

# สยามฟิวเจอร์ ดีเวลอปเม้นท์

SF.TB / SF.BK

9 กันยายน 2557

## 2015, the year of expansion

### ประเด็นการลงทุน

เราคงค่าแนะนำ ชื้อ และปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 10.60 บาท ถึง PE ค่าเฉลี่ยระยะยาว ที่ 17x เรามองว่า SF จะกลับมาสู่ช่วงการขยายอย่างก้าวกระโดดตัวอีกครั้งหลังจากแก้ไขปัญหา CAWOW effect ได้สำเร็จ โดยเราคาด Occupancy rate จะกลับมาในระดับ 98% ในปี 2015 และบริษัทมีแผนการลงทุนขยาย Community malls อีก 165,000 ตรม. ซึ่งปัจจัยหนุนราคาหุ้นจะมาจากการประกาศโครงการ เราคาดจะเห็นความชัดเจนอย่างน้อย 15,000 ตรม. ภายในสิ้นปีนี้ โดยจะเริ่มรับรู้รายได้ต้นปี 2016 คาดเพิ่มกำไรปกติปีละ 100 ล้านบาท หนุนให้กำไรโตสูง 24% CAGR นอกจากนี้ประมาณการของเรายังคงมี upside จาก ค่าเสนอซื้อ land bank ที่ Mega บางนา 50 ไร่ คาดบริษัทจะมีกำไรพิเศษประมาณ 500-1000 ล้านบาท หากมีการขายที่ดินดังกล่าว และบริษัทมีแผนการขยายพื้นที่เช่า Mega บางนา อีก 35% (ประมาณ 50,000 ตรม.) ซึ่งยังไม่รวมในประมาณการ

### ขยาย Community Malls 165,000 ตรม.

เรามีความมั่นใจต่อแผนการขยายตัวของ SF หลังพบ คุณกิตตินันท์ ส้าวกรวมผล, CFO โดยขณะนี้บริษัทมีแผนขยาย community malls ทั้งศูนย์เดิมและใหม่ โดยจะขยายพื้นที่เช่ารวม 15,000 ตรม. ใน 3 ศูนย์เดิม ได้แก่ มาร์เกตเพลส บางบอน, มาร์เกตเพลส ประชาอุทิศ, และ มาร์เกตเพลส สุขุมวิท 3 คาดเริ่มรับรู้รายได้ช่วงต้นปี 2016 หนุนกำไรปกติ (recurring profit) อีกปีละ 100 ล้านบาท นอกจากนี้บริษัทอยู่ระหว่างการขยาย community malls ออกสู่ต่างจังหวัด โดยเฟสแรกตั้งเป้าขยาย 10 ศูนย์ ใน 5 ปี เพิ่มพื้นที่เช่าอีก 150,000 ตรม. (จากปัจจุบันประมาณ 230,000 ตรม.) เริ่มต้นที่มีรัศมี 100 กม. จากกรุงเทพฯ คาดเห็นการเซ็นสัญญาได้ภายในสิ้นปี (เรายังไม่ได้รวมในประมาณการ)

### Upside จาก Mega บางนา

หลัง Mega บางนา ได้รับความนิยมนเป็นอย่างสูง บริษัทมีแผนขยายศูนย์เพื่อรองรับกำลังซื้อจากผู้เช่ามาจับจ่ายใช้สอย ซึ่งอาจขยายออกบริเวณพื้นที่ลาดจอดรถ คาดสามารถเพิ่มพื้นที่เช่าของโครงการได้อีก 50,000 ตรม. คิดเป็นส่วนเพิ่ม 35% ของพื้นที่ให้เช่า Mega บางนา ปัจจุบัน นอกจากนี้บริษัทยังมี land bank บริเวณหลัง Mega บางนา ที่ได้รับค่าเสนอซื้อจาก developer หลายราย อีกประมาณ 50 ไร่ ในราคาต้นทุนเพียง 10 ล้านบาท ซึ่งปัจจุบันราคาที่ดินบริเวณข้างเคียงซื้อขายในราคาไร่ละ 40-60 ล้านบาท คาดหากมีการขายเกิดขึ้นจะมีกำไรพิเศษราว 500-1000 ล้านบาท ซึ่งประมาณการของเรายังคงมี upside หากมีการขยายโครงการหรือมีการขายที่ดินดังกล่าว

### สายป่านยาว ไม่ห่วงเรื่องเงินทุน

เรามองว่าเรื่องเงินลงทุนไม่ใช่ปัญหาสำหรับ SF เนื่องจากบริษัทมีฐานะการเงินที่แข็งแกร่งด้วยอัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุน (IBD/E) เพียง 0.58x และด้วยต้นทุนการกู้ยืมที่ต่ำเพียง 4.46% เราคาดว่าบริษัทมีศักยภาพในการกู้ยืมอีกประมาณ 6,000 ล้านบาท (ถึง IBD/E 1.5x) หากต้องการสร้างโครงการขนาดใหญ่ (การลงทุนใน Mega บางนา ใช้เงินลงทุนจาก SF 1,500 ล้านบาท) ส่วนการขยาย community malls เป็นโครงการที่ใช้เงินลงทุนไม่มาก ซึ่งบริษัทสามารถใช้กระแสเงินสดจากการดำเนินงานลงทุนได้ คาด SF มีกระแสเงินสดจากการดำเนินงานปีละ 400 ล้านบาท

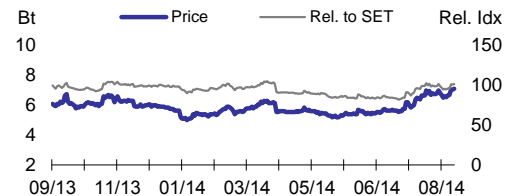
### Sector: Property & Construction

ค่าแนะนำพื้นฐาน: ชื้อ

เป้าหมายพื้นฐาน: 10.60 บาท

ราคา (8/9/14): 7.10 บาท

### Price chart

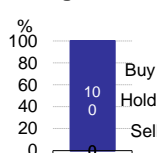


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(2.8)	21.5	1.9
Absolute	1.4	30.3	16.4

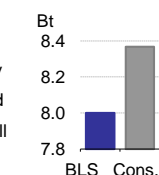
### Key statistics

Market cap	Bt10.5bn	USD0.3bn
12-mth price range	Bt5.0/Bt7.3	
12-mth avg daily volume	Bt31m	USD1.0m
# of shares (m)	1,481	
Est. free float (%)	46.7	
Foreign limit (%)	49.0	

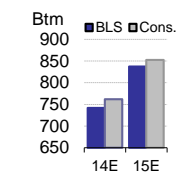
### Consensus rating



### BLS Target price vs. Consensus



### BLS earnings vs. Consensus



### Financial summary

FY Ended 31 Dec	2013	2014E	2015E	2016E
Revenues (Btm)	1,307	1,334	1,417	1,621
Net profit (Btm)	512	678	897	1,048
EPS (Bt)	0.39	0.46	0.61	0.71
EPS grow th (%)	-67.5%	+17.8%	+32.3%	+16.8%
Core profit (Btm)	667	828	897	1,048
Core EPS (Bt)	0.51	0.56	0.61	0.71
Core EPS grow th (%)	+36%	+10%	+8%	+17%
PER (x)	14.5	15.4	11.6	10.0
PBV (x)	1.2	1.5	1.3	1.2
Dividend (Bt)	0.01	0.01	0.01	0.01
Dividend yield (%)	0.2	0.2	0.2	0.2
ROE (%)	8.8	10.6	12.6	12.9



### 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	1,334	1,417	1,621
Cost of sales and services	(526)	(567)	(560)	(593)	(684)
<b>Gross profit</b>	<b>761</b>	<b>740</b>	<b>774</b>	<b>824</b>	<b>938</b>
SG&A	(197)	(205)	(212)	(218)	(224)
<b>EBIT</b>	<b>564</b>	<b>534</b>	<b>562</b>	<b>606</b>	<b>713</b>
Interest expense	(102)	(103)	(99)	(100)	(106)
Other income/exp.	(110)	60	61	62	63
<b>EBT</b>	<b>352</b>	<b>491</b>	<b>524</b>	<b>568</b>	<b>670</b>
Corporate tax	(42)	(84)	(75)	(114)	(134)
<b>After-tax net profit (loss)</b>	<b>310</b>	<b>407</b>	<b>449</b>	<b>454</b>	<b>536</b>
Minority interest	(4)	(32)	(33)	(35)	(36)
Equity earnings from affiliates	1,081	292	412	478	548
Extra items	14	(155)	(150)	0	0
<b>Net profit (loss)</b>	<b>1,401</b>	<b>512</b>	<b>678</b>	<b>897</b>	<b>1,048</b>
Reported EPS	1.20	0.39	0.46	0.61	0.71
<b>Fully diluted EPS</b>	<b>1.20</b>	<b>0.39</b>	<b>0.46</b>	<b>0.61</b>	<b>0.71</b>
<b>Core net profit</b>	<b>437</b>	<b>667</b>	<b>828</b>	<b>897</b>	<b>1,048</b>
Core EPS	0.37	0.51	0.56	0.61	0.71
<b>EBITDA</b>	<b>564</b>	<b>534</b>	<b>562</b>	<b>606</b>	<b>713</b>

### KEY RATIOS

Revenue growth (%)	(1.9)	1.6	2.1	6.2	14.4
Gross margin (%)	59.1	56.6	58.0	58.1	57.8
EBITDA margin (%)	43.8	40.9	42.1	42.8	44.0
Operating margin (%)	43.8	40.9	42.1	42.8	44.0
Net margin (%)	108.9	39.2	50.8	63.3	64.6
Core profit margin (%)	34.0	51.0	62.1	63.3	64.6
ROA (%)	12.8	4.4	5.7	7.4	8.2
ROCE (%)	13.5	4.6	6.0	7.7	8.5
Asset turnover (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Current ratio (x)	0.2	0.3	0.5	0.7	0.8
Gearing ratio (x)	0.9	0.8	0.6	0.5	0.4
Interest coverage (x)	5.5	5.2	5.7	6.0	6.7

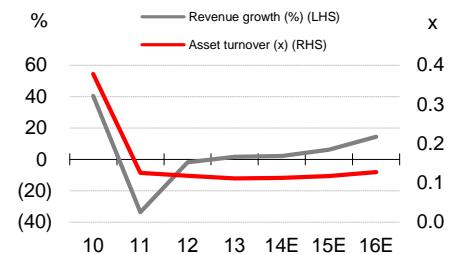
### BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	61	23	252	396	542
Accounts receivable	87	95	118	128	147
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
<b>Total assets</b>	<b>11,430</b>	<b>12,003</b>	<b>11,723</b>	<b>12,377</b>	<b>13,044</b>
Accounts payable	9	10	10	10	12
ST debts & current portion	1,392	587	508	488	508
Long-term debt	3,665	4,403	3,682	3,472	3,061
Other liabilities	461	573	424	419	436
<b>Total liabilities</b>	<b>5,527</b>	<b>5,572</b>	<b>4,624</b>	<b>4,389</b>	<b>4,017</b>
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	4,588	5,465	6,492
<b>Shareholders equity</b>	<b>5,549</b>	<b>6,045</b>	<b>6,702</b>	<b>7,579</b>	<b>8,606</b>
Minority interests	354	385	397	409	421
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>11,430</b>	<b>12,003</b>	<b>11,723</b>	<b>12,377</b>	<b>13,044</b>

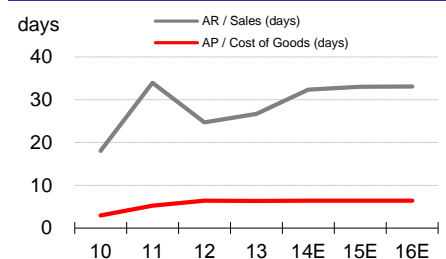
### CASH FLOW (Btm)

Net income	1,401	512	678	897	1,048
Depreciation and amortization	0	0	0	0	0
Change in working capital	0	0	(23)	(10)	(19)
FX, non-cash adjustment & others	(1,199)	(358)	(242)	(288)	(316)
<b>Cash flows from operating activit</b>	<b>202</b>	<b>154</b>	<b>413</b>	<b>599</b>	<b>713</b>
Capex (Invest)/Divest	(74)	(43)	(12)	(11)	(13)
Others	1	(323)	(501)	(501)	(601)
<b>Cash flows from investing activit</b>	<b>(73)</b>	<b>(366)</b>	<b>(513)</b>	<b>(512)</b>	<b>(614)</b>
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)
<b>Cash flows from financing activiti</b>	<b>(156)</b>	<b>175</b>	<b>328</b>	<b>57</b>	<b>48</b>
Net change in cash	(27)	(37)	228	144	147
<b>Free cash flow (Btm)</b>	<b>128</b>	<b>111</b>	<b>401</b>	<b>588</b>	<b>700</b>
<b>FCF per share (Bt)</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.3</b>	<b>0.4</b>	<b>0.5</b>

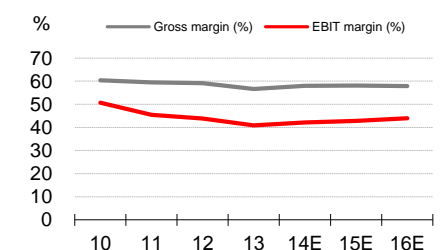
### Revenue growth and asset turnover



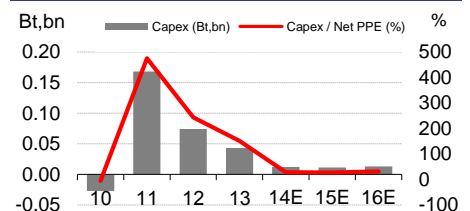
### A/C receivable & A/C payable days



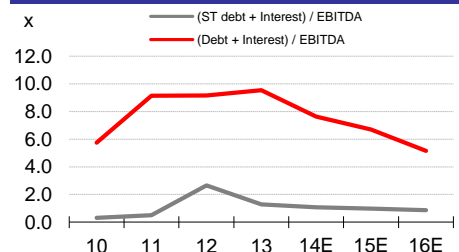
### Profit margins



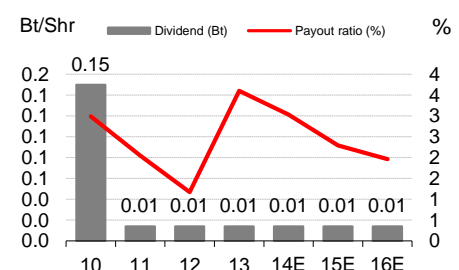
### Capital expenditure



### Debt serviceability



### Dividend payout



## SF : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14
Revenue	331	318	326	310	345
Cost of sales and services	(144)	(139)	(142)	(124)	(149)
Gross profit	187	179	184	187	197
SG&A	(51)	(50)	(52)	(53)	(60)
<b>EBIT</b>	<b>136</b>	<b>130</b>	<b>132</b>	<b>134</b>	<b>136</b>
Interest expense	(24)	(27)	(26)	(25)	(24)
Other income/exp.	13	16	16	14	12
<b>EBT</b>	<b>125</b>	<b>119</b>	<b>122</b>	<b>122</b>	<b>125</b>
Corporate tax	(21)	(15)	(24)	(21)	(27)
After-tax net profit (loss)	104	104	98	101	97
Minority interest	(7)	(7)	(6)	(9)	(8)
Equity earnings from affiliates	73	72	84	88	118
Extra items	(27)	(45)	(61)	(33)	(29)
<b>Net profit (loss)</b>	<b>143</b>	<b>124</b>	<b>115</b>	<b>148</b>	<b>179</b>
Reported EPS	0.11	0.09	0.09	0.10	0.12
<b>Fully diluted EPS</b>	<b>0.11</b>	<b>0.09</b>	<b>0.09</b>	<b>0.10</b>	<b>0.12</b>
<b>Core net profit</b>	<b>170</b>	<b>169</b>	<b>176</b>	<b>181</b>	<b>208</b>
Core EPS	0.13	0.13	0.13	0.12	0.14
<b>EBITDA</b>	<b>136</b>	<b>130</b>	<b>132</b>	<b>134</b>	<b>136</b>

### KEY RATIOS

Gross margin (%)	56.4	56.3	56.3	60.1	57.0
EBITDA margin (%)	41.0	40.7	40.5	43.0	39.5
Operating margin (%)	41.0	40.7	40.5	43.0	39.5
Net margin (%)	43.2	38.9	35.1	47.6	51.9
Core profit margin (%)	51.4	53.0	53.9	58.2	60.2
BV (Bt)	4.7	4.8	4.9	4.4	4.6
ROE (%)	9.9	8.4	7.6	9.6	11.3
ROA (%)	4.9	4.2	3.8	4.9	5.9
Current ratio (x)	9.9	12.7	10.2	11.9	12.6
Gearing ratio (x)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7
Interest coverage (x)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4

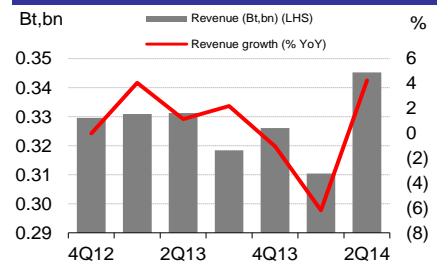
### QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	36	21	23	33	36
Accounts receivable	63	66	95	76	77
Inventory	0	0	0	0	0
PP&E-net	28	29	28	29	36
Other assets	11,504	11,570	11,856	11,851	11,983
<b>Total assets</b>	<b>11,632</b>	<b>11,686</b>	<b>12,003</b>	<b>11,990</b>	<b>12,132</b>
Accounts payable	10	8	10	10	12
ST debts & current portion	874	547	587	568	499
Long-term debt	4,282	4,462	4,403	4,415	4,417
Other liabilities	286	358	573	428	449
<b>Total liabilities</b>	<b>5,453</b>	<b>5,376</b>	<b>5,572</b>	<b>5,421</b>	<b>5,376</b>
Paid-up capital	1,316	1,316	1,316	1,316	1,481
Share premium	634	634	634	634	634
Retained earnings	3,856	3,980	4,095	4,224	4,238
<b>Shareholders equity</b>	<b>5,806</b>	<b>5,930</b>	<b>6,045</b>	<b>6,174</b>	<b>6,353</b>
Minority interests	372	379	385	394	402
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>11,632</b>	<b>11,686</b>	<b>12,003</b>	<b>11,990</b>	<b>12,132</b>

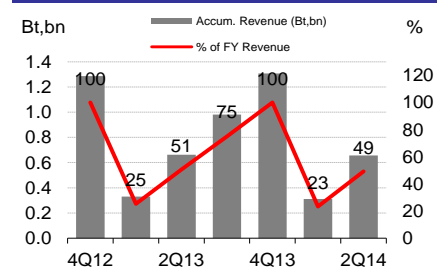
### Company profile

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

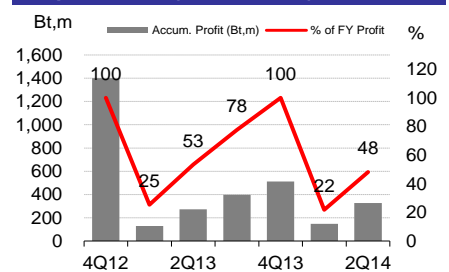
### Revenue trend



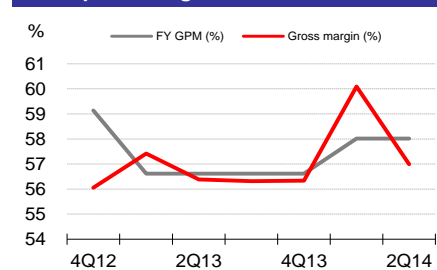
### Revenue trend (accumulated)



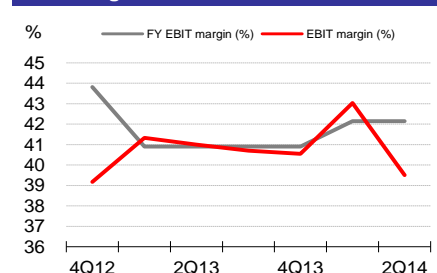
### Net profit trend (accumulated)



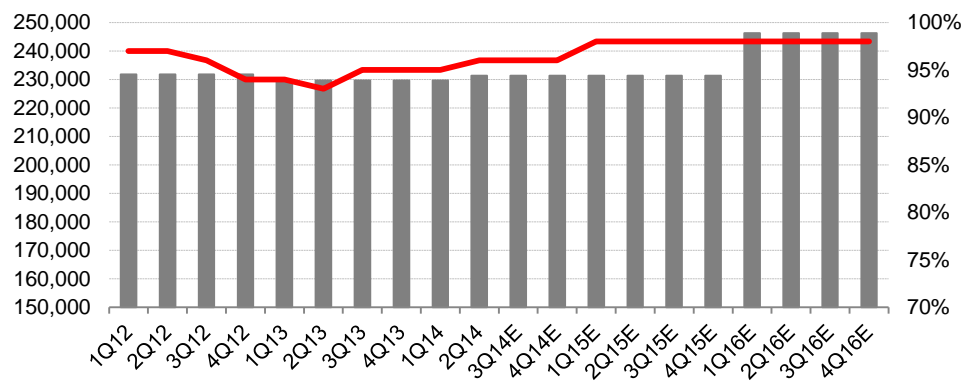
### Gross profit margin



### EBIT margin



**Figure 1 : Gross Leasable Area (sqm.) and Occupancy rate (%)**

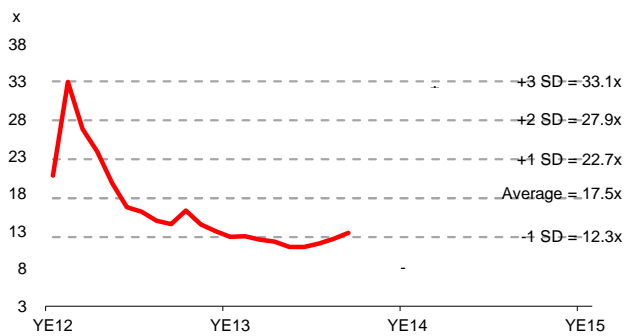


Sources: Company data, Bualuang Research estimates

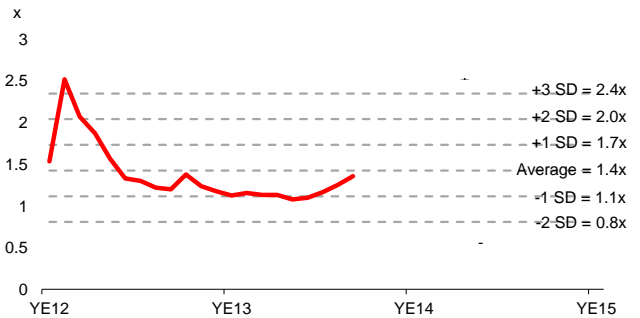
## Sector Comparisons

	Bloomberg	Price	Market Cap	PER (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div Yield (%)	
	Code	(local curr.)	(US\$ equivalent)	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E
Suning Appliance Co Ltd	002024 CH	CNY7.9	9,443	n.a.	n.a.	-370.0	-9.6	2.1	2.1	-3.6	-3.7	0.6	0.6
Wumart Stores Inc	1025 HK	HKD7.8	1,293	15.3	13.6	n.a.	13.1	1.9	1.8	12.6	12.1	3.2	3.6
Parkson Retail Group	3368 HK	HKD2.7	961	16.6	16.2	n.a.	1.6	1.0	1.0	6.2	6.2	2.7	2.8
Nitori Hldg Co Ltd	9843 JT	JPY6,120.0	6,665	16.8	15.7	3.9	7.1	2.1	2.0	14.5	15.1	0.9	1.0
Lawson Inc	2651 JT	JPY7,400.0	7,063	18.2	16.9	6.9	8.0	2.6	2.4	16.3	15.8	3.2	3.5
Seven & I Holdings Co Ltd	3382 JT	JPY4,132.0	34,857	19.2	17.5	7.6	10.0	1.5	1.5	9.0	8.7	1.8	1.9
Family Mart	8028 JP	JPY4,220.0	3,923	16.6	16.8	6.7	-0.9	1.4	1.3	8.6	9.1	2.5	2.6
President Chain Store Corp	2912 TT	TWD226.0	7,856	24.4	23.2	20.4	4.5	7.9	7.3	34.8	35.4	3.0	3.5
Capitaland Limited	CAPL SP	SGD3.4	11,414	21.1	19.1	31.5	-0.8	0.8	0.8	4.9	4.8	2.3	2.4
SM Prime Holdings Inc.	SMPH PM	PHP16.9	10,791	25.0	21.9	12.8	13.3	2.5	2.2	11.4	10.9	1.4	1.6
Home Depot	HD US	USD91.6	123,300	20.4	17.6	19.6	14.8	13.4	14.5	90.3	55.6	2.0	2.4
Costco whole sale corp	COST US	USD127.0	55,668	27.6	24.7	-1.8	12.1	4.2	3.6	17.7	17.5	1.0	1.1
Carrefour	CA FP	EUR26.2	24,918	16.9	14.4	-10.4	12.2	1.9	1.7	13.8	13.0	2.6	3.0
Home Product Center	HMPRO TB	THB10.80	3,699	35.5	30.9	9.0	14.7	7.8	6.7	23.9	23.3	1.2	1.5
Big C Supercenter	BIGC TB	THB236.00	6,085	26.8	23.6	4.0	13.7	4.6	4.0	18.3	18.2	1.1	1.3
Beauty Community	BEAUTY TB	THB27.00	253	29.4	21.5	30.3	36.5	7.5	6.7	26.4	32.8	3.1	4.2
Kamarts	KAMART TB	THB6.15	127	22.3	19.9	13.1	12.1	5.6	5.4	27.1	28.1	4.2	4.6
Berli Jucker	BJC TB	THB47.50	2,364	40.5	31.5	-21.6	28.6	4.0	3.7	12.5	14.9	1.4	1.8
C.P. All	CPALL TB	THB46.25	12,984	34.1	25.6	15.7	33.3	11.2	9.2	39.6	44.0	1.9	2.2
Central Pattana	CPN TB	THB47.25	6,627	28.7	24.5	17.6	17.2	5.1	4.4	19.1	19.7	1.4	1.6
Siam Global House	GLOBAL TB	THB15.20	1,448	59.2	43.1	-11.5	37.3	3.1	2.9	6.2	6.9	0.5	0.7
Robinson Department Store	ROBINS TB	THB57.00	1,978	31.0	22.6	2.8	37.2	4.8	4.2	17.2	21.1	1.6	2.2
Siam Future Development	SF TB	THB7.05	326	14.1	12.5	28.9	12.9	1.6	1.4	12.1	12.6	0.2	0.2
Officemate	OFM TB	THB50.00	500	35.2	27.8	11.0	26.6	3.3	3.1	9.7	11.4	1.1	1.4
Siam Makro	MAKRO TB	THB40.25	6,038	37.3	28.3	20.5	31.7	15.0	13.1	43.4	49.5	2.4	2.8
<b>Simple average</b>				<b>26.3</b>	<b>22.1</b>	<b>-6.7</b>	<b>15.5</b>	<b>4.7</b>	<b>4.3</b>	<b>19.7</b>	<b>19.3</b>	<b>1.9</b>	<b>2.2</b>

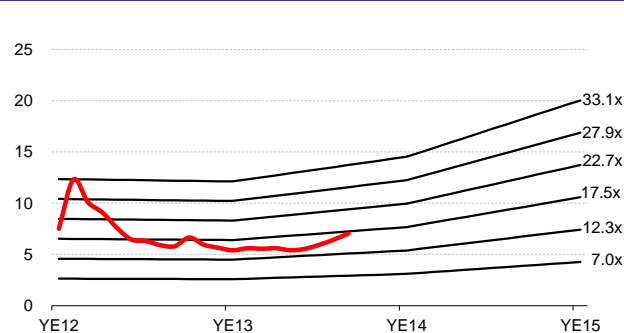
### PER band versus SD



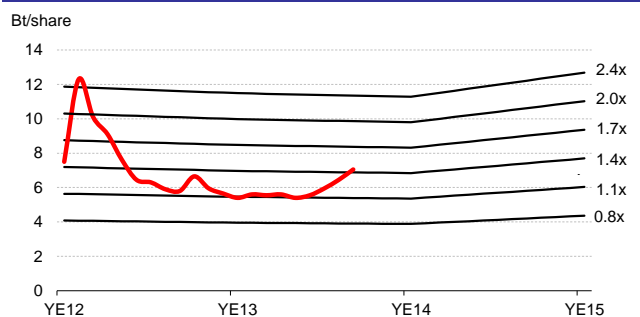
### PBV band versus SD



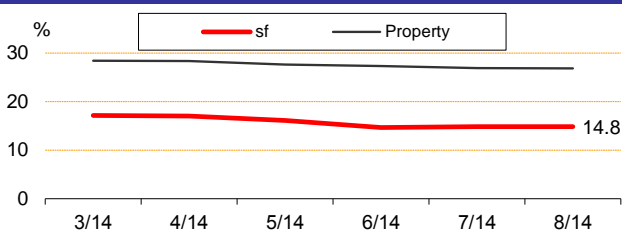
### PER band and share price



### 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 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

**Score Range**

90 – 100  
80 – 89  
70 – 79  
60 – 69  
50 – 59  
Below 50

**Score Range**

  
  
  
  
  
No logo given

**Description**

Excellent  
Very Good  
Good  
Satisfactory  
Pass  
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.