

แสนสิริ SIRI TB / SIRI.BK

17 พฤษภาคม 2556
**ผลประกอบการไตรมาส 1/56 สดุด; พื้นตัวทันที
ไตรมาส 2/56**
ประหลาดใจเชิงลบ – ขาดทุนไตรมาส 1/56

SIRI รายงานขาดทุนสุทธิ 106 ล้านบาทสำหรับไตรมาส 1/56 เทียบกับกำไรสุทธิ 308 ล้านบาทในไตรมาส 1/55 และกำไรทำสถิติสูงสุด 1.9 พันล้านบาทในไตรมาส 4/55 สร้างความผิดหวังแก่ทุกคาดการณ์เนื่องจากอัตรากำไรขั้นต้นของโครงการที่อยู่อาศัย(อสังหาฯ) น้อยกว่าที่คาด 2% และอัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายสูงกว่าที่เราประมาณการถึง 5.5% โดยขาดทุนไตรมาส1/56 ต่ำกว่าที่เราคาดกำไรไตรมาส 1/56 เท่ากับ 259 ล้านบาทและตลาดคาดไว้ 277 ล้านบาท

ประเด็นหลักจากผลประกอบการ

ขาดทุนส่วนใหญ่มาจากค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารสูงมากเกือบกปรกับยอดขายที่อยู่อาศัยเพียงทรงตัว YoY สำหรับอัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดรายได้ของ SIRI เพิ่มขึ้นก้าวกระโดดจาก 25.5% ในไตรมาส 1/55 เป็น 33% เนื่องจากต้นทุนการตลาดสูงจากยอดจองซื้อทำสถิติสูงสุดใหม่ 2.1 หมื่นล้านบาทสำหรับไตรมาส (ไม่ตรงกันระหว่างค่าใช้จ่ายทางการตลาดและการรับรู้รายได้ของโครงการที่เปิดในไตรมาส1/56) นอกจากนี้อัตรากำไรขั้นต้นโครงการที่อยู่อาศัย(อสังหาฯ) ลดลงจาก 34.1% ในไตรมาส 1/55 เป็น 32% ในไตรมาส 1/56 เนื่องจากอัตรากำไรขั้นต้นสูงสำหรับคอนโด Quarttro ที่โอนค่อนข้างมากในไตรมาส1/55 สำหรับยอดขายโครงการที่อยู่อาศัย(อสังหาฯ)ในไตรมาส 1/56 คิดเป็นโครงการแนวราบ 53% และคอนโด 47%

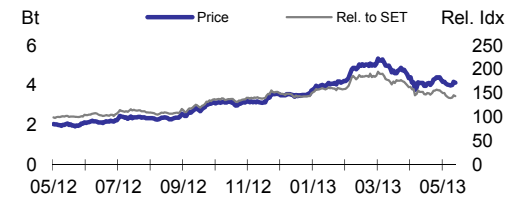
ผลประกอบการอ่อนแอ QoQ เนื่องจากฐานสูงกำไรทำสถิติสูงสุดใหม่ 1.9 พันล้านบาทในไตรมาส 4/55 ยอดขายโครงการที่อยู่อาศัย(อสังหาฯ) ลดลง 65% QoQ เป็น 4.9 พันล้านบาทในไตรมาส 1/56 เทียบกับยอดขายสูงสุดเป็นประวัติการณ์ 1.4 หมื่นล้านบาทในไตรมาส 4 สัดส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุนสุทธิเพิ่มขึ้นจาก 1.4 เท่า ณ สิ้นปี 2555 เป็น 1.6 เท่า ณ สิ้นเดือนมี.ค.

แนวโน้ม

ผู้บริหารยืนยันว่าขาดทุนไตรมาส 1/56 จะตามด้วยกำไรพื้นตัวในไตรมาส 2/56 อย่างแน่นอน โดยยอดขายโครงการที่อยู่อาศัย(อสังหาฯ) สำหรับไตรมาสคาดว่าเติบโต 30% YoY และ 40% QoQ อัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายลดลง QoQ จากกำหนดการเปิดตัวน้อยลงมากสำหรับไตรมาส 2/56 แนวโน้มกำไรของ SIRI จะเข้ามาในช่วงท้ายโดย 70% ของประมาณการรายได้ปี 2556 คาดว่าจะรับรู้ในครึ่งหลังของปี 2556

สิ่งที่เปลี่ยนแปลงไป

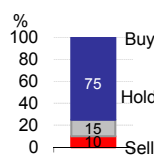
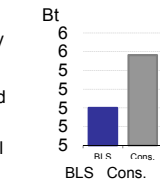
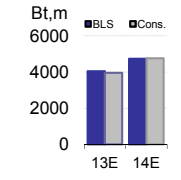
เราปรับลดประมาณการกำไรหลัก 5% สำหรับปี 2556 และ 6% สำหรับปี 2557 เพื่อสะท้อนผลประกอบการไตรมาส 1/56 นำผิดหวัง สมมติฐานอัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายเพิ่มขึ้น 0.8% เป็น 20% สำหรับปี 2556 และเพิ่มขึ้น 0.6% เป็น 19.5% สำหรับปี 2557 ประมาณการอัตรากำไรหลักของเราใกล้เคียงที่ผู้บริหารคาดที่ 11% สำหรับปีนี้ (9.9% ในปี 2555)

Sector: Property (Residential) Overweight
คำแนะนำพื้นฐาน: ซื้อเก็งกำไร
เป้าหมายพื้นฐาน: 5.20 บาท
ราคา (15/05/13): 4.14 บาท
Price chart


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(2.5)	(21.1)	67.8
Absolute	4.0	(14.1)	107.0

Key statistics

Market cap	Bt37.7bn	USD1.3bn
12-mth price range	Bt2.0/Bt5.4	
12-mth avg daily volume	Bt374m	USD12.6m
# of shares (m)	9,101	
Est. free float (%)	75.1	
Foreign limit (%)	39.0	

Consensus Rating

BLS Target price vs. Consensus

BLS earnings vs. Consensus

Financial summary

FY Ended 31 Dec	2012	2013E	2014E	2015E
Revenues (Btm)	29,821	36,980	41,247	46,198
Net profit (Btm)	3,019	4,045	4,736	5,431
EPS (Bt)	0.38	0.37	0.43	0.49
EPS growth (%)	+33.2%	-4.1%	+17.1%	+14.7%
Core profit (Btm)	2,947	4,045	4,736	5,431
Core EPS (Bt)	0.37	0.37	0.43	0.49
Core EPS growth (%)	+31.7%	-1.8%	+17.1%	+14.7%
PER (x)	10.8	11.3	9.6	8.4
PBV (x)	2.2	2.3	2.0	1.8
Dividend (Bt)	0.2	0.2	0.2	0.3
Dividend yield (%)	4.7	4.6	5.4	6.2
ROE (%)	23.0	23.2	22.2	22.5

CG rating

ณฤมล เอกสมทพร
+66 2 618 1000

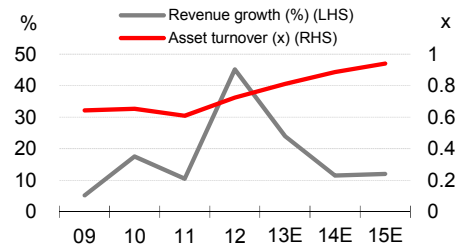
คำแนะนำ

ผลประกอบการที่ผิดหวังในไตรมาส 1/56 ได้สะท้อนในราคาหุ้นแล้ว เนื่องจากราคาหุ้นปรับตัวลดลง 25% นับตั้งแต่ราคาขึ้นสูงสุดในเดือนมี.ค. สำหรับค่าใช้จ่ายทางการตลาดสูงในไตรมาส 1/56 ทำให้ผลประกอบการสะดุดแค่ชั่วคราวโดย SIRI จะรายงานผลประกอบการปรับตัวดีขึ้น QoQ ตลอดไตรมาส 2-4/56 แนวโน้มรายได้ชัดเจน โดยยอดจองซื้อออร์รับรัรายได้ ณ สิ้นเดือนมี.ค.ประกันประมาณการรายได้ของเราปี 2556 แล้ว 69% และ 44% ของปี 2557 เรายังคงคำแนะนำ ซื้อเก็งกำไร ด้วยราคาเป้าหมาย ณ สิ้นปี 2556 ลดลงเป็น 5.20 บาท (จากเดิม 5.50) อ้างอิงจากเป้าหมาย PER คงเดิมที่ 15 เท่า โดย SIRI ซื้อขายที่มูลค่าหุ้นไม่แพง ที่ PER ปี 2556 เพียง 11.2 เท่าและอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลดีที่ 4.6%

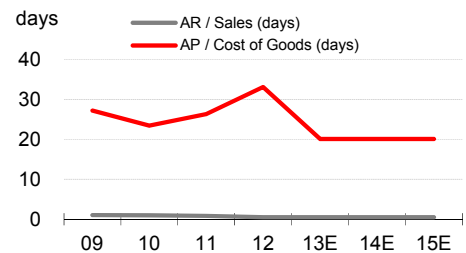
SIRI : Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Revenue	20,542	29,821	36,980	41,247	46,198
Cost of sales and services	(13,509)	(19,877)	(24,456)	(27,228)	(30,557)
Gross profit	7,032	9,944	12,525	14,019	15,641
SG&A	(4,166)	(6,060)	(7,379)	(8,024)	(8,760)
EBIT	2,867	3,885	5,146	5,995	6,882
Interest expense	(222)	(328)	(354)	(340)	(358)
Other income/exp.	137	265	265	265	265
EBT	2,781	3,822	5,057	5,920	6,789
Corporate tax	(779)	(874)	(1,011)	(1,184)	(1,358)
After-tax net profit (loss)	2,003	2,948	4,046	4,736	5,431
Minority interest	(0.6)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	26	71	0	0	0
Net profit (loss)	2,028	3,019	4,045	4,736	5,431
Reported EPS	0.29	0.38	0.37	0.43	0.49
Fully diluted EPS	0.29	0.38	0.37	0.43	0.49
Core net profit	2,002	2,947	4,045	4,736	5,431
Core EPS	0.28	0.37	0.37	0.43	0.49
EBITDA	3,159	4,145	5,484	6,362	7,276
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	10.5	45.2	24.0	11.5	12.0
Gross margin (%)	34.2	33.3	33.9	34.0	33.9
EBITDA margin (%)	15.4	13.9	14.8	15.4	15.8
Operating margin (%)	14.0	13.0	13.9	14.5	14.9
Net margin (%)	9.9	10.1	10.9	11.5	11.8
Core profit margin (%)	9.7	9.9	10.9	11.5	11.8
ROA (%)	6.0	7.3	8.9	10.2	11.1
ROCE (%)	7.2	8.7	10.5	11.9	12.9
Asset turnover (x)	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9
Current ratio (x)	2.2	2.3	3.4	3.3	3.4
Gearing ratio (x)	1.7	1.6	0.9	0.8	0.7
Interest coverage (x)	12.9	11.9	14.5	17.6	19.2
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	2,968	3,460	3,469	3,275	2,836
Accounts receivable	48	41	50	56	62
Inventory	25,616	34,267	33,078	35,845	38,223
PP&E-net	2,557	2,992	3,190	3,491	3,793
Other assets	5,048	5,347	5,347	5,347	5,347
Total assets	36,238	46,106	45,133	48,014	50,262
Accounts payable	975	1,800	1,345	1,498	1,681
ST debts & current portion	10,077	11,586	5,500	6,500	6,501
Long-term debt	9,327	12,419	12,793	11,893	10,993
Other liabilities	4,481	5,465	5,465	5,465	5,465
Total liabilities	24,860	31,270	25,103	25,355	24,640
Paid-up capital	7,547	8,434	11,013	11,013	11,013
Share premium	550	584	690	690	690
Retained earnings	3,298	5,316	7,826	10,454	13,417
Shareholders equity	11,377	14,835	20,030	22,658	25,622
Minority interests	0	1	1	1	1
Total Liab.&Shareholders' equity	36,238	46,106	45,134	48,014	50,262
CASH FLOW (Btm)					
Net income	2,028	3,019	4,045	4,736	5,431
Depreciation and amortization	292	260	338	367	395
Change in working capital	(18,393)	(25,737)	725	(2,621)	(2,202)
FX, non-cash adjustment & others	13,106	19,725	0	0	0
Cash flows from operating activities	(2,966)	(2,733)	5,109	2,482	3,624
Capex (Invest)/Divest	(461)	(622)	(536)	(668)	(697)
Others	33	0	0	0	0
Cash flows from investing activities	(428)	(622)	(536)	(668)	(697)
Debt financing (repayment)	3,872	3,462	(5,712)	100	(899)
Equity financing	102	1,440	2,685	0	0
Dividend payment	(178)	(999)	(1,535)	(2,107)	(2,467)
Others	33	0	0	0	0
Cash flows from financing activities	2,908	3,900	(4,563)	(2,007)	(3,366)
Net change in cash	(486)	545	10	(193)	(439)
Free cash flow (Btm)	(3,427)	(3,355)	4,572	1,814	2,927
FCF per share (Bt)	(0.49)	(0.43)	0.42	0.16	0.27
KEY ASSUMPTIONS	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Total presales (Btm)	21,792	40,000	48,000	57,600	69,120
YoY change in presales	-13%	84%	20%	20%	20%
Housing revenue (Btm)	19,769	28,954	36,086	40,324	45,245
YoY change in housing revenue	11%	46%	25%	12%	12%
Secured revenue by backlogs (Btm)	-	-	24,941	17,622	11,670
% of secured revenue by backlogs	-	-	69%	44%	26%

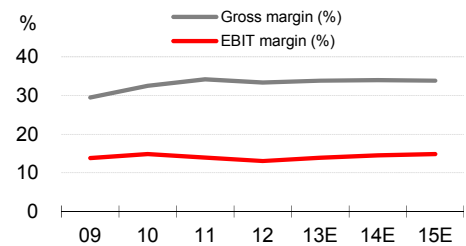
Revenue growth and asset turnover



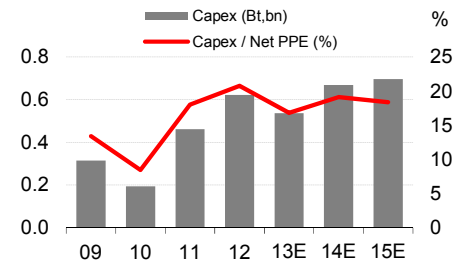
A/C receivable & A/C payable days



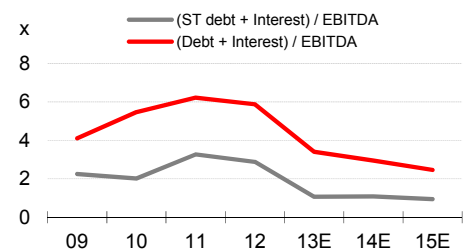
Profit margins



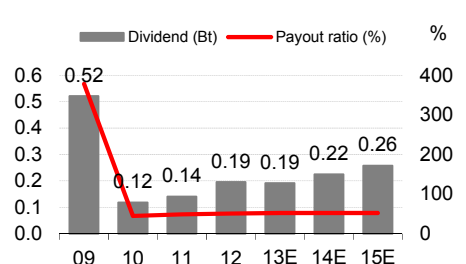
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



SIRI : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
Revenue	5,046	5,429	5,140	14,206	5,038
Cost of sales and services	(3,312)	(3,614)	(3,338)	(9,613)	(3,411)
Gross profit	1,734	1,816	1,803	4,592	1,627
SG&A	(1,286)	(1,198)	(1,337)	(2,239)	(1,661)
EBIT	448	617	466	2,353	(34)
Interest expense	(95)	(57)	(67)	(108)	(133)
Other income/exp.	74	88	88	14	76
EBT	427	648	488	2,259	(91)
Corporate tax	(105)	(198)	(78)	(493)	(13)
After-tax net profit (loss)	322	450	409	1,766	(104)
Minority interest	(0.1)	(0.1)	(0.0)	1.2	(0.0)
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	(14)	1	(6)	90	(2)
Net profit (loss)	308	451	403	1,858	(106)
Reported EPS	0.04	0.06	0.06	0.24	(0.01)
Fully diluted EPS	0.04	0.06	0.06	0.24	(0.01)
Core net profit	322	450	409	1,767	(104)
Core EPS	0.04	0.06	0.06	0.22	(0.01)
EBITDA	585	782	637	2,406	129

KEY RATIOS

Gross margin (%)	34.4	33.4	35.1	32.3	32.3
EBITDA margin (%)	11.6	14.4	12.4	16.9	2.6
Operating margin (%)	8.9	11.4	9.1	16.6	(0.7)
Net margin (%)	6.1	8.3	7.8	13.1	(2.1)
Core profit margin (%)	6.4	8.3	8.0	12.4	(2.1)
BV (Bt)	1.7	1.6	1.7	1.9	1.9
ROE (%)	10.4	15.9	12.9	50.1	(2.7)
ROA (%)	3.2	4.3	3.6	16.1	(0.8)
Current ratio (x)	2.1	1.9	1.9	2.3	2.5
Gearing ratio (x)	1.8	2.1	2.1	1.6	1.7
Interest coverage (x)	4.7	10.8	7.0	21.7	n.m.

QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	2,766	2,536	2,101	3,460	2,641
Accounts receivable	53	58	49	41	58
Inventory	27,391	31,804	36,044	34,267	38,035
PP&E-net	3,327	2,777	2,552	4,368	4,607
Other assets	5,115	4,699	4,255	3,972	5,076
Total assets	38,652	41,875	45,002	46,106	50,417
Accounts payable	1,514	1,982	2,234	1,800	1,828
ST debts & current portion	2,841	3,136	4,018	4,212	2,178
Long-term debt	18,357	21,058	21,811	19,914	25,343
Other liabilities	4,093	4,320	4,453	5,345	5,312
Total liabilities	26,805	30,496	32,516	31,270	34,661
Paid-up capital	7,651	7,728	7,781	8,434	8,971
Share premium	553	555	557	584	606
Retained earnings	3,638	3,088	3,497	5,316	5,419
Shareholders equity	11,847	11,378	12,484	14,835	15,755
Minority interests	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8
Total Liab.&Shareholders' equity	38,652	41,875	45,002	46,106	50,417

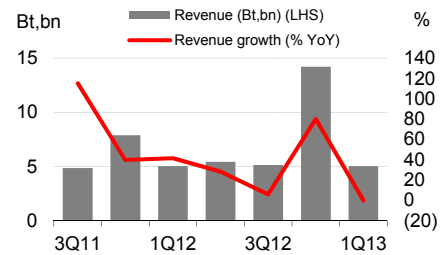
KEY STATS

Total presales (Btm)	10,963	7,274	8,111	16,245	20,900
YoY change in presales	147%	12%	20%	294%	91%
Housing revenue (Btm)	4,885	5,275	4,972	13,823	4,873
YoY change in housing revenue	43%	29%	6%	83%	0%
Housing GM	34.1%	33.4%	34.7%	32.7%	32.0%
Rental revenue (Btm)	161	154	169	383	164

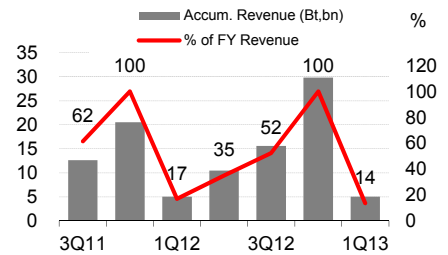
Company profile

SIRI builds SDHs, THs and condos on a presales model. The company earlier focuses on the upper-mid to high-end of the market. In 2H10, the company expands to low-end market particularly for condo. SIIR owned Plus Property Co.,Ltd who is the property and asset management, brokerage services and property sales management. Residential sales income is the core revenue contribution. Residential portfolio is breakdown to about 60% condo and 40% low-rise. The provincial projects account for SIRI's portfolio.

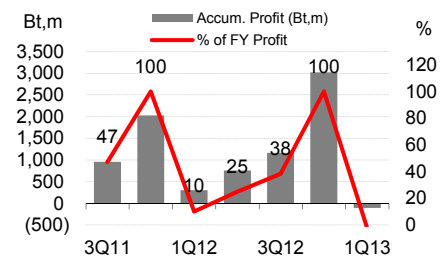
Revenue trend



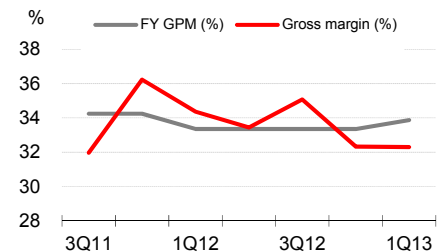
Revenue trend (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin

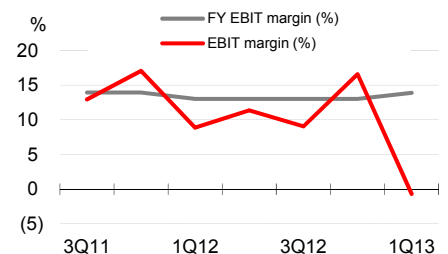


Figure 1 : 1Q13 results

FY Ended 31 Dec (Btm)	1Q13	1Q12	YoY %	4Q12	QoQ %	3M13 vs. FY13E	
Income Statement							
Revenue	5,038	5,046	(0)	14,206	(65)	14	
Cost of sales and services	(3,411)	(3,312)	3	(9,613)	(65)	14	• 1Q13 residential sales were flat YoY and dived 65% QoQ
EBITDA	129	585	(78)	2,406		2	
EBIT	(34)	448	(108)	2,353	(101)	(1)	
Interest expense	(133)	(95)	39	(108)	22	37	• The residential revenue breakdown was 53% low-rise, the rest condo
Other income/exp.	76	74	2	14	442	29	
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0	0	
Extra items	(2)	(14)	nm	90	(103)		
EBT	(91)	427	(121)	2,259	(104)	(2)	• Housing GM fell 2% YoY, due to high GM in 1Q12
Corporate tax	(13)	(105)	(88)	(493)	(97)		
Minority interest	(0)	(0)	nm	1	(104)		
Net profit (loss)	(106)	308	(134)	1,858	(106)	(3)	• Heavy marketing expenses meant that the SG&A/sales ratio jumped to 33%
Reported EPS	(0.01)	0.04	(129)	0.24	(105)		
Core net profit	(104)	322	(132)	1,767	(106)	(3)	
Key ratios							
Gross margin (%)	32.3	34.4		32.3			
EBITDA margin (%)	2.6	11.6		16.9			• A mismatch between marketing expenses and revenue recognition
EBIT margin (%)	(0.7)	8.9		16.6			
Tax rate (%)	(14.4)	24.6		21.8			
Net margin (%)	(2.1)	6.1		13.1			
Current ratio (x)	2.5	2.1		2.3			• Net gearing from 1.4x at YE12 to 1.6x at end-March
Gearing ratio (x)	1.7	1.8		1.6			
Interest coverage (x)	n.m.	4.7		21.7			
Balance Sheet							
Cash & Equivalent	2,641	2,766	(5)	3,460	(24)		
Total assets	50,417	38,652	30	46,106	9		
ST debts & current portion	2,178	2,841	(23)	4,212	(48)		
Long-term debt	25,343	18,357	38	19,914	27		
Total liabilities	34,661	26,805	29	31,270	11		
Retained earnings	5,419	3,638	49	5,316	2		
Shareholders equity	15,755	11,847	33	14,835	6		
Minority interests	1	1	34	1	5		
BV (Bt)	1.9	1.7	13	1.9	(0)		

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

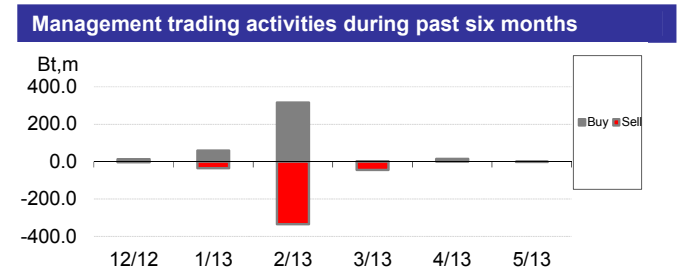
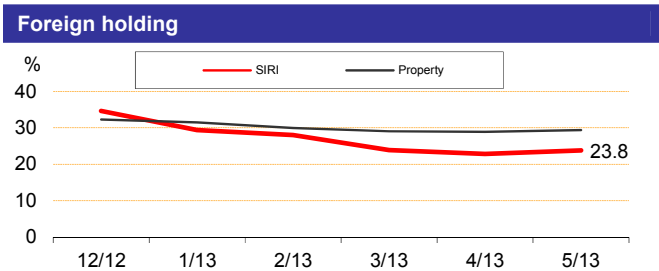
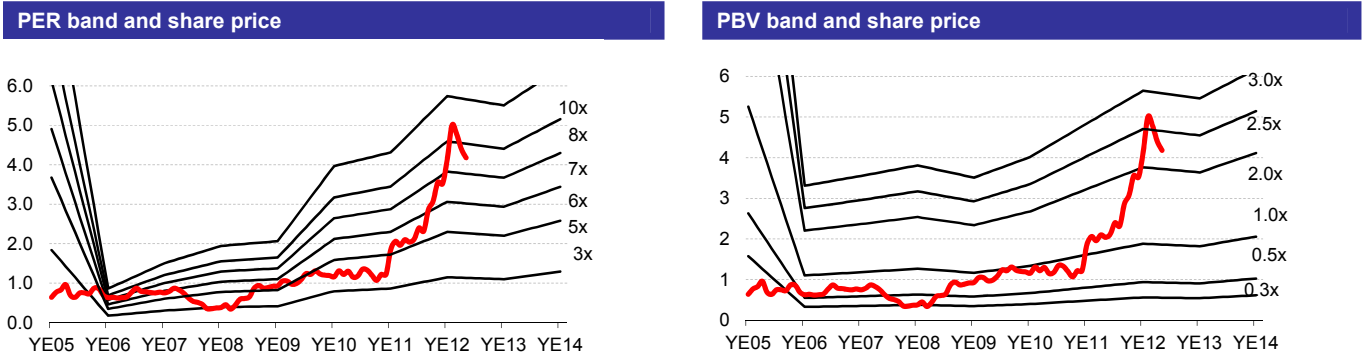
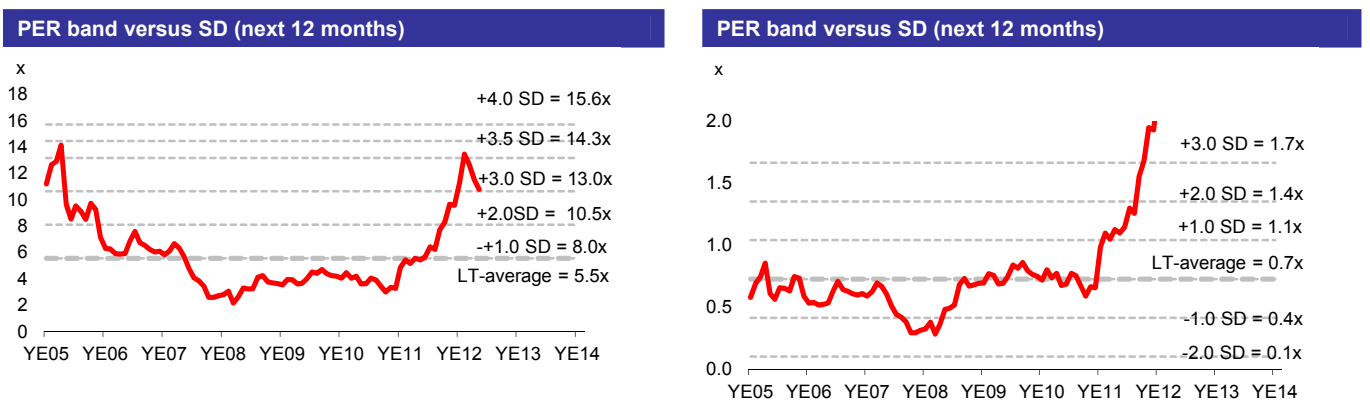
Figure 2 : Forecast changes

Btm	2013e			2014e		
	Previous	Current	Chg.	Previous	Current	Chg.
Core profit	4,268	4,045	-5%	5,063	4,736	-6%
EPS (Bt)	0.39	0.37	-5%	0.46	0.43	-6%
DPS(Bt)	0.20	0.19	-5%	0.24	0.22	-6%
Dividend yield	4.9%	4.6%	-0.3%	5.8%	5.4%	-0.4%
Total revenue	36,980	36,980	0%	41,247	41,247	0%
Gross margin	34.1%	34.1%	0.0%	34.6%	34.2%	-0.5%
Net margin	11.5%	10.9%	-0.6%	12.3%	11.5%	-0.8%
SG&A/Sale	19.2%	20.0%	0.8%	18.9%	19.5%	0.6%

Sources: Company data, Bualuang Research, Bloomberg

Regional Comparisons

	Bloomberg Code	Price (local curr.)	Market Cap (US\$ equivalent)	PER (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div Yield (%)	
				2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E
Ananda Development	ANAN TB	THB4.24	475	10.1	7.9	n.m.	27.4	2.2	17	24.3	24.3	0.0	0.0
AP (Thailand)	AP TB	THB8.85	850	9.8	8.2	12.4	18.8	18	15	19.3	19.9	3.3	4.0
Land and Houses	LH TB	THB13.50	4,545	213	17.7	15.6	20.4	4.0	3.7	20.0	22.5	3.8	4.5
L.P.N. Development	LPN TB	THB24.90	1,234	13.6	11.5	22.0	18.0	3.7	3.1	29.5	29.4	3.7	4.3
Pruksa Real Estate	PSTB	THB29.25	2,182	117	9.7	41.6	20.3	2.6	2.2	24.8	24.6	2.6	3.1
QualityHouses	QHTB	THB4.32	1,332	15.1	13.1	9.1	15.6	2.3	2.1	16.1	16.9	3.3	3.8
SC Asset Corporation	SC TB	THB6.80	847	15.7	12.5	-73.0	25.4	2.2	2.0	14.9	16.7	2.6	3.2
Sansiri	SIRI TB	THB4.14	1,265	11.3	9.6	-4.1	17.1	2.3	2.0	23.2	22.2	4.6	5.4
Supalai	SPALI TB	THB21.60	1,245	11.3	9.1	19.4	24.9	2.5	2.1	24.2	25.6	3.7	4.6
Simple average				13.3	11.0	5.4	20.9	2.6	2.3	21.8	22.5	3.1	3.7








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 ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DWs UNDERLYING STOCKS. Investors should carefully read the details of the derivative warrants 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.

DWs Underlying Stocks	Financial Advisor	Joint lead underwriter/ Co-underwriter
ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BCP, BEC, BGH, BH, BIGC, BJC, BLA, BTS, CPALL, CPF, CPN, DTAC, EGCO, ESSO, GLOW, HMPRO, HEMRAJ, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, KBANK, KK, KTB, LH, MAKRO, MINT, PS, PTT, PTTEP, PTTGC, ROBINS, SCB, SCC, SPALI, TCAP, THAI, TISCO, TOP, TMB, TPIPL, TRUE, TUF		MONO

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 base 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.