

แสนสิริ SIRI TB / SIRI.BK

17 พฤศจิกายน 2014

กำไรไตรมาส 3/57 สูงกว่าคาด; คาดรายงานกำไรสูงสุดของปีในไตรมาส 4/57
Sector: Property (Residential) Overweight

 คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**
 เป้าหมายพื้นฐาน: 2.40 บาท
 ราคา (14/11/57): 2.00 บาท

สูงกว่าคาด

SIRI รายงานกำไรสุทธิไตรมาส 3/57 ที่ 794 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 81% YoY และ 48% QoQ ผลประกอบการที่ออกมาสูงกว่าประมาณการของเรา 15% และสูงกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ 23% เนื่องจากอัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายที่ต่ำกว่าคาดที่ 18.6% (เรคาดไว้ที่ 20%)

ประเด็นหลักจากผลประกอบการ

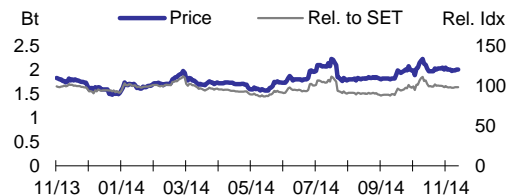
กำไรที่เติบโตแข็งแกร่งเนื่องมาจากยอดขายโครงการอสังหาฯ (ที่อยู่อาศัย) ที่เพิ่มสูงขึ้น อัตรากำไรขั้นต้นสำหรับโครงการอสังหาฯ (ที่อยู่อาศัย) ที่ขยายตัวและอัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายที่ต่ำลง ยอดขายโครงการอสังหาฯ (ที่อยู่อาศัย) เติบโต 3% YoY และ 20% QoQ มาอยู่ที่ 7 พันล้านบาท (มาจากคอนโด 54% และโครงการแนวราบ 46%) อัตรากำไรขั้นต้นของโครงการอสังหาฯ (ที่อยู่อาศัย) ขยายตัว 1.7% YoY และ 0.3% QoQ เป็น 33.7% หนุนโดยอัตรากำไรของคอนโดที่อยู่ในระดับที่ดี ในขณะที่เดียวกันอัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายหดตัวลงจาก 23.1% ในไตรมาส 3/56 และ 20.0% ในไตรมาส 2/57 มาอยู่ที่ 18.6% ในไตรมาส 3/57 (เป็นระดับที่ต่ำที่สุดนับตั้งแต่ไตรมาส 4/55) เนื่องจากไม่มีการเปิดตัวโครงการใหม่ในไตรมาสดังกล่าว ทั้งนี้ SIRI สามารถโอนคอนโดได้ในไตรมาส 3/57 หลังจากรายการยกเลิกการจองสำหรับคอนโดระดับกลางคลี่คลายลง อัตรากำไรหลักอยู่ที่ 10.9% เพิ่มขึ้น 4.6% YoY และ 2.1% QoQ ในขณะที่อัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุนสุทธิลดลงจาก 2.2 เท่า ณ สิ้นเดือนมิ.ย. มาอยู่ที่ 2.1 เท่า ณ สิ้นเดือนก.ย.

แนวโน้ม

SIRI จะรายงานกำไรเติบโตทั้ง YoY และ QoQ ในไตรมาส 4/57 (เป็นไตรมาสที่ดีที่สุดของปี 2557) หนุนโดยรายได้ที่เติบโต เรคาดว่ายอดขายโครงการอสังหาฯ (ที่อยู่อาศัย) จะเติบโตก้าวกระโดด 38% YoY และ 70% QoQ มาอยู่ที่ 1.2 หมื่นล้านบาท บริษัทจะเร่งโอนมากขึ้นในไตรมาสดังกล่าว ความเสี่ยงต่อบดลคลี่คลายลงหลังจากการเพิ่มทุนในเดือนต.ค. โดยเรคาดว่าอัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุนสุทธิจะลดลงจาก 2.1 เท่า ณ สิ้นเดือนก.ย. เป็น 1.6-1.7 เท่า ณ สิ้นปี 2557 (ซึ่งเป็นระดับที่ต่ำที่สุดของ SIRI นับตั้งแต่ปี 2554)

สิ่งที่เปลี่ยนแปลงไป

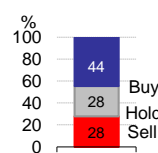
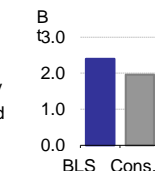
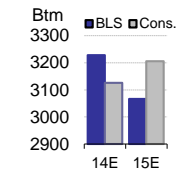
กำไรสุทธิในช่วง 9 เดือนแรกของปี 2557 คิดเป็น 67% ของประมาณการกำไรปี 2557 ของเรา และ 69% ของประมาณการตลาด เรายังคงประมาณการกำไรของเราไว้เท่าเดิม เนื่องจากยอดจองซื้ออสังหาริมทรัพย์ ณ สิ้นเดือนก.ย. (4.6 หมื่นล้านบาท) การันตีประมาณการรายได้จากโครงการอสังหาฯ (ที่อยู่อาศัย) ไปแล้ว 87% และการันตี 60% สำหรับปี 2558 ทั้งนี้ประมาณการสำหรับปี 2558 ของเรา (รายได้ 3.5 หมื่นล้านบาท และอัตรากำไรสุทธิ 8.8%) ถือว่าต่ำกว่าที่ผู้บริหารแนะนำไว้ค่อนข้างมาก (รายได้ 3.6 หมื่นล้านบาท และอัตรากำไรสุทธิ 13%)

Price chart


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(9.2)	(3.9)	(15.2)
Absolute	(7.4)	(2.0)	(3.8)

Key statistics

Market cap	Bt27.3bn	USD0.8bn
12-mth price range	Bt1.7/Bt2.5	
12-mth avg daily volume	Bt198m	USD6.0m
# of shares (m)	13,626	
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	2013	2014E	2015E	2016E
Revenues (Btm)	28,597	29,902	34,908	38,339
Net profit (Btm)	1,929	3,228	3,067	3,420
EPS (Bt)	0.20	0.22	0.21	0.24
EPS growth (%)	-45.7%	+10.7%	-5.0%	+11.5%
Core profit (Btm)	1,911	2,356	3,067	3,420
Core EPS (Bt)	0.20	0.16	0.21	0.24
Core EPS growth (%)	-44.9%	-18.5%	+30.2%	+11.5%
PER (x)	8.8	8.9	9.4	8.4
PBV (x)	1.0	1.1	1.1	1.0
Dividend (Bt)	0.1	0.1	0.1	0.1
Dividend yield (%)	5.6	5.6	5.8	6.5
ROE (%)	11.9	15.2	11.7	12.3

CG rating


นฤมล เอกสมทพร

 นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจุบันพื้นฐานด้านหลักทรัพย์
 narumon.e@bualuang.co.th

+66 2 618 1345

คำแนะนำ

กำไรที่ออกมาดีกว่าคาดในไตรมาส 3/57 (สูงกว่าที่เราและตลาดคาดการณ์ไว้) จะทำให้นักลงทุนกลับมาให้ความสนใจในหุ้นมากขึ้น ในขณะนี้ถือเป็นโอกาสที่ดีในการเข้าซื้อหุ้น เนื่องจากการเพิ่มทุนที่ประสบความสำเร็จจะส่งผลเชิงบวกต่อ SIRI เราปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น ชื้อ (จาก ชื้อเก็งกำไร) ด้วยราคาเป้าหมาย ณ สิ้นปี 2558 ที่ 2.40 บาท อ้างอิงจาก PER ที่ 11 เท่า (สูงกว่าค่าเฉลี่ยปี 2549-56 ของบริษัทอยู่ 1 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน) ในขณะนี้หุ้นมีระดับการซื้อขายอยู่ที่ PER ปี 2558 ที่ 9.4 เท่า และมีแนวโน้มการเติบโตของกำไรหลักที่แข็งแกร่งถึง 30% ในปี 2558 (เทียบจากฐานที่ต่ำในปี 2557)

กำไรที่แข็งแกร่งในไตรมาส 4/57 จะเป็นปัจจัยหนุนให้ราคาหุ้นปรับตัวสูงขึ้นในระยะสั้น SIRI จะกลับมามียอดจองซื้อเติบโตทั้ง YoY และ QoQ ในช่วงไตรมาส 4/57-1/58 หลังจากรายงานยอดจองซื้ออ่อนแอในช่วง 9 เดือนแรกของปี 2557 ทั้งนี้มูลค่าการเปิดตัวโครงการที่เพิ่มขึ้นเป็นสองเท่าที่ 3.3 หมื่นล้านบาท ในปี 2558 จะหนุนการเติบโตของยอดจองซื้อในปีหน้า (ถือว่าสูงสุดในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ภายใต้การวิเคราะห์ของเรา) บริษัทตั้งเป้ายอดจองซื้อไว้ที่ 3.3 หมื่นล้านบาท ในปี 2558 เพิ่มขึ้น 167% YoY

SIRI : Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Revenue	29,821	28,597	29,902	34,908	38,339
Cost of sales and services	(19,903)	(19,268)	(19,975)	(23,281)	(25,565)
Gross profit	9,918	9,329	9,927	11,626	12,774
SG&A	(6,033)	(6,808)	(6,694)	(7,431)	(8,068)
EBIT	3,885	2,522	3,234	4,195	4,706
Interest expense	(328)	(616)	(678)	(752)	(821)
Other income/exp.	266	390	390	390	390
EBT	3,823	2,295	2,945	3,833	4,275
Corporate tax	(954)	(384)	(589)	(767)	(855)
After-tax net profit (loss)	2,869	1,911	2,356	3,067	3,420
Minority interest	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	70	18	872	0	0
Net profit (loss)	2,939	1,929	3,228	3,067	3,420
Reported EPS	0.37	0.20	0.22	0.21	0.24
Fully diluted EPS	0.37	0.20	0.22	0.21	0.24
Core net profit	2,869	1,911	2,356	3,067	3,420
Core EPS	0.36	0.20	0.16	0.21	0.24
EBITDA	4,145	2,741	3,601	4,590	5,127

KEY RATIOS

Revenue growth (%)	45.2	(4.1)	4.6	16.7	9.8
Gross margin (%)	33.3	32.6	33.2	33.3	33.3
EBITDA margin (%)	13.9	9.6	12.0	13.1	13.4
Operating margin (%)	13.0	8.8	10.8	12.0	12.3
Net margin (%)	9.9	6.7	10.8	8.8	8.9
Core profit margin (%)	9.6	6.7	7.9	8.8	8.9
ROA (%)	7.1	3.6	5.0	4.4	4.7
ROCE (%)	8.4	4.2	5.7	4.9	5.2
Asset turnover (x)	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
Current ratio (x)	2.3	2.7	3.3	3.5	3.6
Gearing ratio (x)	1.6	2.0	1.4	1.4	1.3
Interest coverage (x)	11.9	4.1	4.8	5.6	5.7

BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	3,460	2,156	3,157	2,147	2,228
Accounts receivable	41	45	45	53	58
Inventory	34,267	45,621	53,205	57,040	59,009
PP&E-net	2,992	3,297	3,491	3,793	4,096
Other assets	5,735	8,922	8,922	8,922	8,922
Total assets	46,495	60,040	68,820	71,955	74,314
Accounts payable	1,800	2,251	1,099	1,280	1,406
ST debts & current portion	11,586	11,854	12,000	12,000	12,000
Long-term debt	12,419	22,816	24,293	25,793	26,293
Other liabilities	5,465	6,052	6,052	6,052	6,052
Total liabilities	31,270	42,972	43,444	45,126	45,752
Paid-up capital	8,434	10,201	15,426	15,426	15,426
Share premium	584	657	1,532	1,532	1,532
Retained earnings	5,704	6,173	8,381	9,834	11,568
Shareholders equity	15,224	17,067	25,376	26,828	28,562
Minority interests	1	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	46,495	60,040	68,820	71,955	74,314

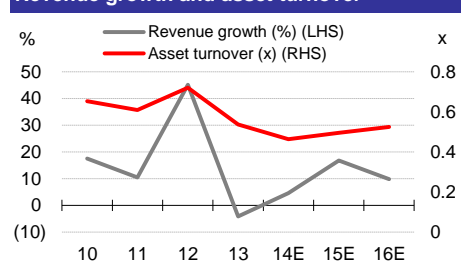
CASH FLOW (Btm)

Net income	2,939	1,929	3,228	3,067	3,420
Depreciation and amortization	260	219	367	395	421
Change in working capital	(25,737)	(30,170)	(8,736)	(3,661)	(1,849)
FX, non-cash adjustment & others	19,805	18,433	0	0	(0)
Cash flows from operating activities	(2,733)	(9,589)	(5,141)	(200)	1,992
Capex (Invest)/Divest	(622)	(815)	(562)	(697)	(724)
Others	0	0	0	0	0
Cash flows from investing activities	(622)	(815)	(562)	(697)	(724)
Debt financing (repayment)	3,462	9,169	1,624	1,500	500
Equity financing	1,440	1,352	6,100	0	0
Dividend payment	(1,001)	(1,425)	(1,020)	(1,614)	(1,687)
Others	0	0	0	0	0
Cash flows from financing activities	3,899	9,093	6,704	(114)	(1,187)
Net change in cash	543	(1,311)	1,002	(1,011)	82
Free cash flow (Btm)	(3,355)	(10,404)	(5,702)	(897)	1,268
FCF per share (Bt)	(0.43)	(1.09)	(0.40)	(0.06)	0.09

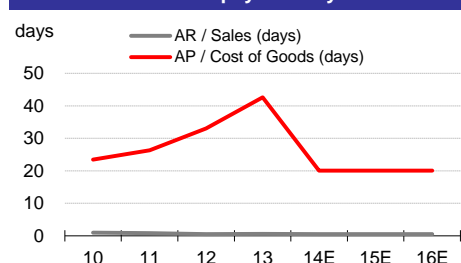
KEY ASSUMPTIONS

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Total presales (Btm)	40,000	48,000	57,600	69,120	82,944
YoY change in presales	84%	20%	20%	20%	20%
Housing revenue (Btm)	28,954	27,724	29,024	34,000	37,400
YoY change in housing revenue	46%	-4%	5%	17%	10%
Secured revenue by backlogs (Btm)	-	-	25,376	20,500	12,200
% of secured revenue by backlogs	-	-	87%	60%	33%

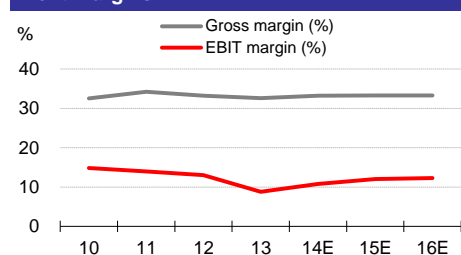
Revenue growth and asset turnover



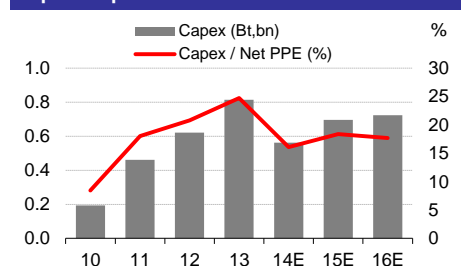
A/C receivable & A/C payable days



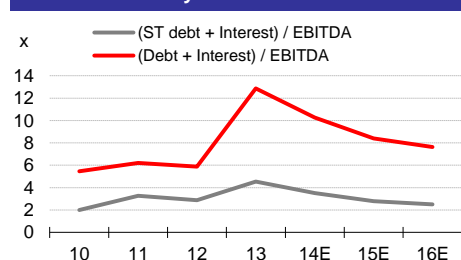
Profit margins



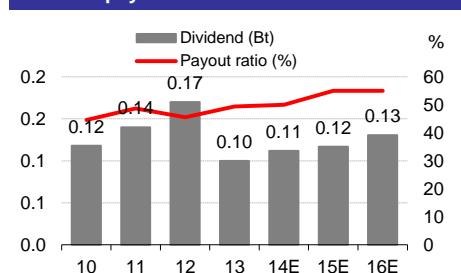
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



SIRI : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14
Revenue	6,983	9,049	4,299	6,043	7,228
Cost of sales and services	(4,748)	(6,029)	(2,881)	(4,032)	(4,819)
Gross profit	2,235	3,020	1,418	2,010	2,409
SG&A	(1,614)	(1,712)	(1,379)	(1,249)	(1,342)
EBIT	621	1,308	38	762	1,067
Interest expense	(181)	(179)	(155)	(136)	(173)
Other income/exp.	89	122	62	26	84
EBT	529	1,250	(55)	651	978
Corporate tax	(89)	(163)	13	(114)	(186)
After-tax net profit (loss)	440	1,087	(42)	537	791
Minority interest	0.0	0.0	0.0	0.2	(0.4)
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	(2)	(30)	872	0	3
Net profit (loss)	438	1,057	830	538	794
Reported EPS	0.05	0.11	0.09	0.06	0.08
Fully diluted EPS	0.05	0.11	0.09	0.06	0.08
Core net profit	440	1,087	(42)	537	791
Core EPS	0.05	0.11	(0.00)	0.06	0.08
EBITDA	604	1,478	178	872	1,221

KEY RATIOS

Gross margin (%)	32.0	33.4	33.0	33.3	33.3
EBITDA margin (%)	8.7	16.3	4.1	14.4	16.9
Operating margin (%)	8.9	14.5	0.9	12.6	14.8
Net margin (%)	6.3	11.7	19.3	8.9	11.0
Core profit margin (%)	6.3	12.0	(1.0)	8.9	10.9
BV (Bt)	1.7	1.8	1.9	1.8	2.0
ROE (%)	11.0	24.8	18.5	12.2	16.7
ROA (%)	3.1	7.0	5.1	3.2	4.5
Current ratio (x)	2.6	2.7	2.5	2.3	2.2
Gearing ratio (x)	2.1	2.0	2.1	2.3	2.2
Interest coverage (x)	3.4	7.3	0.2	5.6	6.2

QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	1,549	2,156	2,564	2,099	2,336
Accounts receivable	48	45	49	50	45
Inventory	44,165	45,621	51,889	54,490	57,043
PP&E-net	4,540	5,722	5,017	4,992	4,857
Other assets	6,592	6,496	6,186	5,792	5,747
Total assets	56,893	60,040	65,705	67,423	70,029
Accounts payable	2,062	2,251	3,050	2,848	2,630
ST debts & current portion	6,791	6,033	5,906	6,382	7,845
Long-term debt	26,860	28,891	32,586	33,973	33,538
Other liabilities	5,211	5,797	6,232	6,648	7,018
Total liabilities	40,924	42,972	47,774	49,850	51,032
Paid-up capital	10,198	10,201	10,232	10,268	10,323
Share premium	657	657	0	658	659
Retained earnings	5,116	6,173	7,003	6,585	7,378
Shareholders equity	15,969	17,067	17,931	17,573	18,997
Minority interests	0.3	0.2	0.2	0.0	0.0
Total Liab.&Shareholders' equity	56,894	60,040	65,705	67,423	70,029

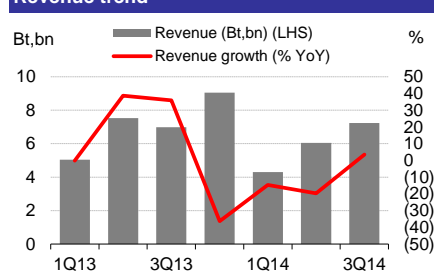
KEY STATS

Total presales (Btm)	8,574	4,975	388	3,893	2,485
YoY change in presales	6%	-69%	-98%	-49%	-71%
Housing revenue (Btm)	6,826	8,651	4,152	5,863	7,035
YoY change in housing revenue	37%	-37%	-15%	-20%	3%
Housing GM	32.0%	34.9%	33.4%	33.4%	33.7%
Rental revenue (Btm)	157	398	147	180	193

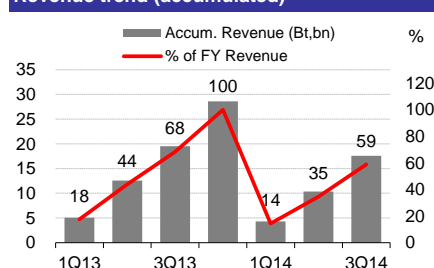
Company profile

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.

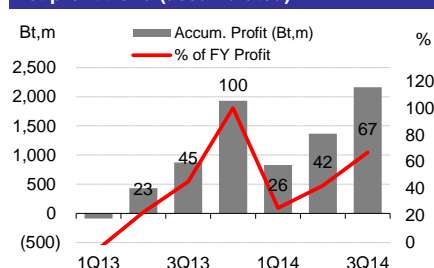
Revenue trend



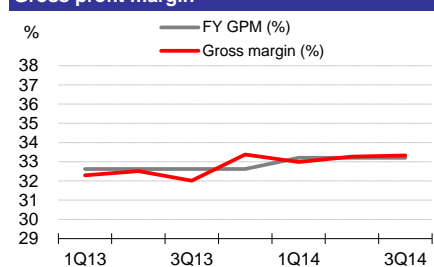
Revenue trend (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin

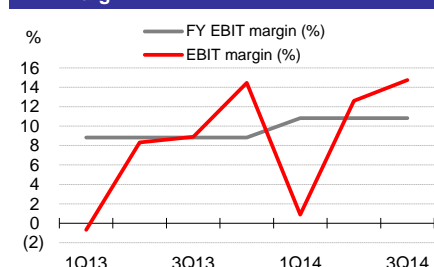


Figure 1 : 3Q14 results

FY Ended 31 Dec (Btm)	3Q14	3Q13	YoY %	2Q14	QoQ %	9M14	9M13	YoY %	9M14 vs. FY14E
Income Statement									
Revenue	7,228	6,983	4	6,043	20	17,569	19,548	(10)	59
Cost of sales and services	(4,819)	(4,748)	2	(4,032)	20	(11,732)	(13,239)	(11)	59
EBITDA	1,221	604	102	872	40	2,271	1,652	37	63
EBIT	1,067	621	72	762	40	1,866	1,213	54	58
Interest expense	(173)	(181)	(4)	(136)	27	(465)	(437)	6	69
Other income/exp.	84	89	(5)	26	229	172	268	(36)	44
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Extra items	3	(2)	nm	0	692	875	48	1,729	
EBT	978	529	85	651	50	1,573	1,045	51	53
Corporate tax	(186)	(89)	nm	(114)	nm	(287)	(220)	nm	
Minority interest	(0.4)	0.0	100	0.2	100	(0.2)	0.0	100	
Net profit (loss)	794	438	81	538	48	2,161	872	148	67
Reported EPS	0.08	0.05	79	0.06	47	0.23	0.09	142	
Core net profit	791	440	80	537	47	1,286	824	56	55
Key ratios									
Gross margin (%)	33.3	32.0		33.3		33.2	32.3		
EBITDA margin (%)	16.9	8.7		14.4		12.9	8.5		
EBIT margin (%)	14.8	8.9		12.6		10.6	6.2		
Tax rate (%)	19.1	16.9		17.5		18.2	21.1		
Net margin (%)	11.0	6.3		8.9		12.3	4.5		
Current ratio (x)	2.2	2.6		2.3		2.2	2.6		
Gearing ratio (x)	2.2	2.1		2.3		2.2	2.1		
Interest coverage (x)	6.2	3.4		5.6		4.0	2.8		
Balance Sheet									
Cash & Equivalent	2,336	1,549	51	2,099		11			
Total assets	70,029	56,893	23	67,423	4				
ST debts & current portion	7,845	6,791	16	6,382	23				
Long-term debt	33,538	26,860	25	33,973	(1)				
Total liabilities	51,032	40,924	25	49,850	2				
Retained earnings	7,378	5,116	44	6,585	12				
Shareholders equity	18,997	15,969	19	17,573	8				
Minority interests	0	0	(100)	0	(92)				
BV (Bt)	2.0	1.7	18	1.8	8				

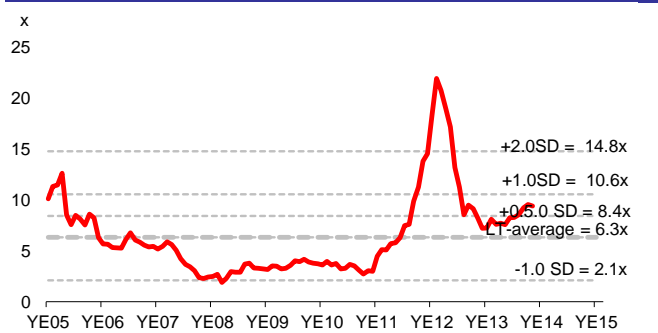
- Residential sales rose YoY and QoQ to Bt7bn.
- Strong EBIT growth, led by sales, a fatter GM and a lower SG&A/sales ratio
- 3Q14 net profit was 15% above our estimate and 23% ahead of the consensus
- Positive surprise! Double-digit core margin in 3Q14
- Net gearing dipped from 2.2x at end-June to 2.1x at end-Sept

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

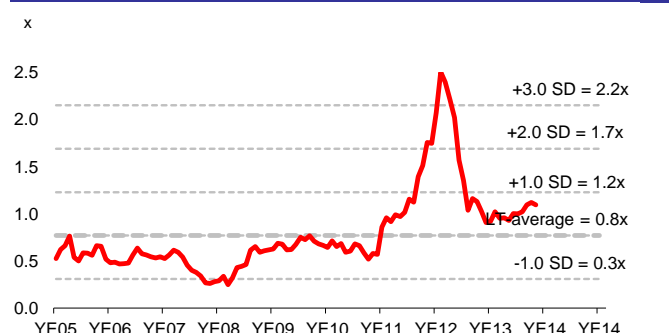
Regional Comparisons

	Bloomberg Code	Price (local curr.)	Market Cap (US\$ equivalent)	PER (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div Yield (%)	
				2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E
Ananda Development	ANAN TB	THB3.54	360	11.4	10.1	27.9	12.5	1.7	1.5	16.4	16.1	1.8	2.0
AP (Thailand)	AP TB	THB6.45	618	7.9	7.3	15.3	9.3	1.3	1.1	16.9	16.2	4.1	4.5
Land and Houses	LH TB	THB9.80	3,281	16.6	15.1	-8.4	9.7	2.6	2.5	18.4	17.4	4.8	5.3
L.P.N. Development	LPN TB	THB23.70	1,066	15.2	11.2	-0.2	35.7	3.3	2.8	22.7	26.8	3.4	4.5
Pruksa Real Estate	PS TB	THB31.25	2,121	10.5	9.4	14.4	11.8	2.3	2.0	24.3	23.0	3.1	3.5
Quality Houses	QH TB	THB4.10	1,148	10.7	8.9	6.5	20.5	1.9	1.7	19.2	20.5	4.2	5.1
Raimon Land	RML TB	THB2.06	224	5.1	6.3	146.5	-18.7	1.6	1.3	52.5	28.6	6.2	6.1
SC Asset Corporation	SC TB	THB3.70	419	10.6	8.9	24.3	19.6	1.2	1.1	11.8	13.2	3.9	4.6
Sansiri	SIRI TB	THB2.00	831	8.9	9.4	10.7	-5.0	1.1	1.1	15.2	11.7	5.6	5.8
Supalai	SPALI TB	THB25.75	1,347	10.5	9.3	46.7	12.5	2.5	2.1	26.8	25.4	4.0	4.5
Simple average				10.7	9.6	28.4	10.8	2.0	1.7	22.4	19.9	4.1	4.6

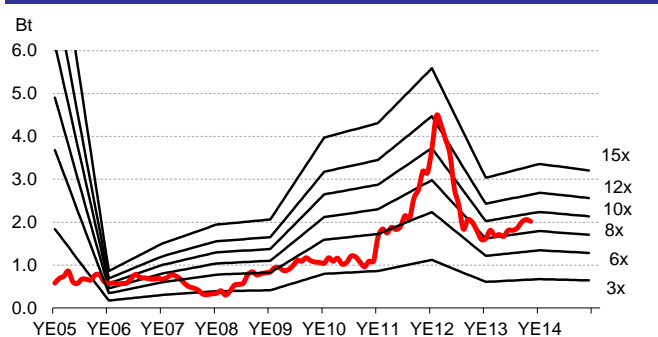
PER band versus SD (next 12 months)



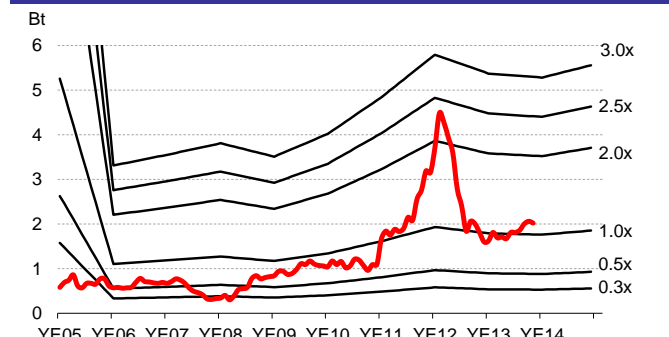
PER band versus SD (next 12 months)



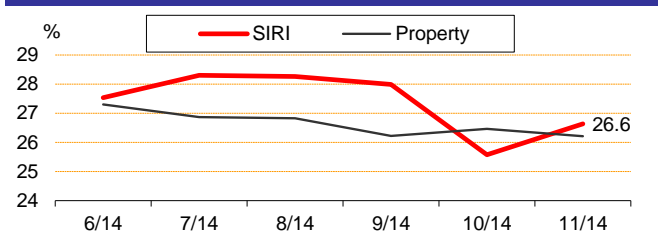
PER band and share price



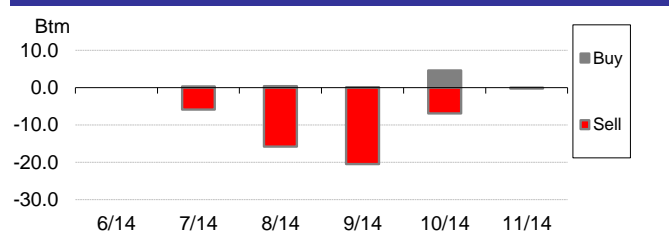
PBV band and share price



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
TSE	BA, BGH, CBG, TSE

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.