

Siam Cement

SCC TB / SCC.BK

16 มกราคม 2562

ขาดทุนสินค้าคงคลังทำกำไรลด

เราเชื่อว่าตลาดได้รับรู้ถึงผลขาดทุนของสินค้าคงคลังที่จะกดดันกำไรในไตรมาส 4/61 แล้ว ในมุมมองของเรากำไรหรือขาดทุนจากสินค้าคงคลังเป็นเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นชั่วคราว ไม่ได้ส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทในระยะยาวอย่างมีสาระสำคัญ นอกจากนี้ด้วยอัตราผลตอบแทนเงินปันผลปัจจุบันอยู่ในระดับน่าสนใจ เราจึงไม่คิดว่าราคาหุ้นจะปรับตัวลงจากผลประกอบการที่อ่อนแอในไตรมาส 4/61 เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ"

ผลขาดทุนของสินค้าคงคลังจำนวนมากกดดันกำไรในไตรมาส 4/61

เราคาดการณ์ว่ากำไรในไตรมาส 4/61 ของ SCC อยู่ที่ 8.2 พันล้านบาท ลดลง 35% YoY และ 13% QoQ กำไรที่ปรับลดลงทั้ง YoY และ QoQ ส่วนใหญ่มาจากการประมาณการผลขาดทุนของสินค้าคงคลังประมาณ 2.5 พันล้านบาทในธุรกิจปิโตรเคมีตามการปรับลดลงของราคาปิโตรเคมีและต้นทุนวัตถุดิบ ธุรกิจซีเมนต์และวัสดุก่อสร้างน่าจะเห็นการฟื้นตัวที่ชัดเจนขึ้น ในขณะที่ธุรกิจบรรจุภัณฑ์น่าจะเติบโตต่อเนื่องอย่างแข็งแกร่ง

ธุรกิจปิโตรเคมียังคงอ่อนแอ

เราประมาณการกำไรของธุรกิจปิโตรเคมีในไตรมาส 4/61 อยู่ที่ 4.8 พันล้านบาท ลดลง 49% YoY และ 36% QoQ นอกจากผลขาดทุนจำนวนมากของสินค้าคงคลังแล้ว ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีส่วนใหญ่ปรับตัวลดลงทั้ง YoY และ QoQ โดยค่าเฉลี่ยของส่วนต่างราคา HDPE อยู่ที่ 629 เหรียญสหรัฐต่อตัน ในไตรมาส 4/61 ลดลงจาก 656 เหรียญสหรัฐต่อตัน ในไตรมาส 4/60 และ 683 เหรียญสหรัฐต่อตัน ในไตรมาส 3/61 เนื่องจากอุปทานที่เพิ่มขึ้น ส่วนต่างราคา PVC-EDC/C2 ก็ปรับตัวลดลงมาอยู่ที่เพียง 333 เหรียญสหรัฐต่อตัน ในไตรมาส 4/61 จาก 436 เหรียญสหรัฐต่อตัน ในไตรมาส 4/60 และ 370 เหรียญสหรัฐต่อตัน ในไตรมาส 3/61 เนื่องจากราคา EDC ที่สูงขึ้น แต่มีเพียงส่วนต่างราคา PP ที่ขยายตัวเล็กน้อยทั้ง YoY และ QoQ มาอยู่ที่ 640 เหรียญสหรัฐต่อตัน ในไตรมาส 4/61 เนื่องจากอุปทานที่ตึงตัว

ธุรกิจซีเมนต์และวัสดุก่อสร้างเริ่มฟื้นตัวชัดเจน

ความต้องการใช้ซีเมนต์ในประเทศมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น 5-6% YoY ในไตรมาส 4/61หนุนโดยการใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้นในการก่อสร้างโครงสร้างพื้นฐานของภาครัฐรวมถึงการฟื้นตัวของอุปสงค์จากโครงการที่อยู่อาศัยและพาณิชย์ ราคาปูนซีเมนต์สุทธิน่าจะทรงตัว QoQ แต่เพิ่มขึ้น 3% YoY นอกจากนี้ยังมีแนวโน้มว่าอุปสงค์ในประเทศสำหรับผลิตภัณฑ์ที่อยู่อาศัยและกระเบื้องเซรามิกในไตรมาส 4/61 จะขยายตัว YoY เป็นครั้งแรกในรอบห้าปี เนื่องจากมีโครงการที่อยู่อาศัยและพาณิชย์หลายโครงการเข้าสู่ขั้นตอนการตกแต่ง เราคาดว่ากำไรของ CBM จะเติบโตเป็นสองเท่า YoY มาอยู่ที่ 2 พันล้านบาทในไตรมาส 4/61

ธุรกิจบรรจุภัณฑ์เติบโตต่อเนื่อง

ความต้องการใช้บรรจุภัณฑ์กระดาษในอาเซียนที่เติบโตต่อเนื่องรวมถึงแผนการลดต้นทุนของ SCC น่าจะส่งผลให้กำไรของธุรกิจบรรจุภัณฑ์เติบโต 48% YoY มาอยู่ที่ 1.8 พันล้านบาทในไตรมาส 4/61 การเติบโตมีแนวโน้มแข็งแกร่งต่อเนื่องใน 2-3 ปีข้างหน้า จากอุปสงค์ที่แข็งแกร่งของกล่องพัสดุในอุตสาหกรรมค้าปลีกออนไลน์ที่เติบโตอย่างรวดเร็ว รวมถึงแผนของ SCC ที่จะขยายธุรกิจปลายน้ำซึ่งผลิตสินค้าที่มีมูลค่าและอัตรากำไรที่สูงขึ้น

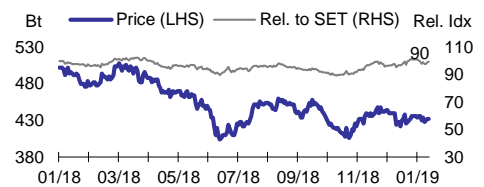
Sector: Materials
OVERWEIGHT

 คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**

เป้าหมายพื้นฐาน: 500.00 บาท

ราคา (15/01/62): 432.00 บาท

Price chart

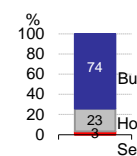


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	3.9	10.3	(0.8)
Absolute	2.4	3.3	(14.3)

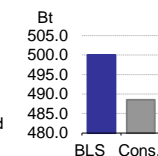
Key statistics

Market cap	Bt158.4bn	USD16.2bn
12-mth price range	Bt404.0/Bt512.0	
12-mth avg daily volume	Bt1,324m	USD41.5m
# of shares (m)	1,200	
Est. free float (%)	68.4	
Foreign limit (%)	25.0	

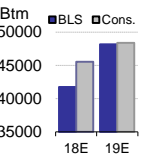
Consensus rating



BLS target price vs. Consensus



Consensus rating



Financial summary

FY Ended 31 Dec	2017	2018E	2019E	2020E
Revenues (Btm)	450,921	479,179	494,784	515,126
Net profit (Btm)	55,041	42,492	48,185	52,662
EPS (Bt)	45.87	35.41	40.15	43.89
EPS growth (%)	-1.9%	-22.8%	+13.4%	+9.3%
Core profit (Btm)	51,941	45,032	48,185	52,662
Core EPS (Bt)	43.28	37.53	40.15	43.89
Core EPS growth (%)	-4.6%	-13.3%	+7.0%	+9.3%
PER (x)	9.4	12.2	10.8	9.8
PBV (x)	2.0	1.8	1.7	1.5
Dividend (Bt)	19.0	16.0	17.0	19.0
Dividend yield (%)	4.4	3.7	3.9	4.4
ROE (%)	22.0	15.6	16.2	16.1

CG/Anti-corruption

Certified

ไชยธร ศรีเจริญ, CFA

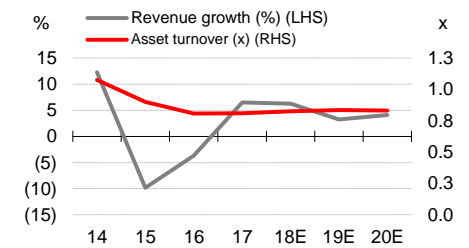
 นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์
 chayatorn@bualuang.co.th

+66 2 618 1344

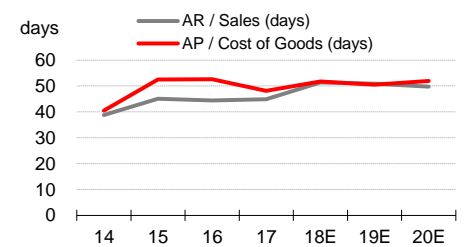
SCC: Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Revenue	423,442	450,921	479,179	494,784	515,126
Cost of sales and services	(318,781)	(349,417)	(378,987)	(390,727)	(404,808)
Gross profit	104,661	101,504	100,192	104,058	110,318
SG&A	(50,232)	(52,576)	(54,358)	(57,341)	(59,481)
EBIT	54,430	48,928	45,833	46,716	50,837
Finance costs	(7,572)	(7,112)	(6,787)	(6,202)	(6,358)
Other income/exp.	10,687	10,326	9,740	11,225	11,508
EBT	57,544	52,142	48,786	51,740	55,987
Corporate tax	(6,418)	(5,694)	(8,090)	(7,761)	(8,398)
After-tax net profit (loss)	51,126	46,447	40,696	43,979	47,589
Minority interest	(14,635)	(12,718)	(10,193)	(11,427)	(11,732)
Equity earnings from affiliates	17,933	18,212	14,529	15,634	16,805
Extra items	1,660	3,100	(2,540)	0	0
Net profit (loss)	56,084	55,041	42,492	48,185	52,662
Reported EPS	46.74	45.87	35.41	40.15	43.89
Fully diluted EPS	46.74	45.87	35.41	40.15	43.89
Core net profit	54,424	51,941	45,032	48,185	52,662
Core EPS	45.35	43.28	37.53	40.15	43.89
EBITDA	97,816	102,080	90,238	97,017	102,774
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	(3.7)	6.5	6.3	3.3	4.1
Gross margin (%)	24.7	22.5	20.9	21.0	21.4
EBITDA margin(%)	23.1	22.6	18.8	19.6	20.0
Operating margin (%)	12.9	10.9	9.6	9.4	9.9
Net margin (%)	13.2	12.2	8.9	9.7	10.2
Core profit margin (%)	12.9	11.5	9.4	9.7	10.2
ROA (%)	10.7	9.9	7.3	8.1	8.5
ROCE (%)	12.2	11.2	8.3	9.3	9.7
Asset turnover (x)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
Current ratio (x)	1.3	1.5	1.7	1.2	1.5
Gearing ratio (x)	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5
Interest coverage (x)	7.2	6.9	6.8	7.5	8.0
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	40,799	56,908	54,040	25,119	25,437
Accounts receivable	51,473	55,407	67,459	69,033	70,190
Inventories	53,335	57,650	62,727	61,379	67,200
PP&E-net	246,491	250,339	262,257	288,761	314,935
Other assets	147,591	153,108	140,301	152,625	165,117
Total assets	539,688	573,412	586,784	596,918	642,879
Accounts payable	45,957	46,056	53,744	54,043	57,628
ST debts & current portion	65,132	64,292	50,500	69,000	44,000
Long-term debt	128,858	144,674	143,000	105,000	140,000
Other liabilities	18,123	16,565	17,615	18,723	19,891
Total liabilities	258,070	271,587	264,859	246,766	261,519
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	302,300	330,685	361,747
Shareholders' equity	240,023	261,098	282,590	310,975	342,037
Minority interests	41,595	40,727	39,335	39,177	39,324
Total Liab.&Shareholders' equity	539,688	573,412	586,784	596,918	642,879
CASH FLOW (Btm)					
Net income	56,084	55,041	42,492	48,185	52,662
Depreciation and amortization	22,710	23,282	23,679	24,443	24,773
Change in working capital	(1,080)	(13,344)	(10,392)	(934)	(4,461)
FX, non-cash adjustment & others	(2,043)	(4,287)	(3,274)	(2,588)	(3,111)
Cash flows from operating activities:	75,671	60,692	52,505	69,107	69,863
Capex (Invest)/Divest	(32,041)	(32,734)	(40,089)	(53,947)	(53,947)
Others	17,230	27,612	39,555	25,978	13,944
Cash flows from investing activities:	(14,811)	(5,122)	(534)	(27,970)	(40,002)
Debt financing (repayment)	(9,466)	6,417	(15,466)	(19,500)	10,000
Equity financing	0	0	0	0	0
Dividend payment	(20,398)	(22,799)	(21,000)	(19,800)	(21,600)
Others	17,230	27,612	39,555	25,978	13,944
Cash flows from financing activities:	(41,580)	(31,166)	(48,051)	(50,885)	(23,185)
Net change in cash	19,280	24,404	3,919	(9,748)	6,676
Free cash flow (Btm)	43,630	27,958	12,416	15,159	15,917
FCF per share (Bt)	36.4	23.3	10.3	12.6	13.3
Key Assumptions					
Domestic cement demand growth	-1.4%	-4.8%	3.6%	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	1,862,000	1,840,000	1,840,000
HDPE-Naphtha spreads (\$/tonne)	734	673	713	726	726
PP-Naphtha spreads (\$/tonne)	653	659	653	663	690
Packaging paper price (\$/tonne)	453	505	560	570	580

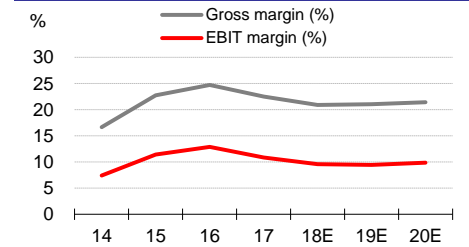
Revenue growth and asset turnover



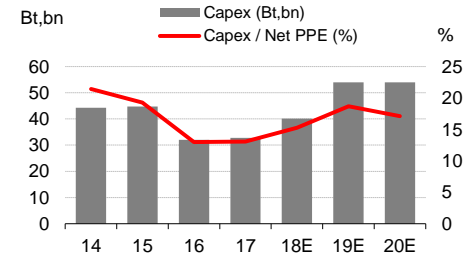
A/C receivable & A/C payable days



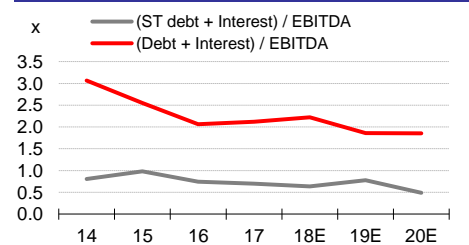
Profit margins



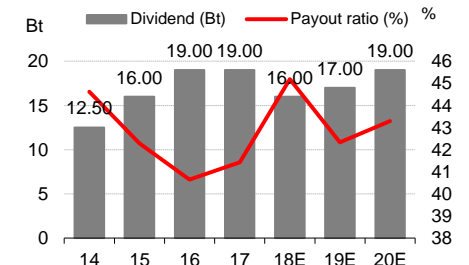
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



SCC: Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
Revenue	112,428	113,400	118,250	120,447	122,518
Cost of sales and services	(88,077)	(89,826)	(92,750)	(95,314)	(98,307)
Gross profit	24,350	23,575	25,500	25,132	24,211
SG&A	(13,759)	(12,519)	(12,875)	(13,439)	(13,845)
EBIT	10,591	11,056	12,625	11,693	10,365
Finance costs	(1,751)	(1,766)	(1,696)	(1,720)	(1,748)
Other income/exp.	1,931	2,931	2,392	2,525	2,135
EBT	10,772	12,222	13,321	12,497	10,752
Corporate tax	(1,494)	(1,902)	(2,038)	(1,839)	(2,192)
After-tax net profit (loss)	9,277	10,319	11,283	10,658	8,560
Minority interest	(2,904)	(2,629)	(2,831)	(2,840)	(2,250)
Equity earnings from affiliates	4,253	4,006	3,734	4,204	3,952
Extra items	1,210	870	220	380	(790)
Net profit (loss)	11,836	12,567	12,406	12,401	9,473
Reported EPS	9.86	10.47	10.34	10.33	7.89
Fully diluted EPS	9.86	10.47	10.34	10.33	7.89
Core net profit	10,626	11,697	12,186	12,021	10,263
Core EPS	8.86	9.75	10.16	10.02	8.55
EBITDA	19,815	26,593	22,303	26,446	17,811

KEY RATIOS

Gross margin (%)	21.7	20.8	21.6	20.9	19.8
EBITDA margin (%)	17.6	23.5	18.9	22.0	14.5
Operating margin (%)	9.4	9.7	10.7	9.7	8.5
Net margin (%)	10.5	11.1	10.5	10.3	7.7
Core profit margin (%)	9.5	10.3	10.3	10.0	8.4
BV (Bt)	210.2	217.6	214.5	226.5	222.8
ROE (%)	18.8	19.6	19.1	18.8	14.1
ROA (%)	8.5	8.8	8.6	8.4	6.4
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)	6.1	6.3	7.4	6.8	5.9

QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	40,115	56,908	61,853	62,132	45,120
Accounts receivable	56,978	55,407	60,525	62,015	68,771
Inventory	55,905	57,650	56,946	60,772	66,479
PP&E-net	251,873	250,339	248,624	248,854	245,804
Other assets	157,944	153,108	156,303	156,946	166,225
Total assets	562,814	573,412	584,251	590,719	592,399
Accounts payable	54,448	46,056	48,313	54,321	64,729
ST debts & current portion	69,709	64,292	59,461	47,185	45,860
Long-term debt	129,922	144,674	144,129	159,085	158,231
Other liabilities	15,071	16,565	30,505	16,698	15,446
Total liabilities	269,150	271,587	282,408	277,289	284,266
Paid-up capital	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
Share premium	0	0	0	0	0
Retained earnings	268,324	280,808	280,617	293,040	292,312
Shareholders equity	252,265	261,098	257,359	271,758	267,324
Minority interests	41,400	40,727	44,483	41,673	40,809
Total Liab.&Shareholders' equity	562,814	573,412	584,251	590,719	592,399

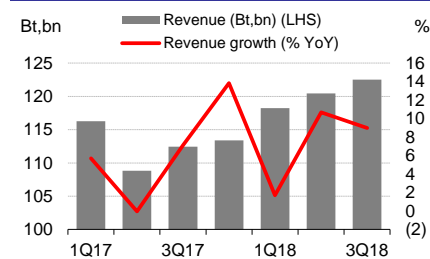
Key Stat

Domestic cement demand growth	-2.0%	-3.0%	0.0%	2.0%	7.0%
Domestic cement price (Bt/tonne)	1,675	1,675	1,725	1,725	1,725
Polyolefins sales volume ('000tonne)	487,000	447,000	451,000	491,000	460,000
HDPE-Naphtha spreads (\$/tonne)	670	656	798	743	683
PP-Naphtha spreads (\$/tonne)	682	625	690	658	623
Packaging paper price (\$/tonne)	520	550	565	565	565

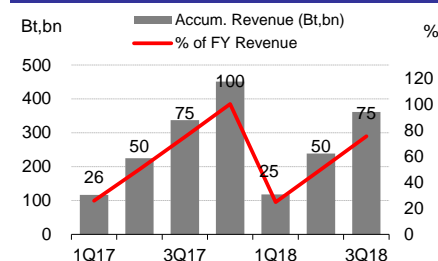
Company profile

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

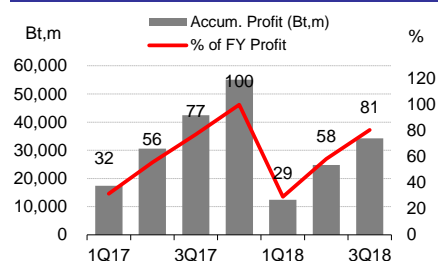
Revenue trend



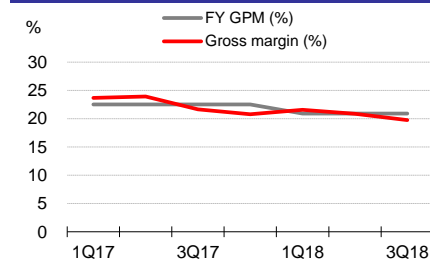
Revenue trend (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin

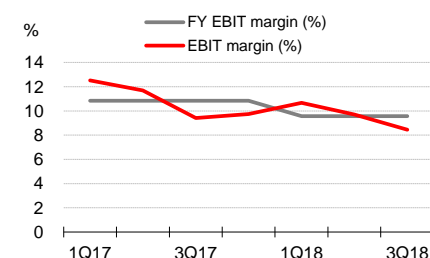
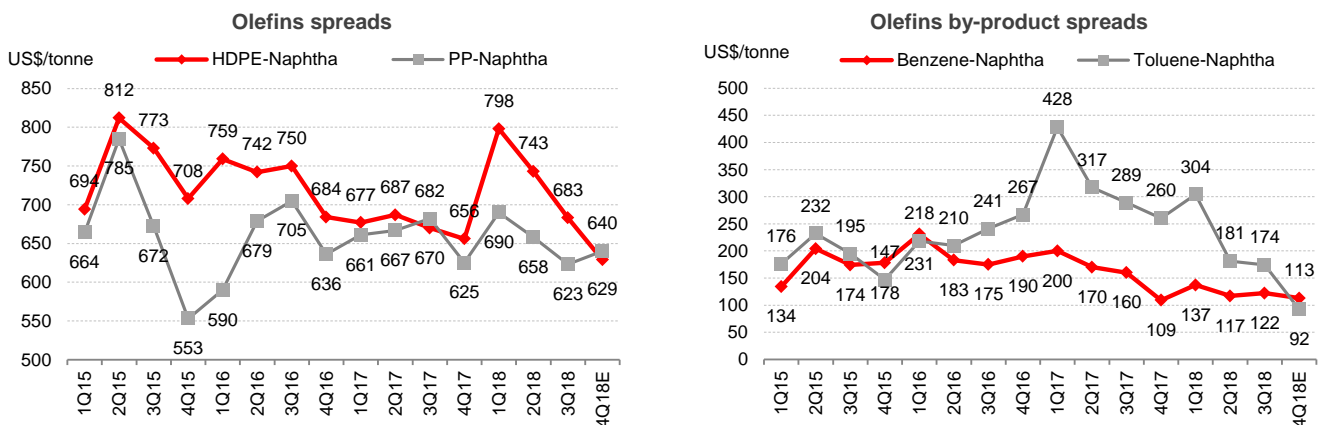


Figure 1 : 4Q18 earnings preview

FY Ended 31 Dec (Btm)	4Q18E	4Q17	YoY %	3Q18	QoQ %	2018E	2017	YoY %
Income Statement								
Revenue	117,964	113,400	4	122,518	(4)	479,179	450,921	6
Cost of sales and services	(92,615)	(89,826)	3	(98,307)	(6)	(378,987)	(349,417)	8
EBITDA	23,678	26,593	(11)	17,811	33	90,238	102,080	(12)
SG&A	(14,199)	(12,519)	13	(13,845)	3	(54,358)	(52,576)	3
EBIT	11,150	11,056	1	10,365	8	45,833	48,928	(6)
Finance costs	(1,622)	(1,766)	(8)	(1,748)	(7)	(6,787)	(7,112)	(5)
Other income/exp.	2,688	2,931	(8)	2,135	26	9,740	10,326	(6)
Equity earnings from affiliates	2,639	4,006	(34)	3,952	(33)	14,529	18,212	(20)
Extra items	(2,350)	870	(790)	(790)	(2,540)	3,100		
EBT	12,215	12,222	(0)	10,752	14	48,786	52,142	(6)
Corporate tax	(2,021)	(1,902)	6	(2,192)	(8)	(8,090)	(5,694)	42
Minority interest	(2,272)	(2,629)	(2,250)	(2,250)	(10,193)	(12,718)		
Net profit (loss)	8,211	12,567	(35)	9,473	(13)	42,492	55,041	(23)
Reported EPS	6.84	10.47	(35)	7.89	(13)	35.41	45.87	(23)
Core net profit	10,561	11,697	(10)	10,263	3	45,032	51,941	(13)

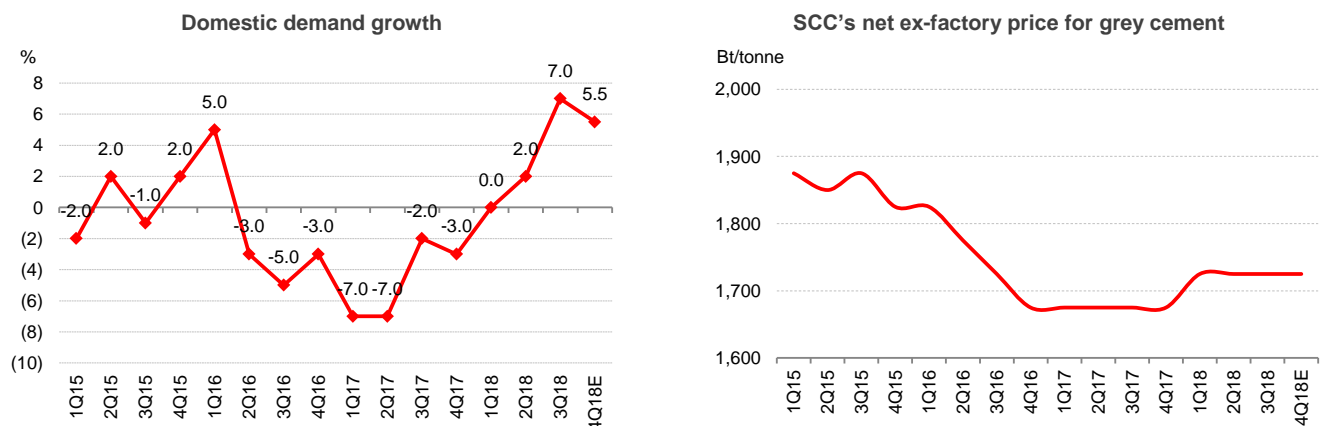
Sources: Company data, Bualuang Research estimates

Figure 2 : Chemical spreads



Sources: Company data, Bualuang Research

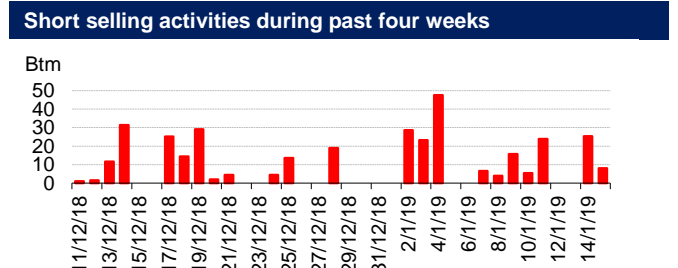
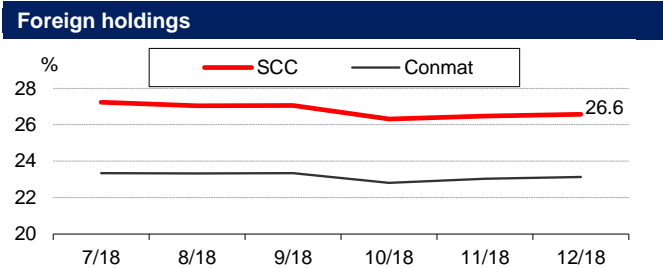
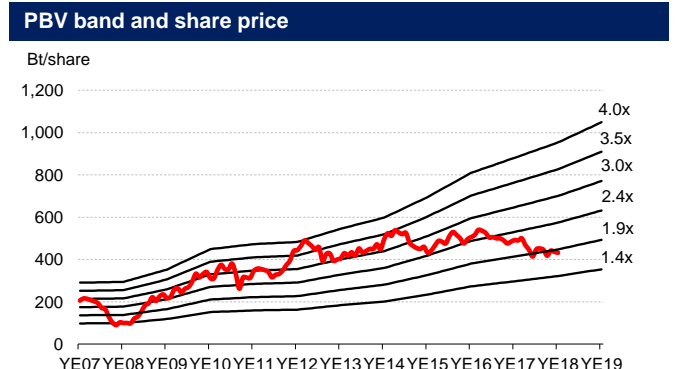
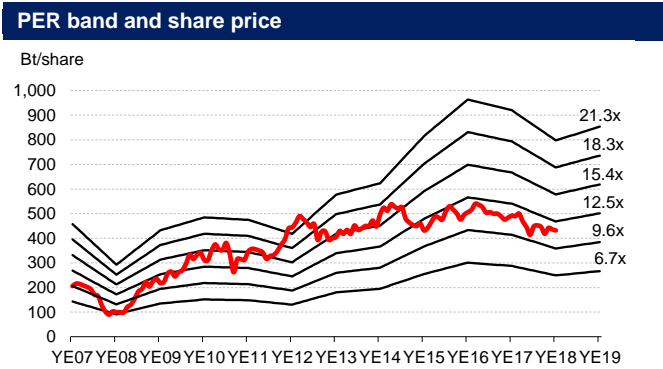
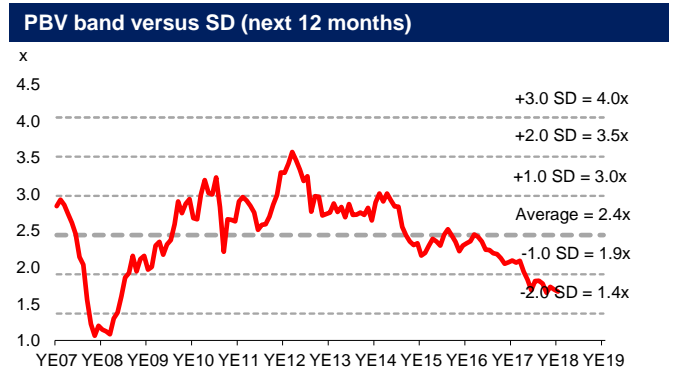
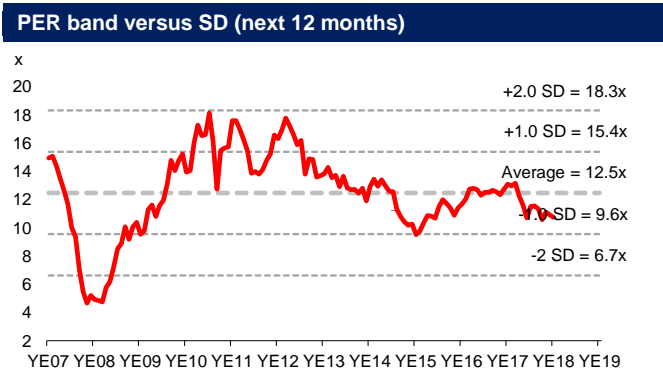
Figure 3 : Cement



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	THB2.06	421	9.3	8.7	17.6	5.9	3.3	3.1	37.7	36.8	9.4	10.1
Dcon Products	DCON TB	THB0.52	85	8.7	9.0	1.5	-4.0	0.9	0.8	10.8	9.4	0.0	0.0
Eastern Polymer Group	EPG TB	THB6.75	592	14.0	12.0	-2.1	16.6	1.8	1.7	13.2	14.4	3.6	4.2
The Siam Cement	SCC TB	THB432.00	16,241	12.2	10.8	-22.8	13.4	1.8	1.7	15.6	16.2	3.7	3.9
Siam City Cement	SCCC TB	THB219.00	2,045	18.4	14.6	95.5	26.1	1.6	1.6	9.7	11.4	4.6	5.5
TOA Paint (Thailand)	TOA TB	THB34.50	2,193	36.8	33.8	11.3	8.8	7.3	6.5	21.1	20.1	1.1	1.2
TPI Polene	TPIPL TB	THB1.88	1,130	n.a.	n.a.	-84.1	-200.0	0.8	n.a.	-0.5	0.5	n.a.	n.a.
Simple average				16.5	14.8	2.4	-19.0	2.5	2.5	15.4	15.5	3.7	4.2



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

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.