

Small Cap Playbook

28 มิถุนายน 2561

How de-rating impacts our coverage?

ต้นทุนการเงินที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น จากดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลางหลายประเทศที่กำลังปรับตัวขึ้น และอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล (Risk-free rate) ที่สูงขึ้น จาก 2.3% ปลายปี 2017 มาเป็น 2.5% ในตอนนี้ และกำลังปรับตัวขึ้น ประกอบกับความวิตกกังวลการปรับลด GDP โลก จากสงครามการค้า ส่งผลให้เกิด valuation de-rating ในตลาดหุ้นโดยรวม เพราะ Required return ที่สูงขึ้น ทำให้ Earnings Yield ของหุ้นต้องเพิ่มขึ้นเพื่อชดเชยความเสี่ยง และ PE ต่ำลง ดังนั้นเราจึงต้องปรับ PE band ในหุ้น Small-cap ที่เรา cover ลง ... เราขอภัยที่หุ้น 5 ใน 12 ตัวที่เรา cover ได้แก่ ASAP ECL ITEL SIMAT SGP ปรับตัวลงแรงผิดปกติ

หุ้น Pure Domestic Play ความเสี่ยงสงครามการค้าจำกัด...

หุ้น Small-Cap ส่วนใหญ่ที่เรา cover (9 ใน 12) อิงกับเศรษฐกิจในประเทศเป็นหลัก ความเสี่ยงจากสงครามการค้าจำกัด...

ASAP บริษัทได้รับออเดอร์จากลูกค้าสำหรับการขยาย fleet รถแล้วถึง 4,000 คัน ในปีนี้ ซึ่งจะหนุนให้ fleet ของ ASAP จะโตอย่างน้อย 35%

COM7 คาดกำไรโตราว 27% แบบอนุรักษ์นิยม จาก SSSG แข็งแกร่ง เพราะเทรนด์ digitalization ขณะที่รายได้ SIM card โตต่อเนื่อง

ECL เราคาด 2Q18 บริษัทจะกลับมาแสดงผลกำไรเติบโตอีกครั้งทั้ง YoY และ QoQ จากสินเชื่อที่เราประเมินว่าจะเติบโตอย่างต่อเนื่อง

ITEL เราคาดกำไรปี 2018 จะเติบโต 33% เป็น 136 ล้านบาท ได้ปัจจัยหนุนจาก ธุรกิจ Data service และ งานอินเทอร์เน็ตขายจบ เป็นต้น

ORI เป็นหนึ่งในบริษัทในกลุ่มฯ ที่มีโอกาสทำผลงานได้ดีกว่าแผน ทั้งในด้าน Pre-sales, ยอดโอน, และกำไร คาดปี 2018 โต 40%

PYLON ถึงแม้ผลประกอบการ 2Q18 คาดจะอ่อนแออยู่ แต่ภาพอุตสาหกรรมงานรากฐานสดใส เราอยู่ระหว่างทบทวนประมาณการ

SEAFCO คาดจะโดดเด่นที่สุดในธุรกิจรับเหมางานรากฐาน เพราะมี Backlog รองรับรายได้ยาวไปถึงกลางปีหน้า

SF กำไรแข็งแกร่งต่อเนื่อง และมีมูลค่าส่วนเพิ่มราว 3 บาท/หุ้น จาก MEGA Rangsit ซึ่งบริษัทร่วมทุนกับกลุ่ม IKEA ซื้อที่ดินไว้แล้ว 250 ไร่

SIMAT คาดผลประกอบการ turnaround และขยายกำไรด้วยการ M&A ... กลุ่มที่อิงการค้าโลก ยังคงต้องติดตาม

SGP บริษัทมียอดขายในจีนราว 1 ใน 3 และราคาแก๊สอิงราคา commodity

UTP ราคากระดาษคราฟท์เป็น commodity ซึ่งจีนเป็นผู้บริโภคใหญ่ในภูมิภาค หากอุปสงค์จีนชะลอตัวจะส่งผลกระทบต่อราคากระดาษคราฟท์

D รายได้จากลูกค้าต่างชาติประมาณ 50% จึงต้องติดตามเศรษฐกิจโลก

III ธุรกิจ logistic เกี่ยวข้องกับการค้าระหว่างประเทศ ซึ่งเป็นประเด็นต้องติดตามผลกระทบ แต่เรา drop ไปแล้วตั้งแต่ 9/5/18

Re-align coverage

เราได้ Initiate coverage หุ้นใหม่มาแล้ว 4 ตัว ในปีนี้ ได้แก่ ASAP SIMAT ORI และ SGP และมีหุ้นใน coverage อยู่อีก ได้แก่ COM7 D ECL ITEL PYLON SEAFCO SF และ UTP ส่วนหุ้นที่เรา Drop... GIFT III

Valuation and recommendation

	Rec.	Target Price (Bt)	PER (x)		Core Profit Growth (%)	
			FY18E	FY19E	FY18E	FY19E
ASAP	BUY	7.75	24.3	17.0	+12.6%	+39.7%
COM7	BUY	24.50	27.5	22.8	+25.0%	+19.2%
D	BUY	12.00	35.3	29.4	+28.1%	+22.2%
ECL	BUY	3.00	11.5	7.5	+33.2%	+46.3%
ITEL	BUY	5.60	22.9	22.5	+32.5%	+3.0%
ORI	BUY	27.00	10.3	8.4	+40.2%	+22.9%
PYLON	UR	UR				
SEAFCO	BUY	9.40	23.7	21.3	+12.8%	+9.5%
SF	HOLD	10.30	15.0	13.4	+7.5%	+13.2%
SGP	BUY	UR				
SIMAT	BUY	3.60	27.6	19.1	+284.6%	+35.6%
UTP	BUY	13.60	16.9	15.1	+43.2%	+11.4%
Simple avg			21.5	17.6	52.0%	22.3%

Price performances

	1M	3M	12M
ASAP	(19.4)	(48.1)	(20.0)
COM7	(6.0)	(5.5)	51.8
D	1.9	15.2	21.8
ECL	(16.8)	(24.8)	(51.1)
ITEL	(20.0)	(25.6)	(39.0)
ORI	(4.8)	(7.7)	17.6
PYLON	(8.4)	(57.5)	(52.5)
SEAFCO	(2.4)	(7.8)	(43.5)
SF	(3.4)	(2.8)	42.5
SGP	(16.5)	(67.5)	(32.7)
SIMAT	(16.8)	(24.4)	(35.8)
UTP	(2.5)	15.6	47.4

วิกิจ ธีรวรรณรัตน์,
นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน/
วิจัยทางเทคนิค
Wikij.tir@bualuang.co.th
+662 618 1336

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

นภนต์ ใจแสน,
นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน
Napon.jai@bualuang.co.th
+662 618 1349

Outlook

ต้นทุนการเงินเพิ่มขึ้น จากฝั่งอเมริกา ก่อน ...

หลังจาก เฟด ส่งสัญญาณการปรับ ดอกเบี้ย Fed fund rate ปีนี้ขึ้นรวมเป็น 4 ครั้งจาก 3 ครั้งส่งผลให้เกิดแรงขายจาก นลท. ต่างชาติทันที ในวันที่ 14 มิ.ย. เกือบ 1 หมื่นล้านบาท แน่นอานว่า สินทรัพย์เสี่ยงสูง อย่าง สกุลเงินดิจิตอล, ตลาดหุ้นเกิดใหม่ ฯลฯ ต้องโดนขายก่อนเป็นอย่างแรก

ดอกเบี้ย "FED Fund rate" จะขึ้นไปจนถึงปี 2020 และหยุดที่ 3.4% ดูจาก Dot plot ล่าสุด นั้นหมายความว่า จากระดับดอกเบี้ย ปัจจุบัน ที่ 1.75-2% การขึ้นดอกเบี้ย ในช่วงที่เหลือของปีนี้ จะเหลืออีก 1 ครั้ง จบที่ 2-2.25% ขึ้นปี 2019 อีก 3 ครั้ง รวม 0.75% ดอกเบี้ยจะจบที่ 2.75-3% และสุดท้ายปี 2020 อีก 2 ครั้ง 0.50% เป็น 3.25-3.5%

... ตามด้วยการขึ้นดอกเบี้ยในประเทศไทยปีหน้า ...

ซึ่งผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทย (Risk-free rate) ได้ปรับตัวเพิ่มขึ้นจาก 2.3% เมื่อต้นปี มาเป็น 2.5% ในปัจจุบัน ถึงแม้อัตราดอกเบี้ยนโยบายปัจจุบันยังอยู่ที่ 1.5% แต่ทีมเศรษฐกิจธนาคารกรุงเทพ คาดการณ์ว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะปรับเพิ่มกลางปี 2019 เป็นต้นไป

... ความเสี่ยงสงครามการค้า ส่งผลให้เกิดการปรับลด GDP ของโลก

จากการประกาศเก็บภาษีสินค้าจีน 1100 รายการ โดยสินค้าลีดแรกจำนวน 818 รายการ มูลค่า US\$3.4 หมื่นล้าน จะโดนเรียกเก็บก่อนในวันที่ 6 กค.นี้ ส่วนทางการจีน จะเรียกเก็บภาษีสินค้า 545 รายการ คิดเป็นมูลค่า US\$ 3.4 หมื่นล้าน เริ่ม 6 กค.นี้ เช่นกัน ส่วนลีดต่อไปจะมีการประกาศอีกครั้ง

MS มองผลกระทบในระดับ Direct impact ต่อ Global trade ราว US\$ 1.81 แสนล้าน หรือประมาณ 1% ของ Global trade และ กระทบ GDP โลกราว 0.2%

ผลกระทบต่อ GDP สหรัฐฯ ปี 2018-18 ราว 0.1ppt. และถ้าเก็บภาษีจีนขึ้นไปถึงระดับ US\$1 แสนล้าน จะกระทบ GDP จีนราว 0.4 ppt. จากส่งออกจีนที่ลดลงไป 2.4ppt.

แต่ความเสี่ยงต่อเศรษฐกิจจะยังลุกลามกระทบต่อเศรษฐกิจได้อีก จาก Indirect impact ซึ่งยังไม่สามารถประเมินได้ ...

เริ่มมีการปรับลดเป้าหมายตลาดหุ้นภูมิภาคลง: MS ปรับลดระดับดัชนีเป้าหมายของตลาดหุ้น จีน ญี่ปุ่น ฮองกง ลง เพื่อสะท้อนภาวะเศรษฐกิจที่มีความเสี่ยงชะลอตัวกว่าคาด เป็นผลจาก มาตรการกีดกันทางการค้าที่ปะทุขึ้น เริ่มส่งผลต่อ ความเชื่อมั่นภาคธุรกิจ

จากปัจจัยข้างต้นส่งผลให้ Required return เพิ่มขึ้น ทำให้ Earnings Yield ของหุ้นต้องเพิ่มขึ้นตาม เพื่อชดเชยความเสี่ยง และ PE ต่ำลง ดังนั้นเราจึงต้องปรับ P/E band ในหุ้น Small-cap ที่เรา cover ลง ตามภาวะการลงทุนในปัจจุบัน

Figure 1 : Valuation revision

Stock	2018		2019		Previous		Current		CAGR 2017-20
	EPS	Core Profit Growth	EPS	Core Profit Growth	Target Price	Valuation method	Target Price	Valuation method	
ASAP	0.23	+12.6%	0.33	+39.7%	9.25	PE 40x in line with ST growth	7.75	PE 33x in line with LT growth	+33.2%
COM7	0.63	+25.0%	0.76	+19.2%	24.50	PE 35x peers upper band	24.50	Unchanged (scope of upside)	+18.3%
D	0.30	+28.1%	0.36	+22.2%	12.00	SOTP current and newly acquired biz	12.00	Unchanged (scope of upside)	+19.9%
ECL	0.15	+33.2%	0.23	+46.3%	3.80	PE 25x in line with LT mean	3.00	PE 20x 0.5SD discount to LT mean	+30.7%
ITEL	0.14	+32.5%	0.14	+3.0%	7.00	PE 50x in line with technology peers	5.60	PE 40x; 20% discount from technology peers	+24.0%
ORI	1.74	+40.2%	2.14	+22.9%	27.00	PE 15x 1.0SD above historical mean	27.00	Unchanged (scope of upside)	+30.3%
PYLON						UR		Under review	
SEAFCO	0.35	+12.8%	0.39	+9.5%	10.40	PE 29x 2.0SD above historical mean	9.40	PE 27x 1.5SD above historical mean	+10.8%
SF	0.57	+7.5%	0.64	+13.2%	10.30	PE 18x 1.5SD above historical mean	10.30	Unchanged (scope of upside)	+9.7%
SGP	1.61	+5.1%	1.70	+5.5%	18.50	PE 12x in line with gas peers	UR	Wait for 2Q18 earnings	+4.5%
SIMAT	0.09	+284.6%	0.13	+35.6%	4.50	PE 50x in line with technology peers	3.60	PE 40x; 20% discount from technology peers	+90.2%
UTP	0.68	+43.2%	0.76	+11.4%	13.60	PE 20x upper historical band	13.60	Unchanged (scope of upside)	+17.4%

Sources: Company data, Bualuang Research

ประเด็นการลงทุนของหุ้นกลุ่ม Pure Domestic Play

ASAP เรามองว่าราคาหุ้นที่ร่วงลงตามภาวะตลาดรอบนี้เป็น “โอกาสทอง” ในการ เข้าซื้อหุ้น ASAP โดยจังหวะที่จะเข้าซื้อตอนนี้ เหมาะเจาะพอดีกับ ปัจจัยหนุน/แรง ราคาหุ้นที่กำลังจะเกิดขึ้นช่วงนี้พอดี (1) การเปิด ASAP Auto park เป็นจังหวะที่ราคาถดถอยกำลังเป็นขาขึ้นพอดี (2) พรบ. EEC ที่เพิ่งประกาศใช้เมื่อเร็วๆนี้ กำลังถูกจับจ้องพื้นที่เพื่อการลงทุนจากธุรกิจ E-Commerce รายใหญ่หลายรายในตลาดโลก...เข้าทางธุรกิจรถเช่า Logistic ของ ASAP (3) ธุรกิจรถเช่าได้รับฤดูกาลท่องเที่ยวไทย กำลังจะกลับมาอีกครั้ง ซึ่งเราเหลือเวลาให้เก็บหุ้น รอรับฤดูกาลท่องเที่ยว

COM7 ยอดขายจะเร่งตัวไปถึงไตรมาส 4 ภาพปัจจัยฤดูกาลมีโอกาสต่างจากในอดีต คือ ไตรมาส 1 จะเป็นไตรมาสที่ยอดขายต่ำที่สุด แล้วค่อยๆ เร่งตัวไปจนถึงไตรมาส 4 เพราะสัดส่วนการขาย smartphone เพิ่มขึ้น ซึ่งยอดขายจะเป็นไปตามการเปิดตัวสินค้าใหม่ ซึ่งจะต่างจากในอดีตที่ไตรมาส 2-3 ยอดขายจะชะลอตัว จำนวน SIM และ ARPU เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง บริษัทตั้งเป้า SIM ไร่ที่ 2 แสนซิม เพิ่มขึ้นจาก 1.6 แสนซิม ในปีที่แล้ว และตั้งเป้า ARPU เพิ่มขึ้นเป็น 800 บาท จากปีที่แล้วที่ 700 บาท ซึ่ง 1Q18 ทำได้ราว 4.8 หมื่นซิม และ ARPU เฉลี่ยที่ 815 บาท (อย่างไรก็ดีสถิติชี้ว่ามีลูกค้าที่เลิกสัญญา ก่อน 1 ปี ราว 20%)

ECL สำหรับ 2Q18 เราคาดบริษัทจะกลับมาแสดงผลกำไรเติบโตอีกครั้งทั้ง YoY และ QoQ จากสินค้าที่เราประเมินว่าจะเติบโตอย่างต่อเนื่องและได้อานิสงค์จากการจัดงาน Motor Show ซึ่งเรามองว่าจะหนุนให้การหมุนเวียนของรถมือ 2 ในตลาดมีเพิ่มขึ้น ซึ่ง ECL ได้ประโยชน์จากการปล่อยสินเชื่อให้กับรถยนต์มือ 2 นี้ รวมถึงการตั้งสำรองเพื่อการเตรียมความพร้อม IFRS9 คาดจะลดลงจาก 1Q18 ส่งผลให้กำไรดีขึ้น

ITEL เราคาดกำไรปี 2018 จะเติบโต 33% เป็น 136 ล้านบาท ได้ปัจจัยหนุนจาก 1) ธุรกิจ Data service ที่จะเริ่มรับรู้รายได้ลูกค้า corporate ซึ่งได้เชื่อมโครงข่ายไปถึงลูกค้าพร้อมรับรู้รายได้ 2) งานอินเตอร์เน็ตขายขอบที่บริษัทชนะประมูลมาก่อนหน้านี้ ซึ่งได้เห็นการเร่งทำงานรับรู้รายได้ตั้งแต่ปลายปีที่แล้ว และคาดจะต่อเนื่องไปจนถึงปลายปี 2018 และ 3) คาด Data center แห่งใหม่ จะเริ่มรับรู้รายได้ในปีนี้ แบบเต็มปี ซึ่งจะเพิ่มอีกปัจจัยขับเคลื่อนผลประกอบการในปี 2018 ให้เติบโตสูงอย่างต่อเนื่อง

ORI 2Q18 บริษัทที่ตั้งใจจะ clear inventory มากกว่าจะเปิดโครงการใหม่ ส่งผลให้ในระยะสั้นหุ้นอาจไม่มีปัจจัยหนุนมากนัก แต่เรามองว่าในช่วงครึ่งปีหลังที่จะมีการเปิดตัวโครงการใหม่จำนวนมาก ประกอบกับกำไรที่ก้าวกระโดดจากการโอน Park24 เฟส 2 จะเป็นปัจจัยหนุนราคาหุ้น ปัจจุบันหุ้นเทรดบน P/E 10.9 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตที่ 12.1 เท่า และคาดกำไรจะเติบโตถึง 40% เป็น 2.8 พันล้านบาท

PYLON ถึงแม้ผลประกอบการ 2Q18 คาดจะอ่อนแออยู่ แต่ภาพอุตสาหกรรมงานรากฐานสดใส เราอยู่ระหว่างทบทวนประมาณการ

SEAFCO คาดจะโดดเด่นที่สุดในธุรกิจรับเหมางานรากฐาน โดย SEAFCO มี Backlog รองรับรายได้ยาวไปถึงกลางปีหน้า และกำไรจะเริ่มเติบโตโดดเด่นตั้งแต่ต้นปี เพราะงานขนาดใหญ่หลายงานได้เริ่มก่อสร้างแล้ว ขณะที่กำไรมีโอกาสดีกว่าคาดจากมาร์จิ้นที่สูงกว่าคาด ซึ่งบริษัทได้แสดงให้เห็นมาร์จิ้นที่สูงแล้วในไตรมาสก่อน และปัจจัยหนุนภาพอุตสาหกรรมมาจากการประมูลภาครัฐที่ใกล้ความจริงเข้าไปทุกที โดยเฉพาะโครงการทางด่วนและรถไฟฟ้า ซึ่ง CK มีโอกาสที่จะได้เป็นผู้รับเหมาหลัก และ SEAFCO รับงานรากฐานจาก CK ตลอดมา

SF บริษัทเปิดโครงการใหม่หลายโครงการในปีนี้ ในขณะที่โครงการเดิม และ MEGA Bangna ยังคงเป็นฐานกำไรที่แข็งแกร่งช่วยป้องกันความเสี่ยงด้านล่าง นอกจากนี้ยังมีมูลค่าส่วนเพิ่มราว 3 บาท/หุ้น จาก MEGA Rangsit ซึ่งบริษัทร่วมทุนกับกลุ่ม IKEA ซื้อที่ดินไว้แล้ว 250 ไร่ อย่างไรก็ดีใน 2Q-3Q18 จะยังไม่มีการซื้อขายใหม่หนุนราคาหุ้น ด้วยพื้นฐานบริษัทที่แข็งแกร่งกระแสเงินสดที่คงที่ และ valuation ที่ไม่แพงเมื่อเทียบกับกลุ่มฯ เราแนะนำ ถือ

SIMAT ธุรกิจไฟเบอร์อินเทอร์เน็ต (FTTx) ภายใต้แบรนด์ “SINET” ผ่านจุดคุ้มทุนไปแล้วใน 4Q17 หลังเพิ่มฐานลูกค้าได้ถึง 2.2 หมื่นราย และบริษัทตั้งเป้าลูกค้าใหม่ 650 ราย/เดือน โดยจะจับมือกับกลุ่มธุรกิจเคเบิลทีวีท้องถิ่น 4 ราย ที่มีลูกค้าในมือราว 25,000 คน เพื่อขายเป็นแพ็คเกจอินเทอร์เน็ตพร้อมเคเบิลทีวี หรือ IPTV ในอนาคต ซึ่งธุรกิจนี้จะสร้างกระแสเงินสดที่มั่นคงในระยะยาวให้กับบริษัทอย่างต่อเนื่อง ไม่ต่ำกว่าปีละ 100 ล้านบาท ขณะที่ บริษัท M&A ชื่อกิจการ “อินซิกซ์ Silk Screen Printing” ซึ่งเรามีมุมมองเชิงบวกต่อดีลนี้ เพราะอินซิกซ์ เป็นกิจการที่ดำเนินการและมีกำไรอยู่แล้ว สามารถควมรวมกำไรเข้ามาในงบได้ทันที

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

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.