

Sansiri

SIRI TB / SIRI.BK

18 สิงหาคม 2563

ผลประกอบการต่ำกว่าคาดมาก แต่กำไรจะเติบโตก้าวกระโดด ในไตรมาส 3/63

ผลประกอบการต่ำกว่าที่เราและตลาดคาด

SIRI รายงานกำไรสุทธิ อยู่ที่ 258 ล้านบาท สำหรับไตรมาส 3/63 หากไม่รวมผลขาดทุนเพียงครั้งเดียวสุทธิที่ 60 ล้านบาท จากการปรับมูลค่าเงินในบัญชี หักด้วยกำไรจากการกลับรายการตั้งด้วยค่าสินทรัพย์ กำไรหลักจะอยู่ที่ 318 ล้านบาท ลดลง 4% YoY (พลิกจากขาดทุนหลักเมื่อไตรมาส 1/63) ผลประกอบการหลักต่ำกว่าที่เราคาด 42% (ส่วนแบ่งรายได้น้อยกว่าคาด ภาษีและดอกเบี้ยจ่ายสูงกว่าที่ประมาณการไว้) และต่ำกว่าที่ตลาดคาด 39%

ประเด็นหลักผลประกอบการ

ผลประกอบการหลักที่พลิกจากขาดทุนเป็นกำไรแบบ QoQ หนุนโดยยอดขายโครงการที่อยู่อาศัยและอัตรากำไรขั้นต้นที่ขยายตัว และสัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายที่ลดลง โดยยอดขายโครงการที่อยู่อาศัยและระดับสูงสุดในรอบ 8 ปีที่ 1.03 หมื่นล้านบาท (โครงการแนวราบ 61%, โครงการคอนโด 39%) เพิ่มขึ้น 309% YoY และ 92% QoQ ยอดขายโครงการแนวราบเพิ่มขึ้น 194% YoY และ 98% QoQ ยอดขายโครงการคอนโดเพิ่มขึ้น 950% YoY และ 84% QoQ ขณะที่อัตรากำไรขั้นต้นจากการขายโครงการที่อยู่อาศัยอยู่ที่ 21% ในไตรมาส 2/63 ลดลงจาก 32.6% ในไตรมาส 2/62 แต่เพิ่มขึ้นจากระดับต่ำมากที่ 17.9% ในไตรมาส 1/63 หลังจากการลดการใช้กลยุทธ์ด้านราคา ลดส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อรายได้ อยู่ที่ 15.2% ลดลง 13.5% YoY และ 5.9% QoQ ตามรายได้ที่สูงขึ้น ส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนอยู่ที่ 159 ล้านบาท ในไตรมาส 2/63 สูงขึ้น 304% YoY และ 13% QoQ อัตรากำไรขั้นต้นที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุนสุทธิลดลงจาก 2.0 เท่า ณ สิ้นเดือนมี.ค. มาอยู่ที่ 1.6 เท่า ณ สิ้นเดือนมี.ย. เนื่องจากมีการออกหุ้นกู้ชั้วนัรณัรมูลค่า 3 พันล้านบาท

แนวโน้ม

กำไรหลักในไตรมาส 3/63 จะเติบโตก้าวกระโดด YoY (จากฐานที่ต่ำมากในไตรมาส 2/62) และ QoQ (อัตรากำไรขั้นต้นขยายตัว) ยอดขายโครงการที่อยู่อาศัยจะเพิ่มขึ้น 50-70% YoY (แต่ลดลง QoQ) หนุนโดยยอดโอนโครงการแนวราบและเริ่มโครงการคอนโดใหม่ คาดอัตรากำไรขั้นต้นจากการขายโครงการที่อยู่อาศัยจะขยายตัว YoY และ QoQ จากการลดราคานที่น้อยลง และสัดส่วนโครงการคอนโดที่มีอัตรากำไรขั้นต้นที่สูงมีเพิ่มขึ้น ทั้งนี้ มีโครงการคอนโด 3 แห่งที่จะสร้างเสร็จและโอนในไตรมาส 3/62 ได้แก่ โครงการ โอเค เฮาส์ (มูลค่าโครงการ 6.4 พันล้านบาท, จองแล้ว 51%), โครงการ เดอะ เบส เซ็นทรัล - ภูเก็ต (มูลค่า 1.7 พันล้านบาท, จองแล้ว 95%), และโครงการ เดอะ เบส สะพานใหม่ (มูลค่า 2.9 พันล้านบาท ซึ่งเป็นโครงการรวมทุน)

สิ่งที่เปลี่ยนแปลง

เราได้ปรับการประมาณการกำไรหลักของเรา ในปี 2563 ลดลง 13% มาอยู่ที่ 1.6 พันล้านบาท การประมาณการยอดขายโครงการที่อยู่อาศัยของเรา อยู่ที่ 2.9 หมื่นล้านบาท ซึ่งมี Backlog ณ สิ้นเดือน มี.ย. รองรับแล้ว 98%

Sector: Residential Property NEUTRAL

 คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**

เป้าหมายพื้นฐาน: 0.85 บาท

ราคา (17/8/63): 0.74 บาท

Key statistics

Market cap	Bt11.0bn	USD0.4bn
12-mth price range	Bt0.5/Bt1.5	
12-mth avg daily volume	Bt43m	USD1.4m
# of shares (m)	14,863	
Est. free float (%)	73.2	
Foreign limit (%)	39.0	

Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(1.1)	(2.7)	(27.4)
Absolute	(3.9)	-	(46.8)

Financial summary

FY Ended 31 Dec	2019	2020E	2021E	2022E
Revenues (Btm)	24,266	32,800	29,487	30,116
Net profit (Btm)	2,392	1,641	1,867	2,186
EPS (Bt)	0.16	0.11	0.13	0.15
EPS growth (%)	+16.9%	-31.4%	+13.8%	+17.1%
Core profit (Btm)	2,133	1,589	1,867	2,186
Core EPS (Bt)	0.14	0.11	0.13	0.15
Core EPS growth (%)	+1.7%	-25.5%	+17.5%	+17.1%
PER (x)	4.6	6.7	5.9	5.0
PBV (x)	0.3	0.3	0.3	0.3
Dividend (Bt)	0.1	0.1	0.1	0.1
Dividend yield (%)	10.8	7.9	9.0	10.6
ROE (%)	7.7	4.8	5.0	5.7

CG/Anti-corruption



Certified

ภูวดล ภูสอดเงิน

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

Phoowadol.pho@bualuang.co.th

+66 2 618 1338

เรคาดัชนีราคาหุ้นดัชนีในปี 2563 ซึ่งอนุรักษนิยมอยู่ที่ 24% ลดลง 5% YoY โดยดัชนีราคาหุ้นดัชนีจะฟื้นตัวจากอยู่ที่เพียง 20% ในช่วงครึ่งแรกปี 2563 มาอยู่ที่ 27-30% ในช่วงครึ่งหลังปี 2563 สำหรับกำไรในช่วงครึ่งแรกปี 2563 คิดเป็น 17% ของการประมาณการของเราในปี 2563 (และ 19% ของการคาดการณ์ของตลาด) เนื่องจากกำไรของ SIRI ส่วนใหญ่จะอยู่ในช่วงครึ่งหลังปี 2563 อย่างไรก็ตาม เรามองว่าโอกาสปรับเพิ่มประมาณการกำไรจากตลาดราว 10-15% หากบริษัทรายงานอัตรากำไรดัชนีฟื้นตัวแข็งแกร่งได้ในไตรมาส 3/63 ทั้งนี้ เราได้รวมผลของการเพิ่มทุนจากการออกหุ้นกู้ช่วงปี 2563 รวม 5.5 พันล้านบาทในปีนี้เข้าสู่ประมาณการของเราแล้ว ดังนั้น อัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุนสุทธิคาดว่าจะอยู่ในระดับที่สามารถจัดการได้ที่ 1.5-1.6 เท่า ณ สิ้นปี 2563

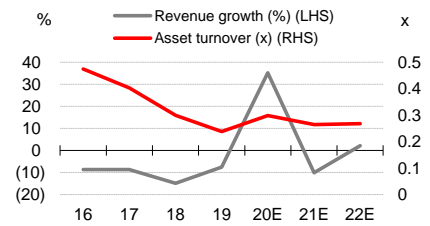
คำแนะนำ

ราคาหุ้นคาดว่าจะปรับตัวสูงขึ้นหลังจากพิสูจน์แล้วว่าอัตรากำไรดัชนีกลับมาฟื้นตัว QoQ และโครงการคอนโดที่สร้างเสร็จเหลือขายลดลงจาก 1 หมื่นล้านบาท ณ สิ้นปี 2562 เหลือแค่ 3.5 พันล้านบาท ณ สิ้นเดือนมิ.ย. ทั้งนี้ SIRI ปัจจุบันซื้อขายที่ PER ที่ถูกที่ 6.9 เท่า ในปี 2563 ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในระหว่างปี 2549-62 อยู่ที่ 7.5 เท่า เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อเก็งกำไร" จากราคาเป้าหมายใหม่ที่อยู่ที่ 0.85 บาท อ้างอิงจาก PER ที่ 8.0 เท่า

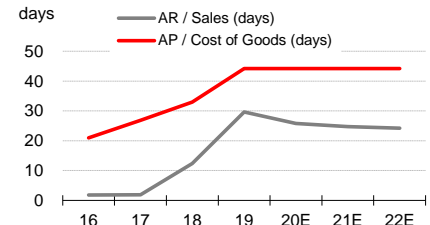
SIRI: Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Revenue	26,246	24,266	32,800	29,487	30,116
Cost of sales and services	(18,577)	(18,116)	(25,356)	(22,320)	(22,351)
Gross profit	7,669	6,150	7,443	7,167	7,765
SG&A	(5,555)	(4,591)	(5,839)	(5,351)	(5,442)
EBIT	2,114	1,559	1,604	1,816	2,323
Interest expense	(570)	(936)	(1,057)	(946)	(1,010)
Other income/exp.	791	1,057	889	939	994
EBT	2,335	1,680	1,436	1,809	2,307
Corporate tax	(546)	(455)	(587)	(407)	(486)
After-tax net profit (loss)	1,789	1,225	849	1,402	1,821
Minority interest	3.5	117.0	240.0	240.0	240.0
Equity earnings from affiliates	305	791	500	225	125
Extra items	(52)	260	52	0	0
Net profit (loss)	2,046	2,392	1,641	1,867	2,186
Reported EPS	0.14	0.16	0.11	0.13	0.15
Fully diluted EPS	0.14	0.16	0.11	0.13	0.15
Core net profit	2,098	2,133	1,589	1,867	2,186
Core EPS	0.14	0.14	0.11	0.13	0.15
EBITDA	2,318	1,791	1,708	1,926	2,438
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	(14.9)	(7.5)	35.2	(10.1)	2.1
Gross margin (%)	29.2	25.3	22.7	24.3	25.8
EBITDA margin (%)	8.8	7.4	5.2	6.5	8.1
Operating margin (%)	8.1	6.4	4.9	6.2	7.7
Net margin (%)	7.8	9.9	5.0	6.3	7.3
Core profit margin (%)	8.0	8.8	4.8	6.3	7.3
ROA (%)	2.3	2.3	1.5	1.7	1.9
ROCE (%)	2.7	2.7	1.7	1.9	2.2
Asset turnover (x)	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
Current ratio (x)	2.4	2.6	3.0	3.1	3.1
Gearing ratio (x)	1.7	2.0	1.6	1.5	1.5
Interest coverage (x)	3.7	1.7	1.5	1.9	2.3
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	6,301	2,473	2,150	2,832	2,645
Accounts receivable	889	1,970	2,320	2,000	2,000
Inventory	56,305	62,844	65,018	64,750	65,700
PP&E-net	1,975	2,663	2,970	3,278	3,586
Other assets	29,886	38,387	38,887	39,112	39,237
Total assets	95,357	108,336	111,345	111,972	113,168
Accounts payable	1,676	2,193	3,069	2,701	2,705
ST debts & current portion	18,635	17,136	13,238	13,238	13,238
Long-term debt	33,272	46,028	46,028	46,028	46,028
Other liabilities	10,922	11,105	11,105	11,105	11,105
Total liabilities	64,504	76,461	73,440	73,073	73,076
Paid-up capital	15,903	15,903	15,903	15,903	15,903
Share premium	2,296	2,296	2,296	2,296	2,296
Retained earnings	12,869	13,251	13,620	14,614	15,807
Shareholders equity	30,848	30,943	36,812	37,807	38,999
Minority interests	4	931	1,092	1,092	1,092
Total Liab.&Shareholders' equity	95,357	108,336	111,345	111,972	113,168
CASH FLOW (Btm)					
Net income	2,046	2,392	1,641	1,867	2,186
Depreciation and amortization	204	232	104	110	115
Change in working capital	(23,836)	(24,500)	(1,648)	221	(946)
FX, non-cash adjustment & others	15,779	14,588	0	(0)	(0)
Cash flows from operating activities	(5,807)	(7,287)	97	2,197	1,354
Capex (Invest)/Divest	(2,496)	(1,112)	(911)	(643)	(548)
Others	0	0	161	0	0
Cash flows from investing activities	(2,496)	(1,112)	(750)	(643)	(548)
Debt financing (repayment)	13,163	18,653	(3,897)	0	0
Equity financing	0	0	5,500	0	0
Dividend payment	(1,634)	(1,432)	(1,272)	(873)	(993)
Others	0	0	161	0	0
Cash flows from financing activities	9,333	6,702	331	(873)	(993)
Net change in cash	1,030	(1,697)	(322)	682	(187)
Free cash flow (Btm)	(8,303)	(8,400)	(814)	1,555	806
FCF per share (Bt)	(0.56)	(0.57)	(0.05)	0.10	0.05
KEY ASSUMPTIONS	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Total presales (Btm)	48,500	20,356	32,000	32,000	33,600
YoY change in presales	26%	-58%	57%	0%	5%
Housing revenue (Btm)	21,552	19,126	29,000	25,000	25,000
YoY change in housing revenue	-17%	-11%	52%	-14%	0%
Secured revenue by backlogs (Btm)	-	-	28,460	8,704	6,416
% of secured revenue by backlogs	-	-	98%	35%	26%
Housing GM	32.1%	29.0%	24.0%	26.0%	28.0%

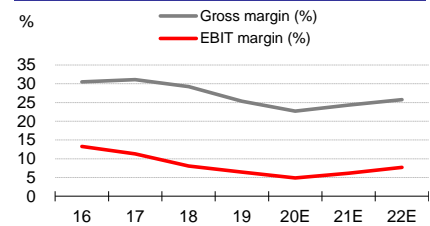
Revenue growth and asset turnover



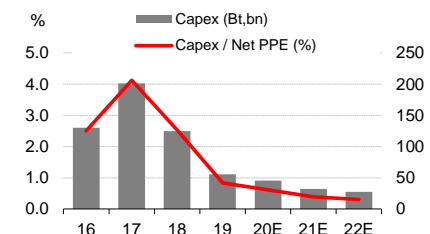
A/C receivable & A/C payable days



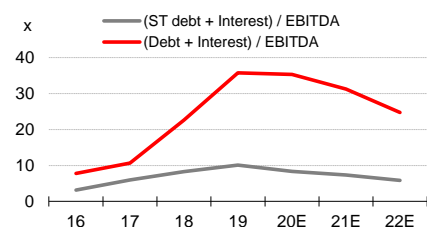
Profit margins



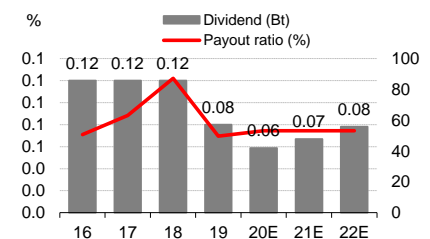
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



SIRI: Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
Revenue	3,909	5,183	8,942	6,169	11,127
Cost of sales and services	(2,602)	(3,906)	(6,964)	(5,185)	(8,842)
Gross profit	1,307	1,276	1,978	984	2,285
SG&A	(1,122)	(1,204)	(1,183)	(1,305)	(1,696)
EBIT	185	72	795	(321)	589
Interest expense	(158)	(282)	(304)	(202)	(303)
Other income/exp.	294	209	235	298	112
EBT	320	(1)	726	(225)	398
Corporate tax	(28)	(65)	(231)	(25)	(301)
After-tax net profit (loss)	293	(65)	495	(250)	97
Minority interest	0.7	27.1	88.8	59.6	62.7
Equity earnings from affiliates	39	201	670	140	159
Extra items	(47)	288	(2)	112	(60)
Net profit (loss)	285	451	1,252	62	258
Reported EPS	0.02	0.03	0.08	0.00	0.02
Fully diluted EPS	0.02	0.03	0.08	0.00	0.02
Core net profit	333	163	1,254	(51)	318
Core EPS	0.02	0.01	0.08	(0.00)	0.02
EBITDA	580	323	1,037	(24)	701

KEY RATIOS

Gross margin (%)	33.4	24.6	22.1	15.9	20.5
EBITDA margin (%)	14.8	6.2	11.6	(0.4)	6.3
Operating margin (%)	4.7	1.4	8.9	(5.2)	5.3
Net margin (%)	7.3	8.7	14.0	1.0	2.3
Core profit margin (%)	8.5	3.1	14.0	(0.8)	2.9
BV (Bt)	2.0	2.0	2.1	2.2	2.4
ROE (%)	3.8	6.0	16.2	0.8	3.0
ROA (%)	1.1	2.0	4.6	0.2	0.9
Current ratio (x)	2.4	2.2	2.6	2.6	3.3
Gearing ratio (x)	2.2	1.7	2.0	2.1	1.7
Interest coverage (x)	1.2	0.3	2.6	n.m.	1.9

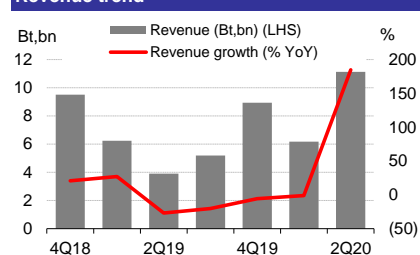
QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	5,787	5,013	2,473	3,288	3,806
Accounts receivable	2,128	141	1,970	1,973	1,966
Inventory	65,016	54,804	62,844	66,443	64,101
PP&E-net	16,979	17,263	20,608	21,202	20,911
Other assets	17,179	14,699	20,442	22,293	20,740
Total assets	107,088	91,919	108,336	115,199	111,524
Accounts payable	1,643	1,584	2,193	2,271	2,846
ST debts & current portion	11,655	11,178	6,897	6,715	3,338
Long-term debt	54,323	39,984	58,197	61,536	58,379
Other liabilities	9,780	9,336	9,174	11,601	11,267
Total liabilities	77,402	62,082	76,461	82,123	75,829
Paid-up capital	15,903	15,903	15,903	15,903	15,903
Share premium	2,296	2,296	2,296	2,296	0
Retained earnings	11,867	11,812	13,251	13,211	13,249
Shareholders' equity	29,683	29,832	30,943	31,984	34,672
Minority interests	2.9	4.6	931.5	1,092.3	1,022.9
Total Liab.&Shareholders' equity	107,088	91,919	108,336	115,199	111,524

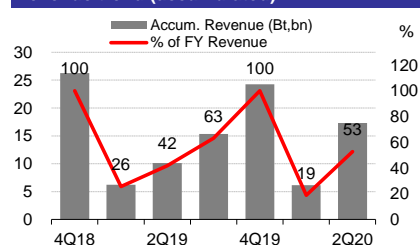
KEY STATS

Total presales (Btm)	4,456	2,856	6,416	6,652	12,909
YoY change in presales	-75%	-83%	-10%	0%	190%
Resi revenue (Btm)	2,525	4,074	7,634	5,383	10,338
YoY change in resi revenue	-41%	-24%	-4%	10%	309%
Resi GM	32.6%	26.8%	30.5%	17.9%	21.0%
Rental revenue (Btm)	1,384	1,109	1,307	786	788

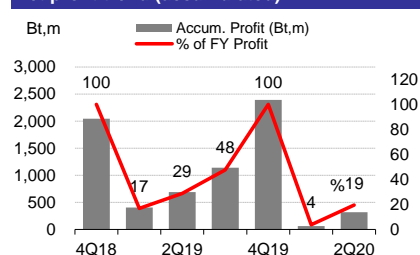
Revenue trend



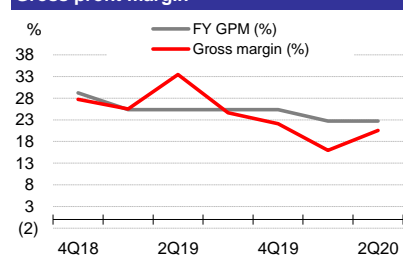
Revenue trend (accumulated)



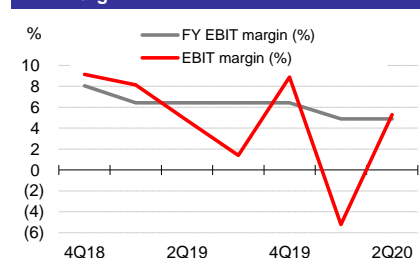
Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin



Company profile

Sansiri Plc (SIRI) builds single-detached housing, townhouses and condos using a presales model. The company had earlier focused on the upper-mid to high-end of the market. In 2H10, the company expanded to the low-end segment, particularly for condos. SIRI also owns Plus Property Co Ltd, a property and asset management, brokerage service, and property sales management firm. The core revenue generator is residential sales. Its residential presales breakdown is typically 60% condo and 40% low-rise. In 2015, SIRI started a JV with BTS Group, to develop condos near mass transit stations.

Figure 1 : 2Q20 results

FY Ended 31 Dec (Btm)	2Q20	2Q19	YoY %	1Q20	QoQ %	6M20	6M19	YoY %	6M20 vs.
Income Statement									
Revenue	11,127	3,909	185	6,169	80	17,295	10,141	71	53
Cost of sales and services	(8,842)	(2,602)	240	(5,185)	71	(14,027)	(7,246)	94	55
EBITDA	701	580	21	(24)	nm	677	1,487	(54)	40
EBIT	589	185	218	(321)	nm	268	691	(61)	17
Interest expense	(303)	(158)	91	(202)	50	(505)	(350)	44	48
Other income/exp.	112	294	(62)	298	(62)	410	613	(33)	46
Equity earnings from affiliates	159	39	0	140	0	299	(80)	0	0
Extra items	(60)	(47)	nm	112	(154)	52	(26)	nm	12
EBT	398	320	24	(225)	nm	173	955	(82)	
Corporate tax	(301)	(28)	nm	(25)	nm	(326)	(160)	nm	
Minority interest	62.7	0.7	100	59.6	100	122.3	1.1	100	
Net profit (loss)	258	285	(9)	62	317	320	690	(54)	19
Reported EPS	0.02	0.02	(9)	0.00	317	0.02	0.05	(54)	
Core net profit	318	333	(4)	(51)	nm	268	716	(63)	17
Key ratios									
Gross margin (%)	20.5	33.4		15.9		18.9	28.5		
EBITDA margin (%)	6.3	14.8		(0.4)		3.9	14.7		
EBIT margin (%)	5.3	4.7		(5.2)		1.5	6.8		
Tax rate (%)	75.7	8.6		(11.1)		189.1	16.7		
Net margin (%)	2.3	7.3		1.0		1.9	6.8		
Current ratio (x)	3.3	2.4		2.6		3.3	2.4		
Gearing ratio (x)	1.7	2.2		2.1		1.7	2.2		
Interest coverage (x)	1.9	1.2		n.m.		0.5	2.0		
Balance Sheet									
Cash & Equivalent	3,806	5,787	(34)	3,288	16				
Total assets	111,524	107,088	4	115,199	(3)				
ST debts & current portion	3,338	11,655	(71)	6,715	(50)				
Long-term debt	58,379	54,323	7	61,536	(5)				
Total liabilities	75,829	77,402	(2)	82,123	(8)				
Retained earnings	13,249	11,867	12	13,211	0				
Shareholders equity	34,672	29,683	17	31,984	8				
Minority interests	1,023	3	nm	1,092	(6)				
BV (Bt)	2.4	2.0	20	2.2	8				

- Residential revenue jumped by 309% YoY and 92% QoQ, with strong sales growth across both low-rise and condo
- Residential GM fattened QoQ from a deeply low 1Q20 number (but was down YoY)
- The SG&A/sales ratio declined YoY and QoQ
- Core earnings missed our estimate by 42% and the consensus by 39%
- Net gearing declined from 2.0x at end-March to 1.6x at end-June, due to the issuance of a Bt3bn perpetual bond

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

Figure 2 : Forecast changes

Btm	Old	New	Chg.	Old	New	Chg.
Core profit	1,834	1,589	-13%	2,057	1,867	-9%
Core EPS (Bt)	0.12	0.11	-13%	0.14	0.13	-9%
DPS(Bt)	0.07	0.06	-16%	0.07	0.07	0%
Dividend yield	9.4%	7.9%	-15%	9.9%	9.0%	-9%
Total revenue	32,374	32,800	1%	30,374	29,487	-3%
Residential revenue	28,000	29,000	4%	26,000	25,000	-4%
Residential GM	25.0%	24.0%	-10%	27.0%	26.0%	-10%
SG&A/Sale	18.5%	17.8%	-0.7%	18.4%	18.1%	-0.3%
Equity income	475	500	5%	225	225	0%
Core margin	5.7%	4.8%	-0.8%	6.8%	6.3%	-0.4%

Sources: Company data and Bualuang Securities Research

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 RELATIONSHIPS 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.

ADVANC	AMATA	AOT	BCPG	BDMS	BJC	CBG	CENTEL	CPALL	DTAC	EGCO	GLOBAL	GPSC	IRPC	KBANK
KCE	KTB	KTC	MINT	PTG	PTT	PTTEP	PTTGC	SCB	SPRC	TASCO	TKN	TOP	WHA	ESSO
CKP	STA	BGRIM	GULF	MTC	AWC	TCAP	CRC							

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.