

สยามฟิวเจอร์ ดีเวลอปเม้นท์

SF TB / SF.BK

8 พฤษภาคม 2558

แนวโน้มกำไรแข็งแกร่งต่อเนื่อง

ประเด็นการลงทุน

เรายังคงมีมุมมองเชิงบวก หลังจากการประชุมทางโทรศัพท์กับผู้บริหาร โดยคาดว่ากำไรยังคงดีต่อเนื่องใน 2Q15 หลังจากบริษัทรายงานผลกำไร 1Q15 แข็งแกร่ง และคาดว่าจะก้าวกระโดดในช่วง 2H15 จากการเปิดโครงการใหม่และเริ่มรับรู้รายได้ ซึ่งราคาหุ้นปัจจุบันได้รับตัวลงตามสัดส่วนของหุ้นปันผล 5:1 และยังไม่ได้รับตัวขึ้น เรามองว่าเป็นโอกาสที่ดีในการซื้อหุ้น อิงจากสถิติซึ่งราคาหุ้นสามารถปรับตัวขึ้นกลับไปบนราคา ก่อน XD ได้ทุกครั้งในรอบ 3 ปีก่อนหน้าที่บริษัทเคยจ่ายหุ้นปันผล

นอกจากนี้ประมาณการกำไรของเรายังคงมี upsides จากส่วนแบ่งกำไรโครงการ Mega bangna ที่มีแนวโน้มมากกว่าคาด ปัจจุบันเราคาดการเติบโตในระดับ 11%YoY เท่านั้น ซึ่งใน 1Q15 ส่วนแบ่งกำไรเพิ่มขึ้น 46% YoY และ Sensitivity analysis ชี้ว่า การเติบโตของส่วนแบ่งกำไรในระดับ 20%-25% ตามเป้าหมายของบริษัท ราคาเป้าหมายมีแนวโน้มปรับเพิ่มราว 5%-7% เป็น 9.45-9.60 บาท

กำไร 1Q15 แข็งแกร่งตามคาด

SF รายงานกำไร 1Q15 ตามคาดที่ 207 ล้านบาท (+40% YoY, -3%QoQ) (เรคาด 220 ล้านบาท) และหากไม่นับรวมการปรับลดมูลค่ายุติธรรมอสังหาริมทรัพย์เพื่อการลงทุนซึ่งราว 40 ล้านบาท กำไรของ SF อยู่ที่ 246 ล้านบาท (+36% YoY, +3%QoQ) โดยกำไรสุทธิที่เติบโตสูงได้ปัจจัยหนุนจากส่วนแบ่งกำไร Mega bangna ที่ 129 ล้านบาท เติบโต 46%YoY และรายได้ของ SF เองเติบโตขึ้นถึง 6%YoY อยู่ที่ 330 ล้านบาท ใน 1Q14 มีการช่วยเหลือผู้เช่าจากสถานการณ์ทางการเมือง

แนวโน้ม 2Q15 เรามองแนวโน้มผลประกอบการยังคงแข็งแกร่งต่อเนื่อง แม้ QoQ ยังคงไม่เห็นการเติบโตอย่างก้าวกระโดด แต่ผลประกอบการยังคงเติบโตได้ดี YoY และเรามองว่ากำไรมีแนวโน้มจะเติบโตก้าวกระโดดในช่วง 2H15 จากการเปิดโครงการ LPN ทาวน์ชิป รังสิตคลอง 1

เปิด LPN ทาวน์ชิป หนุนกำไร 2H15

คาดการณ์เปิดโครงการ LPN ทาวน์ชิป รังสิต คลอง 1 ขนาดพื้นที่เช่าราว 5,100 ตร.ม. ในช่วง 3Q15 นี้จะช่วยหนุนกำไร 3Q15 ให้อย่างชัดเจน จากการบันทึกมูลค่ายุติธรรมตามมาตรฐานบัญชี IAS40 คาดราว 50-70 ล้านบาทหรือคิดส่วนเพิ่มเป็นประมาณ 25-35% ของกำไรปกติในแต่ละไตรมาส นอกจากนี้เราคาดว่าโครงการนี้ยังช่วยหนุนรายได้ในปี 2016 ซึ่งจะรับรู้เต็มปีเพิ่มขึ้นราว 2% และกำไรในส่วนของ SF (ไม่รวม Mega bangna) อีกราว 3% ซึ่งเรารวมในประมาณการแล้วเนื่องจากโครงการมีความชัดเจนสูง

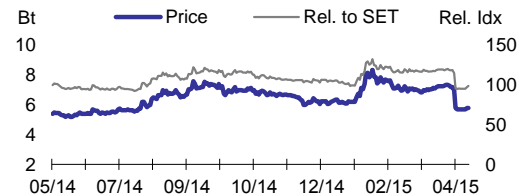
ส่วนแบ่งกำไร Mega bangna แนวโน้มดีกว่าคาด

เรายังคงใช้ประมาณการเชิงอนุรักษ์นิยมในการประเมินส่วนแบ่งกำไรจาก Mega bangna ซึ่งเราคาดการเติบโตในระดับ 11% จากปี 2014 เป็น 527 ล้านบาท ในปีที่ 2 ของเราที่บริษัทมีแนวโน้มทำได้ดีกว่าคาดและได้แสดงให้เห็นแล้วใน 1Q15 ซึ่งส่วนแบ่งกำไรเพิ่มขึ้น 46% YoY โดยเรายังคงมองว่าแนวโน้มกำไรที่อาจมากกว่าคาดมาจากการให้เช่าพื้นที่จัดงาน event (หรือ non-leasing area) ซึ่งรายได้ส่วนเพิ่มนี้จะเป็นปัจจัยหนุนกำไรที่สัญญาเนื่องจากรายได้เกือบทั้งหมดไม่มีต้นทุนเพิ่ม เพราะค่าใช้จ่ายส่วนใหญ่เป็น fixed cost ดังนั้นเราจึงศึกษา Sensitivity analysis พบว่าการเติบโตของส่วนแบ่งกำไรในระดับ 20%-25% ตามเป้าหมายของบริษัท กำไรสุทธิและราคาเป้าหมายจะปรับเพิ่มราว 5%-7% ตามลำดับ

Sector: Property

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**
 เป้าหมายพื้นฐาน: 9.00 บาท
 ราคา (7/5/15): 5.75 บาท

Price chart

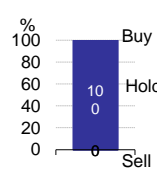


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(14.6)	(7.7)	(4.0)
Absolute	(17.9)	(14.8)	2.7

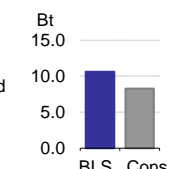
Key statistics

Market cap	Bt8.5bn	USD0.3bn
12-mth price range	Bt5.2/Bt8.7	
12-mth avg daily volume	Bt62m	USD1.9m
# of shares (m)	1,481	
Est. free float (%)	46.7	
Foreign limit (%)	49.0	

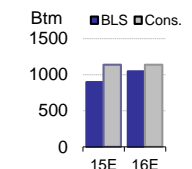
Consensus rating



BLS Target price vs. Consensus



BLS earnings vs. Consensus



Financial summary

FY Ended 31 Dec	2014	2015E	2016E	2017E
Revenues (Btm)	1,341	1,453	1,658	1,708
Net profit (Btm)	700	898	1,048	1,175
EPS (Bt)	0.47	0.51	0.59	0.66
EPS growth (%)	+21.6%	+6.8%	+16.7%	+12.2%
Core profit (Btm)	865	939	1,089	1,216
Core EPS (Bt)	0.58	0.53	0.61	0.68
Core EPS growth (%)	+15.4%	-9.6%	+16.0%	+11.7%
PER (x)	12.3	11.5	9.8	8.8
PBV (x)	1.2	1.2	1.1	1.0
Dividend (Bt)	0.01	0.01	0.01	0.01
Dividend yield (%)	0.2	0.2	0.2	0.2
ROE (%)	11.0	12.3	12.5	12.4

วิกิจ ธีรวรรณรัตน์

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน

Wikij.tir@bualuang.co.th

+662 618 1336

SF : Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Revenue	1,307	1,341	1,453	1,658	1,708
Cost of sales and services	(567)	(563)	(613)	(705)	(724)
Gross profit	740	777	839	953	984
SG&A	(205)	(226)	(237)	(249)	(256)
EBIT	534	552	603	705	728
Interest expense	(103)	(95)	(100)	(106)	(82)
Other income/exp.	60	53	54	55	56
EBT	491	510	557	654	702
Corporate tax	(84)	(87)	(111)	(131)	(140)
After-tax net profit (loss)	407	422	445	523	562
Minority interest	(32)	(32)	(34)	(35)	(37)
Equity earnings from affiliates	292	475	527	601	691
Extra items	(155)	(165)	(41)	(41)	(41)
Net profit (loss)	512	700	898	1,048	1,175
Reported EPS	0.39	0.47	0.51	0.59	0.66
Fully diluted EPS	0.39	0.47	0.51	0.59	0.66
Core net profit	667	865	939	1,089	1,216
Core EPS	0.51	0.58	0.53	0.61	0.68
EBITDA	534	552	603	705	728

KEY RATIOS

Revenue growth (%)	1.6	2.6	8.4	14.2	3.0
Gross margin (%)	56.6	58.0	57.8	57.5	57.6
EBITDA margin (%)	40.9	41.1	41.5	42.5	42.6
Operating margin (%)	40.9	41.1	41.5	42.5	42.6
Net margin (%)	39.2	52.2	61.8	63.2	68.8
Core profit margin (%)	51.0	64.6	64.6	65.6	71.2
ROA (%)	4.4	5.7	7.3	8.4	9.0
ROCE (%)	4.6	6.1	7.8	8.9	9.5
Asset turnover (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Current ratio (x)	0.3	0.6	0.5	0.5	0.6
Gearing ratio (x)	0.8	0.6	0.4	0.3	0.2
Interest coverage (x)	5.2	5.8	6.0	6.6	8.9

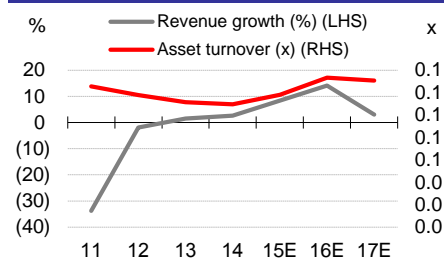
BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	23	28	97	168	323
Accounts receivable	95	126	134	153	162
Inventory	0	0	0	0	0
PP&E-net	28	50	61	54	52
Other assets	11,856	12,255	11,859	12,363	12,868
Total assets	12,003	12,459	12,151	12,739	13,406
Accounts payable	10	148	161	185	190
ST debts & current portion	587	48	448	468	478
Long-term debt	4,403	4,355	2,794	2,261	1,714
Other liabilities	573	763	436	494	534
Total liabilities	5,572	5,314	3,840	3,408	2,917
Paid-up capital	1,316	1,480	1,776	1,776	1,776
Share premium	634	634	634	634	634
Retained earnings	4,095	4,615	5,471	6,478	7,623
Shareholders equity	6,045	6,728	7,881	8,888	10,033
Minority interests	385	417	430	442	456
Total Liab.&Shareholders' equity	12,003	12,459	12,151	12,739	13,406

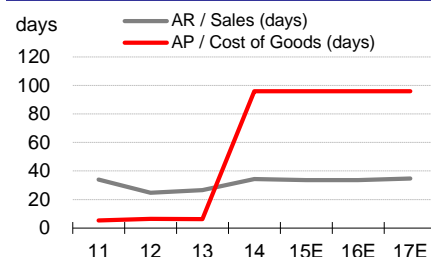
CASH FLOW (Btm)

Net income	512	700	898	1,048	1,175
Depreciation and amortization	0	0	0	0	0
Change in working capital	0	0	(8)	(19)	(9)
FX, non-cash adjustment & others	(358)	(524)	(703)	(785)	(841)
Cash flows from operating activit	154	176	187	243	325
Capex (Invest)/Divest	(43)	(79)	(11)	(13)	(14)
Others	(323)	126	(42)	(46)	(5)
Cash flows from investing activit	(366)	47	(53)	(59)	(19)
Debt financing (repayment)	109	(200)	(236)	57	40
Equity financing	0	0	0	0	0
Dividend payment	(16)	(18)	(21)	(21)	(21)
Others	(323)	126	(42)	(46)	(5)
Cash flows from financing activiti	175	(219)	(64)	(113)	(150)
Net change in cash	(37)	4	70	71	155
Free cash flow (Btm)	111	98	176	230	311
FCF per share (Bt)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2

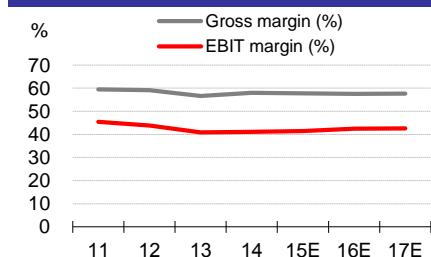
Revenue growth and asset turnover



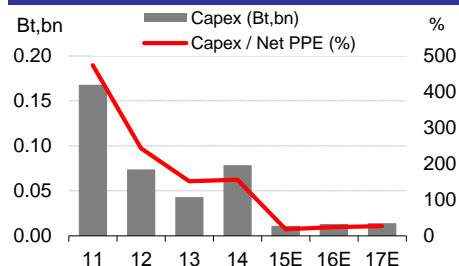
A/C receivable & A/C payable days



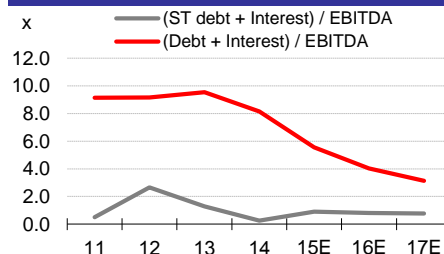
Profit margins



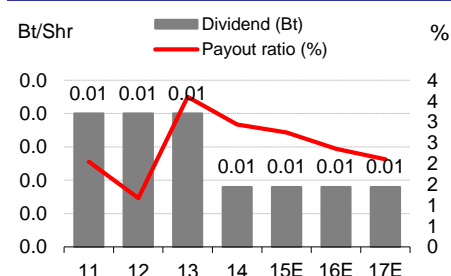
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



SF : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15
Revenue	310	345	352	333	330
Cost of sales and services	(124)	(149)	(153)	(138)	(123)
Gross profit	187	197	199	195	206
SG&A	(53)	(60)	(53)	(59)	(55)
EBIT	134	136	146	136	152
Interest expense	(25)	(24)	(23)	(22)	(23)
Other income/exp.	14	12	13	14	15
EBT	122	125	135	127	143
Corporate tax	(21)	(27)	(15)	(24)	(19)
After-tax net profit (loss)	101	97	121	103	124
Minority interest	(9)	(8)	(8)	(7)	(6)
Equity earnings from affiliates	88	118	126	143	129
Extra items	(33)	(29)	(79)	(25)	(40)
Net profit (loss)	148	179	159	214	207
Reported EPS	0.10	0.12	0.11	0.14	0.12
Fully diluted EPS	0.10	0.12	0.11	0.14	0.12
Core net profit	181	208	238	239	246
Core EPS	0.12	0.14	0.16	0.16	0.17
EBITDA	134	136	146	136	152

KEY RATIOS

Gross margin (%)	60.1	57.0	56.5	58.5	62.7
EBITDA margin (%)	43.0	39.5	41.5	40.7	46.0
Operating margin (%)	43.0	39.5	41.5	40.7	46.0
Net margin (%)	47.6	51.9	45.3	64.1	62.7
Core profit margin (%)	58.2	60.2	67.7	71.6	74.8
BV (Bt)	4.4	4.6	4.7	4.8	5.0
ROE (%)	9.6	11.3	9.8	12.7	11.9
ROA (%)	4.9	5.9	5.2	6.9	6.5
Current ratio (x)	11.9	12.6	12.9	12.9	10.0
Gearing ratio (x)	0.8	0.7	0.7	0.6	0.7
Interest coverage (x)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3

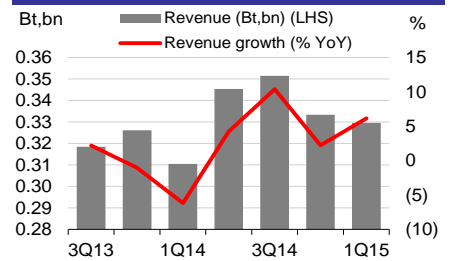
QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	33	36	25	28	29
Accounts receivable	76	77	66	126	263
Inventory	0	0	0	0	0
PP&E-net	29	36	50	50	46
Other assets	11,851	11,983	12,127	12,255	12,371
Total assets	11,990	12,132	12,267	12,459	12,709
Accounts payable	10	12	12	148	163
ST debts & current portion	568	499	494	48	748
Long-term debt	4,415	4,417	4,398	4,355	4,092
Other liabilities	428	449	439	763	347
Total liabilities	5,421	5,376	5,343	5,314	5,350
Paid-up capital	1,316	1,481	1,481	1,480	1,481
Share premium	634	634	634	634	634
Retained earnings	4,224	4,238	4,398	4,615	4,821
Shareholders equity	6,174	6,353	6,513	6,728	6,936
Minority interests	394	402	411	417	424
Total Liab.&Shareholders' equity	11,990	12,132	12,267	12,459	12,709

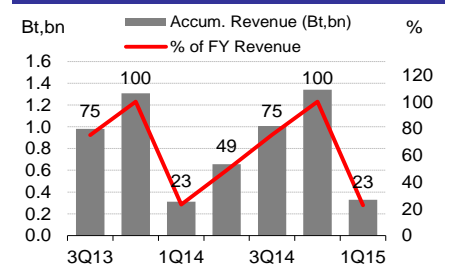
Company profile

บริษัท สยามฟิวเจอร์ ดีเวลอปเม้นท์ ประกอบธุรกิจทางด้านการพัฒนาและบริหารศูนย์การค้า ทั้งศูนย์การค้าแบบเปิด (Open-air Shopping Center) และ ศูนย์การค้าแบบปิด (Enclosed mall) โดยบริษัทจะจัดหาที่ดินมาพัฒนาเป็นศูนย์การค้าหรือโครงการที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจค้าปลีก เพื่อเปิดให้บริการเช่าพื้นที่ ทั้งในระยะสั้นและระยะยาว รวมถึงให้บริการบริหารโครงการและพื้นที่ส่วนกลาง จัดหาสถานที่ประกอบกร และให้บริการสาธารณูปโภค ตลอดจนอำนวยความสะดวก ในการเช่าพื้นที่ รายได้หลักของบริษัทมาจากการให้บริการหลัก 4 กลุ่ม ได้แก่ 1. รายได้จากเช่าและการบริหารพื้นที่ในโครงการ 2. รายได้จากสัญญาเช่าทางการเงิน 3. รายได้ทางการเงินและดอกเบี้ยรับ และ รายได้อื่นๆ ในส่วนของสาธารณูปโภค

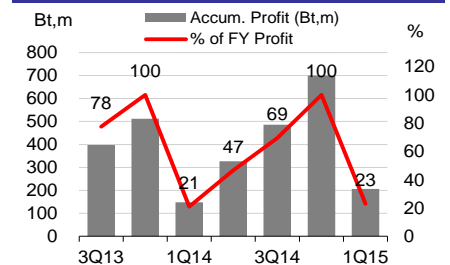
Revenue trend



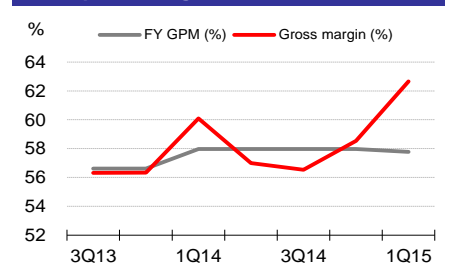
Revenue trend (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin

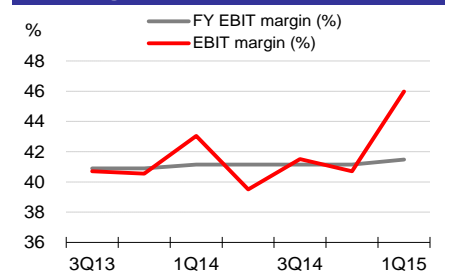


Figure 1 : 1Q15 result

FY Ended 31 Dec (Btm)	1Q15	1Q14	YoY %	4Q14	QoQ %	3M15	3M14	YoY %	3M15 vs. FY15E
Income Statement									
Revenue	330	310	6	333	(1)	330	310	6	23
Cost of sales and services	(123)	(124)	(1)	(138)	(11)	(123)	(124)	(1)	20
EBITDA	152	134	13	136	12	152	134	13	25
SG&A	(55)	(53)	4	(59)	(7)	(55)	(53)	4	23
EBIT	152	134	13	136	12	152	134	13	25
Interest expense	(23)	(25)	(8)	(22)	3	(23)	(25)	(8)	23
Other income/exp.	15	14	3	14	5	15	14	3	27
Equity earnings from affiliates	129	88	46	143	(10)	129	88	46	24
Extra items	(40)	(33)	nm	(25)	59	(40)	(33)	nm	97
EBT	143	122	17	127	12	143	122	17	26
Corporate tax	(19)	(21)	(10)	(24)	(22)	(19)	(21)	(10)	17
Minority interest	(6)	(9)	nm	(7)	nm	(6)	(9)	nm	19
Net profit (loss)	207	148	40	214	(3)	207	148	40	23
Reported EPS	0.12	0.10	20	0.14	(17)	0.14	0.10	40	28
Core net profit	246	181	36	239	3	246	181	36	26
Key ratios									
Gross margin (%)	62.7	60.1		58.5		62.7	60.1		
EBITDA margin (%)	46.0	43.0		40.7		46.0	43.0		
EBIT margin (%)	46.0	43.0		40.7		46.0	43.0		
SG&A / Revenue (%)	16.7	17.1		17.8		16.7	17.1		
Tax rate (%)	13.2	17.1		19.0		13.2	17.1		
Net margin (%)	62.7	47.6		64.1		62.7	47.6		
Current ratio (x)	10.0	11.9		12.9		10.0	11.9		
Gearing ratio (x)	0.7	0.8		0.6		0.7	0.8		
Interest coverage (x)	0.3	0.4		0.4		6.5	5.3		
Balance Sheet									
Cash & Equivalent	29	33	(14)	28	4				
Total assets	12,709	11,990	6	12,459	2				
ST debts & current portion	748	568	32	48	1,453				
Long-term debt	4,092	4,415	(7)	4,355	(6)				
Total liabilities	5,350	5,421	(1)	5,314	1				
Retained earnings	4,821	4,224	14	4,615	4				
Shareholders equity	6,936	6,174	12	6,728	3				
Minority interests	424	394	8	417	2				
BV (Bt)	5.0	4.4	12	4.8	3				

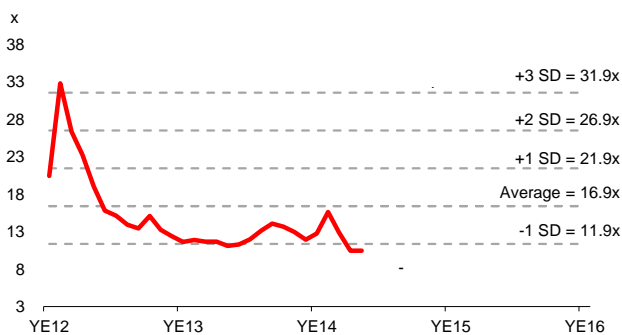
- รายได้เพิ่มขึ้น 6%YoY เนื่องจาก 1Q14 มีการช่วยเหลือผู้เช่าจากสถานการณ์ทางการเมือง
- ส่วนแบ่งกำไรโครงการ เมกา บางนา เดิมโตสูง YoY เนื่องจากศูนย์ฯได้รับความนิยมจากลูกค้าเป็นอย่างดี และบริษัทคิดค่าเช่าด้วยวิธีส่วนแบ่งรายได้จากผู้เช่า
- กำไรสุทธิเดิมโตสูงได้ปัจจัยหนุนจากส่วนแบ่งกำไร เมกา บางนา

Source: Company data, Bualuang Research

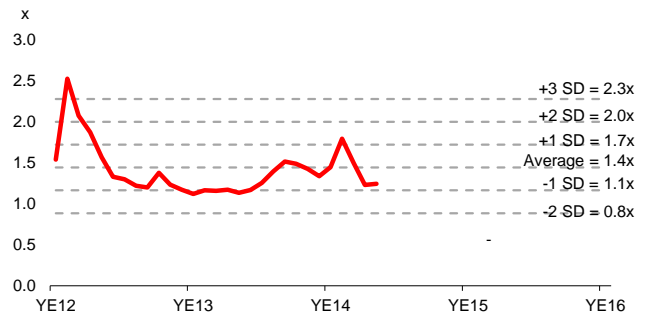
Sector Comparisons

	Bloomberg	Price	Market Cap	PER (x)	EPS Growth (%)	PBV (x)	ROE (%)	Div Yield (%)					
	Code	(local curr.)	(US\$ equivalent)	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E
Suning Appliance Co Ltd	002024 CH	CNY14.6	17,382	2435.0	339.8	-90.8	309.1	3.7	3.7	0.1	1.6	0.0	0.0
Wumart Stores Inc	1025 HK	HKD6.6	1,093	14.9	14.3	n.a.	4.2	1.6	1.5	11.1	10.5	2.0	2.1
Parkson Retail Group	3368 HK	HKD2.0	690	14.5	12.8	n.a.	15.9	0.7	0.7	5.0	5.8	3.1	3.7
Nitori Hldg Co Ltd	9843 JT	JPY9,350.0	8,897	22.0	20.5	16.5	7.7	2.9	2.6	14.1	13.8	0.7	0.7
Lawson Inc	2651 JT	JPY8,520.0	7,105	22.2	20.0	0.5	10.7	3.1	3.0	14.4	15.4	2.9	3.0
Seven & I Holdings Co Ltd	3382 JT	JPY5,145.0	37,921	22.8	20.4	13.5	11.4	1.9	1.8	8.6	9.1	1.5	1.7
Family Mart	8028 JP	JPY5,110.0	4,150	22.3	20.1	-3.8	10.7	1.7	1.6	7.9	8.4	2.1	2.2
President Chain Store Corp	2912 TT	TWD226.5	7,646	25.5	23.0	1.9	10.4	8.1	7.5	31.8	32.6	3.2	3.4
Capitaland Limited	CAPL SP	SGD3.6	11,528	21.8	18.9	-12.8	13.9	0.9	0.9	4.9	5.6	2.4	2.4
SM Prime Holdings Inc.	SMPH PM	PHP19.9	12,873	26.0	22.8	15.3	14.2	2.7	2.5	10.9	11.7	1.1	1.3
Home Depot	HD US	USD110.0	142,871	21.0	18.3	10.3	14.5	19.7	20.0	82.8	150.2	2.1	2.4
Costco whole sale corp	COST US	USD144.6	63,603	27.6	25.4	12.2	8.0	5.7	5.0	19.4	20.9	1.0	1.1
Carrefour	CA FP	EUR30.4	25,067	17.6	15.5	-1.1	12.8	2.2	2.0	12.6	13.4	2.5	2.9
Home Product Center	HMPRO TB	THB6.65	2,609	23.3	19.3	10.2	21.1	5.1	4.4	21.8	23.0	1.8	2.1
Big C Supercenter	BIGC TB	THB217.00	5,340	23.5	21.0	8.4	11.9	3.8	3.4	17.4	17.2	1.3	1.4
Beauty Community	BEAUTY TB	THB41.00	367	31.9	25.4	28.0	25.8	9.6	8.1	32.6	34.7	2.0	2.6
Karmarts	KAMART TB	THB7.30	144	28.7	25.5	5.6	12.6	7.1	7.2	24.9	28.5	3.7	4.3
Berli Jucker	BJC TB	THB36.00	1,710	28.0	26.0	27.8	7.6	3.0	2.8	13.5	13.4	2.0	2.1
C.P. All	CPALL TB	THB41.75	11,188	30.2	22.5	23.8	34.3	9.4	7.7	37.5	41.6	2.1	2.4
Central Pattana	CPN TB	THB40.00	5,355	22.1	18.1	13.4	22.1	3.9	3.4	19.0	20.3	1.8	2.2
DSG International (Thailand)	DSGT TB	THB7.30	274	18.7	16.1	16.1	16.2	3.4	3.1	19.3	20.2	2.7	3.1
Siam Global House	GLOBAL TB	THB9.15	951	42.1	35.2	12.1	19.4	2.0	1.8	39.9	39.2	1.2	1.4
Robinson Department Store	ROBINS TB	THB44.50	1,474	22.0	17.6	18.5	24.7	3.5	3.1	17.7	19.8	2.4	2.8
Siam Future Development	SF TB	THB5.75	305	11.5	8.2	6.8	40.1	1.2	0.9	12.3	12.5	0.2	0.2
COL	COL TB	THB58.75	561	38.5	28.4	13.1	35.6	3.7	3.4	10.0	12.6	1.0	1.4
Siam Makro	MAKRO TB	THB35.00	5,011	30.5	24.4	14.3	24.9	12.0	10.6	41.4	46.0	2.7	3.2
Simple average				117.1	33.1	6.7	28.5	4.7	4.3	20.4	24.2	1.9	2.2

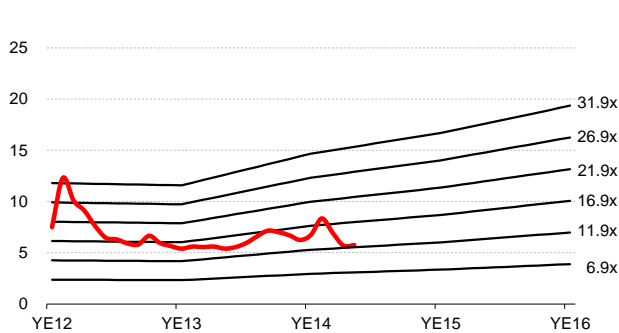
PER band versus SD



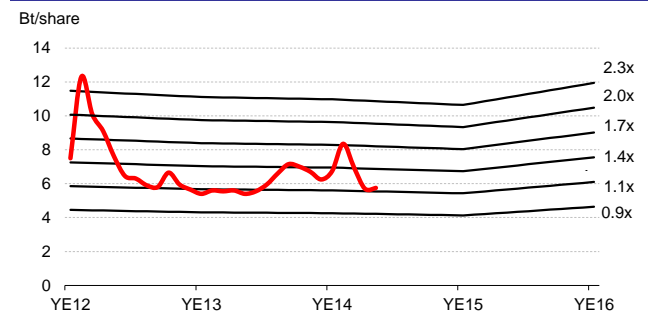
PBV band versus SD



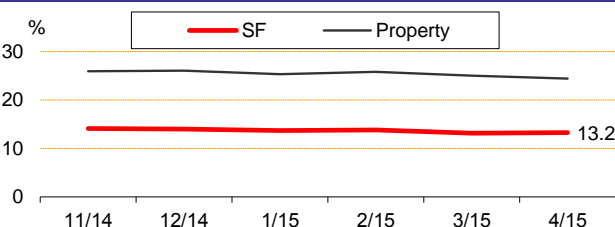
PER band and share price



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 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 AN UNDERWRITER/CO-UNDERWRITER/JOINT LEAD IN RESPECT OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING ("IPO") OF SECURITIES.

Financial Advisor	Lead underwriter/ Underwriter/ Co-underwriter
	GPSC

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.