

Rajthanee Hospital

RJH TB / RJH.BK

19 มีนาคม 2561

ถูกสุดในกลุ่ม

ราคาหุ้นของ RJH ถูกที่สุดในกลุ่ม ด้วย PER ปี 2561 ที่ 28.4 เท่า ซึ่งต่ำที่สุดในบรรดาหุ้นกลุ่มการแพทย์ที่เราให้คำแนะนำและต่ำกว่าค่าเฉลี่ยโลกที่ 36.2 เท่าอย่างมาก บริษัทยังมีอัปเดตต่อประมาณการกำไรจากการเข้าซื้อบริษัทย่อยซึ่งจะเสร็จสิ้นในไตรมาส 2/61 ทั้งนี้เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" โดยให้ราคาเป้าหมายปี 2561 ที่ประเมินด้วยวิธีคิดลดกระแสเงินสดที่ 35.5 บาท (WACC 7.5% และ terminal growth rate 2.0%)

แนวโน้มกำไรไตรมาส 1/61 เดิมโตดี

เราเชื่อว่า RJH จะทำรายได้เติบโตแข็งแกร่งที่ 20% YoY และ 3% QoQ ในไตรมาส 1/61ซึ่งจะถือเป็นไตรมาสที่ทำรายได้สูงเป็นอันดับสองตั้งแต่ที่ผ่านมา โดยปัจจัยหลักมาจากสภาพอากาศที่แปรปรวน กอปรกับการแพร่ระบาดของไวรัสโรต้า รวมถึงการที่โรงพยาบาลได้รับผลประโยชน์จากนโยบายเงินจ่ายประกันสังคมที่เพิ่มขึ้นตั้งแต่เดือน ก.ค. 2560 นอกจากนี้จำนวนสมาชิกประกันสังคมตั้งแต่ต้นปีจนถึงปัจจุบันยังขยายตัวเพิ่มขึ้น 6% YoY และ 1% QoQ มาอยู่ที่ 171,000 คน เราคาดว่าปัจจัยทั้งหมดดังกล่าวจะหนุนให้ RJH สามารถทำกำไรเติบโต QoQ และ ปรับตัวดีขึ้น YoY แม้ว่าฐานสูงในไตรมาส 1/60 (จากเครดิตภาษี 29 ล้านบาทจากโรงพยาบาลราชธานี-โรจนะ)

ผลกระทบจากเคสส่งตัวผู้ป่วยโรคหัวใจจากโรงพยาบาลภัทร-ธนบุรี (จากเดิมเฉลี่ย 50 เคส/เดือน ในช่วงเดือน ม.ค.-ก.พ. 2560 มาอยู่ที่ 30 เคส ในช่วงเดือน ม.ค.-ก.พ. 2561) ไม่ได้มากนักเนื่องจากรายได้จากผู้ป่วยที่ส่งต่อมาจากโรงพยาบาลภัทร-ธนบุรีคิดเป็นเพียง 1% ของรายได้ทั้งหมดของ RJH อย่างไรก็ตาม RJH ก็พยายามชดเชยด้วยการหาเคสผู้ป่วยเพิ่มจากโรงพยาบาลอื่นใกล้เคียงอีก 4 แห่ง จึงทำให้จำนวนเคสส่งตัวผู้ป่วยโรคหัวใจปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญตั้งแต่ต้นเดือน มี.ค. 2561 จนถึงปัจจุบัน

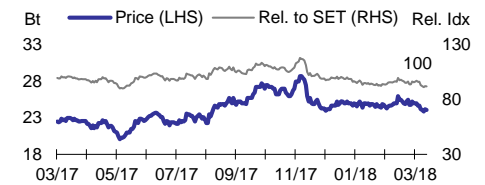
แผนธุรกิจปี 2561-เพิ่มขีดความสามารถในการรองรับผู้ป่วย

ในปี 2561 ศูนย์ MRI และ ศูนย์ไต (Hemodialysis Center) แห่งใหม่จะหนุนให้ RJH เข้าใกล้เป้าหมายที่จะเป็นโรงพยาบาลที่มีขีดความสามารถระดับตติยภูมิ บริษัทตั้งเป้าการเติบโตของรายได้อยู่ที่ 15% ซึ่งสอดคล้องกับประมาณการของเรา และเมื่อกลางเดือนม.ค.ที่ผ่านมา RJH ได้เปิดศูนย์ MRI ซึ่งเป็นศูนย์ MRI แห่งแรกในจังหวัดอยุธยา (ใช้นโยบายส่วนแบ่งรายได้) จำนวนผู้มาใช้บริการต่อเดือนเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วจาก 22 รายในเดือน ม.ค. มาอยู่ที่ 86 รายในเดือน ก.พ. และ 78 รายในกลางเดือน มี.ค. (บริษัทตั้งเป้า 160 รายต่อเดือนในปี 2561) นอกจากนี้บริษัทวางแผนที่จะขยายจำนวนเตียงผู้ป่วยใน 18% YoY ทำให้จำนวนเตียงทั้งหมดจะเพิ่มขึ้นเป็น 258 เตียงในไตรมาส 3/61 เพื่อรองรับอุปสงค์ทางการแพทย์ที่แข็งแกร่งในไตรมาสดังกล่าว ในส่วนของศูนย์ไตแห่งใหม่จะเปิดดำเนินการในไตรมาส 4/61 โดยจะเปิดเพิ่มอีก 16 युनिท (เพิ่มขึ้น 59% จาก 43 युนิท ณ สิ้นปี 2560)

Sector: Healthcare OVERWEIGHT

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**
 เป้าหมายพื้นฐาน: 35.50 บาท
 ราคา (16/03/61): 24.10 บาท

Price chart

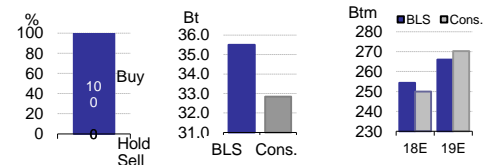


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(3.1)	(5.5)	(9.0)
Absolute	(2.8)	(0.4)	7.1

Key statistics

Market cap	Bt7.2bn	USD0.2bn
12-mth price range	Bt19.8/Bt28.8	
12-mth avg daily volume	Bt15m	USD0.5m
# of shares (m)	300	
Est. free float (%)	56.9	
Foreign limit (%)	30.0	

Consensus rating BLS target price vs. Consensus Consensus rating



Financial summary

FY Ended 31 Dec	2017	2018E	2019E	2020E
Revenues (Btm)	1,403	1,619	1,834	2,157
Net profit (Btm)	231	254	266	296
EPS (Bt)	0.77	0.85	0.89	0.99
EPS growth (%)	+49.5%	+10.0%	+4.6%	+11.2%
Core profit (Btm)	231	254	266	296
Core EPS (Bt)	0.77	0.85	0.89	0.99
Core EPS growth (%)	+49.5%	+10.0%	+4.6%	+11.2%
PER (x)	32.4	28.4	27.2	24.5
PBV (x)	4.5	4.1	3.8	3.6
Dividend (Bt)	0.6	0.6	0.4	0.5
Dividend yield (%)	2.2	2.5	1.8	2.0
ROE (%)	15.0	15.6	15.3	15.7

CG/Anti-corruption



นฤมล เอกสมุทร

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์
 Narumon.e@bualuang.co.th
 +66 2 618 1345

ประภัสสร ตรีศรี
 ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

มูลค่าเพิ่มจากการเข้าซื้อ RRH

RJH จะเพิ่มสัดส่วนการถือหุ้นในโรงพยาบาลราชธานี-โรจนะ (RRH) จาก 54% เป็น 100% ซึ่งคาดว่าจะการเข้าซื้อจะเสร็จสิ้นเรียบร้อยในเดือนเม.ย. 2561 โดยต้นทุนในการเข้าซื้อดังกล่าวอยู่ที่ 435 ล้านบาท (RJH ใช้เงินกู้ 87% และเงินสดภายในอีก 13%) ซึ่งไม่เป็นปัญหาสำหรับบริษัท เนื่องจาก RJH ขณะนี้มีสถานะทางการเงินที่แข็งแกร่งด้วยสถานะเงินสดสุทธิ ณ สิ้นปี 2560 รวมถึงภาระดอกเบี้ยจ่ายที่จะเพิ่มขึ้นนั้นไม่มากนักที่ราว 10 ล้านบาทต่อปี (อัตราดอกเบี้ย 3%) การเข้าซื้อ RRH เพิ่มเติมในครั้งนี้จะเป็นการเพิ่มมูลค่าให้แก่ RJH เนื่องจาก RRH ถือเป็นสินทรัพย์ในการดำเนินงานซึ่งพลิกกลับมาทำกำไรในปี 2560 ที่ 54 ล้านบาท (คุ้มทุนในปี 2559) และยังมีศักยภาพในการเติบโตอย่างต่อเนื่องในอนาคต รวมถึงราคาเข้าซื้อไม่แพงโดย PER ปี 2560 ของ RRH ที่ 31.5 เท่า ต่ำกว่าค่า PER ของ RJH อยู่ 3% เราคาดว่า การเข้าซื้อดังกล่าวจะเป็นอัฟไซดต์ต่อกำไร 3% ในปี 2561 (เริ่มในครึ่งหลังปี 2561) และเพิ่มขึ้น 6% ในปี 2562 ซึ่งยังไม่ได้สะท้อนในประมาณการของเรา

RJH: Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Revenue	1,209	1,403	1,619	1,834	2,157
Cost of sales and services	(862)	(986)	(1,117)	(1,246)	(1,459)
Gross profit	347	417	502	588	698
SG&A	(137)	(153)	(176)	(240)	(313)
EBIT	210	285	341	363	400
Interest expense	(26)	(3)	(5)	(2)	(2)
Other income/exp.	0	0	0	0	0
EBT	184	282	336	361	398
Corporate tax	(29)	(26)	(60)	(72)	(80)
After-tax net profit (loss)	155	256	277	288	318
Minority interest	(0)	(25)	(22)	(22)	(22)
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	0	0	0	0	0
Net profit (loss)	155	231	254	266	296
Reported EPS	0.52	0.77	0.85	0.89	0.99
Fully diluted EPS	0.52	0.77	0.85	0.89	0.99
Core net profit	155	231	254	266	296
Core EPS	0.52	0.77	0.85	0.89	0.99
EBITDA	283	361	449	502	539

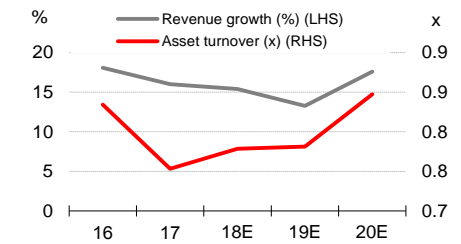
KEY RATIOS	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Revenue growth (%)	18.1	16.0	15.4	13.3	17.6
Gross margin (%)	28.7	29.7	31.0	32.1	32.4
EBITDA margin (%)	23.4	25.7	27.7	27.3	25.0
Operating margin (%)	17.4	20.3	21.1	19.8	18.5
Net margin (%)	12.8	16.5	15.7	14.5	13.7
Core profit margin (%)	12.8	16.5	15.7	14.5	13.7
ROA (%)	10.7	12.4	12.2	11.3	11.6
ROCE (%)	12.5	14.1	14.1	13.2	13.8
Asset turnover (x)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
Current ratio (x)	2.2	3.0	2.1	2.0	1.6
Gearing ratio (x)	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
Interest coverage (x)	8.0	94.8	68.3	150.6	166.0

BALANCE SHEET (Btm)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Cash & Equivalent	201	263	462	527	274
Accounts receivable	209	226	311	251	414
Inventory	20	24	38	41	48
PP&E-net	769	830	916	1,085	1,385
Other assets	625	559	532	532	532
Total assets	1,824	1,901	2,258	2,437	2,653
Accounts payable	172	170	250	273	320
ST debts & current portion	24	0	142	142	142
Long-term debt	56	0	48	48	48
Other liabilities	31	65	65	87	110
Total liabilities	283	235	505	551	620
Paid-up capital	300	300	300	300	300
Share premium	1,093	1,093	1,093	1,093	1,093
Retained earnings	107	208	284	417	565
Shareholders equity	1,490	1,591	1,677	1,810	1,958
Minority interests	51	75	75	75	75
Total Liab.&Shareholders' equity	1,824	1,901	2,258	2,437	2,653

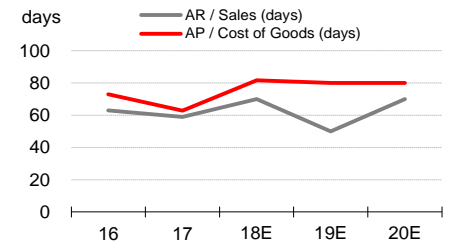
CASH FLOW (Btm)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Net income	155	231	254	266	296
Depreciation and amortization	73	76	108	139	139
Change in working capital	(10)	(17)	(18)	79	(123)
FX, non-cash adjustment & others	9	(274)	41	25	25
Cash flows from operating activities	226	16	386	508	337
Capex (Invest)/Divest	(76)	(127)	(194)	(308)	(439)
Others	(503)	398	0	0	0
Cash flows from investing activities	(579)	270	(194)	(308)	(439)
Debt financing (repayment)	(492)	(80)	191	0	0
Equity financing	36	0	0	0	0
Dividend payment	127	120	(178)	(133)	(148)
Others	(503)	398	0	0	0
Cash flows from financing activities	550	(225)	8	(135)	(150)
Net change in cash	197	62	199	65	(252)
Free cash flow (Btm)	150	(111)	192	201	(102)
FCF per share (Bt)	0.5	(0.4)	0.6	0.7	(0.3)

KEY ASSUMPTIONS	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Capacity expansion--OPD	16%	0%	0%	8%	22%
Capacity expansion--IPD	11%	18%	9%	8%	7%
OPD	0%	0%	0%	0%	0%
Volume growth (YoY)	27%	8%	8%	8%	10%
Price growth (YoY)	3%	5%	5%	7%	5%
IPD utilization rate	83%	81%	81%	76%	80%

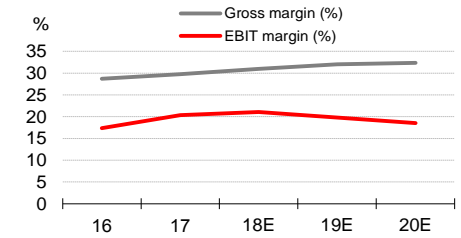
Revenue growth and asset turnover



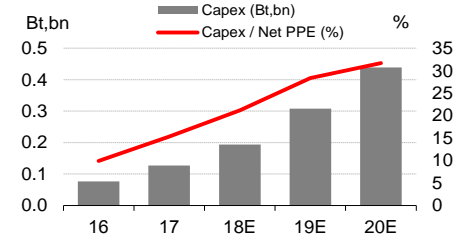
A/C receivable & A/C payable days



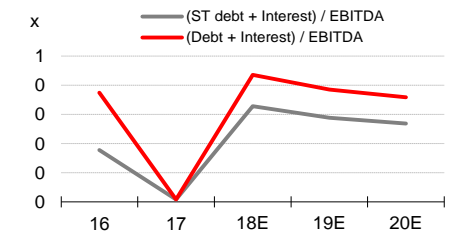
Profit margins



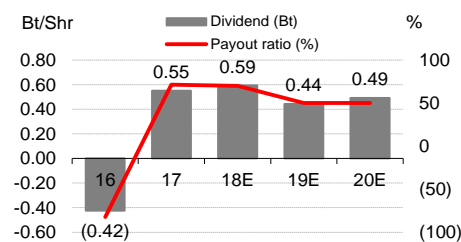
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



RJH: Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17
Revenue	316	314	332	390	367
Cost of sales and services	(236)	(227)	(238)	(263)	(258)
Gross profit	80	87	94	128	109
SG&A	(38)	(35)	(38)	(39)	(41)
EBIT	42	51	56	89	68
Interest expense	(2)	(1)	(1)	(1)	(0)
Other income/exp.	6	5	5	5	6
EBT	45	56	60	93	74
Corporate tax	(8)	18	(11)	(19)	(16)
After-tax net profit (loss)	38	74	49	75	58
Minority interest	2	15	5	3	2
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	0	0	0	0	0
Net profit (loss)	36	59	44	72	56
Reported EPS	0.12	0.20	0.15	0.24	0.19
Fully diluted EPS	0.12	0.20	0.15	0.24	0.19
Core net profit	36	59	44	72	56
Core EPS	0.14	0.20	0.15	0.24	0.19
EBITDA	83	70	75	109	86

KEY RATIOS

Gross margin (%)	25.3	27.7	28.3	32.7	29.6
EBITDA margin (%)	26.3	22.3	22.6	27.9	23.5
Operating margin (%)	13.2	16.4	16.8	22.7	18.6
Net margin (%)	11.3	18.9	13.3	18.5	15.2
Core profit margin (%)	11.3	18.9	13.3	18.5	15.2
BV (Bt)	5.1	5.4	5.3	5.4	5.6
ROE (%)	9.6	15.3	11.5	18.6	14.0
ROA (%)	7.9	12.6	9.5	15.7	11.8
Current ratio (x)	2.2	2.1	2.5	4.1	3.0
Gearing ratio (x)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Interest coverage (x)	19.5	41.4	48.5	151.6	2,192.1

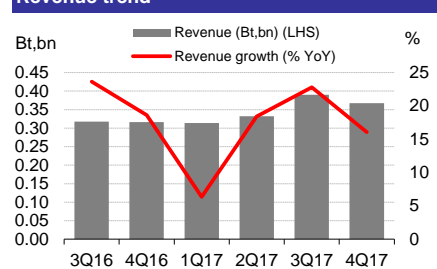
QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	201	90	126	383	263
Accounts receivable	209	254	300	297	226
Inventory	20	19	20	21	24
PP&E-net	769	771	783	788	830
Other assets	625	741	640	343	559
Total assets	1,824	1,875	1,868	1,831	1,901
Accounts payable	172	146	150	168	170
ST debts & current portion	24	26	30	1	0
Long-term debt	56	49	40	1	1
Other liabilities	31	37	43	42	63
Total liabilities	283	259	264	212	235
Paid-up capital	300	300	300	300	300
Share premium	1,093	1,093	1,093	1,093	1,093
Retained earnings	107	167	151	163	208
Shareholders equity	1,490	1,549	1,534	1,546	1,591
Minority interests	51	66	71	73	75
Total Liab.&Shareholders' equity	1,824	1,875	1,868	1,831	1,901

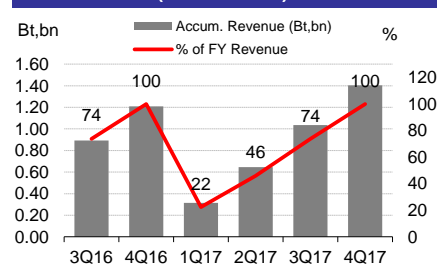
KEY STATS

SSO revenue	133.8	144.4	153.9	169.7	170.1
SSO volume growth YoY	5%	5%	7%	8%	9%
SSO pricing growth YoY	-	4%	11%	18%	16%
Cash revenue	182.5	151.9	178.0	220.5	197.9
Cash volume growth YoY	1%	-3%	20%	10%	4%

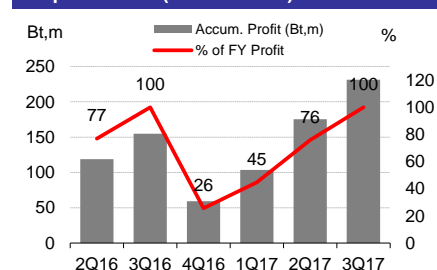
Revenue trend



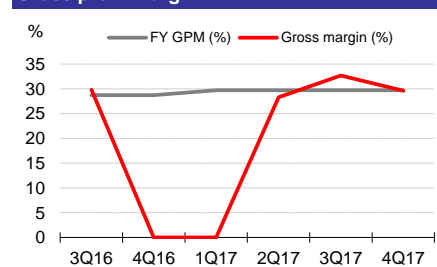
Revenue trend (accumulated)



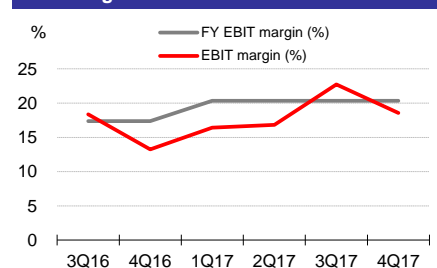
Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin



Company profile

Rajthanee Hospital Plc (RJH) is the operator of two leading private hospitals in Ayutthaya, an economically vital province about an hour's drive north of Bangkok with several big industrial estates. Rajthanee Hospital and Rajthanee Rojana Hospital have a combined capacity of 353 inpatient beds (IPD) and 51 diagnostic rooms (outpatient or OPD). RJH's capacity comprises 58% of the total of all private hospitals in Ayutthaya, dominating the market in the province. Ayutthaya has the fifth-highest Gross Provincial Product-per-capita in Thailand. RJH is a tertiary hospital with expertise in fat-margin healthcare, such as Cardiology, Orthopedics, and Emergency medical services.

Figure 1 : Revenue breakdown, 2017

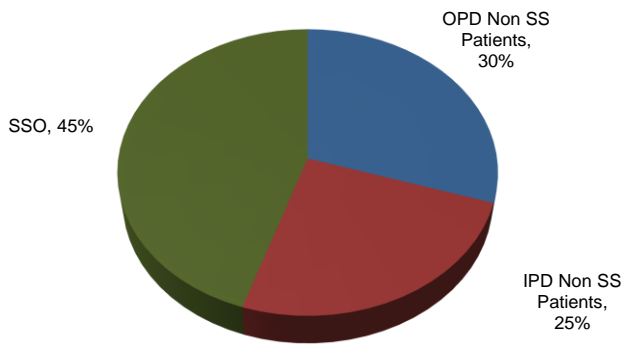


Figure 2 : Number of SSO members registered

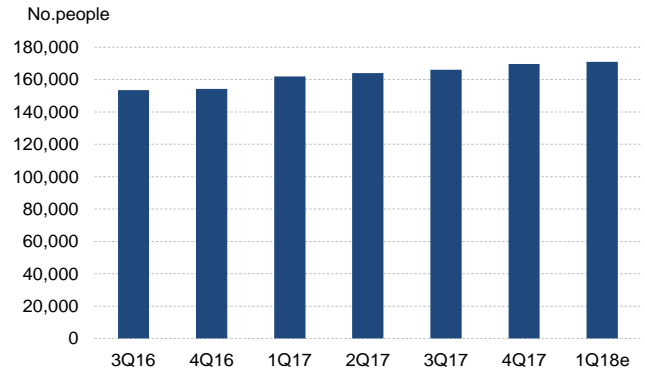


Figure 3 : RJH's earnings, by quarter

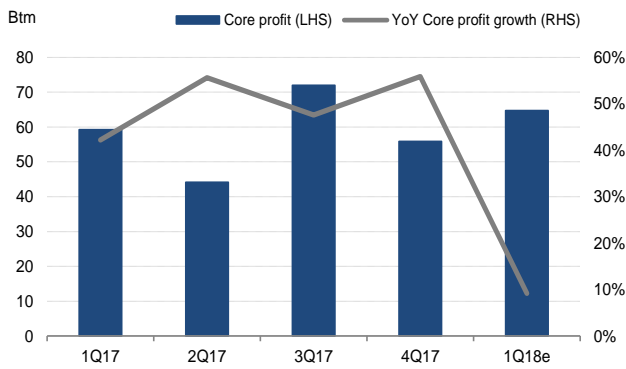


Figure 4 : RJH Rojana's top-line, by quarter

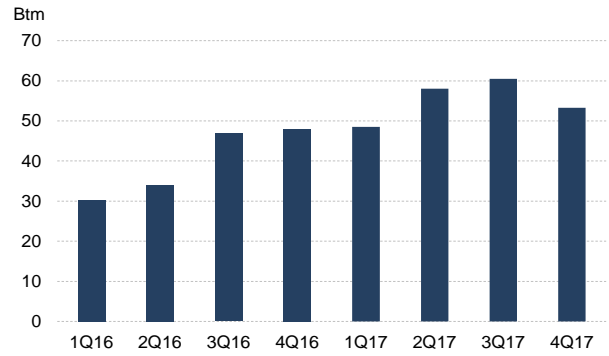


Figure 5 : RJH Rojana's bottom-line, by quarter

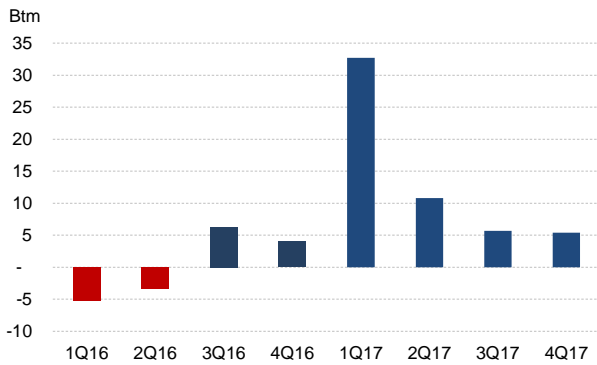


Figure 6 : IPD capacity and utilization rate

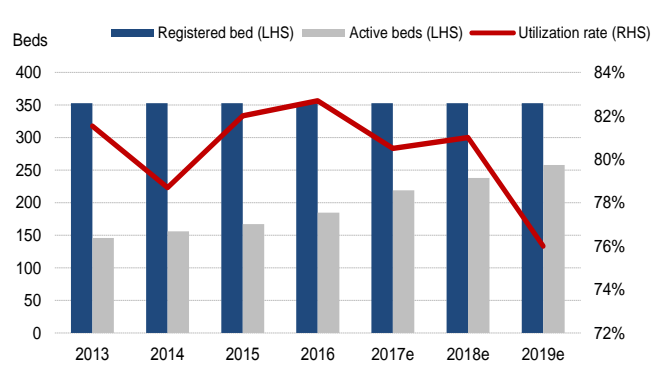


Figure 7 : Capital structure at YE17

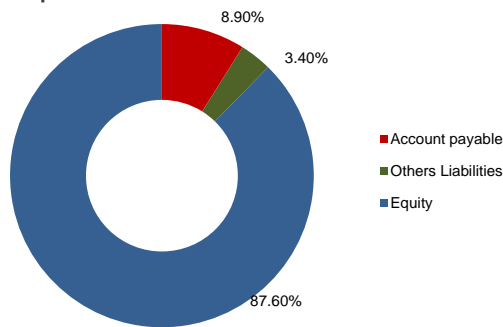
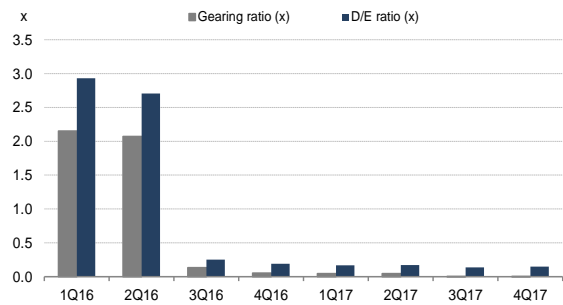


Figure 8 : Net gearing ratio and D/E ratio

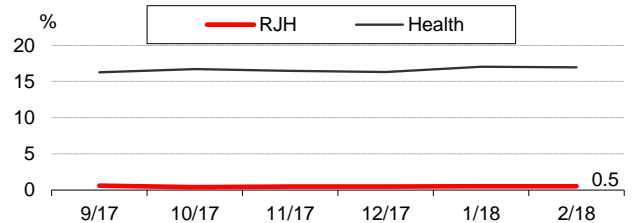


Sources: Company data, Bualuang Research

Regional Comparisons

	Bloomberg Code	Price (local curr.)	Market Cap (US\$ equivalent)	PER (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div Yield (%)	
				2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
Ramsay health care	RHC AU	AUD63.0	9,828	22.2	20.3	13.7	14.4	5.2	4.7	24.2	23.7	2.3	2.6
Apollo Hosp	APHS IN	INR1,096.0	2,343	74.1	40.9	-7.8	78.1	3.9	3.6	5.6	9.2	0.5	0.6
KPJ Healthcare	KPJ MK	MYR0.9	990	23.0	20.9	5.4	10.3	2.2	2.0	10.1	10.5	2.1	2.2
Ryman	RYM NZ	NZD10.7	3,855	21.4	20.4	-30.2	5.2	2.9	2.7	10.9	11.3	1.9	2.2
Raffles Med Grp	RFMD SP	SGD1.2	1,573	31.6	34.4	-8.0	-8.1	2.7	2.6	8.7	7.9	1.9	1.9
IHH Healthcare	IHH SP	SGD2.0	12,635	50.8	40.2	n.a.	n.a.	2.1	2.0	n.a.	n.a.	0.6	0.7
Bangkok Chain	BCH TB	THB16.70	1,335	37.4	32.7	21.3	14.6	6.5	5.9	20.4	21.3	1.5	1.7
Bangkok Dusit Medical Services	BDMS TB	THB22.60	11,221	39.1	35.7	-12.3	9.6	4.9	4.6	13.6	13.8	1.3	1.4
Bumrungrad Hospital	BH TB	THB209.00	4,882	35.9	31.8	7.8	12.8	8.1	7.2	24.3	24.3	1.4	1.6
Chularat Hospital	CHG TB	THB1.87	659	29.4	24.9	23.8	18.2	5.6	5.2	20.5	22.5	2.3	2.7
Dental Corporation	D TB	THB9.20	59	31.1	25.5	28.1	22.2	4.4	0.0	14.4	16.7	1.6	0.0
Rajthanee Hospital	RJH TB	THB24.10	232	28.4	27.2	10.0	4.6	4.1	3.8	15.6	15.3	2.5	1.8
Thonburi Healthcare Group	THG TB	THB35.00	1,003	45.0	32.7	19.1	37.7	3.3	3.2	7.7	10.3	0.9	1.2
Simple average				36.1	29.8	5.9	18.3	4.3	3.7	14.7	15.6	1.6	1.6

Foreign holdings



Bualuang Securities Public Company Limited

DISCLAIMER

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, SDC	

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.