

เคซีอี อีเลคโทรนิคส์

KCE TB / KCE.BK

9 สิงหาคม 2560

ไตรมาส2/60 ต่ำกว่าคาด แต่คาดเริ่มฟื้นตัวได้ในครึ่งหลังปี 2560

กำไรปกติต่ำกว่าที่คาด

KCE รายงานกำไรสุทธิไตรมาส 2/60 อยู่ที่ 672 ล้านบาท ลดลง 17% YoY แต่เพิ่มขึ้น 2% QoQ ต่ำกว่าที่เราคาด 5% หากไม่รวมกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน 56 ล้านบาท กำไรหลักจะอยู่ที่ 616 ล้านบาท ซึ่งต่ำกว่าที่เราคาดและตลาด 10% และลดลง 20% YoY (แต่ทรงตัว QoQ) กำไรหลักที่ปรับตัวลดลง YoY ส่วนใหญ่มาจากค่าเงินบาทที่แข็งค่าขึ้นเทียบกับดอลลาร์สหรัฐและราคาแผ่นทองแดงที่สูงขึ้น KCE ประกาศจ่ายเงินปันผลต่อหุ้นระหว่างวันที่ 1.10 บาท สำหรับครึ่งแรกของปี 2560 คิดเป็นอัตราผลตอบแทนเงินปันผล 1% (ขึ้นเครื่องหมาย XD ในวันที่ 18 ส.ค. และจ่ายเงินปันผลในวันที่ 8 ก.ย.)

ประเด็นหลักผลประกอบการ

รายได้ปรับตัวเพิ่มขึ้น 2%YoY และ 4% QoQ มาอยู่ที่ 3.7 พันล้านบาท (เพิ่มขึ้น 5% YoY และ 6% QoQ ในเทอมสกุลดอลลาร์สหรัฐ) เนื่องจากปริมาณยอดขายที่เพิ่มมากขึ้นและการรับรู้รายได้จากการขายฝากเต็มจำนวน (ยอดขายที่ยังไม่รับรู้รายได้คิดเป็น 2.6% ในไตรมาส2/59) แม้ว่าค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้น (~2.7%), ราคาขายเฉลี่ยในปี 2560 ปรับตัวลดลง (~2%) และผลกระทบจากเหตุการณ์ไฟไหม้เมื่อวันที่ 18 มิ.ย. ทำให้ส่งสินค้าไม่ได้ (มูลค่าราว 2 ล้านเหรียญสหรัฐ)

รายได้ปรับตัวเพิ่มขึ้น QoQ เนื่องจากอัตรากำล้างการผลิตที่เพิ่มขึ้นจากการขยายกำลังการผลิตเฟส 3 ในโรงงานใหม่ แม้ว่าค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้นเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ 2% อัตรากำไรขั้นต้นปรับตัวลดลง YoY โดยมีผลกระทบจากราคาแผ่นทองแดงที่ปรับตัวสูงขึ้น (เพิ่มขึ้น 38% YoY และ 4% QoQ), ผลกระทบจากอัตราแลกเปลี่ยนและการปรับราคาขายประจำปี (ที่ลดลง) แต่ปรับตัวเพิ่มขึ้น QoQ มาอยู่ที่ 31% (35.5% ในไตรมาส2/59 และ 30.7% ในไตรมาส1/60) อย่างไรก็ตามกำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นและประสิทธิภาพที่ดีขึ้นช่วยหนุนการเติบโตของปริมาณยอดขายและลดผลกระทบจากปัจจัยลบภายนอกต่างๆ

แนวโน้ม

เราคาดกำไรหลักของ KCE จะทรงตัวหรือดีขึ้นเล็กน้อย YoY ในไตรมาส 3/60 จากปริมาณการผลิตที่เพิ่มขึ้น, การบริหารจัดการต้นทุนและการประหยัดขนาด น่าจะกลบผลกระทบจากราคาแผ่นทองแดงที่สูงขึ้นและค่าเงินบาทที่แข็งค่าขึ้น รวมถึงปรับตัวดีขึ้น QoQ ตามฤดูกาล และเรายังมองว่ายอดขายและอัตรากำไรขั้นต้นจะปรับตัวดีขึ้นในครึ่งหลังปี 2560 ไปจนถึงปี 2561 ตามทิศทางการขยายกำลังการผลิตของโรงงานเฟส 3, ราคาทองแดงที่ทรงตัว, และมาตรการควบคุมต้นทุนการดำเนินงาน

สิ่งที่เปลี่ยนแปลง

เนื่องจากกำไรไตรมาส 2/60 ต่ำกว่าที่เราคาด เราจึงปรับลดประมาณการกำไรหลักปี 2560 ลง 7% มาอยู่ที่ 2.8 พันล้านบาท และปรับลดราคาเป้าหมาย ณสิ้นปี 2560 มาอยู่ที่ 84 บาท บริษัทจะจัดประชุมนักวิเคราะห์ในภายนี้ เราคาดว่าจะเห็นแนวโน้มที่ชัดเจนขึ้น

คำแนะนำ

แนวโน้มกำไรหลักระยะยาวของ KCE ยังคงแข็งแกร่ง แต่ความกังวลในเรื่องของความสามารถในการทำกำไรอาจส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นในระยะสั้น ผลการดำเนินงานในระยะสั้นยังถูกดันและเผชิญกับความไม่แน่นอนของราคาแผ่นทองแดงและทิศทางค่าเงินบาท ดังนั้นเราจึงแนะนำให้นักลงทุนรอเวลาที่เหมาะสมและรอความชัดเจนมากขึ้น เรายังคงคำแนะนำถือ

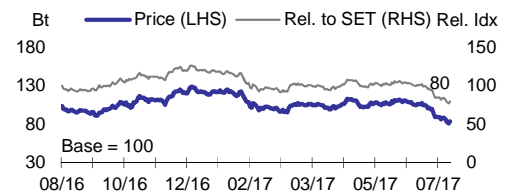
Sector: Electronics—NEUTRAL

คำแนะนำพื้นฐาน: ถือ

เป้าหมายพื้นฐาน: 84.00 บาท

ราคา (8/08/60): 84.00 บาท

Price chart

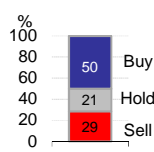


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(23.1)	(22.2)	(15.3)
Absolute	(22.6)	(21.1)	(13.4)

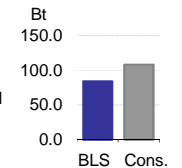
Key statistics

Market cap	Bt49.3bn	USD1.5bn
12-mth price range	Bt79.8/Bt130.0	
12-mth avg daily volume	Bt336m	USD10.1m
# of shares (m)	586	
Est. free float (%)	62.2	
Foreign limit (%)	49.0	

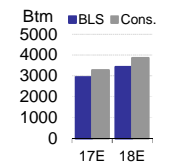
Consensus rating



BLS target price vs. Consensus



BLS earnings vs. Consensus



Financial summary

FY Ended 31 Dec	2016	2017E	2018E	2019E
Revenues (Btm)	13,797	14,886	16,979	19,208
Net profit (Btm)	3,039	2,943	3,437	4,083
EPS (Bt)	5.24	5.02	5.86	6.97
EPS growth (%)	+33%	-4.2%	+16.8%	+18.8%
Core profit (Btm)	2,935	2,813	3,417	4,064
Core EPS (Bt)	5.01	4.80	5.83	6.93
Core EPS growth (%)	+33%	-4%	+21.5%	+18.9%
PER (x)	18.1	16.7	14.3	12.1
PBV (x)	5.5	4.2	3.6	3.0
Dividend (Bt)	2.1	2.0	2.4	2.8
Dividend yield (%)	2.2	2.4	2.8	3.3
ROE (%)	33.6	27.1	26.9	27.1

CG/Anti-corruption



นภนต์ ใจแสน

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน

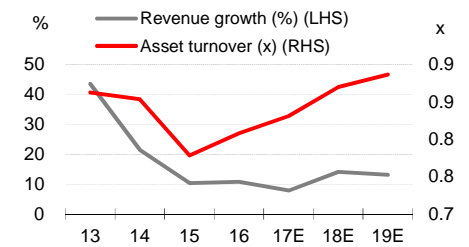
napon.jai@bualuang.co.th

+66 2 618 1349

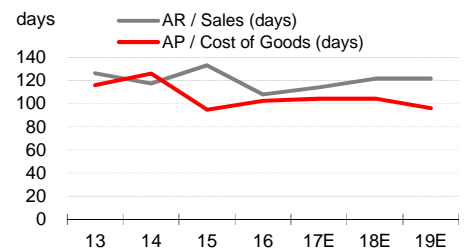
KCE: Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Revenue	12,449	13,797	14,886	16,979	19,208
Cost of sales and services	(8,535)	(8,985)	(10,164)	(11,359)	(12,658)
Gross profit	3,914	4,813	4,722	5,620	6,550
SG&A	(1,520)	(1,695)	(1,786)	(2,071)	(2,343)
EBIT	2,393	3,118	2,936	3,549	4,207
Interest expense	(153)	(171)	(116)	(106)	(98)
Other income/exp.	35	55	70	70	70
EBT	2,274	3,001	2,889	3,512	4,179
Corporate tax	(91)	(76)	(87)	(105)	(125)
After-tax net profit (loss)	2,184	2,925	2,803	3,407	4,053
Minority interest	(12)	(18)	(18)	(18)	(18)
Equity earnings from affiliates	21	28	28	28	28
Extra items	48	104	130	20	20
Net profit (loss)	2,240	3,039	2,943	3,437	4,083
Reported EPS	3.93	5.24	5.02	5.86	6.97
Fully diluted EPS	3.83	5.18	5.02	5.86	6.97
Core net profit	2,192	2,935	2,813	3,417	4,064
Core EPS	3.75	5.01	4.80	5.83	6.93
EBITDA	3,144	4,054	3,782	4,408	5,079
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	10.3	10.8	7.9	14.1	13.1
Gross margin (%)	31.4	34.9	31.7	33.1	34.1
EBITDA margin (%)	25.3	29.4	25.4	26.0	26.4
Operating margin (%)	19.5	23.0	20.2	21.3	22.3
Net margin (%)	18.0	22.0	19.8	20.2	21.3
Core profit margin (%)	17.6	21.3	18.9	20.1	21.2
ROA (%)	14.0	17.8	16.4	17.6	18.8
ROCE (%)	16.8	21.0	19.7	21.2	22.5
Asset turnover (x)	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
Current ratio (x)	1.4	1.5	1.7	2.1	2.6
Gearing ratio (x)	0.8	0.5	0.3	0.2	0.2
Interest coverage (x)	15.6	18.2	25.3	33.4	43.0
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	673	892	1,031	1,586	2,435
Accounts receivable	4,540	4,080	4,652	5,660	6,403
Inventory	1,684	2,265	2,541	2,840	3,331
PP&E-net	9,216	9,137	9,820	9,969	10,108
Other assets	717	954	462	494	525
Total assets	16,830	17,328	18,506	20,549	22,802
Accounts payable	2,215	2,520	2,904	3,245	3,331
ST debts & current portion	2,758	2,373	1,801	1,543	1,359
Long-term debt	3,554	2,155	1,756	1,657	1,557
Other liabilities	202	251	251	251	251
Total liabilities	8,730	7,300	6,713	6,696	6,499
Paid-up capital	575	586	586	586	586
Share premium	1,810	1,895	1,895	1,895	1,895
Retained earnings	5,706	7,536	9,302	11,362	13,812
Shareholders equity	8,073	9,990	11,756	13,816	16,266
Minority interests	27	37	37	37	37
Total Liab.&Shareholders' equity	16,830	17,328	18,506	20,549	22,802
CASH FLOW (Btm)					
Net income	2,240	3,039	2,943	3,437	4,083
Depreciation and amortization	716	882	776	790	802
Change in working capital	(786)	120	(469)	(974)	(1,158)
FX, non-cash adjustment & others	420	333	0	0	0
Cash flows from operating activities	2,590	4,374	3,250	3,253	3,727
Capex (Invest)/Divest	(1,835)	(860)	(962)	(962)	(962)
Others	27	(172)	0	0	0
Cash flows from investing activities	(1,808)	(1,032)	(962)	(962)	(962)
Debt financing (repayment)	183	(1,872)	(971)	(358)	(283)
Equity financing	110	86	0	0	0
Dividend payment	(695)	(1,171)	(1,177)	(1,377)	(1,633)
Others	27	(172)	0	0	0
Cash flows from financing activities	(584)	(3,122)	(2,149)	(1,735)	(1,916)
Net change in cash	198	219	139	555	848
Free cash flow (Btm)	755	3,513	2,288	2,290	2,765
FCF per share (Bt)	1.3	6.1	3.9	3.9	4.7
KEY ASSUMPTIONS	2015	2016	2017E	2018E	2019E
SIA Semiconductor growth	4%	3%	3%	3%	3%
Volume Growth	4%	8%	11%	14%	13%
Payout ratio	38%	40%	40%	40%	40%
FX	34.5	35.3	34.3	34.3	34.3

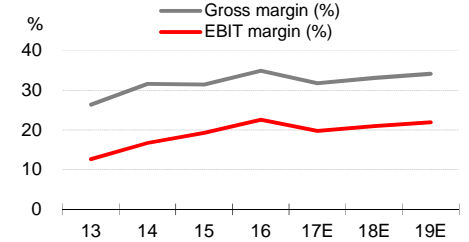
Revenue growth and asset turnover



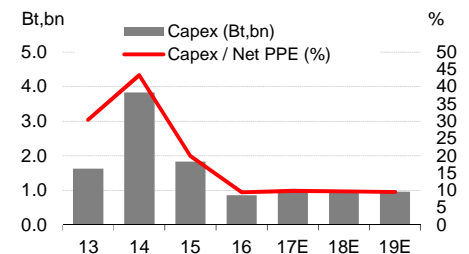
A/C receivable & A/C payable days



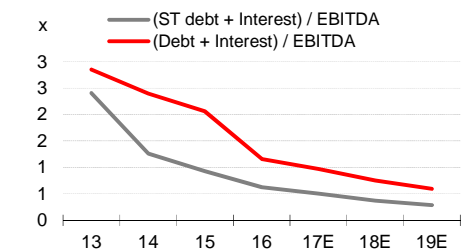
Profit margins



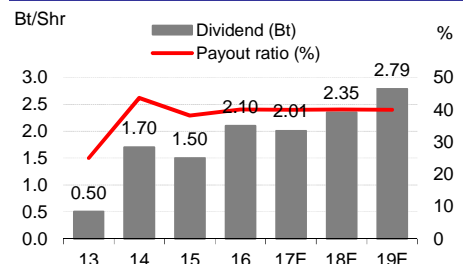
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



KCE: Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17
Revenue	3,579	3,515	3,174	3,536	3,664
Cost of sales and services	(2,309)	(2,251)	(2,094)	(2,452)	(2,528)
Gross profit	1,270	1,264	1,080	1,084	1,135
SG&A	(454)	(437)	(381)	(444)	(485)
EBIT	816	827	700	640	651
Interest expense	(46)	(42)	(37)	(30)	(33)
Other income/exp.	17	12	16	23	18
EBT	787	797	679	633	635
Corporate tax	(20)	(25)	(21)	(10)	(21)
After-tax net profit (loss)	767	772	658	623	614
Minority interest	(5.4)	(3.6)	(3.4)	(4.2)	(4.8)
Equity earnings from affiliates	7.1	9.5	6.0	4.4	6.4
Extra items	43	8	29	39	56
Net profit (loss)	812	786	690	662	672
Reported EPS	1.41	1.34	1.18	1.13	1.15
Fully diluted EPS	1.38	1.34	1.18	1.13	1.15
Core net profit	769	778	661	623	616
Core EPS	1.31	1.33	1.13	1.06	1.05
EBITDA	833	839	716	663	668

KEY RATIOS

Gross margin (%)	35.5	36.0	34.0	30.7	31.0
EBITDA margin (%)	23.3	23.9	22.5	18.8	18.2
Operating margin (%)	23.3	23.9	22.5	18.8	18.2
Net margin (%)	22.7	22.4	21.7	18.7	18.4
Core profit margin (%)	21.5	22.1	20.8	17.6	16.8
BV (Bt)	15.8	15.9	17.1	18.2	18.3
ROE (%)	36.2	34.2	28.6	25.7	25.2
ROA (%)	18.8	18.3	16.0	15.2	15.3
Current ratio (x)	1.6	1.6	1.5	1.6	1.6
Gearing ratio (x)	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
Interest coverage (x)	18.2	19.8	19.4	21.9	20.4

QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	814	817	892	988	748
Accounts receivable	4,895	4,493	4,080	4,025	4,257
Inventory	1,749	1,982	2,265	2,365	2,373
PP&E-net	9,102	9,056	9,137	9,233	9,225
Other assets	744	805	954	947	940
Total assets	17,304	17,152	17,328	17,558	17,544
Accounts payable	2,385	2,562	2,520	2,844	2,571
ST debts & current portion	2,358	2,079	2,373	1,863	2,166
Long-term debt	3,183	2,957	2,155	1,900	1,843
Other liabilities	254	230	251	257	249
Total liabilities	8,180	7,829	7,300	6,864	6,828
Paid-up capital	586	586	586	586	586
Share premium	1,891	1,895	1,895	1,907	1,907
Retained earnings	6,647	6,847	7,536	8,199	8,226
Shareholders equity	9,089	9,291	9,990	10,652	10,675
Minority interests	35	33	37	41	40
Total Liab.&Shareholders' equity	17,304	17,152	17,328	17,558	17,544

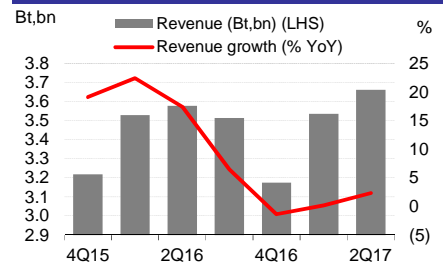
KEY STATS

Sale (USD term)	102	102	88	101	107
FX	35	35	36	35	34
Gain loss from FX	43	30	29	39	56

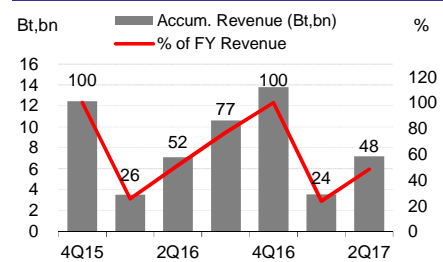
Company profile

KCE Electronics Plc (KCE) and its subsidiaries manufacture and export single-layered, multi-layered and double-sided Printed Circuit Boards (PCBs). More than 70% of its production is sold to the automotive industry; the remainder to telecoms manufacturers and computer equipment makers. KCE's main customers are headquartered in the EU.

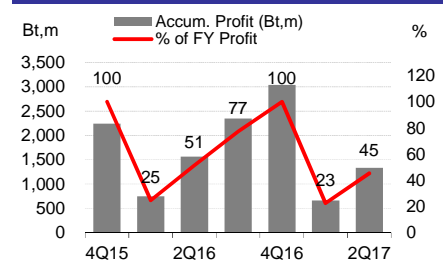
Revenue trend



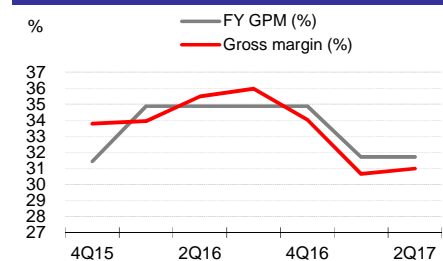
Revenue trend (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin

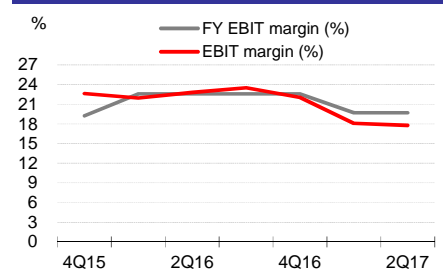


Figure 1 : 2Q17 results

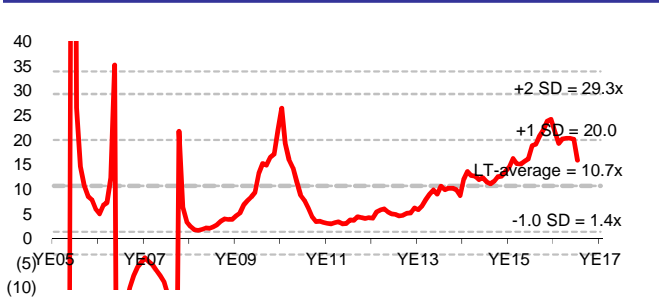
FY Ended 31 Dec (Btm)	2Q17	2Q16	YoY %	1Q17	QoQ %	6M17	6M16	YoY %
Income Statement								
Revenue	3,664	3,579	2	3,536	4	7,200	7,108	1
Cost of sales and services	(2,528)	(2,309)	10	(2,452)	3	(4,981)	(4,640)	7
EBITDA	668	833	(20)	663	1	1,331	1,617	(18)
EBIT	651	816	(20)	640	2	1,291	1,591	(19)
Interest expense	(33)	(46)	(28)	(30)	8	(63)	(92)	(32)
Other income/exp.	18	17	1	23	(23)	40	27	52
Equity earnings from affiliates	6	7	nm	4	45	11	13	(16)
Extra items	56	43	31	39	44	95	66	44
EBT	635	787	(19)	633	0	1,268	1,525	(17)
Corporate tax	(21)	(20)	4	(10)	111	(31)	(30)	3
Minority interest	(5)	(5)	nm	(4)	nm	(9)	(11)	nm
Net profit (loss)	672	812	(17)	662	2	1,334	1,563	(15)
Reported EPS	1.15	1.41	(19)	1.1	2	2.28	2.71	(16)
Core net profit	616	769	(20)	623	(1)	1,239	1,497	(17)
Key ratios								
Gross margin (%)	31.0	35.5		30.7		30.8	34.7	
EBITDA margin (%)	18.2	23.3		18.8		18.5	22.8	
EBIT margin (%)	17.8	22.8		18.1		17.9	22.4	
Tax rate (%)	3.3	2.6		1.6		2.4	2.0	
Net margin (%)	18.4	22.7		18.7		18.5	22.0	
Current ratio (x)	1.6	1.6		1.6		1.6	1.6	
Gearing ratio (x)	0.4	0.6		0.4		0.4	0.6	
Interest coverage (x)	20.4	18.2		21.9		20.5	17.3	
Balance Sheet								
Cash & Equivalent	748	814	(8)	988	(24)			
Total assets	17,544	17,304	1	17,558	(0)			
ST debts & current portion	2,166	2,358	(8)	1,863	16			
Long-term debt	1,843	3,183	(42)	1,900	(3)			
Total liabilities	6,828	8,180	(17)	6,864	(1)			
Retained earnings	8,226	6,647	24	8,199	0			
Shareholders equity	10,675	9,089	17	10,652	0			
Minority interests	40	35	17	41	(2)			
BV (Bt)	18.3	15.8	16	18.2	0			

Sources: Company data

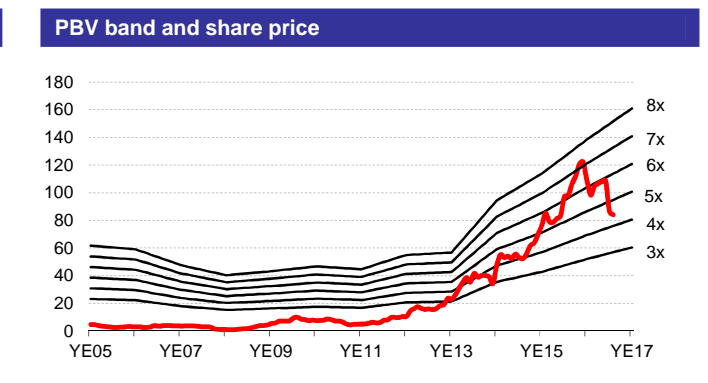
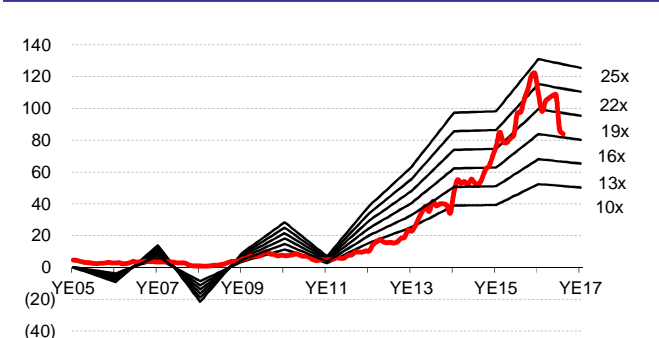
Regional Comparisons

	Bloomberg	Price	Market Cap	PER (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div Yield (%)	
	Code	(local curr.)	(US\$ equivalent)	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
Hon Hai Preciso	2317 TT	TWD121.0	69,439	13.5	12.1	3.8	11.9	1.8	1.7	13.4	14.3	3.7	4.0
Flextronics Intl	FLEX US	USD16.0	8,513	14.5	11.3	46.4	30.3	2.8	2.4	19.4	21.4	0.0	0.0
Jabil Circuit	JBL US	USD30.8	5,515	14.8	12.0	-20.7	77.9	2.4	2.2	11.3	16.6	1.1	1.1
Delta Electronics (Thailand)	DELTA TB	THB87.50	3,281	13.3	12.4	9.4	7.4	3.0	2.8	23.6	23.2	4.7	5.0
Hana Microelectronics	HANA TB	THB44.00	1,064	10.8	10.3	20.0	4.4	1.6	1.5	15.7	15.2	4.7	4.9
KCE Electronics	KCE TB	THB84.00	1,481	16.7	14.3	-3.2	16.8	4.2	3.6	27.1	26.9	2.4	2.8
Stars Microelectronics (Thailand)	SMT TB	THB4.86	122	14.5	11.7	203.6	24.3	2.0	1.8	17.9	19.9	6.7	8.4
SVI	SVI TB	THB5.75	392	15.5	11.1	-47.5	39.0	1.7	1.5	11.4	14.5	2.0	2.7
Simple average				14.2	11.9	26.5	26.5	2.4	2.2	17.5	19.0	3.1	3.6

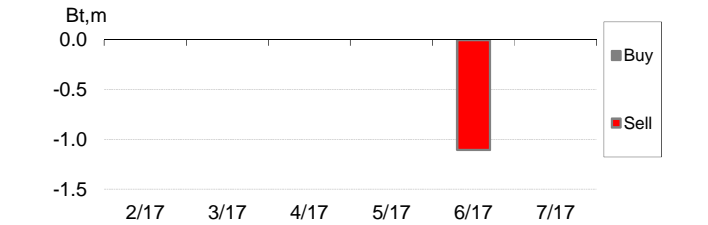
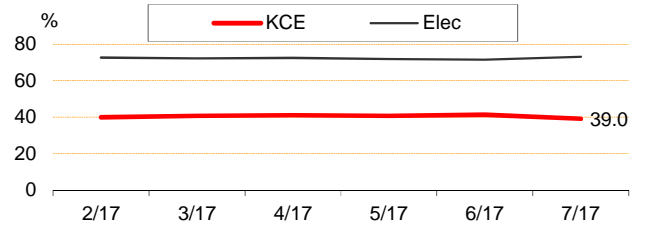
PER band versus SD (next 12 months) | PBV band versus SD (next 12 months)



PER band and share price | PBV band and share price



Foreign holdings | 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
SCCC, MILL	BGRIM, III

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

**Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC)
under Thai Institute of Directors**

- companies that have **declared** their intention to join CAC, and
- companies **certified** by CAC.

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 IOD survey 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 neither confirms 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, Bualuang Securities Public 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.