

สยามฟิวเจอร์ ดีเวลอปเมนต์

SF TB / SF.BK

13 กุมภาพันธ์ 2558

Beating market expectations

ประเด็นการลงทุน

เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" ที่ราคาเป้าหมาย 10.60 บาท และมองว่าราคาหุ้นสามารถขึ้นต่อได้ โดยได้ปัจจัยหนุนจากผลการดำเนินงาน 4Q14 ที่ออกมาเติบโตสูง (+87%YoY, +34%QoQ) และมากกว่าที่เราคาดไว้ถึง 12% ประกอบกับหุ้นปันผลที่จะจ่ายมากกว่าเราและตลาดคาดการณ์ โดยจ่ายในอัตรา 5:1 มากกว่าคาดที่ 8:1 คาดหุ้นปันผลครั้งนี้จะสามารถหนุน wealth ผู้ถือหุ้นให้เพิ่มได้ 20% อิงจากอดีตที่ราคาหุ้นสามารถกลับขึ้นไปบนระดับราคาก่อน XD ได้

สำหรับปี 2015 เราคงประมาณการกำไรที่ 897 ล้านบาท เติบโต 28% และมีแนวโน้มปรับขึ้นจากกำไร 4Q14 ที่ออกมาสูงกว่าคาด นอกจากนี้ประมาณการของเรายังไม่ได้รวมถึงกำไรจากการขายที่ดินบางใหญ่ คาดราว 300-400 ล้านบาท ซึ่งจะเห็นความชัดเจนในช่วง 2Q-3Q15 นี้ และราคาหุ้นปัจจุบันซื้อ-ขายบน PE เพียง 12.6x (เทียบกับกลุ่มที่ 20x) ซึ่งยังคงเป็นระดับราคาที่ถูกในการเข้าซื้อ

กำไร 4Q14 มากกว่าคาด 12%

SF รายงานกำไรปี 2014 มากกว่าคาด 3.3% ที่ 700 ล้านบาท +32% YoY และหากไม่นับรวมการปรับลดมูลค่ายุติธรรมของสิทธิประโยชน์เพื่อการลงทุนซึ่งราว 165 ล้านบาท กำไรหลักของ SF อยู่ที่ 865 ล้านบาท +30% YoY โดยกำไรสุทธิที่เติบโตสูงได้ปัจจัยหนุนจากส่วนแบ่งกำไร Mega bangna ที่ 475 ล้านบาท เติบโต 63% YoY และมีแนวโน้มเติบโตต่อเนื่อง

สำหรับผลประกอบการ 4Q14 มากกว่าที่เราคาด 12% อยู่ที่ 214 ล้านบาท (+87%YoY, +34%QoQ) โดยปัจจัยหนุนกำไรให้เติบโตสูง ยังคงมาจากส่วนแบ่งกำไรจาก Mega bangna ซึ่งที่ 143 ล้านบาท ในไตรมาสนี้ (+71%YoY, 14%QoQ) จากกำไรที่แข็งแกร่งใน 4Q14 เรามีความมั่นใจต่อประมาณการกำไรในปี 2015 เราคงคาดกำไรที่ 897 ล้านบาท +28%

หุ้นปันผล 5:1 มากกว่าตลาดคาด

SF ประกาศจ่ายหุ้นปันผลในอัตรา 5:1 (หุ้นเดิม:หุ้นปันผล) มากกว่าเราและตลาดคาดการณ์ที่ 8:1 และเงินสดอีก 0.0222 บาทต่อหุ้น (เงินสดสำหรับจ่ายภาษี) โดยจะขึ้นเครื่องหมาย XD ในวันที่ 27/4/2015 และจ่ายปันผลในวันที่ 18/5/2015 ซึ่งเรายังคงมีมุมมองเชิงบวกต่อการจ่ายหุ้นปันผลของบริษัท เนื่องจากประวัติการจ่ายหุ้นปันผลใน 3 ปีที่ผ่านมา ราคาหุ้นสามารถกลับขึ้นไปในระดับราคาก่อน XD ได้ ซึ่งเราคาดว่าครั้งนี้ราคาหุ้นจะสามารถกลับขึ้นไปบนระดับราคาก่อน XD ได้เช่นกัน ซึ่งจะหนุนให้ผู้ถือหุ้นมี wealth มากขึ้นถึง 20%

Upsides ต่อประมาณการจะมาจาก...

นอกจากที่ดิน Mega bangna ที่เป็น hidden value แล้ว SF ยังมีที่ดินบริเวณบางใหญ่ตรงข้าม Central Westgate อีกราว 50 ไร่ ซึ่ง SF เป็นเจ้าของ 49% เราคาดว่าบริษัทมีแนวโน้มที่จะขายที่ดินแปลงดังกล่าวในช่วง 2Q-3Q15 นี้ โดยราคาตลาดของที่ดินบริเวณนั้นอยู่ราวไร่ละ 40 ล้านบาท ในขณะที่ต้นทุนอยู่ที่ไร่ละ 24 ล้านบาท คาดหากมีการขายเกิดขึ้นจะมีกำไรพิเศษราว 300-500 ล้านบาท นอกจากนี้เรายังคงใช้ประมาณการเชิงอนุรักษ์นิยมในการประเมินส่วนแบ่งกำไรจาก Mega bangna ซึ่งเราคาดการณ์เติบโตในระดับ 10% ซึ่ง Sensitivity analysis ชี้ว่าการเติบโตของส่วนแบ่งกำไรในระดับ 20%-25% ตามเป้าหมายของบริษัท กำไรสุทธิและราคาเป้าหมายจะปรับเพิ่มราว 5%-7% ตามลำดับ

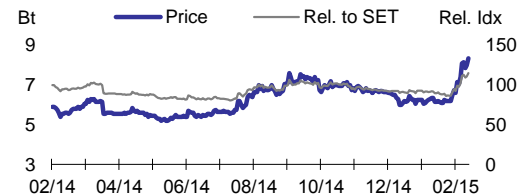
Sector: Property

คำแนะนำพื้นฐาน: ซื้อ

เป้าหมายพื้นฐาน: 10.60 บาท

ราคา (12/2/15): 8.35 บาท

Price chart

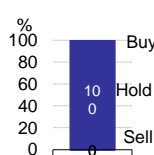


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	26.4	17.7	23.7
Absolute	31.5	21.0	46.5

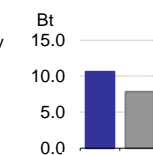
Key statistics

Market cap	Bt12.4bn	USD0.4bn
12-mth price range	Bt5.2/Bt8.7	
12-mth avg daily volume	Bt53m	USD1.6m
# of shares (m)	1,481	
Est. free float (%)	46.7	
Foreign limit (%)	49.0	

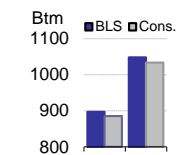
Consensus rating



BLS Target price vs. Consensus



BLS earnings vs. Consensus



Financial summary

FY Ended 31 Dec	2013	2014	2015E	2016E
Revenues (Btm)	1,307	1,341	1,453	1,658
Net profit (Btm)	512	700	897	1,048
EPS (Bt)	0.39	0.47	0.61	0.71
EPS growth (%)	-67.5%	+21.6%	+28.2%	+16.8%
Core profit (Btm)	667	865	938	1,089
Core EPS (Bt)	0.51	0.58	0.63	0.74
Core EPS growth (%)	+35.6%	+15.4%	+8.4%	+16.1%
PER (x)	14.5	17.6	13.8	11.8
PBV (x)	1.2	1.7	1.5	1.4
Dividend (Bt)	0.01	0.01	0.01	0.01
Dividend yield (%)	0.2	0.2	0.2	0.2
ROE (%)	8.8	11.0	12.5	13.0

CG rating

วิกิจ ธีรวรรณรัตน์

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน

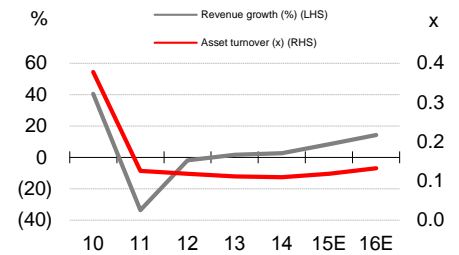
Wikij.tir@bualuang.co.th

+662 618 1336

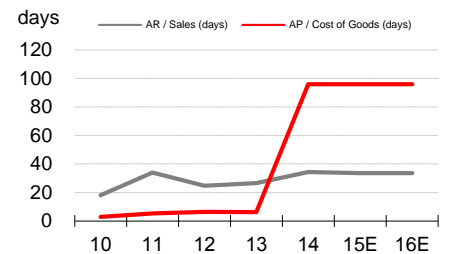
SF : Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2012	2013	2014	2015E	2016E
Revenue	1,287	1,307	1,341	1,453	1,658
Cost of sales and services	(526)	(567)	(563)	(613)	(705)
Gross profit	761	740	777	839	953
SG&A	(197)	(205)	(226)	(237)	(249)
EBIT	564	534	552	603	705
Interest expense	(102)	(103)	(95)	(100)	(106)
Other income/exp.	(110)	60	53	54	55
EBT	352	491	510	557	654
Corporate tax	(42)	(84)	(87)	(111)	(131)
After-tax net profit (loss)	310	407	422	445	523
Minority interest	(4)	(32)	(32)	(34)	(35)
Equity earnings from affiliates	1,081	292	475	527	601
Extra items	14	(155)	(165)	(41)	(41)
Net profit (loss)	1,401	512	700	897	1,048
Reported EPS	1.20	0.39	0.47	0.61	0.71
Fully diluted EPS	1.20	0.39	0.47	0.61	0.71
Core net profit	437	667	865	938	1,089
Core EPS	0.37	0.51	0.58	0.63	0.74
EBITDA	564	534	552	603	705
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	(1.9)	1.6	2.6	8.4	14.2
Gross margin (%)	59.1	56.6	58.0	57.8	57.5
EBITDA margin (%)	43.8	40.9	41.1	41.5	42.5
Operating margin (%)	43.8	40.9	41.1	41.5	42.5
Net margin (%)	108.9	39.2	52.2	61.8	63.2
Core profit margin (%)	34.0	51.0	64.6	64.6	65.7
ROA (%)	12.8	4.4	5.7	7.3	8.4
ROCE (%)	13.5	4.6	6.1	7.8	8.8
Asset turnover (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Current ratio (x)	0.2	0.3	0.6	0.5	0.6
Gearing ratio (x)	0.9	0.8	0.6	0.4	0.3
Interest coverage (x)	5.5	5.2	5.8	6.0	6.6
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	61	23	28	131	285
Accounts receivable	87	95	126	134	153
Inventory	0	0	0	0	0
PP&E-net	30	28	50	61	54
Other assets	11,252	11,856	12,255	11,859	12,363
Total assets	11,430	12,003	12,459	12,185	12,856
Accounts payable	9	10	148	161	185
ST debts & current portion	1,392	587	48	448	468
Long-term debt	3,665	4,403	4,355	3,124	2,674
Other liabilities	461	573	763	436	494
Total liabilities	5,527	5,572	5,314	4,170	3,822
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	4,615	5,471	6,478
Shareholders equity	5,549	6,045	6,728	7,585	8,592
Minority interests	354	385	417	430	442
Total Liab.&Shareholders' equity	11,430	12,003	12,459	12,185	12,856
CASH FLOW (Btm)					
Net income	1,401	512	700	897	1,048
Depreciation and amortization	0	0	0	0	0
Change in working capital	0	0	0	(8)	(19)
FX, non-cash adjustment & others	(1,199)	(358)	(524)	(669)	(702)
Cash flows from operating activit	202	154	176	221	327
Capex (Invest)/Divest	(74)	(43)	(79)	(11)	(13)
Others	1	(323)	126	(42)	(46)
Cash flows from investing activit	(73)	(366)	47	(53)	(59)
Debt financing (repayment)	(64)	109	(200)	(236)	57
Equity financing	0	0	0	0	0
Dividend payment	(14)	(16)	(18)	(21)	(21)
Others	1	(323)	126	(42)	(46)
Cash flows from financing activiti	(156)	175	(219)	(64)	(113)
Net change in cash	(27)	(37)	4	104	155
Free cash flow (Btm)	128	111	98	210	314
FCF per share (Bt)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2

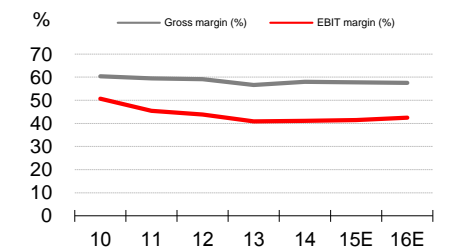
Revenue growth and asset turnover



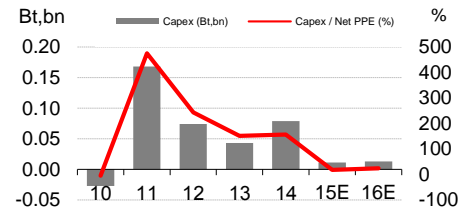
A/C receivable & A/C payable days



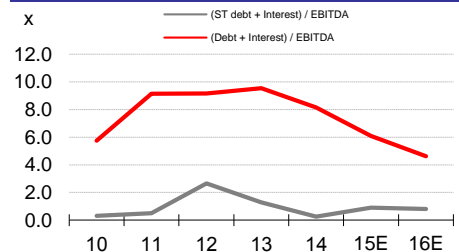
Profit margins



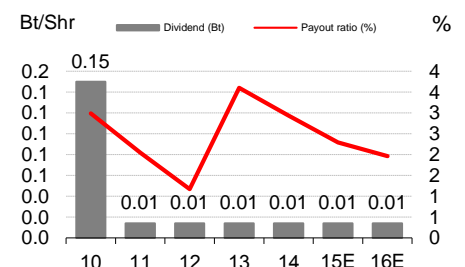
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



SF : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14
Revenue	326	310	345	352	333
Cost of sales and services	(142)	(124)	(149)	(153)	(138)
Gross profit	184	187	197	199	195
SG&A	(52)	(53)	(60)	(53)	(59)
EBIT	132	134	136	146	136
Interest expense	(26)	(25)	(24)	(23)	(22)
Other income/exp.	16	14	12	13	14
EBT	122	122	125	135	127
Corporate tax	(24)	(21)	(27)	(15)	(24)
After-tax net profit (loss)	98	101	97	121	103
Minority interest	(6)	(9)	(8)	(8)	(7)
Equity earnings from affiliates	84	88	118	126	143
Extra items	(61)	(33)	(29)	(79)	(25)
Net profit (loss)	115	148	179	159	214
Reported EPS	0.09	0.10	0.12	0.11	0.14
Fully diluted EPS	0.09	0.10	0.12	0.11	0.14
Core net profit	176	181	208	238	239
Core EPS	0.13	0.12	0.14	0.16	0.16
EBITDA	132	134	136	146	136

KEY RATIOS

Gross margin (%)	56.3	60.1	57.0	56.5	58.5
EBITDA margin (%)	40.5	43.0	39.5	41.5	40.7
Operating margin (%)	40.5	43.0	39.5	41.5	40.7
Net margin (%)	35.1	47.6	51.9	45.3	64.1
Core profit margin (%)	53.9	58.2	60.2	67.7	71.6
BV (Bt)	4.9	4.4	4.6	4.7	4.8
ROE (%)	7.6	9.6	11.3	9.8	12.7
ROA (%)	3.8	4.9	5.9	5.2	6.9
Current ratio (x)	10.2	11.9	12.6	12.9	12.9
Gearing ratio (x)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
Interest coverage (x)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4

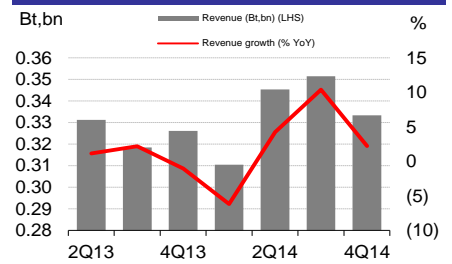
QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	23	33	36	25	28
Accounts receivable	95	76	77	66	126
Inventory	0	0	0	0	0
PP&E-net	28	29	36	50	50
Other assets	11,856	11,851	11,983	12,127	12,255
Total assets	12,003	11,990	12,132	12,267	12,459
Accounts payable	10	10	12	12	148
ST debts & current portion	587	568	499	494	48
Long-term debt	4,403	4,415	4,417	4,398	4,355
Other liabilities	573	428	449	439	763
Total liabilities	5,572	5,421	5,376	5,343	5,314
Paid-up capital	1,316	1,316	1,481	1,481	1,480
Share premium	634	634	634	634	634
Retained earnings	4,095	4,224	4,238	4,398	4,615
Shareholders equity	6,045	6,174	6,353	6,513	6,728
Minority interests	385	394	402	411	417
Total Liab.&Shareholders' equity	12,003	11,990	12,132	12,267	12,459

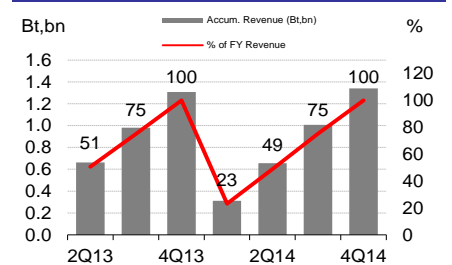
Company profile

บริษัท สยามฟิวเจอร์ ดีเวลอปเม้นท์ ประกอบธุรกิจทางด้านการพัฒนาและบริหารศูนย์การค้า ทั้งศูนย์การค้าแบบเปิด (Open-air Shopping Center) และ ศูนย์การค้าแบบปิด (Enclosed mall) โดยบริษัทจะจัดหาที่ดินมาพัฒนาเป็นศูนย์การค้าหรือโครงการที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจค้าปลีก เพื่อเปิดให้บริการเช่าพื้นที่ ทั้งใน ระยะสั้นและระยะยาว รวมถึงให้บริการบริหารโครงการและพื้นที่ส่วนกลาง จัดหาสถานที่ประกอบการ และให้บริการสาธารณูปโภค ตลอดจนอายุสัญญา ในการ เช่าพื้นที่ รายได้หลักของบริษัทมาจากการให้บริการหลัก 4 กลุ่ม ได้แก่ 1. รายได้ค่าเช่าและการบริหารพื้นที่ในโครงการ 2. รายได้จากสัญญาเช่าทางการเงิน 3. รายได้ทางการเงินและดอกเบี้ยรับ และ รายได้อื่นๆ ในส่วนของสาธารณูปโภค

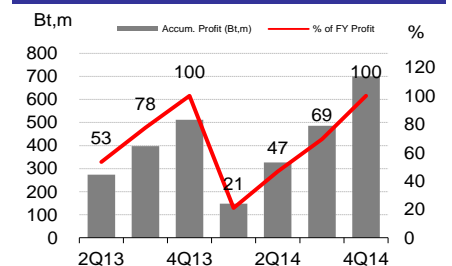
Revenue trend



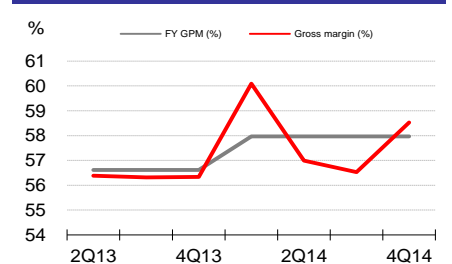
Revenue trend (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin

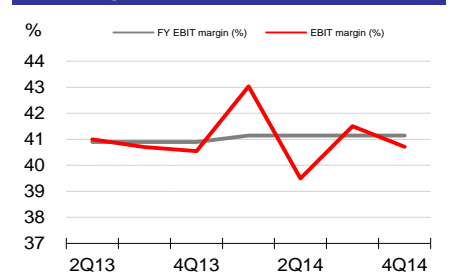


Figure 1 :4Q14 result

FY Ended 31 Dec (Btm)	4Q14	4Q13	YoY %	3Q14	QoQ %	2014	2013	YoY %
Income Statement								
Revenue	333	326	2	352	(5)	1,341	1,307	3
Cost of sales and services	(138)	(142)	(3)	(153)	(10)	(563)	(567)	(1)
EBITDA	136	132	3	146	(7)	552	534	3
SG&A	(59)	(52)	15	(53)	13	(226)	(205)	10
EBIT	136	132	3	146	(7)	552	534	3
Interest expense	(22)	(26)	(14)	(23)	(3)	(95)	(103)	(8)
Other income/exp.	14	16	(14)	13	11	53	60	(11)
Equity earnings from affiliates	143	84	71	126	14	475	292	63
Extra items	(25)	(61)	nm	(79)	(68)	(165)	(155)	nm
EBT	127	122	4	135	(6)	510	491	4
Corporate tax	(24)	(24)	(0)	(15)	64	(87)	(84)	4
Minority interest	(7)	(6)	nm	(8)	nm	(32)	(32)	nm
Net profit (loss)	214	115	87	159	34	700	512	37
Reported EPS	0.14	0.09	60	0.11	31	0.47	0.40	18
Core net profit	239	176	36	238	0	865	667	30
Key ratios								
Gross margin (%)	58.5	56.3		56.5		58.0	56.6	
EBITDA margin (%)	40.7	40.5		41.5		41.1	40.9	
EBIT margin (%)	40.7	40.5		41.5		41.1	40.9	
SG&A / Revenue (%)	17.8	15.8		15.0		16.8	15.7	
Tax rate (%)	19.0	19.9		10.9		17.1	17.2	
Net margin (%)	64.1	35.1		45.3		52.2	39.2	
Current ratio (x)	12.9	10.2		12.9		12.9	10.2	
Gearing ratio (x)	0.6	0.8		0.7		0.6	0.8	
Interest coverage (x)	0.4	0.4		0.4		5.8	5.2	
Balance Sheet								
Cash & Equivalent	28	23	18	25	13			
Total assets	12,459	12,003	4	12,267	2			
ST debts & current portion	48	587	(92)	494	(90)			
Long-term debt	4,355	4,403	(1)	4,398	(1)			
Total liabilities	5,314	5,572	(5)	5,343	(1)			
Retained earnings	4,615	4,095	13	4,398	5			
Shareholders equity	6,728	6,045	11	6,513	3			
Minority interests	417	385	8	411	1			
BV (Bt)	4.8	4.9	(1)	4.7	3			

- ส่วนแบ่งกำไรโครงการ เมกา บางนา เดิมโตสูง เนื่องจากศูนย์ฯได้รับความนิยมจากลูกค้าเป็นอย่างดี และบริษัท คิดค่าเช่าด้วยวิธีส่วนแบ่งรายได้จากผู้เช่า

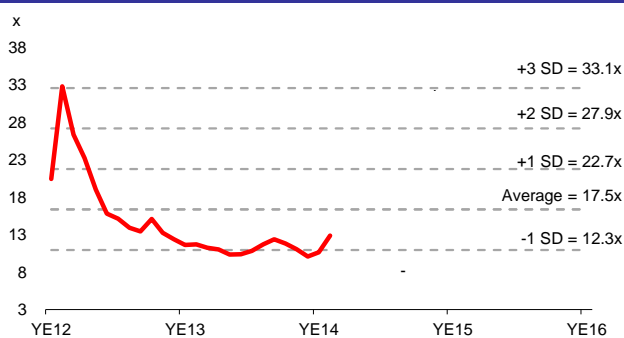
- กำไรสุทธิเดิมโตสูงได้ปัจจัยหนุนจากส่วนแบ่งกำไร เมกา บางนา

Source: Company data, Bualuang Research

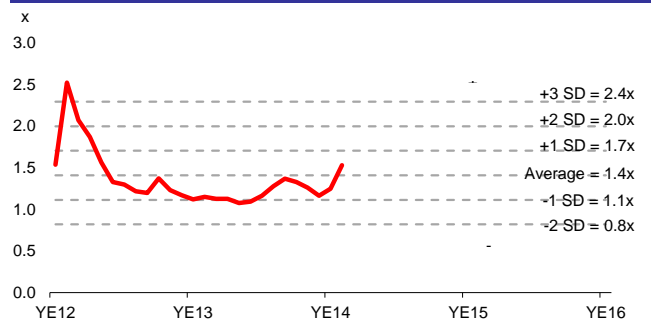
Sector Comparisons

	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
Suning Appliance Co Ltd	002024 CH	CNY11.3	13,367	n.a.	n.a.	-246.0	-32.9	2.9	3.0	-3.1	-1.9	0.0	0.0
Wumart Stores Inc	1025 HK	HKD5.6	936	13.5	12.5	n.a.	7.7	1.5	1.4	11.3	11.3	4.2	4.5
Parkson Retail Group	3368 HK	HKD1.7	613	10.8	9.9	n.a.	9.4	0.6	0.6	6.3	6.6	4.2	4.5
Nitori Hldg Co Ltd	9843 JT	JPY6,930.0	6,672	18.3	16.7	8.4	9.6	2.7	2.3	15.7	15.2	0.8	0.9
Lawson Inc	2651 JT	JPY8,060.0	6,801	20.6	18.4	2.7	11.8	3.0	2.8	15.1	16.1	3.0	3.2
Seven & I Holdings Co Ltd	3382 JT	JPY4,509.5	33,628	21.6	19.4	4.9	11.6	1.8	1.7	8.5	9.1	1.6	1.8
Family Mart	8028 JP	JPY5,530.0	4,544	21.0	24.2	10.6	-12.4	2.0	1.9	9.5	8.1	1.9	2.0
President Chain Store Corp	2912 TT	TWD248.0	8,244	27.0	25.6	20.2	4.3	9.4	8.7	36.3	34.3	2.9	3.1
Capitaland Limited	CAPL SP	SGD3.6	11,213	24.3	21.8	9.0	4.6	0.9	0.9	5.6	5.8	2.2	2.2
SM Prime Holdings Inc.	SMPH PM	PHP19.5	12,735	28.2	24.9	16.6	12.3	3.0	2.7	10.9	11.3	1.2	1.3
Home Depot	HD US	USD112.2	147,808	25.0	21.4	20.5	15.1	14.8	17.8	54.1	92.7	1.7	1.9
Costco whole sale corp	COST US	USD147.8	65,089	28.6	26.0	10.1	10.1	5.0	4.5	18.0	18.7	1.0	1.1
Carrefour	CA FP	EUR28.7	24,076	18.7	16.4	-8.1	5.6	2.3	2.1	13.0	13.4	2.4	2.7
Home Product Center	HMPRO TB	THB8.80	3,326	27.7	23.2	19.5	19.3	6.0	5.2	23.2	23.9	1.7	2.2
Big C Supercenter	BIGC TB	THB229.00	5,791	22.5	19.8	13.1	13.3	3.9	3.4	18.5	18.3	1.3	1.5
Beauty Community	BEAUTY TB	THB40.00	368	30.1	24.5	35.7	23.0	9.7	8.8	34.1	37.7	3.0	3.7
Karmarts	KAMART TB	THB7.00	142	26.8	23.8	5.6	12.6	6.7	6.8	24.9	28.5	4.0	4.6
Berli Jucker	BJC TB	THB40.00	1,952	30.8	28.1	26.7	9.7	3.2	3.0	13.1	13.3	1.8	2.0
C.P. All	CPALL TB	THB41.75	11,496	28.3	22.2	28.1	27.6	9.3	7.8	39.5	42.1	2.4	2.3
Central Pattana	CPN TB	THB45.00	6,191	24.3	19.8	13.7	22.4	4.3	3.7	19.0	20.4	1.6	2.0
DSG International (Thailand)	DSGT TB	THB8.10	313	19.8	16.3	10.0	21.5	3.3	2.9	17.3	18.9	2.6	3.2
Siam Global House	GLOBAL TB	THB12.00	1,121	43.5	34.4	20.4	26.3	2.4	2.3	5.8	6.9	0.7	0.9
Robinson Department Store	ROBINS TB	THB45.75	1,558	24.3	19.1	14.3	27.3	3.5	3.1	16.4	18.8	2.1	2.6
Siam Future Development	SF TB	THB8.35	379	13.8	11.8	32.4	16.8	1.5	1.4	12.6	13.0	0.2	0.2
Officemate	OFM TB	THB54.25	532	29.6	25.2	18.1	17.5	3.3	3.0	11.6	12.6	1.4	1.6
Siam Makro	MAKRO TB	THB36.75	5,407	32.3	25.9	16.2	25.1	12.8	11.0	42.2	45.9	2.3	2.9
Simple average				24.5	21.2	4.3	12.3	4.6	4.3	18.4	20.8	2.0	2.3

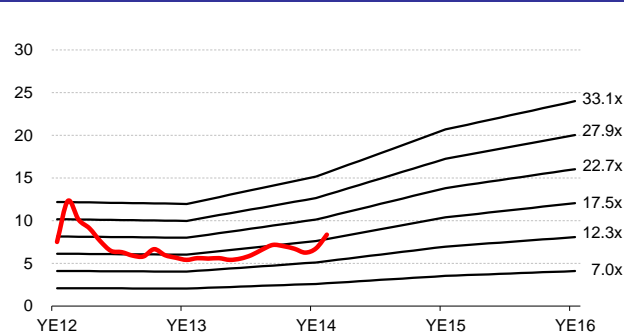
PER band versus SD



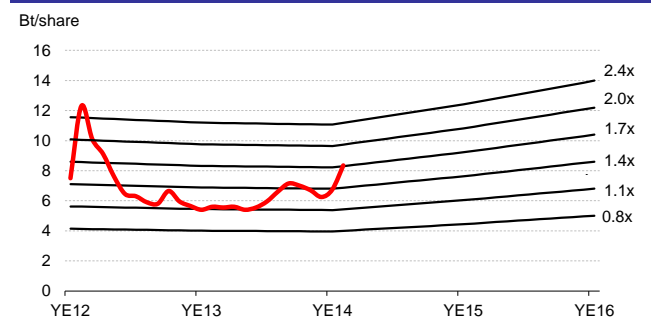
PBV band versus SD



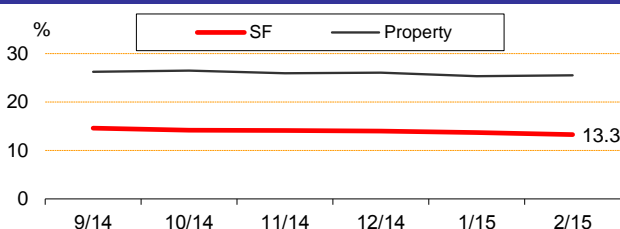
PER band and share price



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
PLANB, JASIF	PLANB, JASIF

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.