIT	325	(1,464)	(819)	(1,289)	3
Interest expense	(280)	(224)	(220)	(211)	(210)
Other income/exp.	3,262	3,305	3,405	3,516	3,324
EBT	3,307	1,617	2,366	2,016	3,117
Corporate tax	(669)	(331)	(448)	(402)	(575)
After-tax net profit (loss)	2,638	1,286	1,918	1,614	2,542
Minority interest	(3)	(3)	(4)	(3)	(5)
Equity earnings from affiliates	0	(27)	(25)	(41)	(17)
Extra items	0	0	0	0	0
Net profit (loss)	2,635	1,256	1,889	1,570	2,519
Reported EPS	3.19	1.52	2.29	1.90	3.05
Fully diluted EPS	3.19	1.52	2.29	1.90	3.05
Core net profit	2,635	1,256	1,889	1,570	2,519
Core EPS	3.19	1.52	2.29	1.90	3.05
EBITDA	4,529	2,800	3,576	3,251	4,232

KEY RATIOS

Gross margin (%)	18.3	13.3	15.2	14.2	16.9
EBITDA margin (%)	14.7	9.6	11.5	10.9	13.3
Operating margin (%)	11.6	6.3	8.3	7.5	10.5
Net margin (%)	8.5	4.3	6.1	5.3	7.9
Core profit margin (%)	8.5	4.3	6.1	5.3	7.9
BV (Bt)	44.9	46.4	46.1	48.1	51.1
ROE (%)	29.5	13.3	19.8	16.2	24.7
ROA (%)	11.1	5.2	7.9	6.6	10.2
Current ratio (x)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
Gearing ratio (x)	0.5	0.6	0.5	0.6	0.3
Interest coverage (x)	16.2	12.5	16.3	15.4	20.1

QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	7,175	2,351	5,034	2,117	11,414
Accounts receivable	323	206	196	225	228
Inventory	9,535	11,600	10,226	11,691	11,552
PP&E-net	31,253	31,104	30,854	30,550	30,821
Other assets	48,879	50,514	48,893	49,954	48,763
Total assets	97,164	95,776	95,203	94,537	102,778
Accounts payable	26,998	24,043	24,588	22,571	28,864
ST debts & current portion	7,675	8,445	7,675	7,675	10,675
Long-term debt	18,836	18,157	18,144	18,137	14,133
Other liabilities	6,617	6,834	6,723	6,508	6,960
Total liabilities	60,126	57,479	57,130	54,891	60,632
Paid-up capital	8,250	8,250	8,250	8,250	8,250
Share premium	5,956	5,956	5,956	5,956	5,956
Retained earnings	22,879	24,135	23,921	25,491	27,986
Shareholders equity	37,019	38,275	38,060	39,630	42,126
Minority interests	19	22	13	16	21
Total Liab.&Shareholders' equity	97,164	95,776	95,203	94,537	102,778

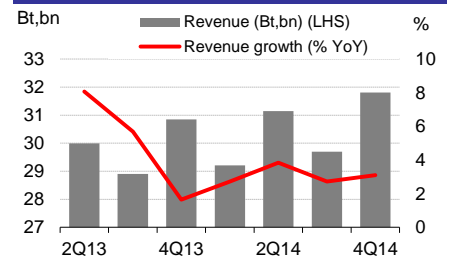
Key Statistics

Store # Hypermarket	119	121	123	123	123
Store # BigC Market	30	30	32	35	37
Store # Mini BigC	278	295	313	316	324
Same-store-sales growth	-4.7%	-2.1%	-1.2%	-1.5%	0.5%
SG&A/sales	17.3%	18.3%	17.8%	18.6%	16.9%

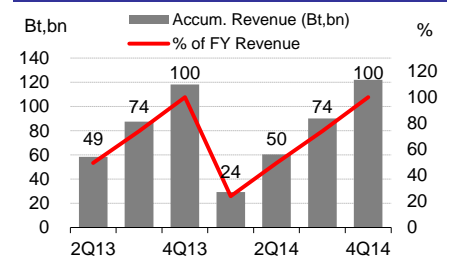
Company profile

Big C Supercenter (BIGC), a member of the Casino Group of France, is the second largest hypermarket operator in Thailand.

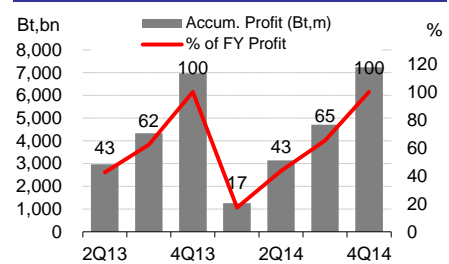
Revenue trend



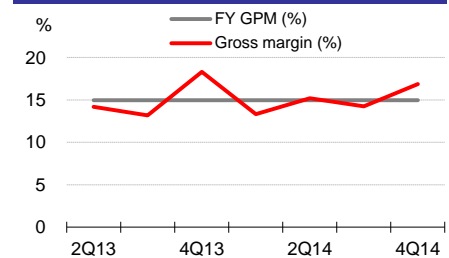
Revenue trend (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin

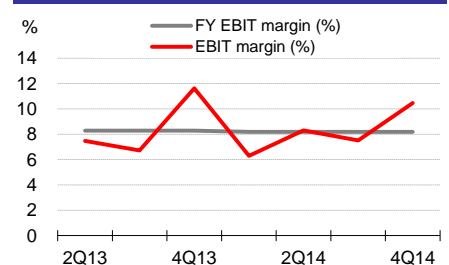
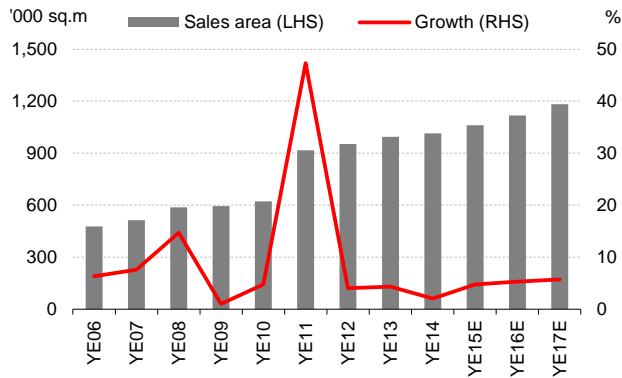
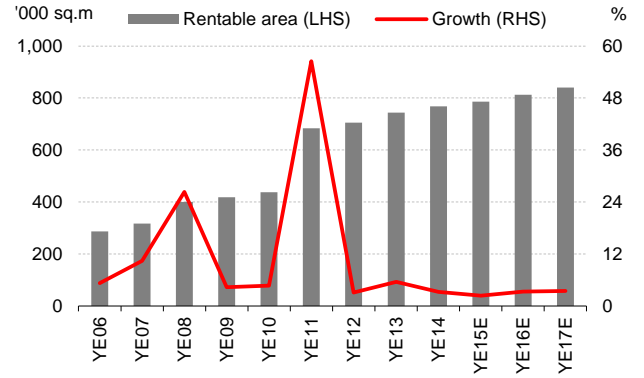


Figure 1 : Sales space



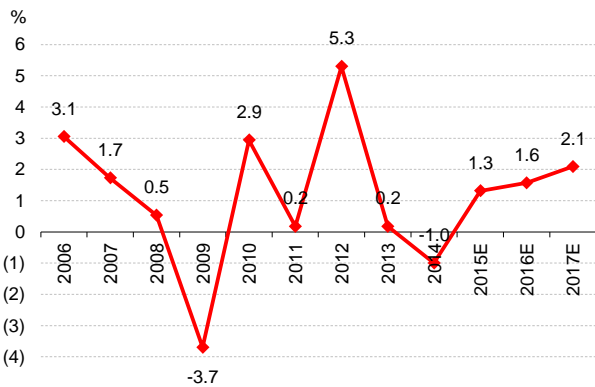
Sources: Company data, Bualuang Research estimates

Figure 2 : Rental space



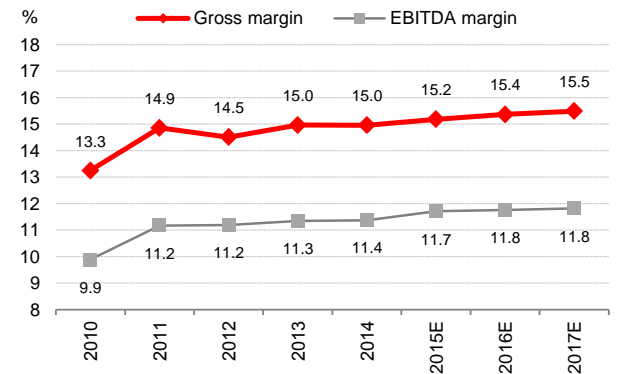
Sources: Company data, Bualuang Research estimates

Figure 3 : Same-store-sales growth



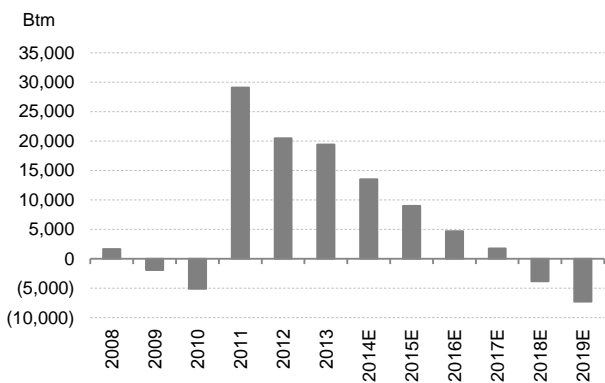
Sources: Company data, Bualuang Research estimates

Figure 4 : Gross and EBITDA margin



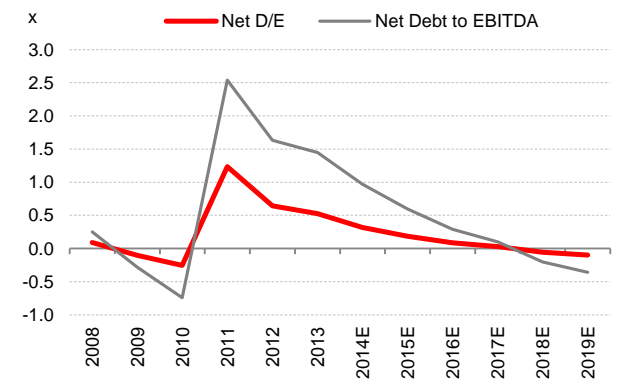
Sources: Company data, Bualuang Research estimates

Figure 5 : Net debt



Sources: Company data, Bualuang Research estimates

Figure 6 : Net D/E and net debt/EBITDA ratios

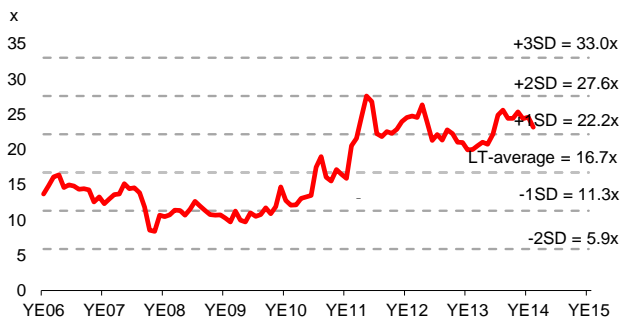


Sources: Company data, Bualuang Research estimates

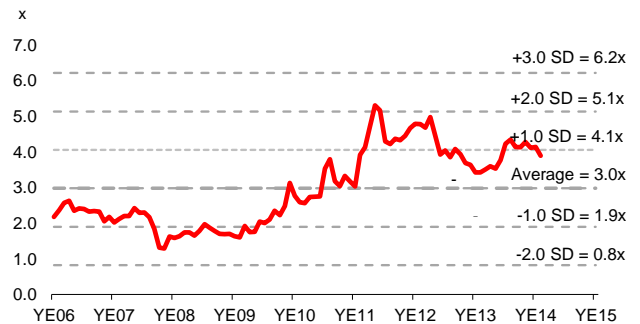
Regional Comparisons

	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	CNY12.0	14,165	n.a.	n.a.	-230.0	-21.5	3.1	3.2	-3.1	-1.9	0.0	0.0
Wumart Stores Inc	1025 HK	HKD5.7	941	13.6	12.6	n.a.	7.7	1.5	1.4	11.3	11.3	4.2	4.4
Parkson Retail Group	3368 HK	HKD1.7	595	11.1	10.3	n.a.	8.2	0.6	0.6	6.0	6.3	4.1	4.4
Nitori Hldg Co Ltd	9843 JT	JPY7,290.0	7,001	19.2	17.6	8.4	9.6	2.8	2.5	15.7	15.2	0.7	0.8
Lawson Inc	2651 JT	JPY8,180.0	6,885	21.0	18.8	2.3	11.5	3.1	2.9	15.0	16.0	2.9	3.1
Seven & I Holdings Co Ltd	3382 JT	JPY4,456.0	33,146	21.4	19.2	4.9	11.6	1.8	1.7	8.5	9.1	1.6	1.8
Family Mart	8028 JP	JPY5,750.0	4,713	21.8	25.2	10.6	-12.4	2.0	1.9	9.5	8.1	1.8	1.9
President Chain Store Corp	2912 TT	TWD249.0	8,263	27.4	26.2	18.2	3.6	9.5	8.8	36.2	34.2	2.9	3.1
Capitaland Limited	CAPL SP	SGD3.6	11,400	22.3	18.5	11.0	14.9	0.9	0.9	5.3	5.5	2.3	2.4
SM Prime Holdings Inc.	SMPH PM	PHP19.6	12,789	28.4	25.0	16.6	12.3	3.0	2.7	10.9	11.3	1.2	1.3
Home Depot	HD US	USD111.9	147,452	25.0	21.4	20.5	15.0	14.8	17.8	54.1	92.7	1.7	1.9
Costco whole sale corp	COST US	USD147.1	64,798	28.6	26.0	10.1	10.2	5.0	4.5	18.0	18.7	1.0	1.1
Carrefour	CA FP	EUR29.0	24,288	18.8	16.6	-8.1	5.6	2.3	2.1	13.0	13.4	2.4	2.7
Home Product Center	HMPRO TB	THB8.40	3,178	26.4	22.1	19.5	19.3	5.7	4.9	23.2	23.9	1.8	2.3
Big C Supercenter	BIGC TB	THB229.00	5,797	23.4	21.0	11.7	11.6	3.9	3.5	17.9	17.6	1.3	1.4
Beauty Community	BEAUTY TB	THB35.50	327	26.7	21.7	35.7	23.0	8.6	7.8	34.1	37.7	3.4	4.1
Karmarts	KAMART TB	THB6.50	132	24.9	22.1	5.6	12.6	6.2	6.3	24.9	28.5	4.3	4.9
Berli Jucker	BJC TB	THB39.50	1,930	30.4	27.7	26.7	9.7	3.2	3.0	13.1	13.3	1.8	2.0
C.P. All	CPALL TB	THB40.75	11,232	29.5	22.5	22.3	31.1	9.3	7.8	37.7	42.0	2.5	2.2
Central Pattana	CPN TB	THB44.50	6,128	24.0	19.6	13.7	22.4	4.2	3.7	19.0	20.4	1.7	2.0
DSG International (Thailand)	DSGT TB	THB8.25	319	20.2	16.6	10.0	21.5	3.3	3.0	17.3	18.9	2.6	3.1
Siam Global House	GLOBAL TB	THB11.60	1,085	42.0	33.3	20.4	26.3	2.4	2.2	5.8	6.9	0.7	0.9
Robinson Department Store	ROBINS TB	THB44.50	1,517	23.6	18.6	14.3	27.3	3.4	3.1	16.4	18.8	2.1	2.7
Siam Future Development	SF TB	THB7.45	338	12.3	10.5	28.2	16.8	1.4	1.2	12.5	13.0	0.2	0.2
Officemate	OFM TB	THB52.25	513	28.5	24.2	18.1	17.5	3.2	2.9	11.6	12.6	1.4	1.7
Siam Makro	MAKRO TB	THB37.00	5,449	32.3	25.9	12.5	24.9	12.6	11.1	40.9	45.7	2.6	3.1
Simple average				24.1	20.9	4.3	13.1	4.5	4.3	18.3	20.7	2.0	2.3

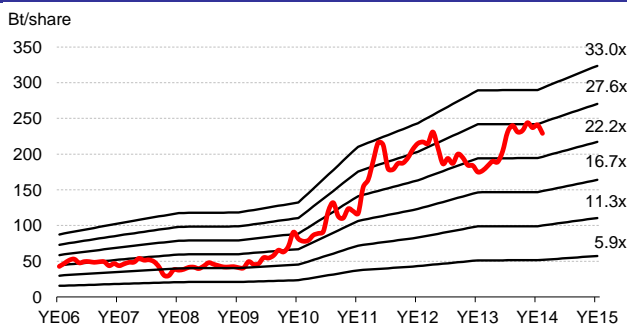
PER band versus SD (next 12 months)



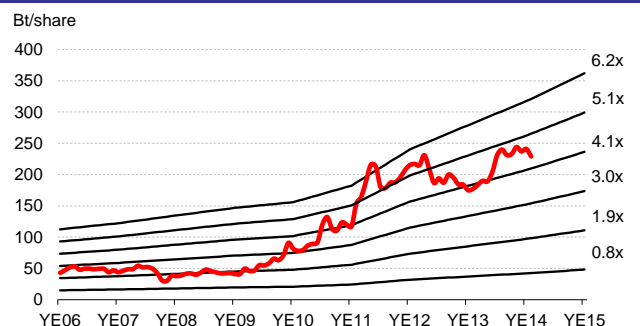
PBV band versus SD (next 12 months)



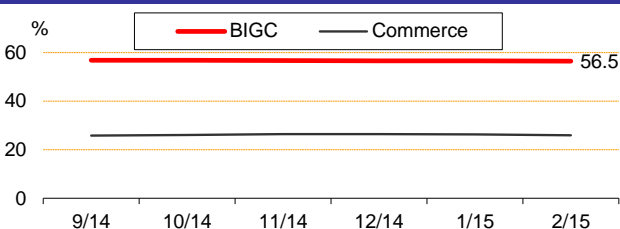
PER band and share price



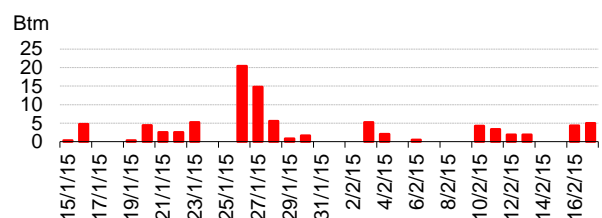
PBV band and share price



Foreign holding



Short selling activities during past four weeks








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 A UNDERWRITER/CO-UNDERWRITER/JOINT LEAD IN RESPECT OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING ("IPO") OF SECURITIES.

Financial Advisor	Lead underwriter/ Underwriter/ Co-underwriter
PLANB, JASIF	PLANB, JASIF

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.

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.