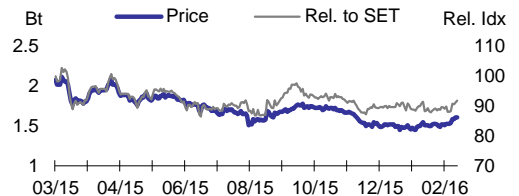


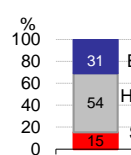
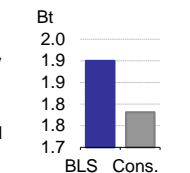
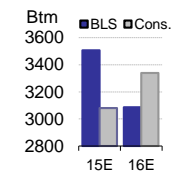
แสนสิริ SIRI TB / SIRI.BK

1 มีนาคม 2559
กำไรไตรมาส 4/58 สูงกว่าทุกคาดการณ์แต่เงินปันผลจ่ายตามคาด
Sector: Property (Residential) – NEUTRAL
คำแนะนำพื้นฐาน: ช้อกึ่งกำไร
เป้าหมายพื้นฐาน: 1.90 บาท
ราคา (29/02/59): 1.66 บาท
Price chart


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	8.3	2.0	(0.4)
Absolute	10.7	-	(16.2)

Key statistics

Market cap	Bt23.7bn	USD0.7bn
12-mth price range	Bt1.4/Bt2.1	
12-mth avg daily volume	Bt108m	USD3.0m
# of shares (m)	14,286	
Est. free float (%)	85.8	
Foreign limit (%)	39.0	

Consensus Rating

BLS Target price vs. Consensus

BLS earnings vs. Consensus

สูงกว่าทุกคาดการณ์

SIRI รายงานกำไรสุทธิที่ 1 พันล้านบาทในไตรมาส 4/58 ลดลง 19% YoY และ 6% QoQ ตัวเลขดังกล่าวสูงกว่าที่เราคาด 21% จากอัตรากำไรขั้นต้นโครงการที่อยู่อาศัยที่สูงกว่าคาด (32.5% เมื่อเทียบกับประมาณการที่ 30.8%) และค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่ต่ำกว่าคาด รวมทั้งสูงกว่าตัวเลขของตลาดคาด 10% ทั้งนี้หากรวมจากการตั้งด้วยค่าสินทรัพย์สุทธิโครงการที่อยู่อาศัยมูลค่า 68 ล้านบาท และกำไรหลังหักภาษีสุทธิมูลค่า 13 ล้านบาทจากการขายบริษัทย่อย กำไรหลักไตรมาส 4/58 อยู่ที่ 1.06 พันล้านบาทลดลง 24% YoY แต่เพิ่มขึ้น 30% QoQ

บริษัทประกาศปันผลต่อหุ้นสำหรับการดำเนินงานปี 2558 ที่ 0.12 บาทต่อหุ้น ซึ่งหมายถึงอัตราผลตอบแทนเงินปันผลที่ 7.2% ขึ้นเครื่องหมาย XD วันที่ 15 มี.ค. และจ่ายปันผลในวันที่ 19 พ.ค.

ประเด็นการหักผลประกอบการ

กำไรหลักที่หดตัว YoY นั้นมีปัจจัยจากรายได้โครงการที่อยู่อาศัยที่หดตัว อัตรากำไรขั้นต้นโครงการที่อยู่อาศัยที่ลดลงและสัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายที่สูงขึ้น อย่างไรก็ตามกำไรหลักที่เติบโต QoQ นั้นมีปัจจัยจากอัตรากำไรขั้นต้นโครงการที่อยู่อาศัยที่ปรับตัวดีขึ้นในขณะที่สัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายหดตัวลง โดยรายได้โครงการที่อยู่อาศัยไตรมาส 4/58 ย่อส่วนตัวลง 6% YoY และ 5% QoQ มาอยู่ที่ 9.5 พันล้านบาท คิดเป็นสัดส่วนโครงการที่รอบ 37% และโครงการคอนโด 63% โดยรายได้โครงการคอนโดปรับเพิ่มขึ้น 3% YoY แต่หดตัวลง 18% QoQ มาอยู่ที่ 6 พันล้านบาท ในขณะที่รายได้โครงการพเนจรปรับตัวลดลง 15% YoY แต่เพิ่มขึ้น 27% QoQ มาอยู่ที่ 3.5 พันล้านบาท อัตรากำไรขั้นต้นโครงการที่อยู่อาศัยหดตัวลง 1.1% YoY แต่ดีขึ้น 3.2% QoQ มาอยู่ที่ 32.5% ในไตรมาส 4/58 เนื่องจากไม่มีผลกระทบจากการส่งเสริมการขายอย่างมีนัยสำคัญมากนักในครึ่งหลังปี 2558 สำหรับสัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายปรับเพิ่มขึ้น 2.1% YoY และ 0.1% QoQ มาอยู่ที่ 16.7% ในไตรมาส 4/58 จากรายได้ที่หดตัว สำหรับผลขาดทุนจากโครงการร่วมทุนปรับสูงขึ้นเล็กน้อยจาก 78 ล้านบาทในไตรมาส 3/58 มาอยู่ที่ 83 ล้านบาทในไตรมาส 4/58 ทางด้านอัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุนสุทธิลดลงจาก 1.3 เท่า ณ สิ้นเดือน ก.ย. มาอยู่ที่ 1.1 เท่า ณ สิ้นปี 2558

แนวโน้ม

เราคาดกำไรหลักเติบโต YoY ในไตรมาส 1/59 แต่หดตัวลง QoQ จากแนวโน้มรายได้โครงการที่อยู่อาศัยเติบโต YoY แต่ลดลง QoQ อัตรากำไรขั้นต้นโครงการที่อยู่อาศัยมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น YoY (จากฐานที่ต่ำมากเพียง 30.1% ในไตรมาส 1/58) โดยในไตรมาส 1/58 SIRI มีรายการพิเศษอยู่ 2 รายการ ประกอบไปด้วยกำไรสุทธิจากภาษีของการขายที่ดิน (ที่นเพชรเกษมและสุขุมวิท 77) มูลค่า 322 ล้านบาท และการตั้งด้วยค่าสินทรัพย์มูลค่า 207 ล้านบาทของโครงการที่อยู่อาศัย

Financial summary

FY Ended 31 Dec	2015	2016E	2017E	2018E
Revenues (Btm)	36,951	39,446	42,357	45,284
Net profit (Btm)	3,506	3,085	3,590	4,258
EPS (Bt)	0.23	0.20	0.23	0.28
EPS growth (%)	-1.4%	-12.0%	+16.4%	+18.6%
Core profit (Btm)	2,869	3,085	3,590	4,258
Core EPS (Bt)	0.19	0.20	0.23	0.28
Core EPS growth (%)	+2.5%	+7.5%	+16.4%	+18.6%
PER (x)	7.2	8.2	7.1	6.0
PBV (x)	0.9	0.9	0.8	0.8
Dividend (Bt)	0.1	0.1	0.1	0.2
Dividend yield (%)	7.2	7.2	8.3	9.9
ROE (%)	13.5	11.1	12.2	13.5

CG/Anti-Corruption

ณฤมล เอกสมุทร
นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์
narumon.e@bualuang.co.th
+66 2 618 1345

สิ่งที่เปลี่ยนแปลงไป

เรายังคงใช้ประมาณการกำไรหลักเติบโต 8% ในปี 2559 เดิม ยอดขายรอรับรู้รายได้ ณ สิ้นปี 2558 คิดเป็นสัดส่วน 31% ของประมาณการรายได้จากการขายโครงการที่อยู่อาศัยของเรา โดยรายได้โครงการที่อยู่อาศัยปี 2559 คาดอยู่ที่ 3.75 หมื่นล้านบาท (ต่ำกว่าเป้าบริษัทที่ 3.87 หมื่นล้านบาทเล็กน้อย) เราคาดอัตรากำไรขั้นต้นโครงการที่อยู่อาศัยจะทรงตัวอยู่ที่ 31% ในปี 2559 (อยู่ในเกณฑ์ขั้นต่ำของเป้า SIRI ที่ระหว่าง 31-32%) เรามีสมมติฐานอัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายเชิงอนุรักษ์นิยมว่าอยู่ที่ 19% เพื่อสะท้อนแผนงานเชิงรุกในปี 2559 ที่มีมูลค่าโครงการเปิดตัวใหม่เติบโต 128% YoY มาอยู่ที่ 5 หมื่นล้านบาท (คิดเป็นสัดส่วน โครงการพื้นราบ 30% และโครงการคอนโด 70% โครงการในกทม. 92% และ 8% ในต่างจังหวัด) และเป้ายอดจองซื้อปี 2559 เติบโต 47% YoY มาอยู่ที่ 4.2 หมื่นล้านบาท

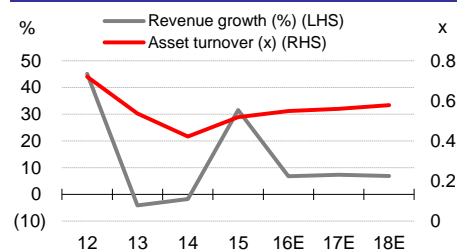
คำแนะนำ

เรายังคงแนะนำ "ซื้อเก็งกำไร" ด้วยราคาเป้าหมาย ณ สิ้นปี 2559 ที่ 1.90 บาท (อิงค่า PER ที่ 8.5 เท่า สูงกว่าค่าเฉลี่ยระหว่างปี 2549-2557 อยู่ 0.5 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน) จากมูลค่าหุ้นที่ค่อนข้างต่ำ โดย SIRI ซื้อขายอยู่ที่ระดับ PBV ปี 2558 ที่ 0.9 เท่า เมื่อเทียบกับที่ไม่มีความเสี่ยงในการเพิ่มทุนและไม่มีแนวโน้มขาดทุนจากผลประกอบการ โดยเรามองหุ้นมีปัจจัยหนุนหากคอนโดแบบสร้างก่อนขาย (prebuilt) จำนวน 3 โครงการมูลค่ารวม 9.8 พันล้านบาท (ประกอบไปด้วยโครงการ *Dcondo* อ่อนนุช รังสิต และ 98 วิทย์) ประสบความสำเร็จ ซึ่งหมายถึงโอกาสในการปรับประมาณการกำไรขั้นต้นได้ในอนาคต

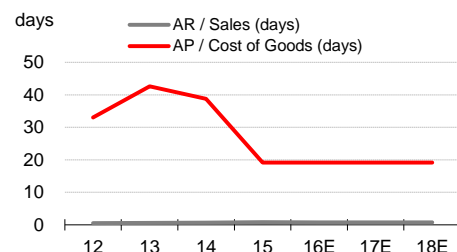
SIRI: Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Revenue	28,093	36,951	39,446	42,357	45,284
Cost of sales and services	(18,905)	(26,112)	(27,151)	(29,016)	(30,991)
Gross profit	9,188	10,840	12,295	13,341	14,293
SG&A	(5,506)	(6,459)	(7,542)	(8,098)	(8,656)
EBIT	3,682	4,380	4,753	5,243	5,637
Interest expense	(646)	(728)	(788)	(846)	(906)
Other income/exp.	357	491	491	491	491
EBT	3,393	4,143	4,457	4,888	5,222
Corporate tax	(722)	(1,040)	(771)	(898)	(1,064)
After-tax net profit (loss)	2,671	3,104	3,686	3,991	4,158
Minority interest	(0.2)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
Equity earnings from affiliates	(0)	(234)	(600)	(400)	100
Extra items	722	636	0	0	0
Net profit (loss)	3,393	3,506	3,085	3,590	4,258
Reported EPS	0.23	0.23	0.20	0.23	0.28
Fully diluted EPS	0.23	0.23	0.20	0.23	0.28
Core net profit	2,671	2,869	3,085	3,590	4,258
Core EPS	0.18	0.19	0.20	0.23	0.28
EBITDA	3,939	4,597	4,981	5,481	5,884
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	(1.8)	31.5	6.8	7.4	6.9
Gross margin (%)	32.7	29.3	31.2	31.5	31.6
EBITDA margin (%)	14.0	12.4	12.6	12.9	13.0
Operating margin (%)	13.1	11.9	12.0	12.4	12.4
Net margin (%)	12.1	9.5	7.8	8.5	9.4
Core profit margin (%)	9.5	7.8	7.8	8.5	9.4
ROA (%)	5.1	4.9	4.3	4.8	5.4
ROCE (%)	6.0	5.7	4.9	5.4	6.1
Asset turnover (x)	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6
Current ratio (x)	2.4	3.0	3.5	3.6	3.8
Gearing ratio (x)	1.5	1.2	1.3	1.2	1.2
Interest coverage (x)	5.7	6.0	6.0	6.2	6.2
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	3,608	2,672	4,318	4,570	4,692
Accounts receivable	51	81	82	88	94
Inventory	57,049	51,045	54,338	56,667	59,020
PP&E-net	2,434	2,440	4,099	4,403	4,708
Other assets	10,005	13,213	11,468	11,068	11,168
Total assets	73,147	69,451	74,305	76,796	79,683
Accounts payable	2,010	1,371	1,426	1,524	1,627
ST debts & current portion	17,119	12,723	10,940	10,940	10,940
Long-term debt	19,980	20,961	26,293	26,793	27,293
Other liabilities	9,223	7,197	7,197	7,197	7,197
Total liabilities	48,331	42,253	45,856	46,454	47,057
Paid-up capital	14,582	15,285	15,285	15,285	15,285
Share premium	1,470	1,470	1,470	1,470	1,470
Retained earnings	8,610	10,381	11,632	13,525	15,808
Shareholders equity	24,815	27,198	28,449	30,342	32,625
Minority interests	1	1	1	1	1
Total Liab.&Shareholders' equity	73,147	69,451	74,305	76,797	79,683
CASH FLOW (Btm)					
Net income	3,393	3,506	3,085	3,590	4,258
Depreciation and amortization	257	217	228	238	247
Change in working capital	(28,744)	(22,003)	(3,239)	(2,238)	(2,255)
FX, non-cash adjustment & others	19,123	27,783	1,145	(0)	0
Cash flows from operating activities	(5,972)	9,503	1,219	1,590	2,249
Capex (Invest)/Divest	95	(1,255)	(1,287)	(142)	(652)
Others	0	0	0	0	0
Cash flows from investing activities	95	(1,255)	(1,287)	(142)	(652)
Debt financing (repayment)	2,457	(7,504)	3,549	500	500
Equity financing	5,329	537	0	0	0
Dividend payment	(957)	(1,713)	(1,834)	(1,697)	(1,975)
Others	0	0	0	0	0
Cash flows from financing activities	6,826	(8,683)	1,714	(1,197)	(1,475)
Net change in cash	950	(434)	1,646	252	123
Free cash flow (Btm)	(5,876)	8,248	(68)	1,449	1,597
FCF per share (Bt)	(0.40)	0.54	(0.00)	0.09	0.10
KEY ASSUMPTIONS	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Total presales (Btm)	8,762	13,143	15,772	18,926	22,711
YoY change in presales	-79%	50%	20%	20%	20%
Housing revenue (Btm)	27,174	35,152	37,500	40,250	43,000
YoY change in housing revenue	-2%	29%	7%	7%	7%
Secured revenue by backlogs (Btm)	-	-	11,487	5,791	998
% of secured revenue by backlogs	-	-	31%	14%	2%

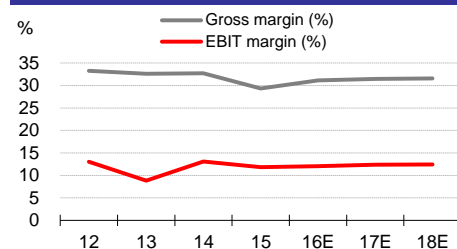
Revenue growth and asset turnover



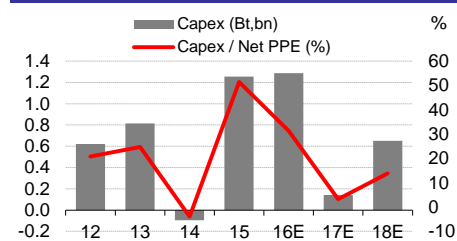
A/C receivable & A/C payable days



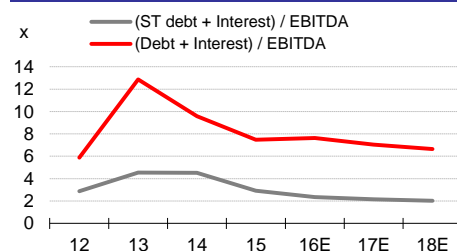
Profit margins



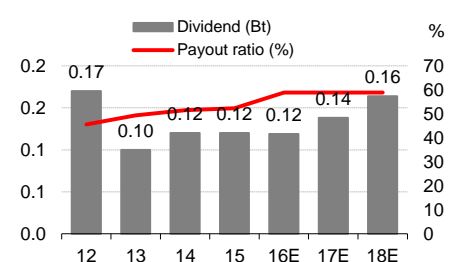
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



SIRI: Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15
Revenue	10,524	6,408	9,758	10,460	10,324
Cost of sales and services	(7,173)	(4,480)	(7,043)	(7,450)	(7,139)
Gross profit	3,351	1,928	2,716	3,010	3,185
SG&A	(1,535)	(1,312)	(1,693)	(1,734)	(1,720)
EBIT	1,816	616	1,023	1,276	1,465
Interest expense	(181)	(188)	(213)	(212)	(115)
Other income/exp.	185	78	62	108	242
EBT	1,820	507	872	1,172	1,593
Corporate tax	(435)	(81)	(224)	(281)	(453)
After-tax net profit (loss)	1,385	425	647	891	1,140
Minority interest	1.2	0.1	0.0	(0.9)	0.4
Equity earnings from affiliates	0	(0)	(72)	(78)	(83)
Extra items	(150)	115	325	250	(55)
Net profit (loss)	1,236	541	901	1,062	1,002
Reported EPS	0.09	0.04	0.06	0.07	0.07
Fully diluted EPS	0.09	0.04	0.06	0.07	0.07
Core net profit	1,386	425	576	812	1,057
Core EPS	0.10	0.03	0.04	0.06	0.07
EBITDA	2,025	772	1,144	1,453	1,719

KEY RATIOS

Gross margin (%)	31.8	30.1	27.8	28.8	30.9
EBITDA margin (%)	19.2	12.1	11.7	13.9	16.7
Operating margin (%)	17.3	9.6	10.5	12.2	14.2
Net margin (%)	11.7	8.4	9.2	10.2	9.7
Core profit margin (%)	13.2	6.6	5.9	7.8	10.2
BV (Bt)	1.8	1.8	1.8	1.8	1.9
ROE (%)	19.9	8.4	14.3	16.2	14.7
ROA (%)	6.8	2.9	4.9	6.0	5.8
Current ratio (x)	2.4	2.4	2.6	2.8	3.0
Gearing ratio (x)	1.5	1.5	1.5	1.4	1.3
Interest coverage (x)	10.0	3.3	4.8	6.0	12.8

QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	3,608	2,664	2,282	2,657	2,672
Accounts receivable	51	51	134	103	81
Inventory	57,049	60,096	58,471	55,436	51,045
PP&E-net	5,839	5,984	6,287	5,972	6,472
Other assets	6,600	6,369	6,130	6,772	9,180
Total assets	73,147	75,164	73,304	70,939	69,451
Accounts payable	2,010	1,803	1,803	1,433	1,371
ST debts & current portion	7,076	6,271	5,938	7,033	6,440
Long-term debt	30,331	33,773	32,530	29,372	28,158
Other liabilities	8,914	7,463	7,904	6,851	6,284
Total liabilities	48,331	49,310	48,175	44,690	42,253
Paid-up capital	14,582	15,272	15,274	15,285	15,285
Share premium	662	1,470	0	1,470	1,470
Retained earnings	8,610	9,151	8,339	9,401	10,381
Shareholders equity	24,815	25,853	25,128	26,249	27,198
Minority interests	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
Total Liab.&Shareholders' equity	73,147	75,164	73,304	70,939	69,451

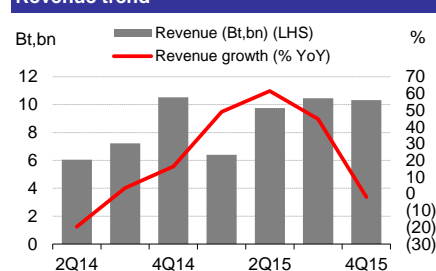
KEY STATS

	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15
Total presales (Btm)	1,994	3,219	11,863	5,381	8,065
YoY change in presales	-60%	730%	205%	116%	304%
Housing revenue (Btm)	10,124	6,224	9,387	10,037	9,504
YoY change in housing revenue	17%	50%	60%	43%	-6%
Housing GM	33.6%	30.1%	27.6%	29.3%	32.5%
Rental revenue (Btm)	400	184	372	423	820

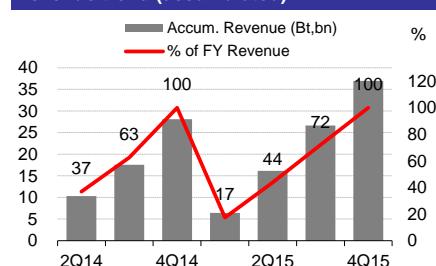
Company profile

Sansiri Public Company Limited (SIRI) builds SDHs, THs and condos on a presales model. While SIRI had earlier focused on the upper-mid to high-end market, in 2H10, it diversified into the low-end price segment, particularly condos. The residential portfolio breakdown is roughly 60% condos and 40% low-rise housing.

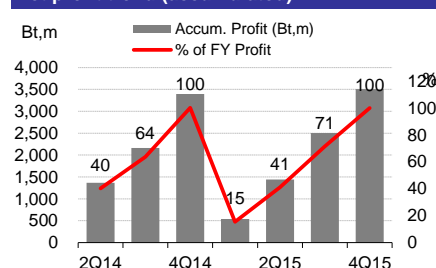
Revenue trend



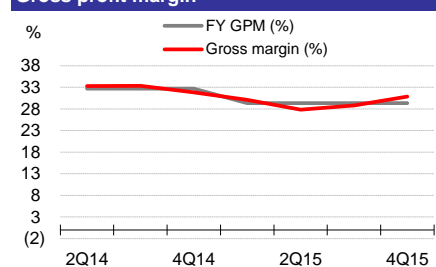
Revenue trend (accumulated)



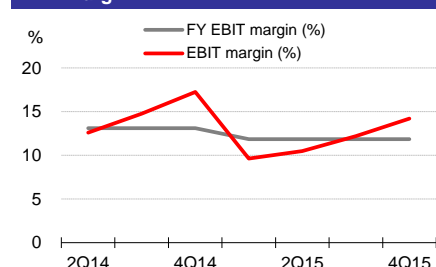
Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



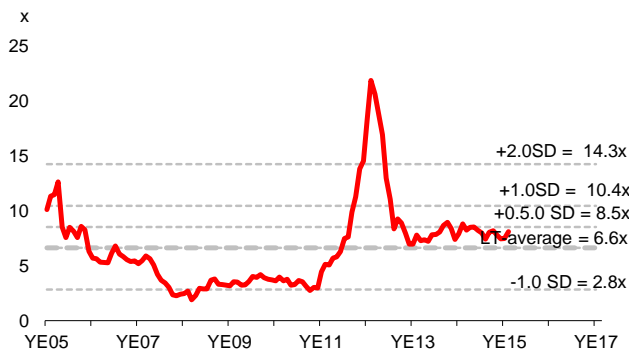
EBIT margin



Sector Comparisons

	Bloomberg Code	Price (local curr.)	Market Cap (US\$ equivalent)	PER (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div Yield (%)	
				2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E
Ananda Development	ANAN TB	THB3.34	312	9.2	8.3	-7.3	10.6	1.3	1.1	15.4	14.5	3.0	3.3
AP (Thailand)	AP TB	THB5.80	512	7.0	6.7	0.3	4.5	1.0	0.9	15.7	14.8	5.2	5.4
Land and Houses	LH TB	THB8.30	2,737	12.6	13.1	-14.1	-3.8	2.1	2.0	17.9	16.5	7.0	6.7
L.P.N. Development	LPN TB	THB12.50	518	7.6	6.4	19.4	19.8	1.6	1.4	22.0	23.3	6.5	7.8
Pruksa Real Estate	PS TB	THB26.00	1,628	7.6	7.4	15.0	2.6	1.7	1.5	24.0	21.3	6.7	6.9
Quality Houses	QH TB	THB2.30	692	7.9	7.7	-20.0	3.5	1.1	1.1	15.3	14.3	6.1	6.3
Raimon Land	RML TB	THB1.22	122	3.7	6.2	9.1	-40.3	0.8	0.7	31.1	15.8	8.6	5.1
SC Asset Corporation	SC TB	THB3.12	366	7.2	7.0	7.2	4.0	1.0	0.9	15.2	13.6	5.8	5.7
Sansiri	SIRI TB	THB1.66	666	7.2	8.2	-1.4	-12.0	0.9	0.9	13.5	11.1	7.2	7.2
Supalai	SPALI TB	THB17.60	848	6.9	6.6	-2.9	6.1	1.5	1.3	23.3	21.7	6.0	6.4
Simple average				7.7	7.7	0.5	-0.5	1.3	1.2	19.3	16.7	6.2	6.1

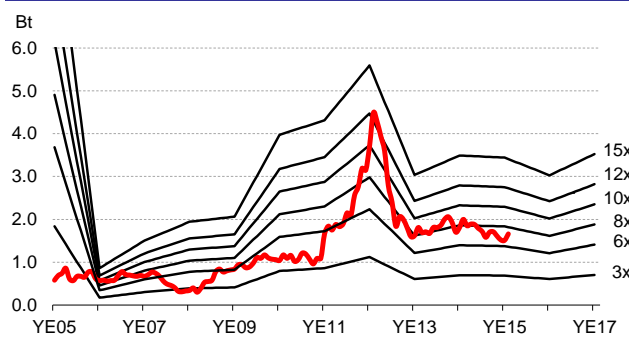
PER band versus SD (next 12 months)



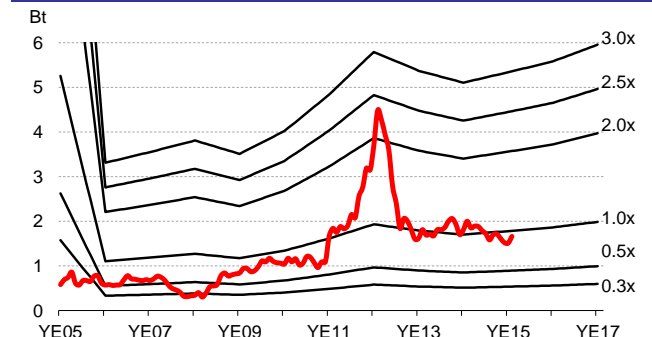
PER band versus SD (next 12 months)



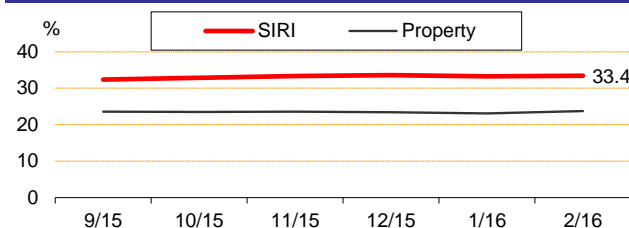
PER band and share price



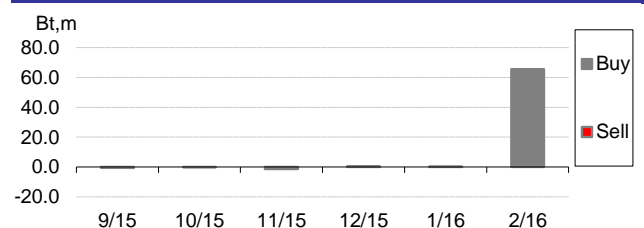
PBV band and share price



Foreign holdings



Management trading activities during past six months



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

Anti-Corruption Progress Indicator

Level	Description
5	Extended
4	Certified
3B	Established by Commitment and Policy
3A	Established by Declaration of Intent
2	Declared
1	Committed
Partially progress	Partially progress
No progress	No progress

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 survey of the IOD 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 does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

"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, [•] Securities Company Limited does not confirm, verify, or certify 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.