

แสนสิริ SIRI TB / SIRI.BK

17 พฤศจิกายน 2558
**กำไรไตรมาส 3/58 ดีกว่าคาด: กำไรไตรมาส 4/58
ยากจะสู้ 4/57**
มากกว่าที่คาด

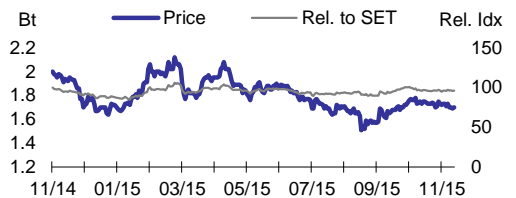
SIRI รายงานกำไรสุทธิไตรมาส 3/58 ที่ 1.06 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 64% YoY และ 38% QoQ อย่างไรก็ตาม กำไรหลักอยู่ที่ 812 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 3% YoY และ 41% QoQ จากกำไรพิเศษสองรายการ (กำไรจากการขายที่ดินให้กับบริษัทร่วมทุนที่ราชเทวี จำนวน 226 ล้านบาทและการบันทึกกลับรายการต่อค้าของสินทรัพย์ 24 ล้านบาท) โดยกำไรหลักสูงกว่าที่เราคาด 6% เนื่องจากยอดขายที่ดีกว่าที่คาด ทั้งนี้กำไรสุทธิมากกว่าที่ตลาดคาด 17% ยอดขายที่ดีกว่าคาดและกำไรพิเศษดังกล่าวข้างต้น

ประเด็นหลักผลประกอบการ

กำไรหลักที่ดีหนุนจากการเติบโตของยอดขายที่อยู่อาศัยซึ่งนำไปสู่อัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายที่ต่ำลง รายได้จากโครงการที่อยู่อาศัยสูงขึ้น 43% YoY และ 7% QoQ ที่ 10 พันล้านบาท (เป็นไตรมาสที่สูงที่สุดเป็นลำดับสามในประวัติศาสตร์) 72% เป็นคอนโด และ 28% เป็นที่อยู่อาศัยแนวราบ รายได้จากคอนโดเพิ่มขึ้น 90% YoY และ 24% QoQ ที่ 7.3 พันล้านบาท ซึ่งหักกลบยอดขายที่อยู่อาศัยแนวราบที่หดตัว (ลดลง 13% YoY และ 21% QoQ ที่ 2.8 พันล้านบาท) อัตรากำไรขั้นต้นของการขายที่อยู่อาศัยลดลงจาก 33.7% ในไตรมาส 3/57 มาอยู่ที่ 29.3% ในไตรมาส 3/58 จากโปรโมชั่นราคา แต่อัตรากำไรขั้นต้นของการขายที่อยู่อาศัยปรับตัวดีขึ้น QoQ จากฐานที่ต่ำมากเพียง 27.6% ในไตรมาส 2/57 อัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายลดลง 2.0% YoY และ 0.8% QoQ ที่ 16.6% ในไตรมาส 3/58 จากการเติบโตของรายได้ ทั้งนี้ขาดทุนจากบริษัทร่วมทุนเพิ่มขึ้นเล็กน้อยจาก 72 ล้านบาทในไตรมาส 2/58 เป็น 78 ล้านบาทในไตรมาส 3/58 สำหรับอัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุนสุทธิลดลงจาก 1.4 เท่า ณ สิ้นเดือนมิ.ย. เป็น 1.3 เท่า ณ สิ้นเดือนก.ย.

แนวโน้ม

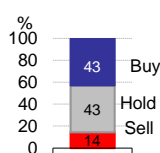
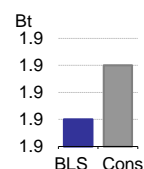
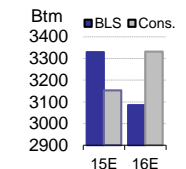
กำไรหลักไตรมาส 4/58 ไม่น่าจะสามารถเติบโตได้ YoY เมื่อเทียบกับฐานกำไรหลักไตรมาส 4/57 ที่สูงสุดเป็นอันดับสองในประวัติศาสตร์ที่ 1.4 พันล้านบาทในไตรมาส แต่ทั้งนี้กำไรหลักไตรมาส 4/58 น่าจะเพิ่มขึ้นได้ QoQ เนื่องจากการขยายตัวของรายได้และอัตรากำไรที่ดีขึ้น ดยผู้บริหารตั้งใจว่าจะผลักดันรายได้ยอดขายให้ขึ้นไปอยู่ที่ 10 พันล้านบาทในไตรมาส 4/58 (ยอดขายรอรับรายได้รับประกันเต็มจำนวนแล้ว) อัตรากำไรขั้นต้นจากการขายที่อยู่อาศัยน่าจะปรับตัวดีขึ้น QoQ ในไตรมาส 4/58 อย่างไรก็ตามหากเทียบรายไตรมาสเรามองกำไรสุทธิไตรมาส 4/58 อาจจะไม่ดีเด่นมาก QoQ เนื่องจากไตรมาส 3/58 มีกำไรพิเศษจากการขายที่ดินแต่ไม่มีรายการดังกล่าวอย่างมีนัยสำคัญในไตรมาส 4/58

Sector: Property (Residential) – NEUTRAL
คำแนะนำพื้นฐาน: ชื้อเก็งกำไร
เป้าหมายพื้นฐาน: 1.90 บาท
ราคา (16/11/58): 1.70 บาท
Price chart


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(2.4)	4.5	(3.5)
Absolute	(4.5)	3.0	(15.0)

Key statistics

Market cap	Bt24.3bn	USD0.7bn
12-mth price range	Bt1.5/Bt2.1	
12-mth avg daily volume	Bt152m	USD4.2m
# 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

Financial summary

FY Ended 31 Dec	2014	2015E	2016E	2017E
Revenues (Btm)	28,093	36,074	38,653	41,489
Net profit (Btm)	3,393	3,329	3,085	3,538
EPS (Bt)	0.23	0.22	0.21	0.24
EPS growth (%)	+15.0%	-4.7%	-7.4%	+14.7%
Core profit (Btm)	2,671	2,638	3,085	3,538
Core EPS (Bt)	0.18	0.18	0.21	0.24
Core EPS growth (%)	-8.6%	-4.1%	+16.9%	+14.7%
PER (x)	7.3	7.7	8.3	7.2
PBV (x)	1.0	1.0	0.9	0.9
Dividend (Bt)	0.1	0.1	0.1	0.1
Dividend yield (%)	7.1	7.7	7.1	8.2
ROE (%)	16.2	12.9	11.2	12.2

CG rating

ณมล เอกสมุท
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์
narumon.e@bualuang.co.th
+66 2 618 1345

สิ่งที่เปลี่ยนแปลง

กำไรหลัก 9 เดือนแรกของปี 2558 คิดเป็น 69% ของประมการปี 2558 และ 63% ของที่ตลาดประมาณการ และเรายังคงไม่เปลี่ยนแปลงประมาณการ รายได้จากโครงการที่อยู่อาศัยปี 2558 คาดอยู่ที่ 35 พันล้านบาท (เป็นไปตามเป้าหมายของบริษัท) ด้วยอัตรากำไรหลักที่ 7.3% อัตราค่าสุทธิที่ 9.2% (อยู่ในระดับอนุรักษนิยมเมื่อเทียบกับเป้าหมายที่บริษัทตั้งไว้ที่ 9.0-10%) โดยยอดขายรอรับรู้รายได้ของบริษัทรับประกัน 97% ของรายได้โครงการที่อยู่อาศัยปี 2558 ที่เราประมาณการและ 31% ของประมาณการปี 2559 ทั้งนี้บริษัทวางแผนเปิดตัวโครงการคอนโดสร้างก่อนขาย 3 แห่งมูลค่ารวม 10 พันล้านบาทในครึ่งหลังของปี 2559 และจะสามารถรับรู้รายได้ทันทีในปีหน้า

คำแนะนำ

เรายังคงคำแนะนำ ซื้อเก็งกำไร เนื่องจากหุ้นยังมีมูลค่าถูกอย่างไม่สมเหตุผล โดยปัจจุบันซื้อขายกันที่ค่า PBV ปี 2558 ที่ 0.9 เท่า เทียบกับความเสี่ยงที่ค่อนข้างต่ำจากการเพิ่มทุนและขาดทุนจากการดำเนินงาน เราไม่แปลกใจที่บริษัทจะประกาศปรับลดมูลค่าการเปิดตัวโครงการใหม่ที่ต่ำลงในปี 2558 จาก 38 พันล้านบาทเป็น 23 พันล้านบาท (เนื่องจากความล่าช้าของคอนโด 4 โครงการและบ้านเดี่ยว 2 โครงการในปี 2559) ซึ่งนำไปสู่การลดเป้าหมายยอดขายซื้อล่วงหน้าปี 2558 ลง 10% ที่ 30 พันล้านบาท (บรรลุเป้าแล้ว 68% ใน 9 เดือนแรกของปี 2558 และ 86% จนถึงปัจจุบัน) แม้ว่าจะปรับลดเป้าหมายยอดขายซื้อล่วงหน้าปี 2558 ลง ยอดจองซื้อล่วงหน้าไตรมาส 4/58 น่าจะอยู่ที่ประมาณ 10 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 378% YoY และ 77% QoQ ราคาเป้าหมาย ณ สิ้นปี 2559 อยู่ที่ 1.90 บาท อ้างอิงจาก PER 8.5 (สูงกว่าค่าเฉลี่ยช่วงปี 2549-2557 อยู่ 0.5 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน)

SIRI: Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Revenue	28,597	28,093	36,074	38,653	41,489
Cost of sales and services	(19,268)	(18,905)	(24,960)	(26,436)	(28,310)
Gross profit	9,329	9,188	11,114	12,217	13,179
SG&A	(6,808)	(5,506)	(7,174)	(7,301)	(7,836)
EBIT	2,522	3,682	3,940	4,916	5,343
Interest expense	(616)	(646)	(742)	(810)	(870)
Other income/exp.	390	357	350	350	350
EBT	2,295	3,393	3,548	4,456	4,823
Corporate tax	(384)	(722)	(660)	(771)	(885)
After-tax net profit (loss)	1,911	2,671	2,888	3,685	3,938
Minority interest	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Equity earnings from affiliates	0	(0)	(250)	(600)	(400)
Extra items	18	722	691	0	0
Net profit (loss)	1,929	3,393	3,329	3,085	3,538
Reported EPS	0.20	0.23	0.22	0.21	0.24
Fully diluted EPS	0.20	0.23	0.22	0.21	0.24
Core net profit	1,911	2,671	2,638	3,085	3,538
Core EPS	0.20	0.18	0.18	0.21	0.24
EBITDA	2,741	3,939	4,334	5,337	5,789

KEY RATIOS

Revenue growth (%)	(4.1)	(1.8)	28.4	7.1	7.3
Gross margin (%)	32.6	32.7	30.8	31.6	31.8
EBITDA margin (%)	9.6	14.0	12.0	13.8	14.0
Operating margin (%)	8.8	13.1	10.9	12.7	12.9
Net margin (%)	6.7	12.1	9.2	8.0	8.5
Core profit margin (%)	6.7	9.5	7.3	8.0	8.5
ROA (%)	3.6	5.1	4.5	4.0	4.5
ROCE (%)	4.2	6.0	5.3	4.7	5.3
Asset turnover (x)	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
Current ratio (x)	2.7	2.4	3.1	3.2	3.4
Gearing ratio (x)	2.0	1.5	1.4	1.3	1.3
Interest coverage (x)	4.1	5.7	5.3	6.1	6.1

BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	2,156	3,608	3,417	3,831	4,338
Accounts receivable	45	51	54	58	63
Inventory	45,621	57,049	58,996	61,309	63,739
PP&E-net	3,297	3,405	3,793	4,096	4,400
Other assets	8,922	9,034	8,784	8,184	7,784
Total assets	60,040	73,147	75,045	77,480	80,324
Accounts payable	2,251	2,010	1,373	1,454	1,557
ST debts & current portion	11,854	17,119	11,576	11,576	11,576
Long-term debt	22,816	19,980	25,793	26,293	26,793
Other liabilities	6,052	9,223	9,223	9,223	9,223
Total liabilities	42,972	48,331	47,964	48,546	49,149
Paid-up capital	10,201	14,582	15,017	15,017	15,017
Share premium	657	1,470	1,470	1,470	1,470
Retained earnings	6,173	8,610	10,190	11,443	13,285
Shareholders equity	17,067	24,815	26,830	28,083	29,925
Minority interests	0	1	1	1	1
Total Liab.&Shareholders' equity	60,040	73,147	74,795	76,630	79,075

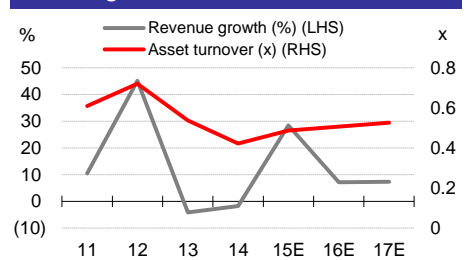
CASH FLOW (Btm)

Net income	1,929	3,393	3,329	3,085	3,538
Depreciation and amortization	219	257	395	421	447
Change in working capital	(30,170)	(28,744)	(2,587)	(2,236)	(2,331)
FX, non-cash adjustment & others	18,433	19,122	249	600	400
Cash flows from operating activities	(9,589)	(5,972)	1,386	1,870	2,054
Capex (Invest)/Divest	(815)	95	(533)	(124)	(351)
Others	0	0	0	0	0
Cash flows from investing activities	(815)	95	(533)	(124)	(351)
Debt financing (repayment)	9,169	2,457	270	500	500
Equity financing	1,352	5,329	435	0	0
Dividend payment	(1,425)	(956)	(1,750)	(1,831)	(1,697)
Others	0	0	0	0	0
Cash flows from financing activities	9,093	6,827	(1,045)	(1,331)	(1,197)
Net change in cash	(1,311)	950	(192)	414	507
Free cash flow (Btm)	(10,404)	(5,876)	853	1,745	1,703
FCF per share (Bt)	(1.09)	(0.40)	0.06	0.12	0.11

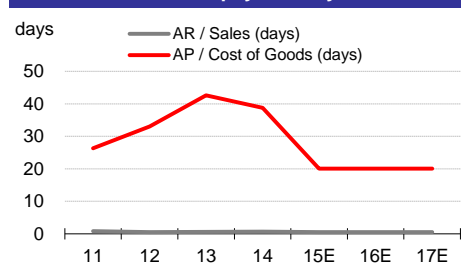
KEY ASSUMPTIONS

Total presales (Btm)	42,158	8,762	13,143	15,772	18,926
YoY change in presales	-1%	-79%	50%	20%	20%
Housing revenue (Btm)	27,724	27,174	35,000	37,500	40,250
YoY change in housing revenue	-4%	-2%	29%	7%	7%
Secured revenue by backlogs (Btm)	-	-	34,088	11,777	2,509
% of secured revenue by backlogs	-	-	97%	31%	6%

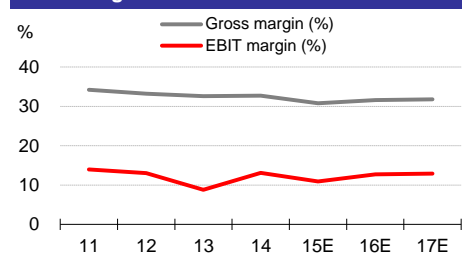
Revenue growth and asset turnover



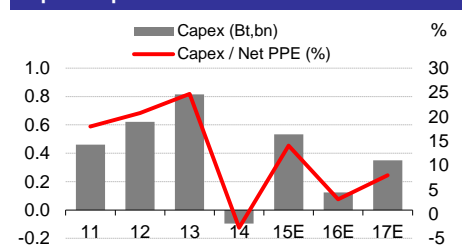
A/C receivable & A/C payable days



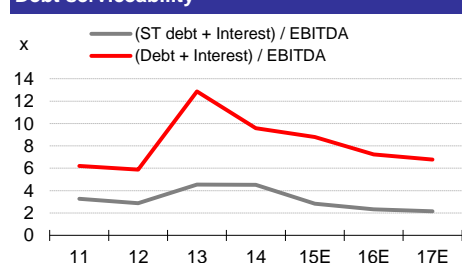
Profit margins



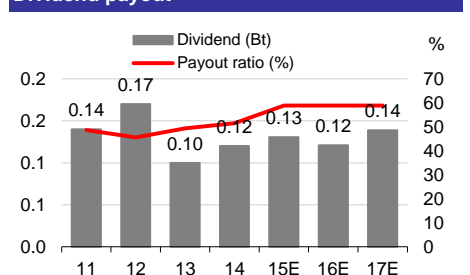
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



SIRI: Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15
Revenue	7,228	10,524	6,408	9,758	10,460
Cost of sales and services	(4,819)	(7,173)	(4,480)	(7,043)	(7,450)
Gross profit	2,409	3,351	1,928	2,716	3,010
SG&A	(1,342)	(1,535)	(1,312)	(1,693)	(1,734)
EBIT	1,067	1,816	616	1,023	1,276
Interest expense	(173)	(181)	(188)	(213)	(212)
Other income/exp.	84	185	78	62	108
EBT	978	1,820	507	872	1,172
Corporate tax	(186)	(435)	(81)	(224)	(281)
After-tax net profit (loss)	791	1,385	425	647	891
Minority interest	(0.4)	1.4	0.1	0.0	(0.9)
Equity earnings from affiliates	0	0	(0)	(72)	(78)
Extra items	3	(150)	115	325	250
Net profit (loss)	794	1,236	541	901	1,062
Reported EPS	0.08	0.09	0.04	0.06	0.07
Fully diluted EPS	0.08	0.09	0.04	0.06	0.07
Core net profit	791	1,386	425	576	812
Core EPS	0.08	0.10	0.03	0.04	0.06
EBITDA	1,221	2,025	772	1,144	1,453

KEY RATIOS

Gross margin (%)	33.3	31.8	30.1	27.8	28.8
EBITDA margin (%)	16.9	19.2	12.1	11.7	13.9
Operating margin (%)	14.8	17.3	9.6	10.5	12.2
Net margin (%)	11.0	11.7	8.4	9.2	10.2
Core profit margin (%)	10.9	13.2	6.6	5.9	7.8
BV (Bt)	2.0	1.8	1.8	1.8	1.8
ROE (%)	16.7	19.9	8.4	14.3	16.2
ROA (%)	4.5	6.8	2.9	4.9	6.0
Current ratio (x)	2.2	2.4	2.4	2.6	2.8
Gearing ratio (x)	2.2	1.5	1.5	1.5	1.4
Interest coverage (x)	6.2	10.0	3.3	4.8	6.0

QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	2,336	3,608	2,664	2,282	2,657
Accounts receivable	45	51	51	134	103
Inventory	57,043	57,049	60,096	58,471	55,436
PP&E-net	4,857	5,839	5,984	6,287	5,972
Other assets	5,747	6,600	6,369	6,130	6,772
Total assets	70,029	73,147	75,164	73,304	70,939
Accounts payable	2,630	2,010	1,803	1,803	1,433
ST debts & current portion	7,845	7,076	6,271	5,938	7,033
Long-term debt	33,538	30,331	33,773	32,530	29,372
Other liabilities	7,018	8,914	7,463	7,904	6,851
Total liabilities	51,032	48,331	49,310	48,175	44,690
Paid-up capital	10,323	14,582	15,272	15,274	15,285
Share premium	659	662	1,470	0	1,470
Retained earnings	7,378	8,610	9,151	8,339	9,401
Shareholders equity	18,997	24,815	25,853	25,128	26,249
Minority interests	0.0	1.2	1.1	1.0	0.9
Total Liab.&Shareholders' equity	70,029	73,147	75,164	73,304	70,939

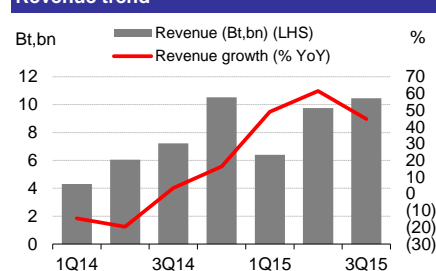
KEY STATS

Total presales (Btm)	2,487	1,994	3,219	11,863	5,381
YoY change in presales	-71%	-60%	730%	205%	116%
Housing revenue (Btm)	7,035	10,124	6,224	9,387	10,037
YoY change in housing revenue	3%	17%	50%	60%	43%
Housing GM	33.7%	33.6%	30.1%	27.6%	29.3%
Rental revenue (Btm)	193	400	184	372	423

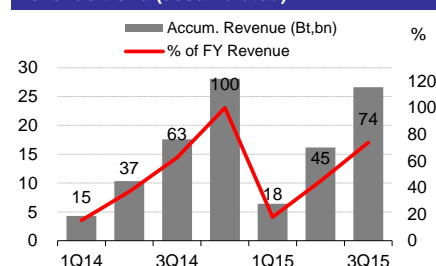
Company profile

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.

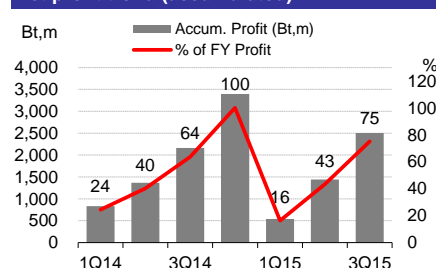
Revenue trend



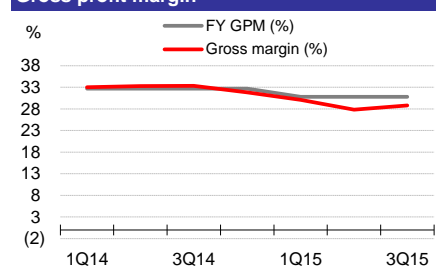
Revenue trend (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin

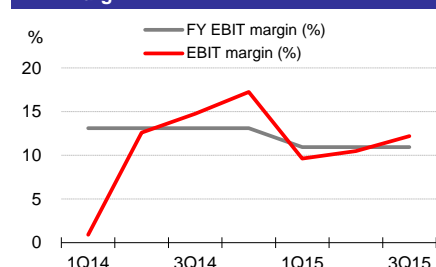


Figure 1 : 3Q15 results

FY Ended 31 Dec (Btm)	3Q15	3Q14	YoY %	2Q15	QoQ %	9M15	9M14	YoY %	9M15 vs. FY15E
Income Statement									
Revenue	10,460	7,228	45	9,758	7	26,627	17,569	52	74
Cost of sales and services	(7,450)	(4,819)	55	(7,043)	6	(18,973)	(11,732)	62	76
EBITDA	1,453	1,221	19	1,144	27	3,370	2,271	48	78
EBIT	1,276	1,067	20	1,023	25	2,915	1,866	56	74
Interest expense	(212)	(173)	23	(213)	(0)	(613)	(465)	32	83
Other income/exp.	108	84	29	62	74	249	172	45	71
Equity earnings from affiliates	(78)	0	0	(72)	0	(150)	0	0	0
Extra items	250	3	9,227	325	(23)	691	875	(21)	
EBT	1,172	978	20	872	34	2,551	1,573	62	72
Corporate tax	(281)	(186)	<i>nm</i>	(224)	<i>nm</i>	(587)	(287)	<i>nm</i>	
Minority interest	(0.9)	(0.4)	100	0.0	100	(0.8)	(0.2)	100	
Net profit (loss)	1,062	794	34	901	18	2,504	2,161	16	75
Reported EPS	0.07	0.08	(10)	0.06	18	0.18	0.23	(22)	
Core net profit	812	791	3	576	41	1,813	1,286	41	69
Key ratios									
Gross margin (%)	28.8	33.3		27.8		28.7	33.2		
EBITDA margin (%)	13.9	16.9		11.7		12.7	12.9		
EBIT margin (%)	12.2	14.8		10.5		10.9	10.6		
Tax rate (%)	24.0	19.1		25.7		23.0	18.2		
Net margin (%)	10.2	11.0		9.2		9.4	12.3		
Current ratio (x)	2.8	2.2		2.6		2.8	2.2		
Gearing ratio (x)	1.4	2.2		1.5		1.4	2.2		
Interest coverage (x)	6.0	6.2		4.8		4.8	4.0		
Balance Sheet									
Cash & Equivalent	2,657	2,336	14	2,282	16				
Total assets	70,939	70,029	1	73,304	(3)				
ST debts & current portion	7,033	7,845	(10)	5,938	18				
Long-term debt	29,372	33,538	(12)	32,530	(10)				
Total liabilities	44,690	51,032	(12)	48,175	(7)				
Retained earnings	9,401	7,378	27	8,339	13				
Shareholders equity	26,249	18,997	38	25,128	4				
Minority interests	1	0	<i>nm</i>	1	(9)				
BV (Bt)	1.8	2.0	(7)	1.8	4				

- Strong residential sales YoY and QoQ for 3Q15 (the third highest quarterly number in the company's history)
- Losses from JV condos
- A Bt226m net-of-tax gain from land sales in 3Q15
- A Bt24m reversal of a residential project impairment in 3Q15
- Core profit was 6% ahead of our estimate. Net profit was 17% above the consensus forecast

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

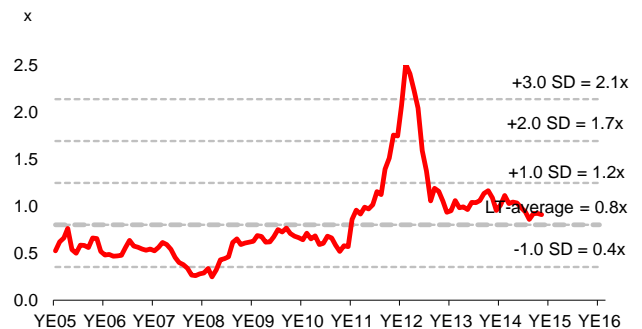
Sector Comparisons

	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	THB4.14	384	14.1	10.3	-24.8	36.4	1.8	1.6	13.5	16.5	1.8	2.4
AP (Thailand)	AP TB	THB5.90	516	6.5	6.3	9.8	2.6	1.0	0.9	17.0	15.6	5.0	5.1
Land and Houses	LH TB	THB8.80	2,870	15.6	13.8	-26.3	13.0	2.2	2.1	15.3	16.3	5.5	6.2
L.P.N. Development	LPN TB	THB17.80	730	10.5	9.1	24.2	15.5	2.2	2.0	22.7	23.1	4.8	5.5
Pruksa Real Estate	PS TB	THB27.00	1,675	8.9	7.6	1.1	17.0	1.8	1.5	21.0	21.2	3.7	4.4
Quality Houses	QH TB	THB2.42	721	8.8	7.8	-24.1	12.9	1.2	1.1	14.4	14.5	5.0	5.7
Raimon Land	RML TB	THB1.09	108	3.3	5.6	9.1	-40.3	0.7	0.7	31.1	15.8	9.6	5.7
SC Asset Corporation	SC TB	THB2.90	337	7.6	6.5	-5.2	17.6	0.9	0.9	12.9	13.8	5.3	6.2
Sansiri	SIRI TB	THB1.70	675	7.7	8.3	-4.7	-7.4	1.0	0.9	12.9	11.2	7.7	7.1
Supalai	SPALI TB	THB19.00	907	7.5	6.5	-2.8	14.5	1.6	1.4	23.2	23.0	5.6	6.4
Simple average				9.0	8.2	-4.4	8.2	1.4	1.3	18.4	17.1	5.4	5.5

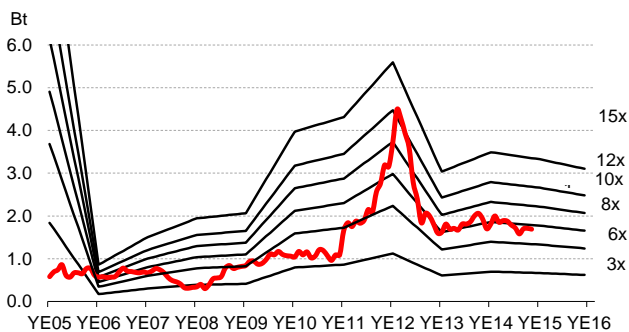
PER band versus SD (next 12 months)



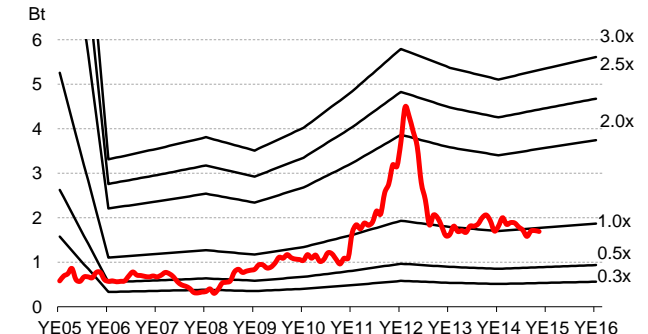
PER band versus SD (next 12 months)



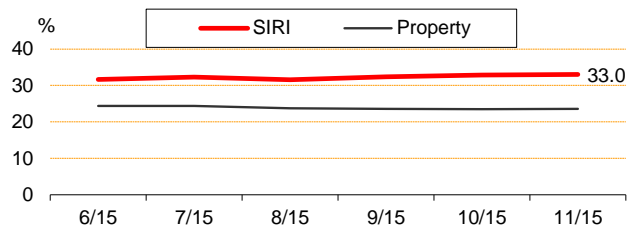
PER band and share price



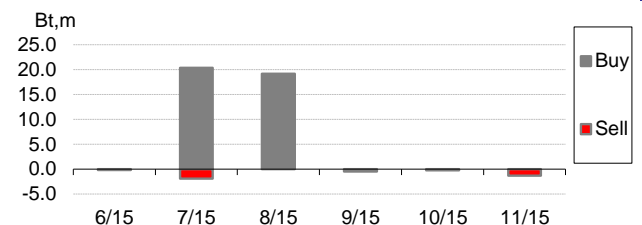
PBV band and share price



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
SPRC	SPRC

Score Range	Score Range	Description
90 – 100		Excellent
80 – 89		Very Good
70 – 79		Good
60 – 69		Satisfactory
50 – 59		Pass
Below 50	No logo given	N/A

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.