

แสนสิริ SURI TB / SURI.BK

3 มีนาคม 2558

กำไรไตรมาส 4/57 ดีกว่าคาด หนุนให้มีการปรับเพิ่ม ประมาณการกำไร

กำไรสุทธิสูงกว่าประมาณการของเรา 11% (และสูงกว่าตลาด 16%)

SURI รายงานกำไรสุทธิสำหรับไตรมาส 4/57 ที่ 1.2 พันล้านบาท สูงขึ้น 17% YoY และ 56% QoQ ผลประกอบการสูงกว่าประมาณการของเรา 11% ถ้าหากไม่นับรวมการตัดจำหน่ายค่าความนิยมโรงเรียนสาธิตพัฒนาที่ 141 ล้านบาท กำไรหลักจะเป็น 1.4 พันล้านบาท สูงขึ้น 28% YoY และ 75% QoQ (สูงกว่าประมาณการของเรา 30% เนื่องจากอัตรากำไรขั้นต้นที่อยู่อาศัยสูงกว่าคาด 0.6% และสัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายต่ำกว่าคาด 5.5%) SURI ประกาศจ่ายเงินปันผลที่ 0.12 บาทต่อหุ้นสำหรับปี 2557 คิดเป็นอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ 5.8% ซึ่งสูงที่สุดในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ที่อยู่ภายใต้การวิเคราะห์ของเรา (ประกาศขึ้น XD ในวันที่ 13 มี.ค. และจ่ายจริงในวันที่ 27 พ.ค.)

ประเด็นหลักจากผลประกอบการ

กำไรเติบโตอย่างแข็งแกร่งเป็นผลมาจากการขยายตัวของยอดขายที่อยู่อาศัยและสัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายที่ลดลง โดยรายได้ที่อยู่อาศัยเพิ่มขึ้นก้าวกระโดด 17% YoY และ 44% QoQ เป็น 10 พันล้านบาท ซึ่งมียอดโอนสูงที่สุดตั้งแต่ไตรมาส 4/55 พร้อมกันนี้ สัดส่วนยอดค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายหดตัวลงจาก 18.9% ในไตรมาส 4/56 และ 18.6% ในไตรมาส 3/57 เป็น 14.6% ในไตรมาส 4/57 (เป็นสัดส่วนที่ต่ำที่สุดตั้งแต่ไตรมาส 1/53) ซึ่งปัจจัยทั้งสองอย่างนี้จะชดเชยผลกระทบจากอัตรากำไรขั้นต้นที่อยู่อาศัยที่ลดลง 1.4% YoY และ 0.2% QoQ เป็น 33.6% ส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุนสุทธิลดลงจาก 2.1 เท่า ณ. สิ้นเดือนก.ย เป็น 1.4 เท่า ณ. สิ้นปี 2557 (เป็นสัดส่วนที่ต่ำที่สุดตั้งแต่ไตรมาส 4/55)

แนวโน้ม

SURI จะรายงานพลิกกลับมาเป็นกำไรหลัก YoY ในไตรมาส 1/58 หลังจากที่ยearsขาดทุนหลักที่ 46 พันล้านบาทในไตรมาส 1/57 อย่างไรก็ตาม กำไรสุทธิจะลดลง YoY เนื่องจากไตรมาส 1/57 บริษัทมีการรับรู้กำไรจากการขายสินทรัพย์ที่ 857 ล้านบาท (แต่ไม่มีการรับรู้กำไรดังกล่าวในไตรมาส 1/58) กำไรหลักจะลดลง QoQ จากฐานสูงที่ตั้งในไตรมาส 4/57 ถึงแม้ SURI จะมียอดขายรับรู้รายได้จำนวนมาก แต่ปกติแล้วจะมียอดโอนต่ำในช่วงไตรมาสแรกของปี

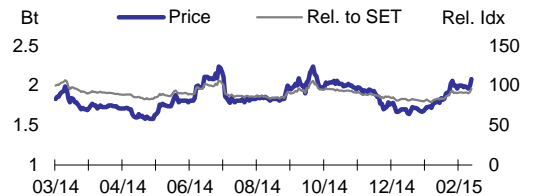
สิ่งที่เปลี่ยนแปลงไป

เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรหลักของเราขึ้น 11% เป็น 3.4 พันล้านบาท สำหรับปี 2558 หลังจากที่เราประกาศกำไรไตรมาส 4/57 แข็งแกร่งที่น่าประหลาดใจ โดยเราปรับเพิ่มประมาณการอัตรากำไรหลักปี 2558 ของเรารับขึ้นจาก 9.0% เป็น 10.0% (สูงขึ้นเล็กน้อยจาก 9.5% สำหรับปี 2557) แต่ยังคงต่ำกว่าเป้าของ SURI ที่ระหว่าง 11-12% ประมาณการยอดขายที่อยู่อาศัยของเราเป็น 33 พันล้านบาท (ผู้บริหารตั้งเป้าไว้ที่ 33-34 พันล้านบาท) ซึ่งได้รับการประกันยอดจองซื้อแล้ว 66%

Sector: Property (Residential) Neutral

คำแนะนำพื้นฐาน: ชื้อ
เป้าหมายพื้นฐาน: 2.50 บาท
ราคา (02/03/58): 2.08 บาท

Price chart

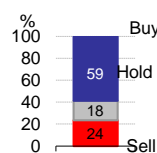


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	21.0	9.6	(9.8)
Absolute	20.9	8.9	8.3

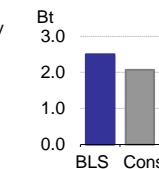
Key statistics

Market cap	Bt29.7bn	USD0.9bn
12-mth price range	Bt1.6/Bt2.5	
12-mth avg daily volume	Bt241m	USD7.4m
# of shares (m)	14,267	
Est. free float (%)	84.8	
Foreign limit (%)	39.0	

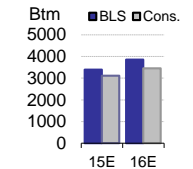
Consensus Rating



BLS Target price vs. Consensus



BLS earnings vs. Consensus



Financial summary

FY Ended 31 Dec	2014	2015E	2016E	2017E
Revenues (Btm)	28,093	33,953	36,987	40,274
Net profit (Btm)	3,393	3,391	3,862	4,292
EPS (Bt)	0.25	0.24	0.28	0.31
EPS growth (%)	+23.0%	-2.9%	+13.9%	+11.1%
Core profit (Btm)	2,671	3,391	3,862	4,292
Core EPS (Bt)	0.20	0.24	0.28	0.31
Core EPS growth (%)	-2.2%	+23.3%	+13.9%	+11.1%
PER (x)	8.4	8.6	7.6	6.8
PBV (x)	1.1	1.1	1.0	0.9
Dividend (Bt)	0.1	0.1	0.2	0.2
Dividend yield (%)	5.8	6.4	7.3	8.1
ROE (%)	16.2	13.1	13.8	14.3

CG rating


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

คำแนะนำ

SIRI เป็นหนึ่งในหุ้นที่เราชื่นชอบที่สุดในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ที่อยู่ภายใต้การวิเคราะห์ของเรา เนื่องจากมียอดจองซื้อปี 2558 เดิมโตสูงที่สุดในกลุ่ม และกำไรหลักขยายตัว 27% (กำไรสุทธิต่อหุ้นโต 23% จากการสะท้อนราคาหุ้นจากการใช้สิทธิแปลงสภาพ SIRI-W1 และหมดอายุในวันที่ 20 ม.ค. 2558) เราปรับเพิ่มราคาเป้าหมาย ณ สิ้นปี 2558 ขึ้นเป็น 2.50 บาท (จาก 2.40 บาท) เพื่อสะท้อนความคาดหวังต่อกำไรที่สูงขึ้น (ยังคงอ้างอิงกับ PER ที่ 11 เท่าไม่เปลี่ยนแปลง และสูงกว่าค่าเฉลี่ยปี 2549-2557 ที่ 1 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน) พร้อมกันนี้ประเด็นความเสี่ยงที่จะไม่เป็นไปตามแผนก็ลดลง เนื่องจาก SIRI มียอดโอนจำนวนมากในไตรมาส 4/57 และมีการเร่งลดหนี้สิน ซึ่งราคาหุ้นในปัจจุบันสะท้อน PER ปี 2558 ที่อยู่ที่ 8.8 เท่า เทียบกับค่าเฉลี่ยกลุ่มที่ 10.0 เท่า

SIRI จะมียอดจองซื้อเพิ่มขึ้นเป็นสองเท่าในปี 2558 จากฐานต่ำที่ตั้งในปี 2557 ที่ 8.8 พันล้านบาท (ต่ำกว่ายอดจองซื้อที่รายงานในปี 2551 หลังจากวิกฤตการณ์ทางการเงินโลกที่ 10 พันล้านบาท) หนุนโดยมูลค่าโครงการเปิดตัวใหม่ที่สูงขึ้นเป็นสองเท่า (จาก 18 พันล้านบาทในปี 2557 เป็น 36 พันล้านบาทในปี 2558 คิดเป็นคอนโด 57% และโครงการแนวราบ 34%) เราเชื่อว่า จะเริ่มเห็นการฟื้นตัวของยอดจองซื้ออย่างมีนัยสำคัญในช่วงเดือนพ.ค. 2558

SIRI : Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Revenue	28,597	28,093	33,953	36,987	40,274
Cost of sales and services	(19,268)	(18,905)	(22,613)	(24,499)	(26,667)
Gross profit	9,329	9,188	11,340	12,488	13,607
SG&A	(6,808)	(5,506)	(6,716)	(7,207)	(7,729)
EBIT	2,522	3,682	4,624	5,281	5,878
Interest expense	(616)	(646)	(742)	(810)	(870)
Other income/exp.	390	357	357	357	357
EBT	2,295	3,393	4,239	4,828	5,365
Corporate tax	(384)	(722)	(848)	(966)	(1,073)
After-tax net profit (loss)	1,911	2,671	3,391	3,862	4,292
Minority interest	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Equity earnings from affiliates	0	(0)	0	0	0
Extra items	18	722	0	0	0
Net profit (loss)	1,929	3,393	3,391	3,862	4,292
Reported EPS	0.20	0.25	0.24	0.28	0.31
Fully diluted EPS	0.20	0.25	0.24	0.28	0.31
Core net profit	1,911	2,671	3,391	3,862	4,292
Core EPS	0.20	0.20	0.24	0.28	0.31
EBITDA	2,741	3,939	5,019	5,702	6,324

KEY RATIOS

Revenue growth (%)	(4.1)	(1.8)	20.9	8.9	8.9
Gross margin (%)	32.6	32.7	33.4	33.8	33.8
EBITDA margin (%)	9.6	14.0	14.8	15.4	15.7
Operating margin (%)	8.8	13.1	13.6	14.3	14.6
Net margin (%)	6.7	12.1	10.0	10.4	10.7
Core profit margin (%)	6.7	9.5	10.0	10.4	10.7
ROA (%)	3.6	5.1	4.6	5.1	5.5
ROCE (%)	4.2	6.0	5.4	5.9	6.3
Asset turnover (x)	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
Current ratio (x)	2.7	2.4	3.1	3.2	3.3
Gearing ratio (x)	2.0	1.5	1.4	1.3	1.2
Interest coverage (x)	4.1	5.7	6.2	6.5	6.8

BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	2,156	3,608	3,235	3,294	3,407
Accounts receivable	45	51	51	56	61
Inventory	45,621	57,049	58,614	60,847	63,213
PP&E-net	3,297	3,405	3,793	4,096	4,400
Other assets	8,922	9,034	9,034	9,034	9,034
Total assets	60,040	73,147	74,728	77,329	80,115
Accounts payable	2,251	2,010	1,244	1,347	1,467
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	47,835	48,439	49,058
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	10,252	12,249	14,416
Shareholders equity	17,067	24,815	26,892	28,889	31,056
Minority interests	0	1	1	1	1
Total Liab.&Shareholders' equity	60,040	73,147	74,728	77,329	80,115

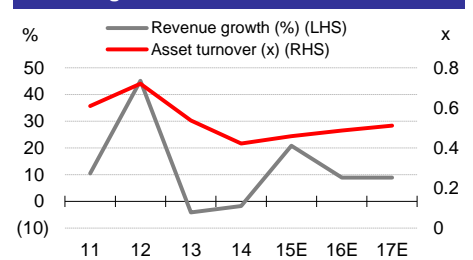
CASH FLOW (Btm)

Net income	1,929	3,393	3,391	3,862	4,292
Depreciation and amortization	219	257	395	421	447
Change in working capital	(30,170)	(28,744)	(2,330)	(2,135)	(2,251)
FX, non-cash adjustment & others	18,433	19,122	(1)	(0)	0
Cash flows from operating activities	(9,589)	(5,972)	1,455	2,149	2,487
Capex (Invest)/Divest	(815)	95	(783)	(724)	(751)
Others	0	0	0	0	0
Cash flows from investing activities	(815)	95	(783)	(724)	(751)
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)	(1,865)	(2,124)
Others	0	0	0	0	0
Cash flows from financing activities	9,093	6,827	(1,045)	(1,365)	(1,624)
Net change in cash	(1,311)	950	(373)	59	112
Free cash flow (Btm)	(10,404)	(5,876)	671	1,424	1,737
FCF per share (Bt)	(1.09)	(0.43)	0.05	0.10	0.12

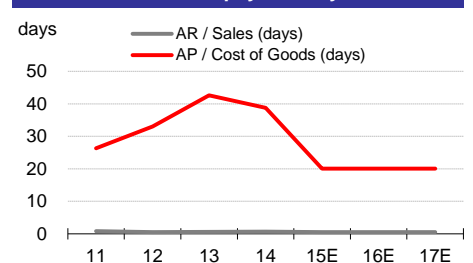
KEY ASSUMPTIONS

Total presales (Btm)	42,158	8,847	13,271	15,925	19,110
YoY change in presales	-1%	-79%	50%	20%	20%
Housing revenue (Btm)	27,724	27,174	33,000	36,000	39,250
YoY change in housing revenue	-4%	-2%	21%	9%	9%
Secured revenue by backlogs (Btm)	-	-	21,667	12,808	1,137
% of secured revenue by backlogs	-	-	66%	36%	3%

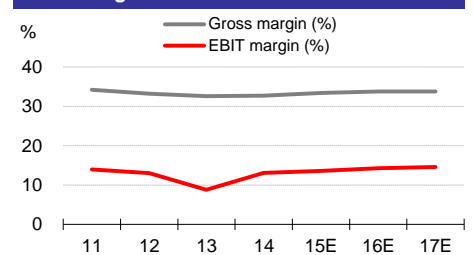
Revenue growth and asset turnover



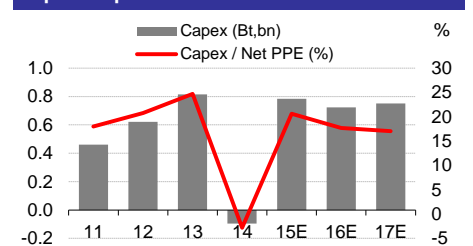
A/C receivable & A/C payable days



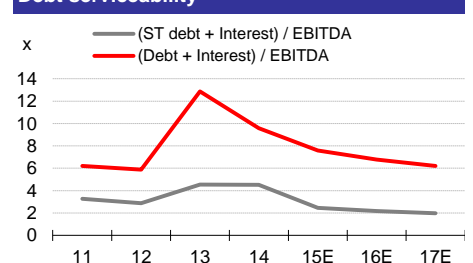
Profit margins



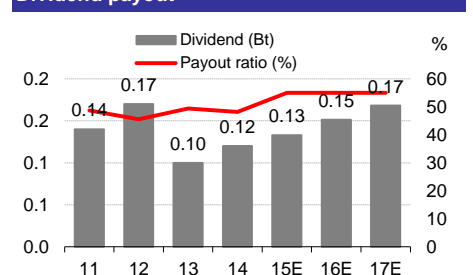
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



SIRI : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14
Revenue	9,049	4,299	6,043	7,228	10,524
Cost of sales and services	(6,029)	(2,881)	(4,032)	(4,819)	(7,173)
Gross profit	3,020	1,418	2,010	2,409	3,351
SG&A	(1,712)	(1,379)	(1,249)	(1,342)	(1,535)
EBIT	1,308	38	762	1,067	1,816
Interest expense	(179)	(155)	(136)	(173)	(181)
Other income/exp.	122	62	26	84	185
EBT	1,250	(55)	651	978	1,820
Corporate tax	(163)	13	(114)	(186)	(435)
After-tax net profit (loss)	1,087	(42)	537	791	1,385
Minority interest	0.0	0.0	0.2	(0.4)	1.4
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	(30)	872	0	3	(150)
Net profit (loss)	1,057	830	538	794	1,236
Reported EPS	0.11	0.09	0.06	0.08	0.09
Fully diluted EPS	0.11	0.09	0.06	0.08	0.09
Core net profit	1,087	(42)	537	791	1,386
Core EPS	0.11	(0.00)	0.06	0.08	0.10
EBITDA	1,478	178	872	1,221	2,025

KEY RATIOS

Gross margin (%)	33.4	33.0	33.3	33.3	31.8
EBITDA margin (%)	16.3	4.1	14.4	16.9	19.2
Operating margin (%)	14.5	0.9	12.6	14.8	17.3
Net margin (%)	11.7	19.3	8.9	11.0	11.7
Core profit margin (%)	12.0	(1.0)	8.9	10.9	13.2
BV (Bt)	1.8	1.9	1.8	2.0	1.8
ROE (%)	24.8	18.5	12.2	16.7	19.9
ROA (%)	7.0	5.1	3.2	4.5	6.8
Current ratio (x)	2.7	2.5	2.3	2.2	2.4
Gearing ratio (x)	2.0	2.1	2.3	2.2	1.5
Interest coverage (x)	7.3	0.2	5.6	6.2	10.0

QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	2,156	2,564	2,099	2,336	3,608
Accounts receivable	45	49	50	45	51
Inventory	45,621	51,889	54,490	57,043	57,049
PP&E-net	5,722	5,017	4,992	4,857	5,839
Other assets	6,496	6,186	5,792	5,747	6,600
Total assets	60,040	65,705	67,423	70,029	73,147
Accounts payable	2,251	3,050	2,848	2,630	2,010
ST debts & current portion	6,033	5,906	6,382	7,845	7,076
Long-term debt	28,891	32,586	33,973	33,538	30,331
Other liabilities	5,797	6,232	6,648	7,018	8,914
Total liabilities	42,972	47,774	49,850	51,032	48,331
Paid-up capital	10,201	10,232	10,268	10,323	14,582
Share premium	657	0	658	659	662
Retained earnings	6,173	7,003	6,585	7,378	8,610
Shareholders equity	17,067	17,931	17,573	18,997	24,815
Minority interests	0.2	0.2	0.0	0.0	1.2
Total Liab.&Shareholders' equity	60,040	65,705	67,423	70,029	73,147

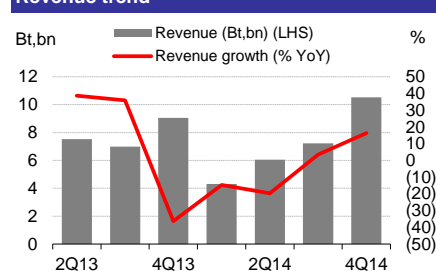
KEY STATS

Total presales (Btm)	4,975	388	3,893	2,487	2,079
YoY change in presales	-69%	-98%	-49%	-71%	-58%
Housing revenue (Btm)	8,651	4,152	5,863	7,035	10,124
YoY change in housing revenue	-37%	-15%	-20%	3%	17%
Housing GM	34.9%	33.4%	33.4%	33.7%	33.6%
Rental revenue (Btm)	398	147	180	193	400

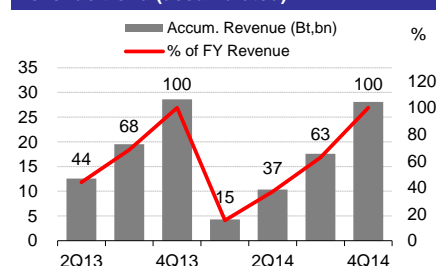
Company profile

SIRI builds SDHs, THs and condos on a presales model. The company earlier focused on the upper-mid to high-end of the market. In 2H10, the company diversified into the low-end price segment, particularly for condos. The residential portfolio breakdown is roughly 60% condo and 40% low-rise.

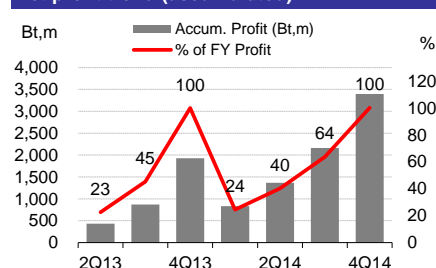
Revenue trend



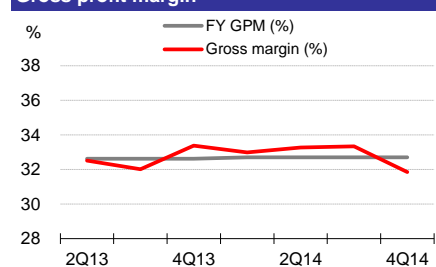
Revenue trend (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin

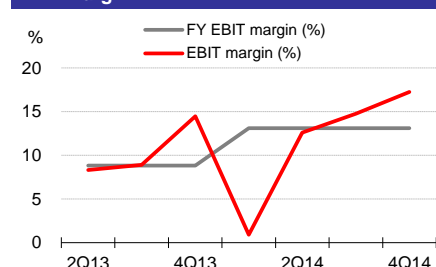


Figure 1 : 4Q14 results

FY Ended 31 Dec (Btm)	4Q14	4Q13	YoY %	3Q14	QoQ %	2014	2013	YoY %
Income Statement								
Revenue	10,524	9,049	16	7,228	46	28,093	28,597	(2)
Cost of sales and services	(7,173)	(6,029)	19	(4,819)	49	(18,905)	(19,268)	(2)
EBITDA	2,025	1,478	37	1,221	66	4,296	3,131	37
EBIT	1,816	1,308	39	1,067	70	3,682	2,522	46
Interest expense	(181)	(179)	1	(173)	5	(646)	(616)	5
Other income/exp.	185	122	52	84	120	357	390	(8)
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0	0	0	0
Extra items	(150)	(30)	nm	3	(5,692)	725	18	4,004
EBT	1,820	1,250	46	978	86	3,393	2,295	48
Corporate tax	(435)	(163)	nm	(186)	nm	(722)	(384)	nm
Minority interest	1.4	0.0	100	(0.4)	100	1.2	0.0	100
Net profit (loss)	1,236	1,057	17	794	56	3,397	1,929	76
Reported EPS	0.09	0.11	(18)	0.08	10	0.32	0.20	55
Core net profit	1,386	1,087	28	791	75	2,672	1,911	40
Key ratios								
Gross margin (%)	31.8	33.4		33.3		32.7	32.6	
EBITDA margin (%)	19.2	16.3		16.9		15.3	10.9	
EBIT margin (%)	17.3	14.5		14.8		13.1	8.8	
Tax rate (%)	23.9	13.1		19.1		21.3	16.7	
Net margin (%)	11.7	11.7		11.0		12.1	6.7	
Current ratio (x)	2.4	2.7		2.2		2.4	2.7	
Gearing ratio (x)	1.5	2.0		2.2		1.5	2.0	
Interest coverage (x)	10.0	7.3		6.2		5.7	4.1	
Balance Sheet								
Cash & Equivalent	3,608	2,156	67	2,336	54			
Total assets	73,147	60,040	22	70,029	4			
ST debts & current portion	7,076	6,033	17	7,845	(10)			
Long-term debt	30,331	28,891	5	33,538	(10)			
Total liabilities	48,331	42,972	12	51,032	(5)			
Retained earnings	8,610	6,173	39	7,378	17			
Shareholders equity	24,815	17,067	45	18,997	31			
Minority interests	1	0	542	0	nm			
BV (Bt)	1.8	1.8	2	2.0	(8)			

- 4Q14 residential sales were SIRI's second-highest (its record is Bt14bn in 4Q12)
- Top-line growth and a lower SG&A/sales ratio drove EBIT
- A Bt141m write-off of goodwill for Satitpatana school
- 4Q14 core profit was far above our estimate and the consensus
- The strongest balance sheet since 4Q12

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

Figure 2 : Changes to FY15 forecast

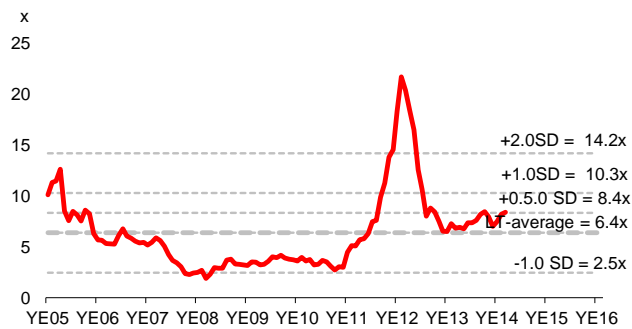
Btm	2014A			2015e		Chg.
	Forecast	Actual	Chg.	Old	New	
Core profit	2,356	2,671	13%	3,065	3,391	11%
Net profit	3,228	3,393	5%	3,065	3,391	11%
Core EPS (Bt)	0.20	0.20	-2%	0.21	0.24	14%
Net EPS (Bt)	0.22	0.25	11%	0.21	0.24	14%
DPS(Bt)	0.11	0.12	7%	0.12	0.13	14%
Dividend yield	6.6%	5.8%	-0.8%	5.6%	6.4%	0.8%
Total revenue	29,902	28,093	-6%	33,953	33,953	0%
Residential revenue	29,024	27,174	-6%	33,000	33,000	0%
Residential GM	33.3%	33.6%	0.2%	33.4%	33.8%	0.4%
SG&A/Sale	22.4%	19.6%	-2.8%	20.9%	19.8%	-1.1%
Net margin	7.9%	9.5%	1.6%	9.0%	10.0%	1.0%

Sources: Company data, Bualuang Research

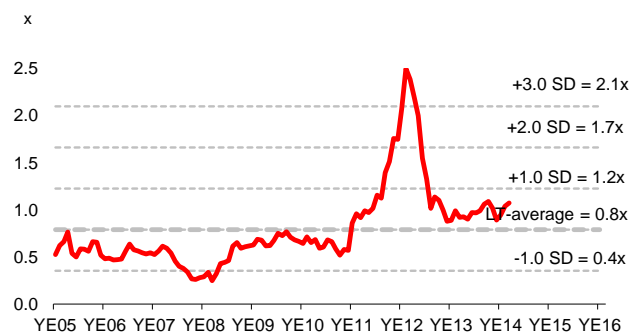
Regional Comparisons

	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	426	10.3	8.6	3.3	19.9	1.7	1.5	18.1	18.8	2.4	2.9
AP (Thailand)	AP TB	THB6.85	666	7.6	7.1	8.5	7.2	1.2	1.1	16.8	16.1	4.3	4.6
Land and Houses	LH TB	THB10.20	3,467	15.7	14.0	-15.5	12.6	2.5	2.4	17.3	18.2	5.1	5.7
L.P.N. Development	LPN TB	THB19.50	889	10.3	8.9	38.0	15.8	2.4	2.1	24.9	25.0	4.8	5.6
Pruksa Real Estate	PS TB	THB31.50	2,168	9.4	8.3	12.7	13.1	2.0	1.7	23.2	22.3	3.6	4.0
Quality Houses	QH TB	THB4.06	1,152	8.9	7.7	26.3	15.1	1.6	1.4	19.9	19.6	5.0	5.7
Raimon Land	RML TB	THB2.00	221	6.1	10.2	9.1	-40.3	1.3	1.2	31.1	15.8	5.2	3.1
SC Asset Corporation	SC TB	THB3.88	445	8.5	7.2	13.1	17.9	1.1	1.0	13.9	15.0	4.7	5.5
Sansiri	SIRI TB	THB2.08	917	8.6	7.6	-2.9	13.9	1.1	1.0	13.1	13.8	6.4	7.3
Supalai	SPALI TB	THB23.40	1,241	7.9	8.0	12.9	-0.4	1.9	1.6	26.5	22.7	5.3	5.3
Simple average				9.3	8.7	10.5	7.5	1.7	1.5	20.5	18.7	4.7	5.0

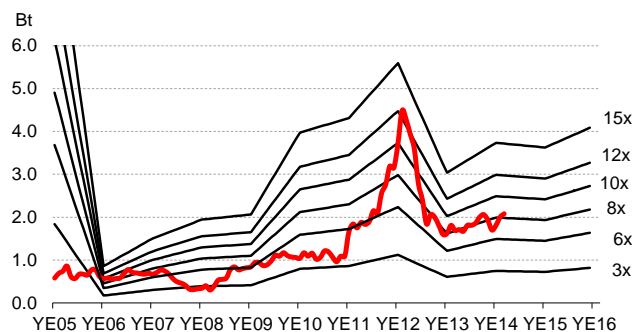
PER band versus SD (next 12 months)



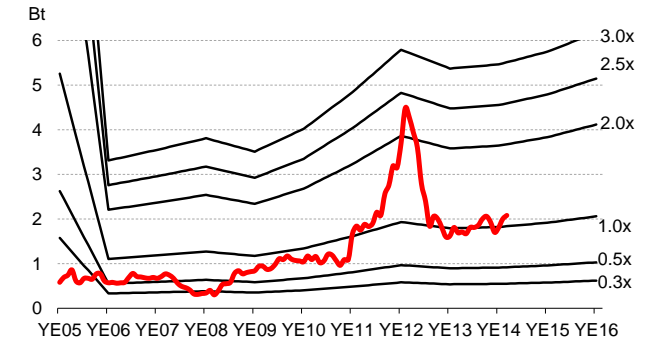
PER band versus SD (next 12 months)



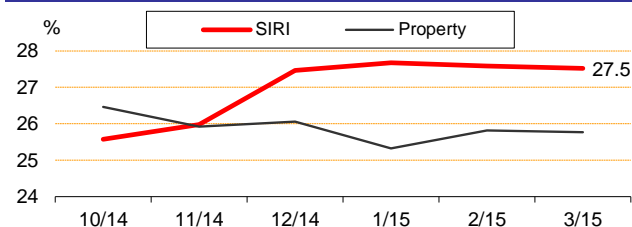
PER band and share price



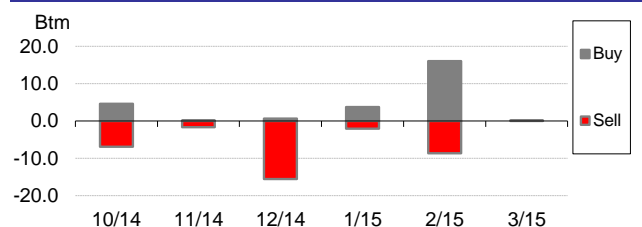
PBV band and share price



Foreign holding



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 A UNDERWRITER/CO-UNDERWRITER/JOINT LEAD IN RESPECT OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING ("IPO") OF SECURITIES.

Financial Advisor	Lead underwriter/ Underwriter/ Co-underwriter
PLANB, JASIF	PLANB, JASIF

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.

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.