

# ยูไนเต็ด เปเปอร์

UTP TB / UTP.BK

**11 สิงหาคม 2560**

## In line with estimates

### กำไรตามคาด

บริษัทรายงานกำไร 2Q17 ที่ 63 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 29%YoY และ 3%QoQ อย่างไรก็ตามมีรายการพิเศษได้แก่ 1) ได้รับค่าชดเชยความเสียหายจากกรณีเพลิงไหม้เศษกระดาษ จากประกันภัย รว 7 ล้านบาท และ 2) กำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน 0.55 ล้านบาท หากตัดรายการดังกล่าว กำไรหลักอยู่ที่ 56 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 12%YoY แต่ลดลง 16%QoQ ผลประกอบการเป็นไปตามคาด

### ประเด็นหลักจากผลประกอบการ

บริษัทมีรายได้ 540 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 15%YoY แต่ลดลง 1%QoQ

อัตรากำไรขั้นต้นไตรมาสนี้อยู่ที่ 14.5% ลดลงจาก 16.2% ใน 2Q16 แต่เพิ่มขึ้นจาก 14.2% ใน 1Q17

บริษัทได้รับค่าชดเชยความเสียหายจากกรณีเพลิงไหม้เศษกระดาษ จากประกันภัย รว 7 ล้านบาท จากกรณีเพลิงไหม้เศษกระดาษ ที่เกิดขึ้นใน 1Q17

บริษัทมีรายได้จากภาษีบันทึกเข้ามาราว 4 ล้านบาท ซึ่งกลับข้างกับที่เป็นภาษีจ่ายราว 12 ล้านบาท ใน 2Q16 และรายได้ภาษีเพิ่มขึ้นจาก 1 ล้านบาท ใน 1Q17

### แนวโน้ม

คาดการณ์กำไร YoY และ QoQ จากปริมาณการผลิตกระดาษจะเพิ่มขึ้นอย่างก้าวกระโดดในช่วง 3Q-4Q17 นี้ ซึ่งล่าสุดผู้บริหารชี้แจงว่าภายใน 3Q17 จะสามารถเดินเครื่อง co-generator (เครื่องกำเนิดไฟฟ้าและไอน้ำ) ได้ ซึ่งจะส่งผลให้บริษัทสามารถเดินเครื่องพร้อมกันได้ 2 สายการผลิตได้ และมีกำลังการผลิตรวมราว 2.7 แสนตัน/ปี (หรือราว 750 ตัน/วัน) คาดหนุนให้กำไรในช่วง 2H17 เติบโตก้าวกระโดด

### สิ่งที่เปลี่ยนไป

เราคงประมาณการกำไรปี 2017 ที่ 229 ล้านบาท จากสมมติฐานปริมาณการผลิตในปีที่ 1.47 แสนตัน โดยอิงสมมติฐานเชิงอนุรักษ์นิยม อิงกับการเดินเครื่องเต็ม 2 สายการผลิตใน 4Q17 คาดบริษัทจะเริ่มผลิตได้เพิ่มขึ้นเป็น 500-600 ตัน/วัน

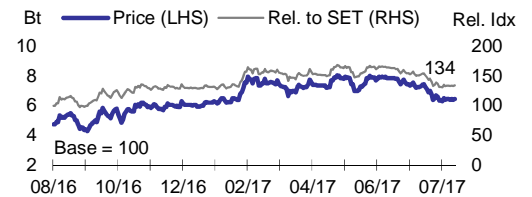
### คำแนะนำ

ที่ผ่านมาราคาหุ้นปรับตัวลง คาดเป็นเพราะความล่าช้าของการเดินเครื่อง 2 สายการผลิต ในขณะที่การเดินเครื่องจักรฯ คาดจะทำได้ใน 3Q17 นี้ แต่เรามองว่าราคาหุ้นจะยังไม่ปรับขึ้นขึ้นสะท้อนเพราะตลาดยังมีความกังวลต่ออัตราการเดินเครื่องและต้นทุนที่เพิ่มขึ้น แต่ด้วย outlook การเติบโตในปีหน้าซึ่งบริษัทน่าจะเดินเครื่องจักรได้อย่างเต็มที่ ส่งผลให้กำไรเติบโตสูงราว 66% เราคงคำแนะนำ ชื้อ สำหรับการลงทุนเพื่อรับกับการเติบโตในปีหน้า ราคาเป้าหมาย 7.80 บาท

### Sector: Paper

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**  
เป้าหมายพื้นฐาน: 7.80 บาท  
ราคา (10/08/60): 6.45 บาท

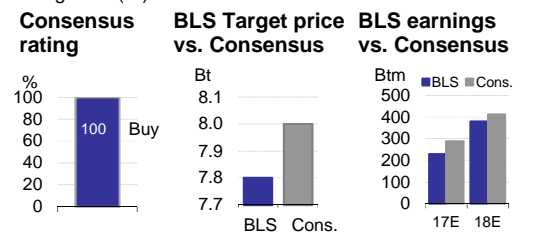
### Price chart



| Share price perf. (%) | 1M     | 3M     | 12M  |
|-----------------------|--------|--------|------|
| Relative to SET       | (12.0) | (19.2) | 29.3 |
| Absolute              | (12.2) | (17.8) | 30.6 |

### Key statistics

|                         |             |          |
|-------------------------|-------------|----------|
| Market cap              | Bt4.2bn     | USD0.1bn |
| 12-mth price range      | Bt4.3/Bt8.3 |          |
| 12-mth avg daily volume | Bt47m       | USD1.4m  |
| # of shares (m)         | 650         |          |
| Est. free float (%)     | 36.4        |          |
| Foreign limit (%)       | 49.0        |          |



### Financial summary

| FY Ended 31 Dec     | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E |
|---------------------|--------|--------|--------|-------|
| Revenues (Btm)      | 1,853  | 2,821  | 3,811  | 4,246 |
| Net profit (Btm)    | 191    | 229    | 380    | 412   |
| EPS (Bt)            | 0.29   | 0.35   | 0.58   | 0.63  |
| EPS growth (%)      | +16.8% | +19.4% | +66.1% | +8.4% |
| Core profit (Btm)   | 184    | 229    | 380    | 412   |
| Core EPS (Bt)       | 0.28   | 0.35   | 0.58   | 0.63  |
| Core EPS growth (%) | +19.8% | +24.4% | +66.1% | +8.4% |
| PER (x)             | 17.0   | 18.3   | 11.0   | 10.2  |
| PBV (x)             | 1.6    | 2.1    | 1.9    | 1.7   |
| Dividend (Bt)       | 0.15   | 0.18   | 0.29   | 0.32  |
| Dividend yield (%)  | 3.0    | 2.7    | 4.5    | 4.9   |
| ROE (%)             | 9.6    | 11.3   | 18.0   | 17.8  |

CG/Anti-Corruption N/A / -

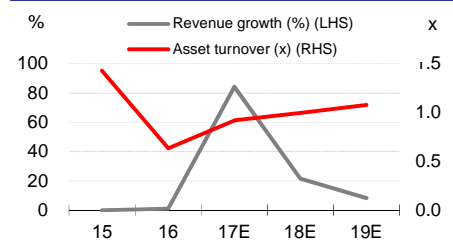
วิกิจ ธีรธรรมรัตน์ , นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน/ปัจจัยทางเทคนิค  
Wikij.tir@bualuang.co.th  
+662 618 1336

ธนัท พจน์เกษมสิน  
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์  
Thanat.poj@bualuang.co.th  
+662 618 1333

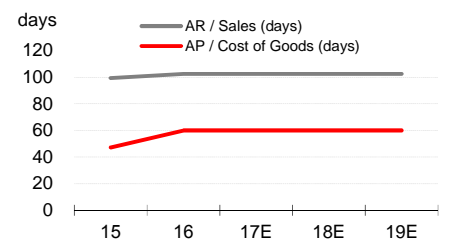
## UTP : Financial Tables – Year

| PROFIT & LOSS (Btm)                         | 2015         | 2016         | 2017E        | 2018E        | 2019E        |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Revenue                                     | 1,835        | 1,853        | 3,413        | 4,153        | 4,496        |
| Cost of sales and services                  | (1,587)      | (1,562)      | (2,924)      | (3,517)      | (3,855)      |
| <b>Gross profit</b>                         | <b>248</b>   | <b>291</b>   | <b>489</b>   | <b>636</b>   | <b>641</b>   |
| SG&A  | (73)         | (74)         | (105)        | (119)        | (127)        |
| <b>EBIT</b>                                 | <b>175</b>   | <b>217</b>   | <b>384</b>   | <b>517</b>   | <b>513</b>   |
| Interest expense                            | (0)          | (1)          | (77)         | (62)         | (47)         |
| Other income/exp.                           | 20           | 16           | 18           | 19           | 21           |
| <b>EBT</b>                                  | <b>195</b>   | <b>232</b>   | <b>325</b>   | <b>475</b>   | <b>488</b>   |
| Corporate tax                               | (41)         | (48)         | (14)         | (34)         | (36)         |
| <b>After-tax net profit (loss)</b>          | <b>153</b>   | <b>184</b>   | <b>311</b>   | <b>441</b>   | <b>452</b>   |
| Minority interest                           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Equity earnings from affiliates             | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Extra items                                 | 11           | 8            | 0            | 0            | 0            |
| <b>Net profit (loss)</b>                    | <b>164</b>   | <b>191</b>   | <b>311</b>   | <b>441</b>   | <b>452</b>   |
| Reported EPS                                | 0.25         | 0.29         | 0.48         | 0.68         | 0.70         |
| <b>Fully diluted EPS</b>                    | <b>0.25</b>  | <b>0.29</b>  | <b>0.48</b>  | <b>0.68</b>  | <b>0.70</b>  |
| <b>Core net profit</b>                      | <b>153</b>   | <b>184</b>   | <b>311</b>   | <b>441</b>   | <b>452</b>   |
| Core EPS                                    | 0.24         | 0.28         | 0.48         | 0.68         | 0.70         |
| <b>EBITDA</b>                               | <b>304</b>   | <b>351</b>   | <b>618</b>   | <b>761</b>   | <b>723</b>   |
| <b>KEY RATIOS</b>                           |              |              |              |              |              |
| Revenue growth (%)                          | nm           | 0.9          | 84.2         | 21.7         | 8.2          |
| Gross margin (%)                            | 13.5         | 15.7         | 14.3         | 15.3         | 14.2         |
| EBITDA margin (%)                           | 16.6         | 18.9         | 18.1         | 18.3         | 16.1         |
| Operating margin (%)                        | 9.5          | 11.7         | 11.3         | 12.4         | 11.4         |
| Net margin (%)                              | 8.9          | 10.3         | 9.1          | 10.6         | 10.1         |
| Core profit margin (%)                      | 8.4          | 9.9          | 9.1          | 10.6         | 10.1         |
| ROA (%)                                     | 12.8         | 6.6          | 8.4          | 10.6         | 10.8         |
| ROCE (%)                                    | 14.0         | 7.2          | 9.4          | 12.1         | 12.7         |
| Asset turnover (x)                          | 1.4          | 0.6          | 0.9          | 1.0          | 1.1          |
| Current ratio (x)                           | 1.6          | 1.9          | 2.3          | 2.3          | 2.3          |
| Gearing ratio (x)                           | 0.2          | 0.5          | 0.8          | 0.6          | 0.4          |
| Interest coverage (x)                       | 650.7        | 190.5        | 5.0          | 8.4          | 11.0         |
| <b>BALANCE SHEET (Btm)</b>                  |              |              |              |              |              |
| Cash & Equivalent                           | 18           | 23           | 256          | 247          | 254          |
| Accounts receivable                         | 500          | 521          | 959          | 1,167        | 1,263        |
| Inventory                                   | 275          | 204          | 382          | 459          | 503          |
| PP&E-net                                    | 1,656        | 2,313        | 2,279        | 2,085        | 1,925        |
| Other assets                                | 122          | 199          | 294          | 224          | 214          |
| <b>Total assets</b>                         | <b>2,572</b> | <b>3,259</b> | <b>4,170</b> | <b>4,182</b> | <b>4,160</b> |
| Accounts payable                            | 206          | 257          | 481          | 578          | 634          |
| ST debts & current portion                  | 301          | 192          | 330          | 330          | 330          |
| Long-term debt                              | 92           | 740          | 1,280        | 980          | 680          |
| Other liabilities                           | 24           | 27           | 19           | 13           | 9            |
| <b>Total liabilities</b>                    | <b>622</b>   | <b>1,216</b> | <b>2,110</b> | <b>1,901</b> | <b>1,653</b> |
| Paid-up capital                             | 650          | 650          | 650          | 650          | 650          |
| Share premium                               | 174          | 174          | 283          | 283          | 283          |
| Retained earnings                           | 819          | 972          | 1,128        | 1,348        | 1,574        |
| <b>Shareholders equity</b>                  | <b>1,949</b> | <b>2,043</b> | <b>2,060</b> | <b>2,281</b> | <b>2,507</b> |
| Minority interests                          | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b> | <b>2,572</b> | <b>3,259</b> | <b>4,170</b> | <b>4,182</b> | <b>4,160</b> |
| <b>CASH FLOW (Btm)</b>                      |              |              |              |              |              |
| Net income                                  | 164          | 191          | 311          | 441          | 452          |
| Depreciation and amortization               | 129          | 134          | 234          | 244          | 210          |
| Change in working capital                   | 185          | (27)         | (616)        | (285)        | (140)        |
| FX, non-cash adjustment & others            | (30)         | (29)         | 224          | 98           | 56           |
| <b>Cash flows from operating activiti</b>   | <b>448</b>   | <b>269</b>   | <b>153</b>   | <b>497</b>   | <b>577</b>   |
| Capex (Invest)/Divest                       | (711)        | (718)        | (200)        | (50)         | (50)         |
| Others                                      | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>Cash flows from investing activiti</b>   | <b>(711)</b> | <b>(718)</b> | <b>(200)</b> | <b>(50)</b>  | <b>(50)</b>  |
| Debt financing (repayment)                  | 301          | (109)        | 378          | (300)        | (300)        |
| Equity financing                            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Dividend payment                            | (65)         | (97)         | (98)         | (156)        | (220)        |
| Others                                      | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>Cash flows from financing activiti</b>   | <b>236</b>   | <b>454</b>   | <b>280</b>   | <b>(456)</b> | <b>(520)</b> |
| Net change in cash                          | (27)         | 5            | 233          | (8)          | 7            |
| <b>Free cash flow (Btm)</b>                 | <b>(263)</b> | <b>(449)</b> | <b>(47)</b>  | <b>447</b>   | <b>527</b>   |
| <b>FCF per share (Bt)</b>                   | <b>(0.4)</b> | <b>(0.7)</b> | <b>(0.1)</b> | <b>0.7</b>   | <b>0.8</b>   |

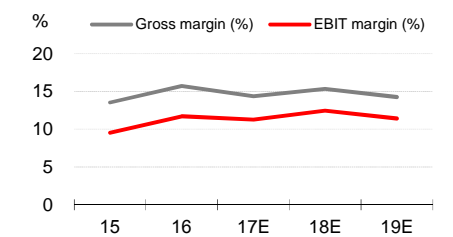
### Revenue growth and asset turnover



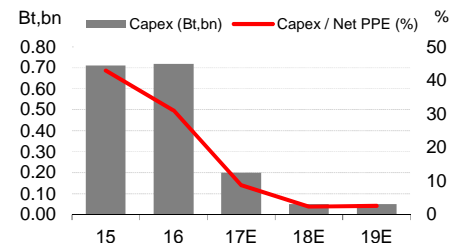
### A/C receivable & A/C payable days



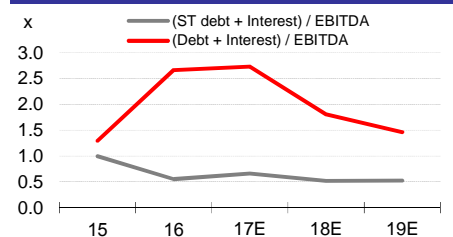
### Profit margins



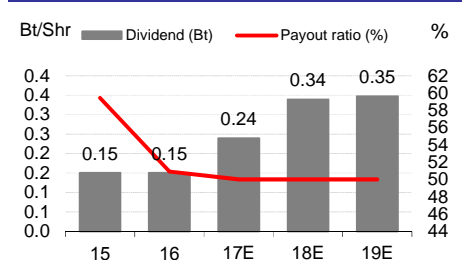
### Capital expenditure



### Debt serviceability



### Dividend payout



## UTP : Financial Tables – Quarter

| QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)   | 2Q16        | 3Q16        | 4Q16        | 1Q17        | 2Q17        |
|---------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Revenue                         | 469         | 460         | 418         | 544         | 540         |
| Cost of sales and services      | (393)       | (401)       | (349)       | (467)       | (462)       |
| Gross profit                    | 76          | 59          | 69          | 77          | 78          |
| SG&A                            | (18)        | (17)        | (23)        | (21)        | (22)        |
| <b>EBIT</b>                     | <b>58</b>   | <b>42</b>   | <b>46</b>   | <b>56</b>   | <b>56</b>   |
| Interest expense                | (0)         | (0)         | (0)         | (7)         | (8)         |
| Other income/exp.               | 4           | 4           | 3           | 16          | 4           |
| <b>EBT</b>                      | <b>62</b>   | <b>46</b>   | <b>49</b>   | <b>65</b>   | <b>51</b>   |
| Corporate tax                   | (12)        | (9)         | (10)        | 1           | 4           |
| After-tax net profit (loss)     | 50          | 36          | 39          | 66          | 56          |
| Minority interest               | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| Equity earnings from affiliates | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| Extra items                     | (1)         | 1           | 1           | (5)         | 8           |
| <b>Net profit (loss)</b>        | <b>49</b>   | <b>38</b>   | <b>40</b>   | <b>62</b>   | <b>63</b>   |
| Reported EPS                    | 0.08        | 0.06        | 0.05        | 0.09        | 0.10        |
| <b>Fully diluted EPS</b>        | <b>0.08</b> | <b>0.06</b> | <b>0.06</b> | <b>0.09</b> | <b>0.10</b> |
| <b>Core net profit</b>          | <b>50</b>   | <b>36</b>   | <b>39</b>   | <b>66</b>   | <b>56</b>   |
| Core EPS                        | 0.08        | 0.06        | 0.06        | 0.10        | 0.09        |
| <b>EBITDA</b>                   | <b>94</b>   | <b>78</b>   | <b>73</b>   | <b>111</b>  | <b>112</b>  |

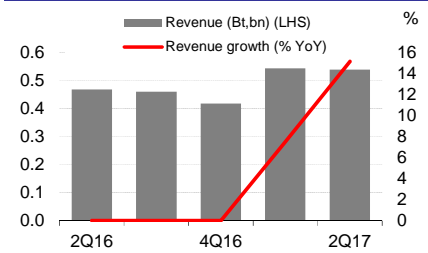
### KEY RATIOS

|                        |      |      |      |      |      |
|------------------------|------|------|------|------|------|
| Gross margin (%)       | 16.2 | 12.8 | 16.5 | 14.2 | 14.5 |
| EBITDA margin (%)      | 20.1 | 17.0 | 17.4 | 20.5 | 20.7 |
| Operating margin (%)   | 12.4 | 9.2  | 11.0 | 10.3 | 10.3 |
| Net margin (%)         | 10.5 | 8.2  | 9.5  | 11.3 | 11.7 |
| Core profit margin (%) | 10.6 | 7.9  | 9.3  | 12.2 | 10.3 |
| BV (Bt)                | 3.0  | 3.1  | 3.1  | 3.2  | 3.2  |
| ROE (%)                | 10.0 | 7.5  | 7.8  | 11.7 | 12.2 |
| ROA (%)                | 6.6  | 4.9  | 4.9  | 7.4  | 7.5  |
| Current ratio (x)      | 1.0  | 0.8  | 1.9  | 1.9  | 2.8  |
| Gearing ratio (x)      | 0.3  | 0.4  | 0.5  | 0.4  | 0.5  |
| Interest coverage (x)  | 0.0  | 0.0  | 0.2  | 0.2  | 0.3  |

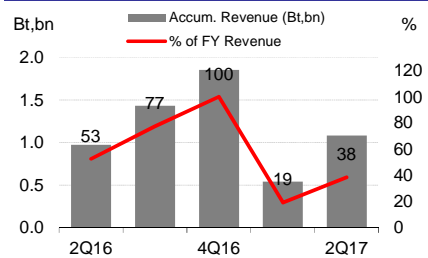
### QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

|   |              |              |              |              |              |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Cash & Equivalent                           | 23           | 21           | 23           | 34           | 40           |
| Accounts receivable                         | 507          | 508          | 521          | 592          | 594          |
| Inventory                                   | 210          | 196          | 204          | 184          | 252          |
| PP&E-net                                    | 2,050        | 2,220        | 2,313        | 2,309        | 2,326        |
| Other assets                                | 159          | 140          | 199          | 202          | 165          |
| <b>Total assets</b>                         | <b>2,949</b> | <b>3,085</b> | <b>3,259</b> | <b>3,321</b> | <b>3,377</b> |
| Accounts payable                            | 290          | 226          | 257          | 260          | 271          |
| ST debts & current portion                  | 573          | 759          | 192          | 217          | 94           |
| Long-term debt                              | 86           | 84           | 740          | 710          | 940          |
| Other liabilities                           | 34           | 12           | 27           | 29           | 1            |
| <b>Total liabilities</b>                    | <b>983</b>   | <b>1,081</b> | <b>1,216</b> | <b>1,216</b> | <b>1,306</b> |
| Paid-up capital                             | 650          | 650          | 650          | 650          | 650          |
| Share premium                               | 174          | 174          | 174          | 174          | 174          |
| Retained earnings                           | 865          | 918          | 972          | 1,047        | 1,026        |
| <b>Shareholders equity</b>                  | <b>1,966</b> | <b>2,004</b> | <b>2,043</b> | <b>2,105</b> | <b>2,070</b> |
| Minority interests                          | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b> | <b>2,949</b> | <b>3,085</b> | <b>3,259</b> | <b>3,321</b> | <b>3,376</b> |

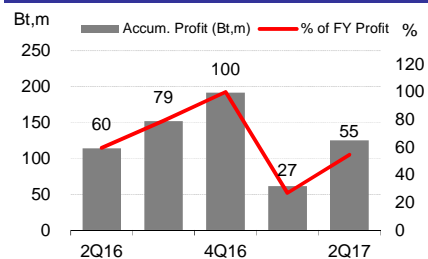
### Revenue trend



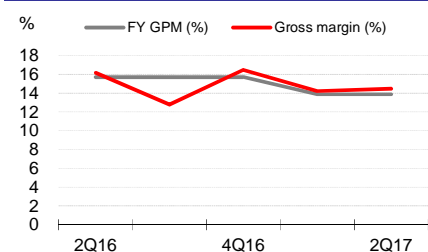
### Revenue trend (accumulated)



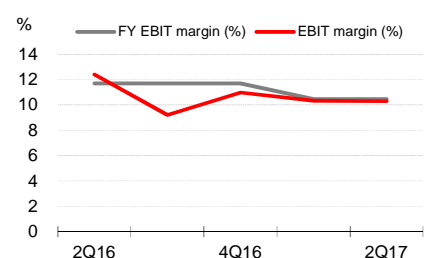
### Net profit trend (accumulated)



### Gross profit margin



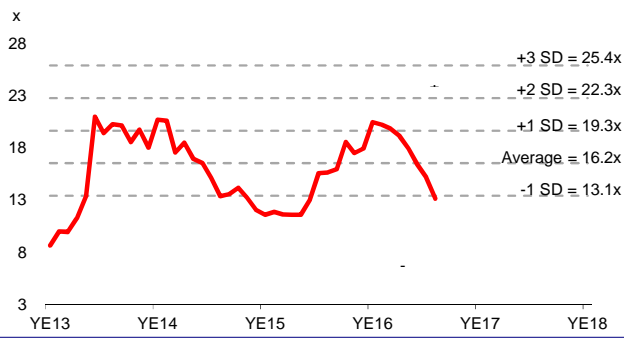
### EBIT margin



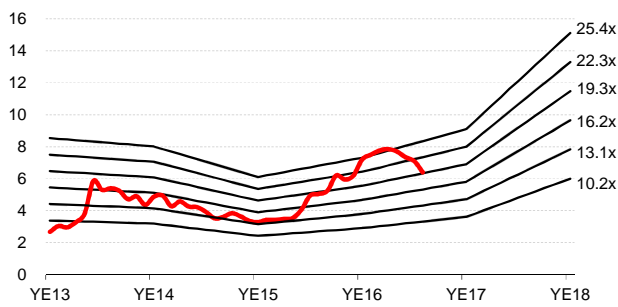
### Company profile

บริษัท ยูไนเต็ด เปเปอร์ จำกัด (มหาชน) (บริษัทฯ) ดำเนินธุรกิจการผลิตและจำหน่ายกระดาษกราฟที่ใช้สำหรับอุตสาหกรรมหีบห่อและบรรจุภัณฑ์ เพื่อจำหน่ายทั้งในประเทศและต่างประเทศ กระดาษกราฟที่บริษัทฯ ผลิตและจำหน่ายมี 2 ประเภทหลัก คือ 1. กระดาษกราฟสำหรับทำผิวกล่อง (Kraft Liner Board) 2. กระดาษกราฟสำหรับทำลอนลูกฟูก (Corrugating Medium) กำลังการผลิตรวมประมาณ 300,000 ตันต่อปี

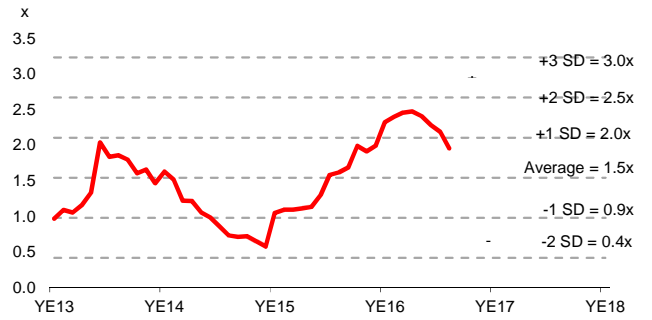
**PER band versus SD**



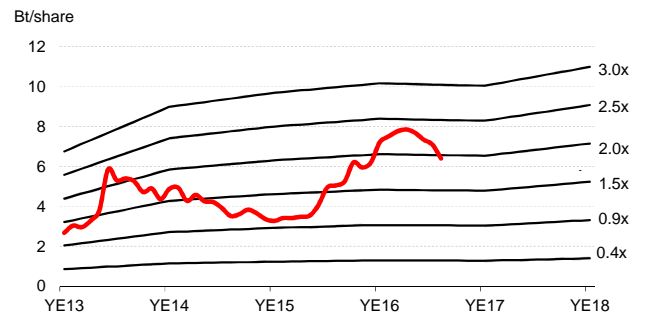
**PER band and share price**



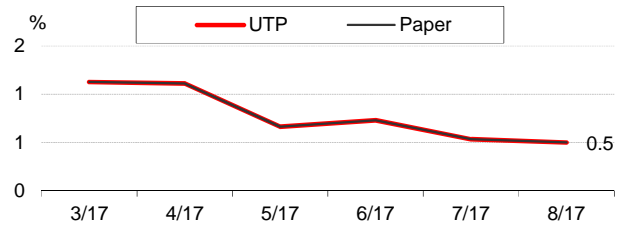
**PBV band versus SD**



**PBV band and share price**



**Foreign holding**



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 RELATIONSHIPS 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/<br>Underwriter/<br>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.