

สยามฟิวเจอร์ ดีเวลอปเมนต์

SF.TB / SF.BK

25 กรกฎาคม 2557

The worst is over

ประเด็นการลงทุน

เรามีมุมมองบวกหลังพบผู้บริหาร โดยคาดกำไร 2Q14 มีแนวโน้มไม่แย่งอย่างที่เคยวิตกกังวล และยังคงเติบโตได้แม้เผชิญปัญหาการเมืองตลอดครึ่งปีที่ผ่านมา โดยเฉพาะรายได้จากโครงการ ดี อเวนิว แจ้งวัฒนะ (~10% ของพอร์ตพื้นที่เช่าของ SF) ที่เจอปัญหาการชุมนุมโดยตรง ได้ฟื้นตัวกลับมาเป็นปกติเร็วมาก ดีกว่าที่คาด ขณะที่ส่วนแบ่งกำไรจากโครงการ เมกา บางนา ยังเติบโตสูง เรามองว่าราคาหุ้นที่ Laggard เพราะวิตกกังวล 2Q14 ชะลอตัว เป็นโอกาสในการเข้าลงทุน โดยคาดกำไรจะดีขึ้นตั้งแต่ 3Q14 เป็นต้นไป และดีขึ้นต่อเนื่อง จาก Occupancy rate ที่เพิ่มขึ้น จากการได้ผู้เช่ารายใหม่เข้ามาเติมพื้นที่เดิม และโครงการใหม่ ลุมพินี ทาวน์ชิพ ริงสิต จะรับรู้ต้นปีหน้า เราคงคำแนะนำ ซื้อ ราคาเป้าหมาย 8 บาท (PE 2014 จากราคาปิดเมื่อวาน อยู่ที่ 11 เท่า ยังต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาวที่ 15 เท่า)

คาดการณ์ 2Q14 เติบโตทั้ง YoY และ QoQ

เรคาดกำไร 2Q14 ที่ 152 ล้านบาท เติบโตต่อเนื่อง +6% YoY และ +3% QoQ คาดรายได้ 320 ล้านบาท -3% YoY, +3% QoQ โดยสาเหตุที่รายได้ลดลง YoY เพราะโดนผลกระทบจากการชุมนุมบริเวณ ดี อเวนิว แจ้งวัฒนะ และ ใน 2Q13 บริษัทมีรายได้สูงเป็นพิเศษจากส่วนแบ่งรายได้จาก MAJOR จากภาพยนตร์ที่มากพระโขนง ส่วนกำไรที่เพิ่มขึ้น QoQ เนื่องจากปัญหาทางการเมืองได้จบลงตั้งแต่เดือน พค. และรายได้ฟื้นตัวเร็วมาก และยังมีปัจจัยหนุนจากรายได้ค่าเช่าจาก Art in Paradise ในโครงการ The Esplanade ที่รับรู้เต็มไตรมาส บวกกับส่วนแบ่งกำไรจากโครงการ เมกา บางนา คาดที่ 97 ล้านบาท (+33% YoY, +10% QoQ) โดย 2Q14 มีจำนวนผู้เช่ามาจับจ่ายใช้สอยเพิ่มถึง 8% YoY

2H14: exponential recovery

เรคาดกำไร 2H14 จะฟื้นตัวแรง หลังผ่านจุดต่ำสุดใน 1H14 โดยใน 2H14 คาดจะมีกำไรราว 442 ล้านบาท เพิ่มขึ้นจาก 1H14 ที่ 300 ล้านบาท เป็นผลจาก 1) การทยอยปรับขึ้นค่าเช่าพื้นที่ตามสัญญา 2) การได้ผู้เช่าใหม่ เข้ามาเติมเต็มในพื้นที่ว่าง ซึ่งเกือบทั้งหมดของรายได้ที่เพิ่มขึ้นจะเป็นปัจจัยหนุนกำไรโดยตรงเนื่องจากต้นทุนขายของบริษัทส่วนใหญ่เป็นค่าใช้จ่ายคงที่ (fixed cost) 3.) ส่วนแบ่งกำไรจากโครงการ เมกา บางนา มีแนวโน้มเติบโตสูงขึ้นอีก จาก traffic ที่เพิ่มขึ้นตามโครงการ คอนโดมิเนียมและบ้านจัดสรรเปิดใหม่บริเวณพื้นที่ใกล้เคียง

รายได้ค่าเช่าโตต่อเนื่องจากพื้นที่เช่าเดิม และการเปิดโครงการใหม่

หลังจากที่อัตราค่าเช่าเฉลี่ย และ Occupancy rate ลดลงในปี 2012 โดย Occupancy rate ผ่านจุดต่ำสุดในปี 2013 ที่ 93% จากการที่ CAWOW ปิดตัวลง และในปีนี้ SF ได้ผู้เช่ารายใหม่มาเติมเต็มใน 2 โครงการ โดยที่ในโครงการ The Esplanade เริ่มรับรู้รายได้แล้วหนุนให้ค่าเช่าเฉลี่ยปรับตัวสูงขึ้น 2.6% QoQ และบริษัทจะเริ่มรับรู้รายได้จาก Premium outlet ในโครงการ ดี อเวนิว พัทยา ในช่วง 4Q14 คาดเป็นปัจจัยหนุนให้รายได้ค่าเช่าฟื้นตัวต่อเนื่อง และในไตรมาสนี้ Occupancy rate ได้กลับมาอยู่ในระดับที่สูงถึง 96% อีกครั้ง ทั้งนี้ บริษัทฯ ยังมีแผนขยายธุรกิจอย่างต่อเนื่อง ทั้งการเปิดโครงการคอมมูนิตีโมดูลใหม่ ๆ ร่วมกับ LPN (ลุมพินี ทาวน์ชิพ ริงสิต เริ่มรับรู้ 1Q15) และการจับมือกับพันธมิตรเดิม กลุ่ม IKEA เพื่อสร้างโอกาสในการขยายพื้นที่เช่า โดยเฉพาะโซนด้านเหนือของกรุงเทพ โดยใช้ Business model ในการรับรู้ส่วนแบ่งของยอดขายเหมือน เมกา บางนา

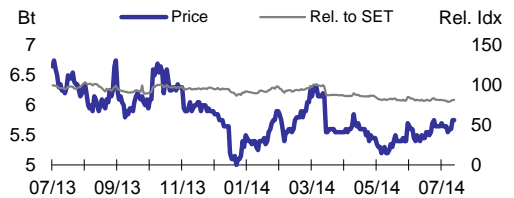
Sector: Property & Construction

คำแนะนำพื้นฐาน: ซื้อ

เป้าหมายพื้นฐาน: 8.00 บาท

ราคา (24/5/14): 5.75 บาท

Price chart

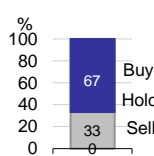


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(0.2)	(5.8)	(23.0)
Absolute	5.5	2.7	(20.1)

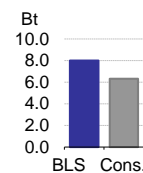
Key statistics

Market cap	Bt8.5bn	USD0.3bn
12-mth price range	Bt5.0/Bt7.0	
12-mth avg daily volume	Bt19m	USD0.6m
# of shares (m)	1,481	
Est. free float (%)	46.7	
Foreign limit (%)	49.0	

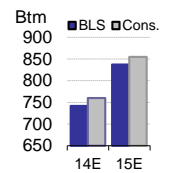
Consensus rating



BLS Target price vs. Consensus



BLS earnings vs. Consensus



Financial summary

FY Ended 31 Dec	2013	2014E	2015E	2016E
Revenues (Btm)	1,307	1,398	1,482	1,556
Net profit (Btm)	512	742	837	896
EPS (Bt)	0.39	0.50	0.57	0.61
EPS grow th (%)	-67.5%	+28.9%	+12.9%	+7.0%
Core profit (Btm)	667	792	837	896
Core EPS (Bt)	0.51	0.53	0.57	0.61
Core EPS grow th (%)	+36%	+6%	+6%	+7%
PER (x)	14.5	10.6	9.4	8.8
PBV (x)	1.2	1.2	1.1	0.9
Dividend (Bt)	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividend yield (%)	na	na	na	na
ROE (%)	8.8	12.1	12.6	12.0



CG rating

วิกิจ ธีรธรรมรัตน์

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน

Wikij.tir@bualuang.co.th

+662 618 1336

SF : Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Revenue	1,287	1,307	1,398	1,482	1,556
Cost of sales and services	(526)	(567)	(573)	(593)	(615)
Gross profit	761	740	825	889	941
SG&A	(197)	(205)	(212)	(218)	(224)
EBIT	564	534	613	671	717
Interest expense	(102)	(103)	(95)	(100)	(106)
Other income/exp.	(110)	60	61	62	63
EBT	352	491	580	633	674
Corporate tax	(42)	(84)	(106)	(127)	(135)
After-tax net profit (loss)	310	407	474	506	539
Minority interest	(4)	(32)	(41)	(53)	(54)
Equity earnings from affiliates	1,081	292	359	384	411
Extra items	14	(155)	(50)	0	0
Net profit (loss)	1,401	512	742	837	896
Reported EPS	1.20	0.39	0.50	0.57	0.61
Fully diluted EPS	1.20	0.39	0.50	0.57	0.61
Core net profit	437	667	792	837	896
Core EPS	0.37	0.51	0.53	0.57	0.61
EBITDA	564	534	626	683	729

KEY RATIOS

Revenue growth (%)	(1.9)	1.6	7.0	6.0	5.0
Gross margin (%)	59.1	56.6	59.0	60.0	60.5
EBITDA margin (%)	43.8	40.9	44.7	46.1	46.8
Operating margin (%)	43.8	40.9	43.9	45.3	46.1
Net margin (%)	108.9	39.2	53.1	56.5	57.6
Core profit margin (%)	34.0	51.0	56.6	56.5	57.6
ROA (%)	12.8	4.4	6.3	7.1	7.3
ROCE (%)	13.5	4.6	6.6	7.4	7.6
Asset turnover (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Current ratio (x)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
Gearing ratio (x)	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5
Interest coverage (x)	5.5	5.2	6.5	6.7	6.7

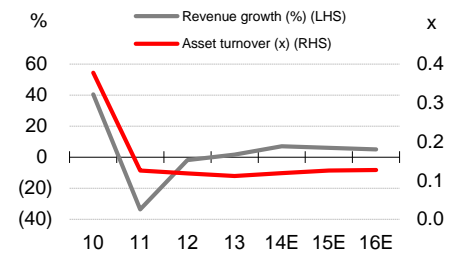
BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	61	23	75	35	48
Accounts receivable	87	95	119	126	133
Inventory	0	0	0	0	0
PP&E-net	30	28	42	41	42
Other assets	11,252	11,856	11,311	11,812	12,313
Total assets	11,430	12,003	11,547	12,015	12,537
Accounts payable	9	10	10	10	11
ST debts & current portion	1,392	587	508	488	508
Long-term debt	3,665	4,403	3,988	3,652	3,249
Other liabilities	461	573	424	419	436
Total liabilities	5,527	5,572	4,930	4,569	4,203
Paid-up capital	1,170	1,316	1,480	1,480	1,480
Share premium	634	634	634	634	634
Retained earnings	3,745	4,095	4,106	4,923	5,798
Shareholders equity	5,549	6,045	6,220	7,037	7,912
Minority interests	354	385	397	409	421
Total Liab.&Shareholders' equity	11,430	12,003	11,547	12,015	12,536

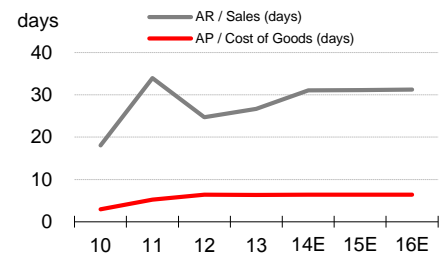
CASH FLOW (Btm)

Net income	1,401	512	742	837	896
Depreciation and amortization	0	0	12	12	12
Change in working capital	0	0	(24)	(7)	(7)
FX, non-cash adjustment & others	(1,199)	(358)	(494)	(427)	(322)
Cash flows from operating activit	202	154	237	415	579
Capex (Invest)/Divest	(74)	(43)	(12)	(11)	(13)
Others	1	(323)	(501)	(501)	(601)
Cash flows from investing activit	(73)	(366)	(513)	(512)	(614)
Debt financing (repayment)	(64)	109	(51)	(2)	19
Equity financing	0	0	0	0	0
Dividend payment	(14)	(16)	(21)	(21)	(21)
Others	1	(323)	(501)	(501)	(601)
Cash flows from financing activiti	(156)	175	328	57	48
Net change in cash	(27)	(37)	52	(40)	13
Free cash flow (Btm)	128	111	225	404	566
FCF per share (Bt)	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4

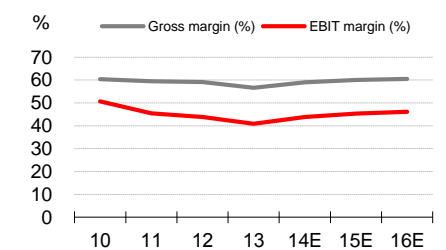
Revenue growth and asset turnover



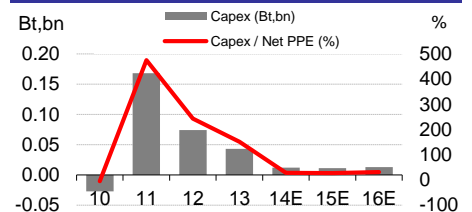
A/C receivable & A/C payable days



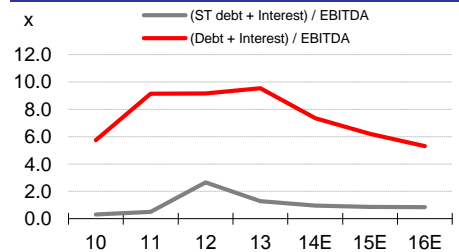
Profit margins



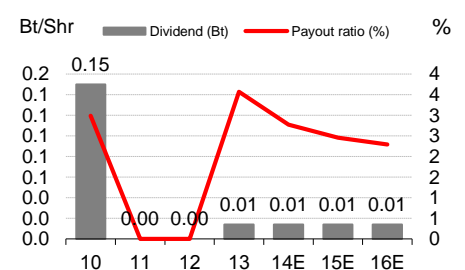
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



SF : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14
Revenue	331	331	318	326	310
Cost of sales and services	(141)	(144)	(139)	(142)	(124)
Gross profit	190	187	179	184	187
SG&A	(53)	(51)	(50)	(52)	(53)
EBIT	137	136	130	132	134
Interest expense	(27)	(24)	(27)	(26)	(25)
Other income/exp.	14	13	16	16	14
EBT	124	125	119	122	122
Corporate tax	(23)	(21)	(15)	(24)	(21)
After-tax net profit (loss)	101	104	104	98	101
Minority interest	(11)	(7)	(7)	(6)	(9)
Equity earnings from affiliates	63	73	72	84	88
Extra items	(22)	(27)	(45)	(61)	(33)
Net profit (loss)	131	143	124	115	148
Reported EPS	0.10	0.11	0.09	0.09	0.10
Fully diluted EPS	0.11	0.11	0.09	0.09	0.10
Core net profit	152	170	169	176	181
Core EPS	0.13	0.13	0.13	0.13	0.12
EBITDA	140	139	133	137	136

KEY RATIOS

Gross margin (%)	57.4	56.4	56.3	56.3	60.1
EBITDA margin (%)	42.2	41.9	41.6	42.0	43.8
Operating margin (%)	41.3	41.0	40.7	40.5	43.0
Net margin (%)	39.4	43.2	38.9	35.1	47.6
Core profit margin (%)	46.0	51.4	53.0	53.9	58.2
BV (Bt)	5.2	4.7	4.8	4.9	4.4
ROE (%)	9.2	9.9	8.4	7.6	9.6
ROA (%)	4.5	4.9	4.2	3.8	4.9
Current ratio (x)	9.2	9.9	12.7	10.2	11.9
Gearing ratio (x)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
Interest coverage (x)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4

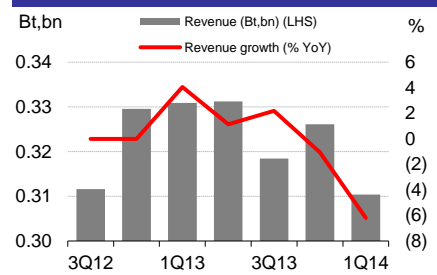
QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	123	36	21	23	33
Accounts receivable	58	63	66	95	76
Inventory	0	0	0	0	0
PP&E-net	29	28	29	28	29
Other assets	11,351	11,504	11,570	11,856	11,851
Total assets	11,561	11,632	11,686	12,003	11,990
Accounts payable	7	10	8	10	10
ST debts & current portion	902	874	547	587	568
Long-term debt	4,289	4,282	4,462	4,403	4,415
Other liabilities	334	286	358	573	428
Total liabilities	5,532	5,453	5,376	5,572	5,421
Paid-up capital	1,170	1,316	1,316	1,316	1,316
Share premium	634	634	634	634	634
Retained earnings	3,860	3,856	3,980	4,095	4,224
Shareholders equity	5,664	5,806	5,930	6,045	6,174
Minority interests	365	372	379	385	394
Total Liab.&Shareholders' equity	11,561	11,632	11,686	12,003	11,990

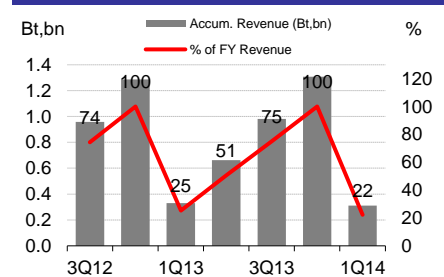
Company profile

บริษัท สยามฟิวเจอร์ ดีเวลอปเม้นท์ ประกอบธุรกิจทางด้านการพัฒนาและบริหารศูนย์การค้า ทั้งศูนย์การค้าแบบเปิด (Open-air Shopping Center) และศูนย์การค้าแบบปิด (Enclosed mall) โดยบริษัทจะจัดหาที่ดินนำมาพัฒนาเป็นศูนย์การค้าหรือโครงการที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจค้าปลีก เพื่อเปิดให้บริการเช่าพื้นที่ทั้งในระยะสั้นและระยะยาว รวมถึงให้บริการการบริหารโครงการและพื้นที่ส่วนกลาง จัดหาสถานที่ประกอบการ และให้บริการสาธารณูปโภค ตลอดจนอายุสัญญาในการเช่าพื้นที่ รายได้หลักของบริษัทมาจากการให้บริการหลัก 4 กลุ่ม ได้แก่ 1. รายได้ค่าเช่าและการบริหารพื้นที่ในโครงการ 2. รายได้จากสัญญาเช่าทางการเงิน 3. รายได้ทางการเงินและดอกเบี้ยรับ และ รายได้อื่นๆ ในส่วนของสาธารณูปโภค

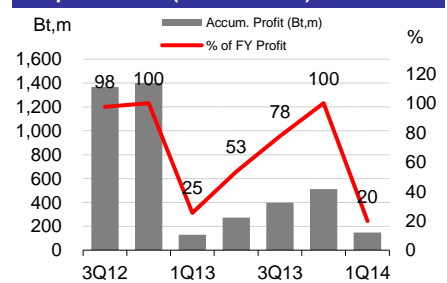
Revenue trend



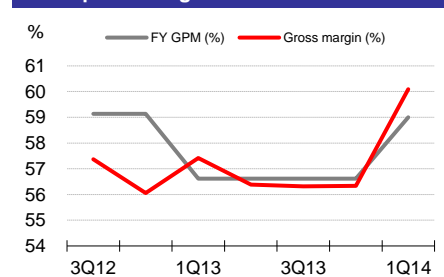
Revenue trend (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin

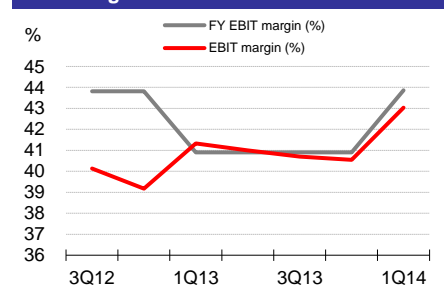
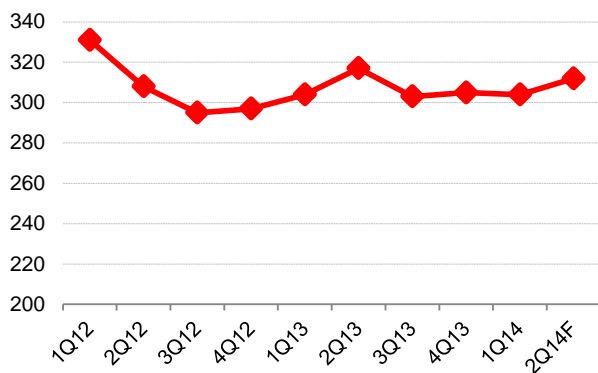


Figure 1 : 2Q14 earnings preview

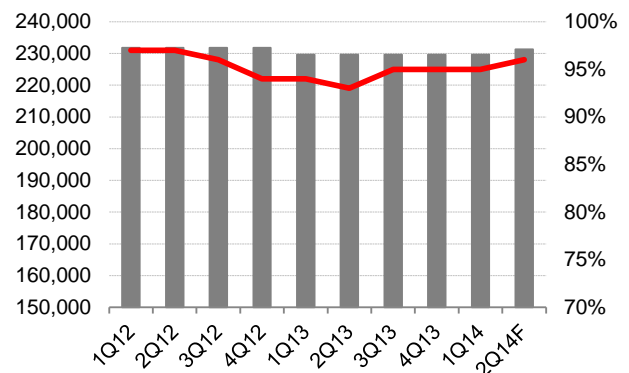
FY Ended 31 Dec (Btm)	2Q14	2Q13	YoY %	1Q14	QoQ %	6M14	6M13	YoY %	6M14 vs. FY14E
Income Statement									
Revenue	320	331	(3)	310	3	630	662	(5)	45
Cost of sales and services	(128)	(144)	(11)	(124)	3	(252)	(285)	(12)	44
EBITDA	140	139	1	136	3	275	279	(1)	44
SG&A	(55)	(51)	8	(53)	4	(108)	(104)	4	51
EBIT	137	136	1	134	3	271	273	(1)	44
Interest expense	(24)	(24)	0	(25)	(7)	(49)	(50)	(2)	52
Other income/exp.	14	13	5	14	(2)	28	27	4	46
Equity earnings from affiliates	97	73	33	88	10	185	136	36	52
Extra items	(40)	(27)	nm	(33)	21	(73)	(49)	nm	146
EBT	127	125	1	122	4	250	250	0	43
Corporate tax	(25)	(21)	21	(21)	21	(46)	(44)	4	44
Minority interest	(7)	(7)	nm	(9)	nm	(16)	(18)	nm	39
Net profit (loss)	152	143	6	148	3	299	274	9	40
Reported EPS	0.11	0.11	0	0.10	10	0.20	0.22	(8)	40
Core net profit	192	170	13	181	6	373	322	16	47
Key ratios									
Gross margin (%)	60.0	56.4		60.1		60.0	56.9		
EBITDA margin (%)	43.6	41.9		43.8		43.7	42.1		
EBIT margin (%)	42.8	41.0		43.0		42.9	41.2		
SG&A / Revenue (%)	17.2	15.4		17.1		17.1	15.7		
Tax rate (%)	20.0	16.8		17.1		18.6	17.8		
Net margin (%)	47.4	43.2		47.6		47.5	41.3		
Current ratio (x)	11.3	9.9		11.9		11.3	9.9		
Gearing ratio (x)	0.7	0.8		0.8		0.7	0.8		
Interest coverage (x)	0.4	0.4		0.4		5.5	5.4		
Balance Sheet									
Cash & Equivalent	33	36	(8)	33	(1)				
Total assets	12,234	11,632	5	11,990	2				
ST debts & current portion	570	874	(35)	568	0				
Long-term debt	4,430	4,282	3	4,415	0				
Total liabilities	5,507	5,453	1	5,421	2				
Retained earnings	4,211	3,856	9	4,224	(0)				
Shareholders equity	6,326	5,806	9	6,174	2				
Minority interests	401	372	8	394	2				
BV (Bt)	4.5	4.7	(3)	4.4	2				

- รายได้ลดลง YoY เนื่องจากปัจจัยทางการเมืองกดดันรายได้โครงการดีอเวนิว แจงวัฒนะ
- คาดส่วนแบ่งกำไรโครงการ เมกา บางนา เติบโตสูง เนื่องจากศูนย์ฯได้รับความนิยมนักลูกค้าเป็นอย่างดี
- คาดกำไรสุทธิเติบโตต่อเนื่องทั้ง YoY และ QoQ จากรายได้ค่าเช่าของตัว SF เอง และส่วนแบ่งกำไรโครงการเมกา บางนา

Source: Company data, Bualuang Research

Figure 2 : Rental income per square meter per month (Bt)


Sources: Company data, Bualuang Research

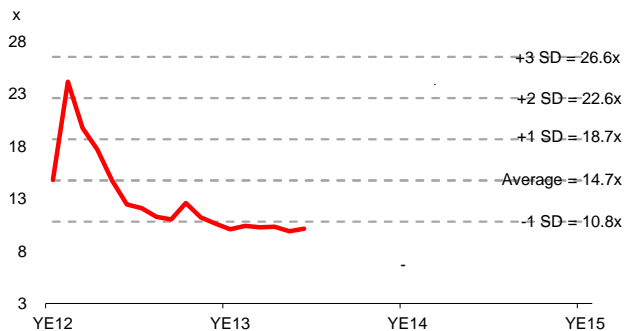
Figure 3 : Gross leasable area (sq.m.) and Occupancy rate


Sources: Company data, Bualuang Research

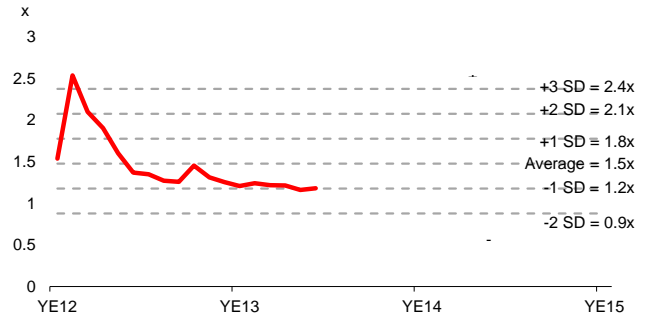
Sector Comparisons

	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
Suning Appliance Co Ltd	002024 CH	CNY6.5	7,747	n.a.	n.a.	-294.0	-24.7	1.7	1.6	-2.6	-2.4	0.7	0.8
Wumart Stores Inc	1025 HK	HKD7.2	1,190	13.2	11.9	21.1	12.2	1.7	1.6	14.4	13.9	3.7	4.1
Parkson Retail Group	3368 HK	HKD2.3	811	14.1	14.0	0.8	1.6	0.8	0.8	6.1	6.2	3.2	3.2
Nitori Hldg Co Ltd	9843 JT	JPY5,580.0	6,274	15.4	14.4	3.3	6.8	1.9	1.8	14.3	15.0	1.0	1.0
Lawson Inc	2651 JT	JPY7,740.0	7,627	19.5	18.0	4.8	7.9	2.8	2.6	15.9	15.6	3.1	3.3
Seven & I Holdings Co Ltd	3382 JT	JPY4,382.5	38,165	20.4	18.6	7.5	9.7	1.6	1.5	9.0	8.6	1.6	1.8
Family Mart	8028 JP	JPY4,680.0	4,491	17.8	17.8	10.1	1.2	1.5	1.5	9.1	9.3	2.3	2.3
President Chain Store Corp	2912 TT	TWD241.0	8,364	26.0	24.6	21.2	4.6	8.3	7.8	34.6	35.2	2.8	3.2
Capitaland Limited	CAPL SP	SGD3.3	11,361	20.4	18.4	11.0	5.9	0.8	0.8	5.0	4.8	2.4	2.4
SM Prime Holdings Inc.	SMPH PM	PHP15.8	10,160	23.3	20.3	13.5	13.8	2.3	2.1	11.5	10.9	1.5	1.8
Home Depot	HD US	USD81.2	111,051	18.4	15.9	16.9	15.3	10.4	10.5	76.6	55.0	2.3	2.7
Costco whole sale corp	COST US	USD118.1	51,780	25.7	23.0	-1.8	12.2	3.9	3.3	17.5	17.4	1.1	1.2
Carrefour	CA FP	EUR27.6	27,333	17.6	15.2	-12.3	14.7	2.0	1.8	14.0	13.1	2.5	2.9
Home Product Center	HMPRO TB	THB10.70	3,682	35.0	30.3	9.5	15.3	7.7	6.6	24.0	23.5	1.2	1.6
Big C Supercenter	BIGC TB	THB224.00	5,802	25.8	22.5	2.5	15.1	4.4	3.8	18.1	18.2	1.2	1.3
Beauty Community	BEAUTY TB	THB24.20	228	28.6	22.2	20.3	28.4	6.8	6.3	24.6	29.4	3.2	4.0
Kamarts	KAMART TB	THB5.95	123	19.5	18.9	25.3	3.0	5.3	5.1	29.6	27.8	4.4	4.7
Berli Jucker	BJC TB	THB54.50	2,722	41.3	34.0	-12.7	21.4	4.6	4.2	13.8	15.4	1.3	1.6
C.P. All	CPALL TB	THB46.75	13,186	34.4	25.5	15.8	35.0	11.3	9.2	39.6	44.4	1.9	2.1
Central Pattana	CPN TB	THB48.75	6,870	30.3	25.4	14.8	19.0	5.2	4.6	18.7	19.6	1.3	1.6
Siam Global House	GLOBAL TB	THB13.20	1,264	45.2	33.2	0.6	36.4	2.6	2.5	7.0	7.7	0.7	0.9
Robinson Department Store	ROBINS TB	THB59.25	2,066	30.6	22.6	8.3	35.5	4.9	4.3	18.0	21.7	1.6	2.2
Siam Future Development	SF TB	THB5.75	267	11.5	10.2	28.9	12.9	1.3	1.1	12.1	12.6	0.2	0.2
Officemate	OFM TB	THB53.00	533	33.2	26.1	25.0	27.1	3.5	3.2	10.8	12.7	1.2	1.5
Siam Makro	MAKRO TB	THB41.50	6,255	38.2	31.3	21.2	22.3	15.5	13.9	43.6	46.9	2.3	2.7
Simple average				25.2	21.4	-1.5	14.1	4.5	4.1	19.4	19.3	1.9	2.2

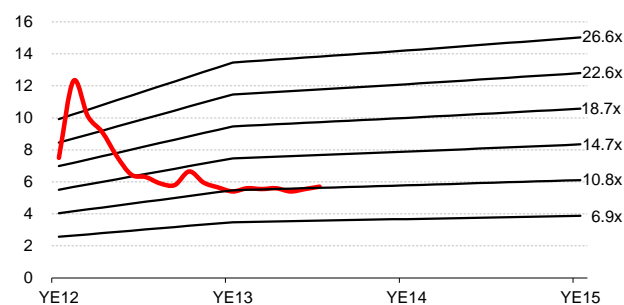
PER band versus SD



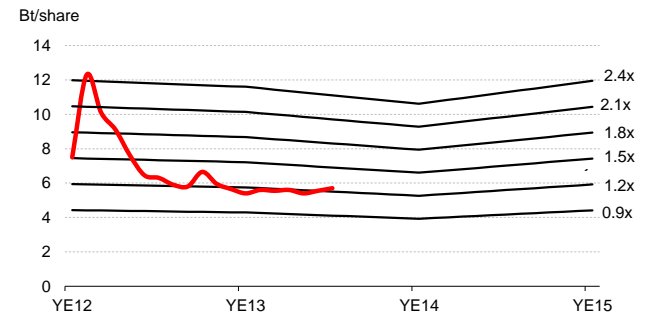
PBV band versus SD



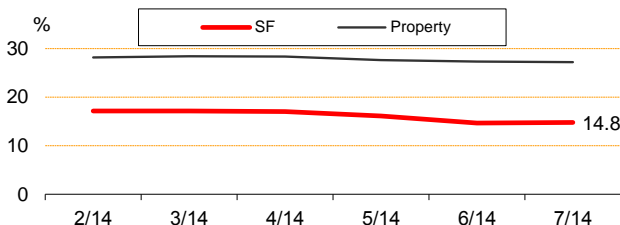
PER band and share price



PBV band and share price



Foreign holding








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. (Please file information: www.blswarrant.com)

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
	AIRA

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.