

Siam Cement

SCC TB / SCC.BK

12 ตุลาคม 2561

กำไรชะลอตัวแต่ yield ยังช่วยหนุน

ผลประกอบการในไตรมาส 3/61 ที่จะประกาศในวันที่ 24 ต.ค.นี้ น่าจะน้อยกว่าที่เราคาดไว้เดิม เนื่องจากส่วนต่างราคาปีโตรเคมีลดลงกว่าที่เราประมาณการไว้ การเติบโต YoY อาจยังไม่เห็นจนถึงปี 2562 เราได้ปรับลดประมาณการกำไรปี 2561-62 ของเราลง 4% และ 6% ตามลำดับ และปรับลดราคาเป้าหมายของเราลงเป็น 500 บาทจาก 580 บาท ปัจจุบันให้อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล 4.3% ซึ่งถือว่าน่าสนใจ เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ"

อีกไตรมาสที่อ่อนตัว

ผลการดำเนินงานของ SCC ดูเหมือนไม่แข็งแกร่งอย่างที่เราคาดไว้เดิม และไตรมาส 3/61 นี้ น่าจะเป็นอีกไตรมาสที่กำไรหดตัว ผลการดำเนินงานของธุรกิจซีเมนต์และวัสดุก่อสร้าง และธุรกิจบรรจุภัณฑ์ที่ดีขึ้นไม่พอเพียงที่จะหักล้างการลดลงของกำไรของธุรกิจปีโตรเคมีได้ เราคาดว่ากำไรในไตรมาส 3/61 ลดลง 5% YoY และ 10% QoQ มาอยู่ที่ 11.2 พันล้านบาท

CBM พั่นตัวตามคาด

อุปสงค์ปูนซีเมนต์ในประเทศน่าจะเพิ่มขึ้น 2-3% YoY ในไตรมาส 3/61 หนุนโดยการใช้น้ำปูนซีเมนต์ที่เพิ่มขึ้นสำหรับโครงการภาครัฐที่อยู่ในระหว่างการก่อสร้าง และการเริ่มก่อสร้างโครงการที่อยู่อาศัยและอาคารเพื่อการพาณิชย์ ราคาสุทธิของปูนซีเมนต์หน้าโรงงานน่าจะทรงตัว QoQ แต่สูงขึ้น 3% YoY ในขณะที่อุปสงค์ในประเทศสำหรับผลิตภัณฑ์สำหรับที่อยู่อาศัยและกระเบื้องเซรามิกจะยังคงอ่อนตัว เนื่องจากโครงการที่อยู่อาศัยและโครงการอาคารพาณิชย์ที่อยู่ระหว่างการก่อสร้างหลายโครงการยังไม่เริ่มเข้าสู่ขั้นตอนการตกแต่ง อย่างไรก็ตามเราคาดว่ากำไรของ CBM จะเพิ่มขึ้น 10% YoY มาอยู่ที่ 1.7 พันล้านบาท และคาดว่าจะดีขึ้นอีกในไตรมาส 4/61 จากการเพิ่มขึ้นทั้งในด้านปริมาณและราคาปูนซีเมนต์หลังฤดูฝน รวมถึงการประหยัดต่อขนาดของโรงงานปูนซีเมนต์ของ SCC ในต่างประเทศ

กำไรปีโตรเคมีอ่อนตัว

เราคาดว่า กำไรจากปีโตรเคมีในไตรมาส 2/61 อยู่ที่ 7.9 พันล้านบาท ลดลง 17% YoY และ 3% QoQ โดยสาเหตุที่ลดลง YoY มาจาก 1) ต้นทุนแปรสภาพเพิ่มขึ้นตามราคาแวนพาที่ปรับตัวสูงขึ้น (686 เหรียญสหรัฐต่อตัน ในไตรมาส 3/61 เทียบกับ 468 เหรียญสหรัฐต่อตันในไตรมาส 3/60) และ 2) ส่วนต่างราคาของ PP, ผลิตภัณฑ์ผลพลอยได้ของการผลิตโอเลฟินส์ และ PVC ที่ลดลง มีเพียงส่วนต่างราคา HDPE ที่ขยายตัวเล็กน้อย YoY สำหรับการลดลง QoQ จะมาจาก ต้นทุนแปรสภาพที่เพิ่มขึ้นและส่วนต่างราคาของทุกผลิตภัณฑ์หลักที่ลดลง ทั้งนี้เราน่าจะเห็นการเติบโต QoQ ได้ในไตรมาส 4/61 หนุนโดยอุปสงค์ที่สูงจากปัจจัยทางฤดูกาล แต่การเติบโต YoY อาจจะไม่ค่อยขยับ เนื่องจากต้นทุนแวนพาที่สูงยังคงกดดันอย่างต่อเนื่อง

ธุรกิจบรรจุภัณฑ์เติบโตอย่างมั่นคง

ธุรกิจบรรจุภัณฑ์น่าจะรายงานกำไรเติบโตแข็งแกร่งที่สุดที่ 104% YoY มาอยู่ที่ 1.5 พันล้านบาท ในไตรมาส 3/61 เนื่องจาก 1) ฐานที่ต่ำจากการปิดปรับปรุงในไตรมาส 3/60 2) อุปสงค์เพิ่มขึ้นสำหรับกล่องกระดาษจากการขยายตัวอย่างรวดเร็วของ online shopping ในประเทศไทย และ 3) อุปสงค์ที่สูงขึ้นจากการใช้กล่องในธุรกิจอาหารอิเล็กทรอนิกส์และธุรกิจอิเล็กทรอนิกส์เพื่อการส่งออกในเวียดนาม อย่างไรก็ตาม ในส่วนของ QoQ นั้น เราคาดว่ากำไรปรับตัวลดลงเล็กน้อยที่ 4% เนื่องจากอุปสงค์ในประเทศอ่อนตัวลงในระหว่างฤดูฝนและต้นทุนเศษกระดาษที่เพิ่มขึ้น

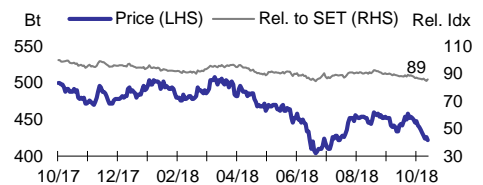
Sector: Materials
OVERWEIGHT

 คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**

เป้าหมายพื้นฐาน: 500.00 บาท

ราคา (11/10/61): 422.00 บาท

Price chart

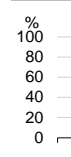


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(2.0)	(4.0)	(13.9)
Absolute	(4.1)	(1.4)	(15.6)

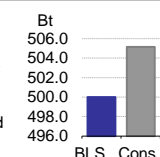
Key statistics

Market cap	Bt506.4bn	USD15.5bn
12-mth price range	Bt404.0/Bt514.0	
12-mth avg daily volume	Bt1,518m	USD46.3m
# of shares (m)	1,200	
Est. free float (%)	68.4	
Foreign limit (%)	25.0	

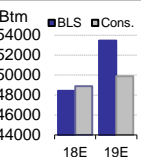
Consensus rating



BLS target price vs. Consensus



Consensus rating



Financial summary

FY Ended 31 Dec	2017	2018E	2019E	2020E
Revenues (Btm)	450,921	481,618	502,272	522,596
Net profit (Btm)	55,041	48,431	53,457	58,060
EPS (Bt)	45.87	40.36	44.55	48.38
EPS grow th (%)	-1.9%	-12.0%	+10.4%	+8.6%
Core profit (Btm)	51,941	47,061	53,457	58,060
Core EPS (Bt)	43.28	39.22	44.55	48.38
Core EPS grow th (%)	-4.6%	-9.4%	+13.6%	+8.6%
PER (x)	9.2	10.5	9.5	8.7
PBV (x)	1.9	1.8	1.6	1.4
Dividend (Bt)	19.0	18.0	19.0	21.0
Dividend yield (%)	4.5	4.3	4.5	5.0
ROE (%)	22.0	17.7	17.6	17.3

CG/Anti-corruption

Certified

ไชยธร ศรีเจริญ, CFA

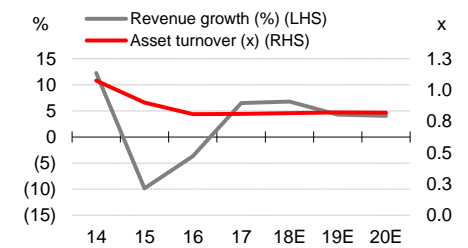
 นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์
 chayatorn@bualuang.co.th

+66 2 618 1344

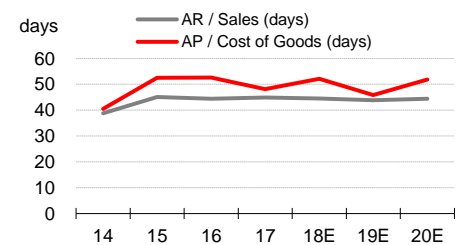
SCC: Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Revenue	423,442	450,921	481,618	502,272	522,596
Cost of sales and services	(318,781)	(349,417)	(382,129)	(396,191)	(410,592)
Gross profit	104,661	101,504	99,489	106,082	112,004
SG&A	(50,232)	(52,576)	(53,029)	(54,327)	(56,267)
EBIT	54,430	48,928	46,460	51,755	55,736
Finance costs	(7,572)	(7,112)	(6,591)	(5,693)	(5,214)
Other income/exp.	10,687	10,326	9,655	10,321	10,578
EBT	57,544	52,142	49,524	56,383	61,100
Corporate tax	(6,418)	(5,694)	(7,167)	(8,052)	(8,725)
After-tax net profit (loss)	51,126	46,447	42,356	48,331	52,375
Minority interest	(14,635)	(12,718)	(11,011)	(11,427)	(11,731)
Equity earnings from affiliates	17,933	18,212	15,715	16,552	17,416
Extra items	1,660	3,100	1,370	0	0
Net profit (loss)	56,084	55,041	48,431	53,457	58,060
Reported EPS	46.74	45.87	40.36	44.55	48.38
Fully diluted EPS	46.74	45.87	40.36	44.55	48.38
Core net profit	54,424	51,941	47,061	53,457	58,060
Core EPS	45.35	43.28	39.22	44.55	48.38
EBITDA	97,816	102,080	94,063	101,239	106,881
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	(3.7)	6.5	6.8	4.3	4.0
Gross margin (%)	24.7	22.5	20.7	21.1	21.4
EBITDA margin (%)	23.1	22.6	19.5	20.2	20.5
Operating margin (%)	12.9	10.9	9.6	10.3	10.7
Net margin (%)	13.2	12.2	10.1	10.6	11.1
Core profit margin (%)	12.9	11.5	9.8	10.6	11.1
ROA (%)	10.7	9.9	8.2	8.7	9.1
ROCE (%)	12.2	11.2	9.3	9.9	10.3
Asset turnover (x)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
Current ratio (x)	1.3	1.5	1.8	1.3	1.5
Gearing ratio (x)	0.7	0.7	0.6	0.4	0.4
Interest coverage (x)	7.2	6.9	7.0	9.1	10.7
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	40,799	56,908	75,562	36,894	26,095
Accounts receivable	51,473	55,407	58,749	60,303	63,566
Inventories	53,335	57,650	63,725	62,116	68,299
PP&E-net	246,491	250,339	269,634	303,840	337,664
Other assets	147,591	153,108	140,083	152,078	164,172
Total assets	539,688	573,412	607,753	615,232	659,795
Accounts payable	45,957	46,056	54,571	49,759	58,363
ST debts & current portion	65,132	64,292	50,500	69,000	44,000
Long-term debt	128,858	144,674	146,000	96,000	110,000
Other liabilities	18,123	16,565	17,615	18,723	19,891
Total liabilities	258,070	271,587	268,686	233,482	232,254
Paid-up capital	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
Share premium	0	0	0	0	0
Retained earnings	248,669	280,808	307,038	338,295	372,355
Shareholders' equity	240,023	261,098	287,328	318,585	352,645
Minority interests	41,595	40,727	51,738	63,165	74,896
Total Liab.&Shareholders' equity	539,688	573,412	607,753	615,232	659,795
CASH FLOW (Btm)					
Net income	56,084	55,041	48,431	53,457	58,060
Depreciation and amortization	22,710	23,282	23,735	24,598	24,981
Change in working capital	(1,080)	(13,344)	(1,852)	(5,765)	(1,910)
FX, non-cash adjustment & others	(2,043)	(4,287)	(3,383)	(3,503)	(4,346)
Cash flows from operating activities:	75,671	60,692	66,930	68,787	76,786
Capex (Invest)/Divest	(32,041)	(32,734)	(47,522)	(61,804)	(61,804)
Others	17,230	27,612	40,504	26,713	14,433
Cash flows from investing activities	(14,811)	(5,122)	(7,019)	(35,091)	(47,371)
Debt financing (repayment)	(9,466)	6,417	(12,466)	(31,500)	(11,000)
Equity financing	0	0	0	0	0
Dividend payment	(20,398)	(22,799)	(22,200)	(22,200)	(24,000)
Others	17,230	27,612	40,504	26,713	14,433
Cash flows from financing activities	(41,580)	(31,166)	(34,666)	(53,700)	(35,000)
Net change in cash	19,280	24,404	25,245	(20,004)	(5,586)
Free cash flow (Btm)	43,630	27,958	19,408	6,984	14,981
FCF per share (Bt)	36.4	23.3	16.2	5.8	12.5
Key Assumptions					
Domestic cement demand growth	-1.4%	-4.8%	1.5%	3.0%	3.0%
Domestic cement price (Bt/tonne)	1,750	1,675	1,725	1,777	1,830
Polyolefins sales volume (tonne)	1,857,000	1,851,000	1,854,000	1,824,000	1,824,000
HDPE-Naphtha spreads (\$/tonne)	734	673	741	735	735
PP-Naphtha spreads (\$/tonne)	653	659	656	666	690
Packaging paper price (\$/tonne)	453	505	564	574	584

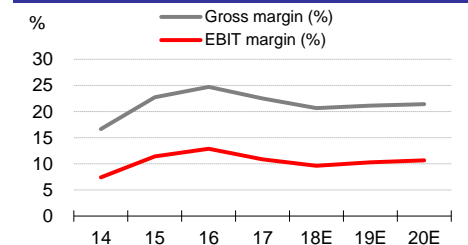
Revenue growth and asset turnover



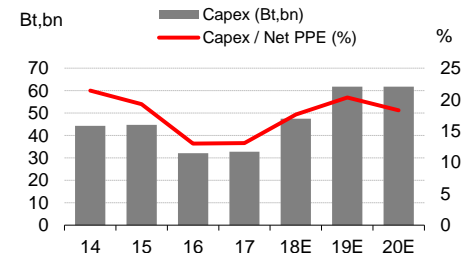
A/C receivable & A/C payable days



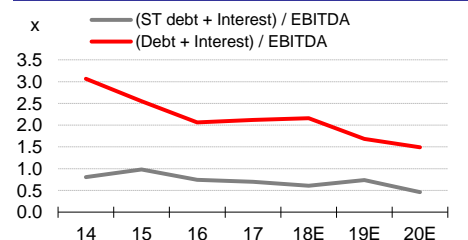
Profit margins



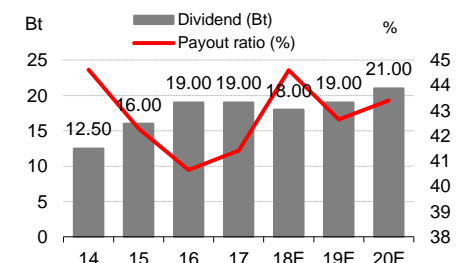
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



SCC: Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
Revenue	108,825	112,428	113,400	118,250	120,447
Cost of sales and services	(82,790)	(88,077)	(89,826)	(92,750)	(95,314)
Gross profit	26,036	24,350	23,575	25,500	25,132
SG&A	(13,309)	(13,759)	(12,519)	(12,875)	(13,439)
EBIT	12,727	10,591	11,056	12,625	11,693
Finance costs	(1,822)	(1,751)	(1,766)	(1,696)	(1,720)
Other income/exp.	3,375	1,931	2,931	2,392	2,525
EBT	14,280	10,772	12,222	13,321	12,497
Corporate tax	(724)	(1,494)	(1,902)	(2,038)	(1,839)
After-tax net profit (loss)	13,556	9,277	10,319	11,283	10,658
Minority interest	(2,888)	(2,904)	(2,629)	(2,831)	(2,840)
Equity earnings from affiliates	4,394	4,253	4,006	3,734	4,204
Extra items	(1,810)	1,210	870	220	380
Net profit (loss)	13,252	11,836	12,567	12,406	12,401
Reported EPS	11.04	9.86	10.47	10.34	10.33
Fully diluted EPS	11.04	9.86	10.47	10.34	10.33
Core net profit	15,062	10,626	11,697	12,186	12,021
Core EPS	12.55	8.86	9.75	10.16	10.02
EBITDA	27,564	19,815	26,593	22,303	26,446

KEY RATIOS

Gross margin (%)	23.9	21.7	20.8	21.6	20.9
EBITDA margin (%)	25.3	17.6	23.5	18.9	22.0
Operating margin (%)	11.7	9.4	9.7	10.7	9.7
Net margin (%)	12.2	10.5	11.1	10.5	10.3
Core profit margin (%)	13.8	9.5	10.3	10.3	10.0
BV (Bt)	209.8	210.2	217.6	214.5	226.5
ROE (%)	21.6	18.8	19.6	19.1	18.8
ROA (%)	9.5	8.5	8.8	8.6	8.4
Current ratio (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Gearing ratio (x)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
Interest coverage (x)	7.0	6.1	6.3	7.4	6.8

QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	41,258	40,115	56,908	61,853	62,132
Accounts receivable	54,925	56,978	55,407	60,525	62,015
Inventory	55,566	55,905	57,650	56,946	60,772
PP&E-net	252,971	251,873	250,339	248,624	248,854
Other assets	147,654	157,944	153,108	156,303	156,946
Total assets	552,373	562,814	573,412	584,251	590,719
Accounts payable	51,251	54,448	46,056	48,313	54,321
ST debts & current portion	70,497	69,709	64,292	59,461	47,185
Long-term debt	122,121	129,922	144,674	144,129	159,085
Other liabilities	16,037	15,071	16,565	30,505	16,698
Total liabilities	259,907	269,150	271,587	282,408	277,289
Paid-up capital	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
Share premium	0	0	0	0	0
Retained earnings	266,688	268,324	280,808	280,617	293,040
Shareholders equity	251,725	252,265	261,098	257,359	271,758
Minority interests	40,742	41,400	40,727	44,483	41,673
Total Liab.&Shareholders' equity	552,373	562,814	573,412	584,251	590,719

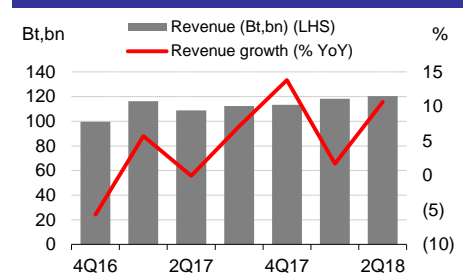
Key Stat

Domestic cement demand growth	-7.0%	-2.0%	-3.0%	0.0%	2.0%
Domestic cement price (Bt/tonne)	1,675	1,675	1,675	1,725	1,725
Polyolefins sales volume ('000tonne)	460,000	487,000	447,000	451,000	491,000
HDPE-Naphtha spreads (\$/tonne)	687	670	656	798	743
PP-Naphtha spreads (\$/tonne)	667	682	625	690	658
Packaging paper price (\$/tonne)	485	520	550	565	565

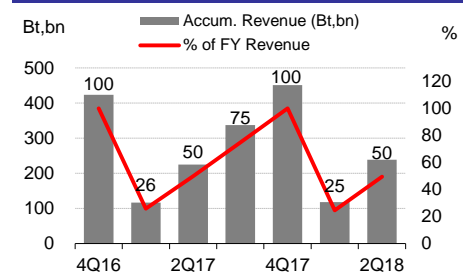
Company profile

Siam Cement Plc (SCC) is Thailand's largest industrial conglomerate. It has three strategic business units: Cement & Building Materials, Chemicals and Packaging.

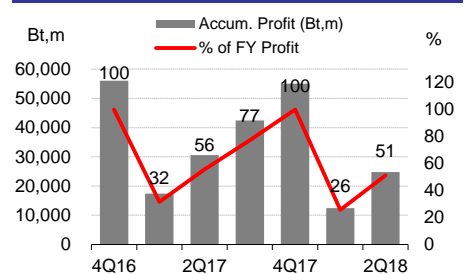
Revenue trend



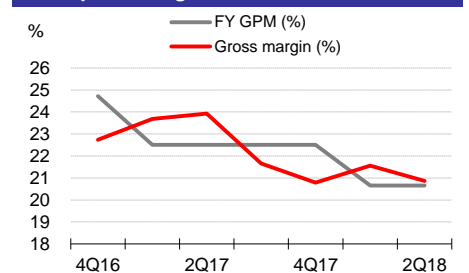
Revenue trend (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin

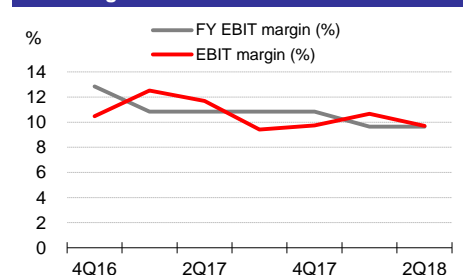
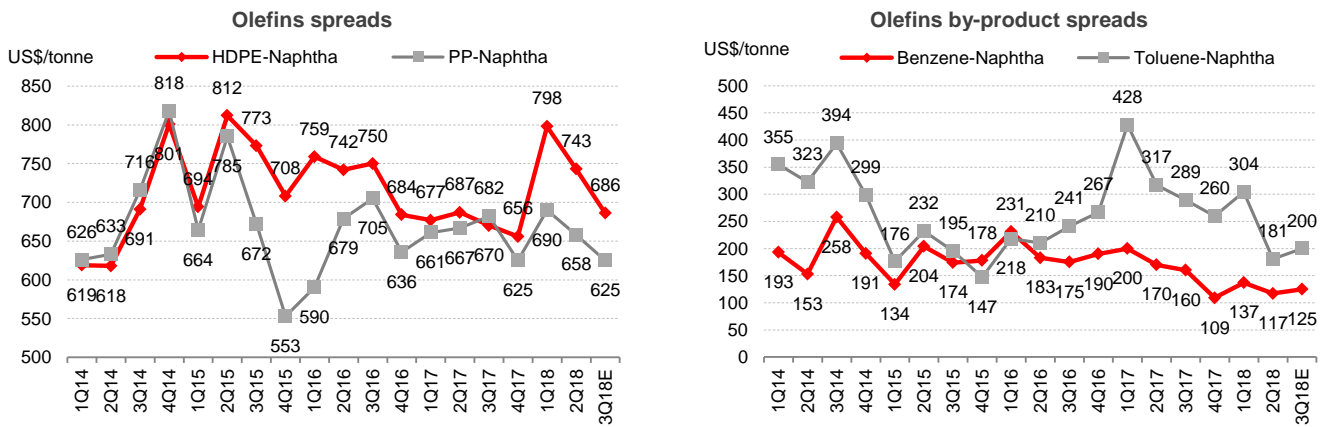


Figure 1 : 3Q18 earnings preview

FY Ended 31 Dec (Btm)	3Q18	3Q17	YoY %	2Q18	QoQ %	9M18	9M17	YoY %	9M18 vs. FY18E
Income Statement									
Revenue	121,216	112,428	8	120,447	1	359,912	337,521	7	75
Cost of sales and services	(97,482)	(88,077)	11	(95,314)	2	(285,547)	(259,591)	10	75
EBITDA	18,628	19,815	(6)	26,446	(30)	67,377	75,487	(11)	72
SG&A	(13,228)	(13,759)	(4)	(13,439)	(2)	(39,541)	(40,058)	(1)	75
EBIT	10,506	10,591	(1)	11,693	(10)	34,825	37,872	(8)	75
Finance costs	(1,638)	(1,751)	(6)	(1,720)	(5)	(5,054)	(5,347)	(5)	77
Other income/exp.	2,057	1,931	7	2,525	(19)	6,974	7,395	(6)	72
Equity earnings from affiliates	3,696	4,253	(13)	4,204	(12)	11,634	14,206	(18)	74
Extra items	770	1,210		380		1,370	2,230		
EBT	10,926	10,772	1	12,497	(13)	36,744	39,920	(8)	74
Corporate tax	(1,560)	(1,494)	4	(1,839)	(15)	(5,437)	(3,792)	43	76
Minority interest	(2,612)	(2,904)		(2,840)		(8,283)	(10,090)		
Net profit (loss)	11,220	11,836	(5)	12,401	(10)	36,027	42,474	(15)	74
Reported EPS	9.35	9.86	(5)	10.33	(10)	30.02	35.40	(15)	74
Core net profit	10,450	10,626	(2)	12,021	(13)	34,657	40,244	(14)	74

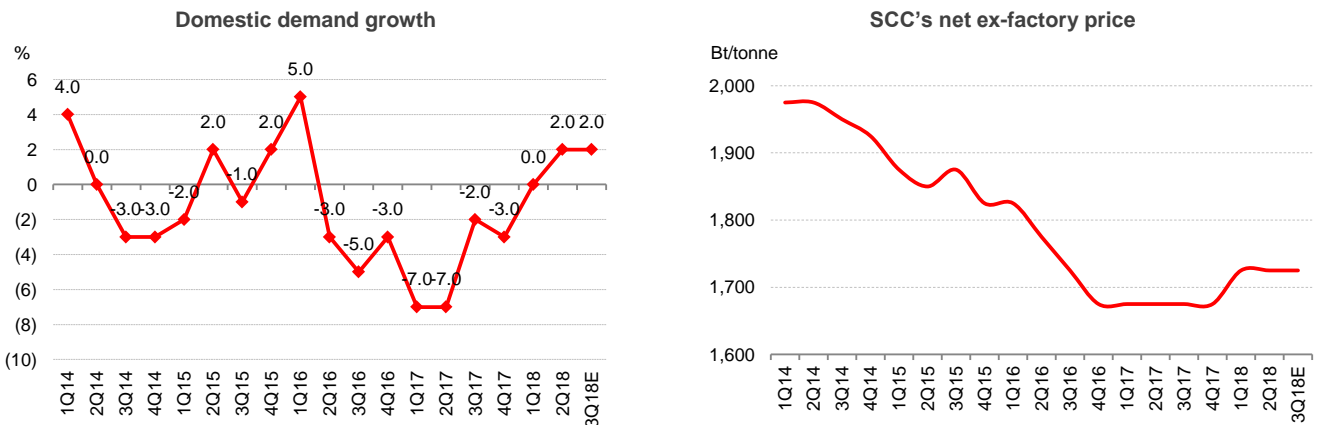
Sources: Company data, Bualuang Research estimates

Figure 2 : Chemical spreads



Sources: Company data, Bualuang Research

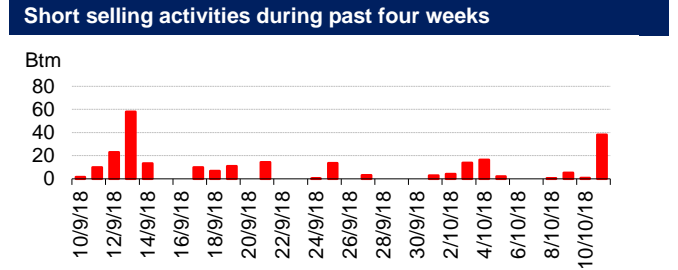
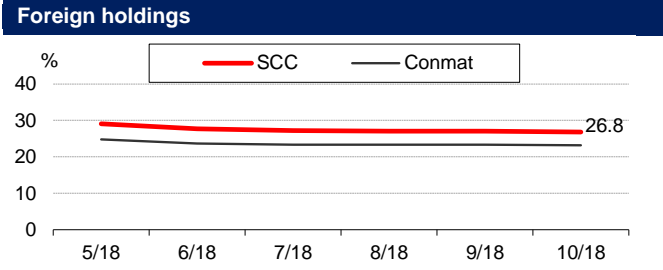
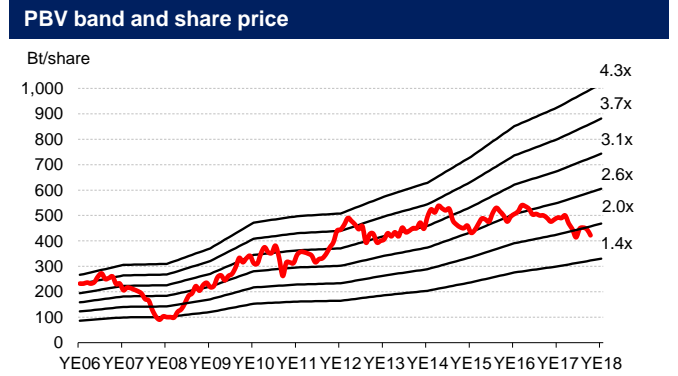
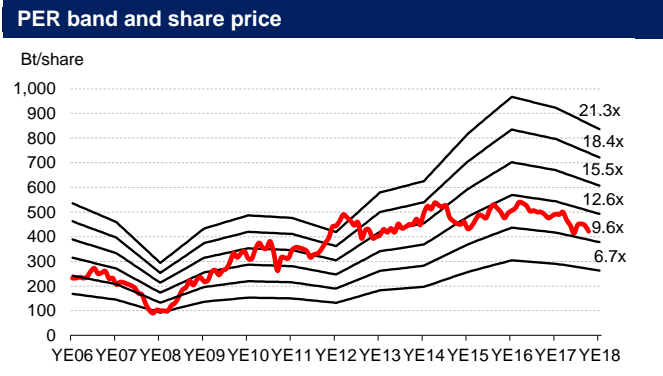
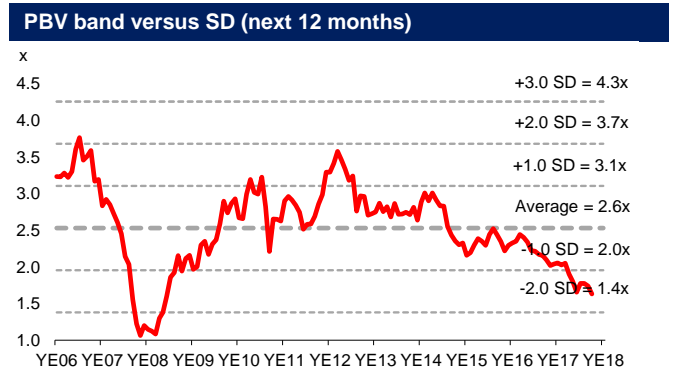
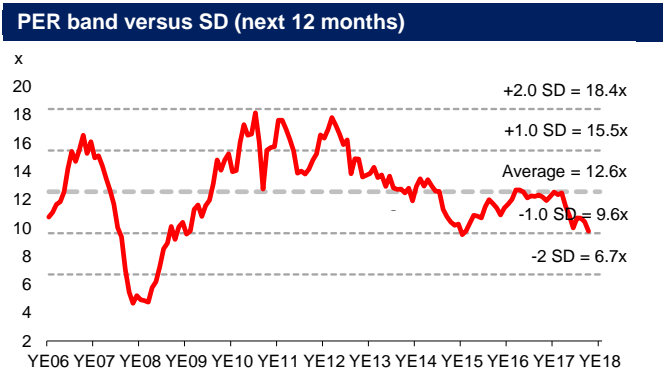
Figure 3 : Cement



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 (%)	
				2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
Dynasty Ceramic	DCC TB	THB2.36	471	10.6	10.0	17.6	5.9	3.8	3.5	37.7	36.8	8.2	8.8
Dcon Products	DCON TB	THB0.56	89	9.3	9.7	1.5	-4.0	1.0	0.9	10.8	9.4	0.0	0.0
Eastern Polymer Group	EPG TB	THB7.85	672	16.3	13.9	-2.1	16.6	2.1	1.9	13.2	14.4	3.1	3.6
The Siam Cement	SCC TB	THB422.00	15,490	10.5	9.5	-12.0	10.4	1.8	1.6	17.7	17.6	4.3	4.5
Siam City Cement	SCCC TB	THB241.00	2,197	19.9	16.4	98.5	21.2	1.8	1.7	9.9	11.1	4.1	5.0
TOA Paint (Thailand)	TOA TB	THB35.00	2,172	34.2	31.2	21.4	9.5	7.3	6.4	22.8	21.7	1.2	1.3
TPI Polene	TIPL TB	THB1.73	1,068	n.a.	346.0	n.a.	n.a.	0.8	0.8	0.9	2.0	n.a.	0.6
Simple average				16.8	62.4	20.8	9.9	2.6	2.4	16.1	16.1	3.5	3.4



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
OSP	OSP, BGC, PR9

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.