

พุกกา เรียลเอสเตท PS TB / PS.BK

26 กุมภาพันธ์ 2556

กำไรไตรมาส 4/55 เป็นไปตามที่เราคาดแต่สูงกว่า
ประมาณการตลาด

ตรงกับที่เราคาด

PS รายงานกำไรสุทธิไตรมาส 4/55 1.25 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 270% YoY และ 25% QoQ ผลประกอบการตรงกับที่เราประมาณการแต่มากกว่าตลาดอยู่ 9% เนื่องจากรายได้สูงกว่ตลาดคาดและค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่ำกว่าที่ตลาดประมาณการ

บริษัทประกาศเงินปันผลต่อหุ้นปี 2555 ที่ 0.50 บาท เป็นไปตามเราและตลาดคาด (อัตราผลตอบแทน 1.5% ต่อปี) ขึ้นเครื่องหมาย XD ในวันที่ 12 มี.ค. และจ่ายเงินปันผลในวันที่ 17 พ.ค.

ประเด็นหลักจากผลประกอบการ

PS ได้รับผลกระทบทางลบมากที่สุดเมื่อเทียบกับบริษัทอื่นในกลุ่มอสังหาฯ เพื่อขาย กรณีวิกฤตอุทกภัยน้ำท่วมในไตรมาส 4/54 ดังนั้นกำไรไตรมาส 4/55 นี้จึงเติบโตแข็งแกร่งมากเมื่อเทียบกับปีที่แล้ว เนื่องจากฐานที่ต่ำ โดยรายได้จากโครงการที่อยู่อาศัย (อสังหาฯ) ไตรมาส 4/55 เติบโตก้าวกระโดด 79% YoY เป็น 8.4 พันล้านบาท ซึ่งถือเป็นรายได้ที่สูงที่สุดของบริษัทตั้งแต่ไตรมาส 4/52 ในขณะที่อัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต้อยอดขายลดลง 8.4% YoY เป็น 11.2% อัตรากำไรขั้นต้นโครงการที่อยู่อาศัย (อสังหาฯ) ลดลง 2.8% YoY เป็น 32.3% ในไตรมาส 4/55 ทั้งนี้การเติบโตของกำไรในไตรมาส 4/55 เมื่อเทียบกับไตรมาสก่อนนั้นหนุนโดยรายได้จากโครงการที่อยู่อาศัย (อสังหาฯ) ซึ่งเพิ่มขึ้น 16% และอัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารลดลง 4.5% ซึ่งมากกว่าเพียงพอที่จะชดเชยอัตรากำไรขั้นต้นโครงการที่อยู่อาศัย (อสังหาฯ) ที่ลดลงจาก 34.1% ในไตรมาส 3/55 เป็น 32.3% ในไตรมาส 4/55 ทั้งนี้บริษัทมีงบดุลที่แข็งแกร่งต่อเนื่องโดยอัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุนสุทธิลดลงจาก 0.90 เท่า เมื่อสิ้นเดือนก.ย. เป็น 0.84 เท่า เมื่อสิ้นปี 2555 (ต่ำสุดตั้งแต่สิ้นปี 2553)

แนวโน้ม

เราคาดว่ากำไรสุทธิไตรมาส 1/56 จะรายงานเติบโตแข็งแกร่ง YoY แต่ลดลง QoQ โดยรายได้จากโครงการแนวราบจะหนุนให้รายได้ในไตรมาส 1/56 เพิ่มขึ้น YoY ทั้งนี้ PS จะเริ่มทำการโอนคอนโด พลัม นวมินทร์ (มูลค่าโครงการ 632 ล้านบาท ขายแล้ว 91%) และคอนโดเลต ไลต์ (650 ล้านบาท ขายแล้ว 81%) ในเดือนมี.ค. 2556 ทั้งนี้ผู้บริหารกล่าวว่าอัตรากำไรสุทธิสำหรับสองคอนโดจะแข็งแกร่งที่ 16.3% สำหรับ พลัม และ 17.2% สำหรับคอนโดเลต

สิ่งที่เปลี่ยนแปลงไป?

เราคงประมาณการของเราไม่เปลี่ยนแปลง ความชัดเจนของรายได้ปีนี้แข็งแกร่งมากเนื่องจากยอดจองซื้อออร์รับรายได้เมื่อสิ้นเดือน มค. 2556 รับประกัน 78% ของประมาณการของเราปี 2556 สำหรับยอดจองซื้อโครงการแนวราบแข็งแกร่งในเดือนม.ค. 1.7 พันล้านบาท สูงกว่ายอดจองซื้อรายเดือนเฉลี่ยสำหรับไตรมาส 1/55 ที่เพียง 1 พันล้านบาท โดยเราประมาณการกำไรปี 2556 มากกว่าตลาดคาดถึง 9% โดยเรามองว่ายอดจองซื้อโครงการแนวราบที่ฟื้นตัวเต็มกำลังจะหนุนให้ตลาดปรับเพิ่มประมาณการในอนาคต

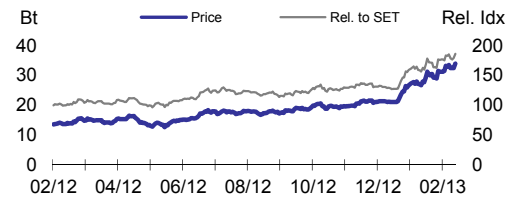
Sector: Property (Residential) Overweight

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**

เป้าหมายพื้นฐาน: **38.00 บาท**

ราคา (22/02/13): **34.00 บาท**

Price chart

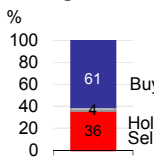


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	17.8	50.7	111.3
Absolute	24.8	70.9	146.4

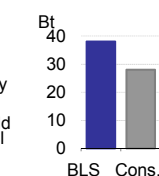
Key statistics

Market cap	Bt75.2bn	USD2.5bn
12-mth price range	Bt12.6/Bt35.5	
12-mth avg daily volume	Bt122m	USD4.1m
# of shares (m)	2,213	
Est. free float (%)	25.9	
Foreign limit (%)	40.0	

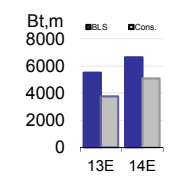
Consensus rating



BLS Target price vs. Consensus



BLS earnings vs. Consensus



Financial summary

FY Ended 31 Dec	2012	2013E	2014E	2015E
Revenues (Btm)	27,023	34,042	40,784	42,824
Net profit (Btm)	3,893	5,513	6,630	6,729
EPS (Bt)	1.76	2.49	3.00	3.04
EPS growth (%)	+38.9%	+41.6%	+20.3%	+1.5%
Core profit (Btm)	3,898	5,513	6,630	6,728
Core EPS (Bt)	1.76	2.49	3.00	3.04
Core EPS growth (%)	+32.3%	+41.4%	+20.3%	+1.5%
PER (x)	19.3	13.7	11.4	11.2
PBV (x)	3.7	3.1	2.6	2.2
Dividend (Bt)	0.5	0.7	0.9	0.9
Dividend yield (%)	1.5	2.2	2.6	2.7
ROE (%)	21.0	24.8	24.6	21.2

CG rating



ณมล เอกสมทพร

+66 2 618 1000

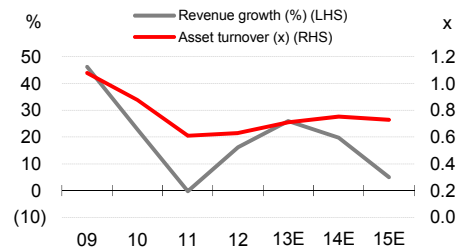
คำแนะนำ

เรายังคงคำแนะนำซื้อ ด้วยราคาเป้าหมาย ณ สิ้นปี 2556 เพิ่มขึ้นเป็น 38 บาท (จากเดิม 31.50) เนื่องจากเราปรับเพิ่ม PER เป็น 15 เท่า จากเดิม 12.5 เท่า (มากกว่า 1.7 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานค่าเฉลี่ยปี 2549-2555) PS ซื้อขายที่ราคาถูกโดยมี PE ต่อการเติบโตของกำไรปี 2556 เพียง 0.3 เท่า (0.6 เท่าสำหรับกลุ่ม) โดยเรามองว่าหุ้นมีแนวโน้มได้รับการปรับเพิ่มมูลค่าซื้อขายที่สูงถึงเนื่องจากในอดีตช่วงที่บริษัทเติบโตดีมาก ๆ นั้นหุ้นเคยซื้อขายที่ระดับ PER สูงถึง 17.8 เท่า มาแล้ว (สูงกว่า 2 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของค่าเฉลี่ยของบริษัท) โดยในปี 2556 นี้ PS จะกลับมามียอดจองซื้อเติบโตแข็งแกร่ง 21% และรายได้เติบโตแข็งแกร่งที่ 26% อีกครั้งในขณะที่ความสามารถในการทำกำไร (อัตราส่วนกำไร) จะปรับตัวดีขึ้นจากอัตรากำไรสุทธิของโครงการคอนโดที่จะโอนปีนี้อยู่ในระดับสูงและดีกว่าปีที่แล้ว (ค่าเฉลี่ยสูงถึง 18.3%) ผนวกกับอัตรากำไรสุทธิของโครงการแนวโน้มนมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นในปีนี้เช่นกัน เนื่องจาก PS มีการนำเสนอโปรโมชั่นการขายมากในปีที่แล้วเพื่อที่จะลดสินค้าคงคลังจากไตรมาส 4/54 จากเหตุการณ์วิกฤตน้ำท่วม

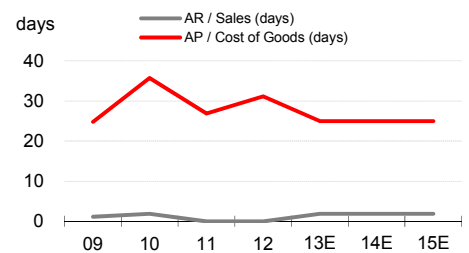
PS : Financial Tables – Year

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
PROFIT & LOSS (Btm)					
Revenue	23,263	27,023	34,042	40,784	42,824
Cost of sales and services	(14,724)	(17,890)	(21,598)	(25,812)	(27,236)
Gross profit	8,538	9,133	12,444	14,972	15,588
SG&A	(4,578)	(3,925)	(5,471)	(6,549)	(6,890)
EBIT	3,960	5,208	6,974	8,423	8,697
Interest expense	(137)	(305)	(328)	(400)	(404)
Other income/exp.	159	117	117	117	117
EBT	3,982	5,021	6,763	8,141	8,411
Corporate tax	(1,041)	(1,123)	(1,250)	(1,510)	(1,682)
After-tax net profit (loss)	2,941	3,898	5,513	6,630	6,729
Minority interest	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	(142)	(5)	0	0	1
Net profit (loss)	2,799	3,893	5,513	6,630	6,729
Reported EPS	1.27	1.76	2.49	3.00	3.04
Fully diluted EPS	1.27	1.76	2.50	3.00	3.05
Core net profit	2,940	3,898	5,513	6,630	6,728
Core EPS	1.33	1.76	2.49	3.00	3.04
EBITDA	4,300	5,557	7,424	8,953	9,307
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	(0.2)	16.2	26.0	19.8	5.0
Gross margin (%)	36.7	33.8	36.6	36.7	36.4
EBITDA margin (%)	18.5	20.6	21.8	22.0	21.7
Operating margin (%)	17.0	19.3	20.5	20.7	20.3
Net margin (%)	12.0	14.4	16.2	16.3	15.7
Core profit margin (%)	12.6	14.4	16.2	16.3	15.7
ROA (%)	7.3	9.1	11.5	12.2	11.5
ROCE (%)	8.5	10.4	13.2	13.9	12.9
Asset turnover (x)	0.6	0.6	0.7	0.8	0.7
Current ratio (x)	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5
Gearing ratio (x)	1.2	0.9	0.9	0.7	0.6
Interest coverage (x)	28.8	17.1	21.2	21.1	21.5
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	2,031	1,566	1,838	2,107	2,880
Accounts receivable	0	0	175	210	221
Inventory	36,160	37,818	44,924	48,527	52,293
PP&E-net	2,469	2,348	2,898	3,168	3,358
Other assets	1,323	2,090	2,170	2,259	2,356
Total assets	41,982	43,821	52,005	56,271	61,108
Accounts payable	1,083	1,527	1,479	1,768	1,865
ST debts & current portion	9,327	9,258	3,800	2,801	2,801
Long-term debt	10,962	8,250	17,600	17,600	17,600
Other liabilities	3,615	4,704	4,704	4,704	4,704
Total liabilities	24,986	23,739	27,583	26,873	26,970
Paid-up capital	2,209	2,213	2,213	2,213	2,213
Share premium	2,209	2,213	2,213	2,213	2,213
Retained earnings	13,459	16,474	20,814	25,790	30,530
Shareholders equity	16,996	20,081	24,422	29,398	34,137
Minority interests	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
Total Liab.&Shareholders' equity	41,982	43,821	52,005	56,271	61,108
CASH FLOW (Btm)					
Net income	2,799	3,893	5,513	6,630	6,729
Depreciation and amortization	339	348	450	530	610
Change in working capital	(8,790)	(1,182)	(7,410)	(3,437)	(3,776)
FX, non-cash adjustment & others	1,502	1,138	0	0	(1)
Cash flows from operating activities	(4,151)	4,197	(1,447)	3,722	3,562
Capex (Invest)/Divest	(1,708)	270	(1,000)	(800)	(800)
Others	0	(38)	0	0	0
Cash flows from investing activities	(1,708)	231	(1,000)	(800)	(800)
Debt financing (repayment)	6,322	(2,780)	3,892	(999)	0
Equity financing	38	56	0	0	0
Dividend payment	(1,104)	(884)	(1,168)	(1,654)	(1,989)
Others	0	(38)	0	0	0
Cash flows from financing activities	5,256	(4,550)	2,720	(2,653)	(1,989)
Net change in cash	(602)	(122)	272	269	773
Free cash flow (Btm)	(5,858)	4,467	(2,448)	2,922	2,762
FCF per share (Bt)	(2.65)	2.02	(1.11)	1.32	1.25
KEY ASSUMPTIONS					
Total presales (Btm)	25,553	29,000	31,320	33,826	36,532
YoY change in presales	-34%	13%	8%	8%	8%
Housing revenue (Btm)	23,263	27,023	34,042	40,784	42,824
YoY change in housing revenue	0%	16%	26%	20%	5%
Secured revenue by backlogs (Btm)	-	-	24,776	7,374	0
% of secured revenue by backlogs	-	-	73%	18%	0%

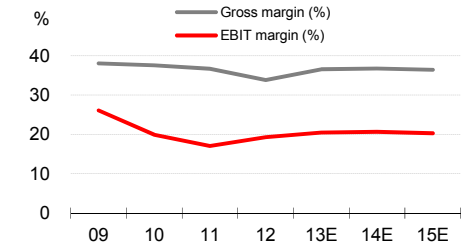
Revenue growth and asset turnover



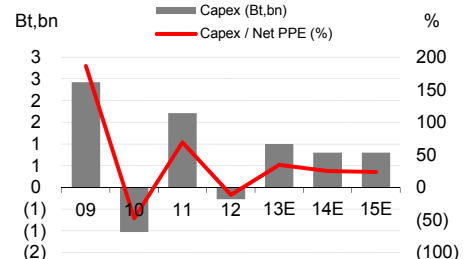
A/C receivable & A/C payable days



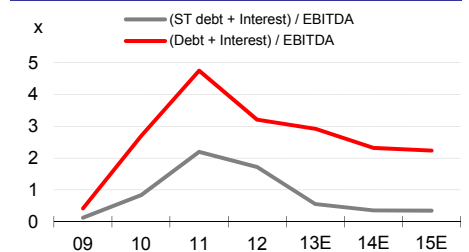
Profit margins



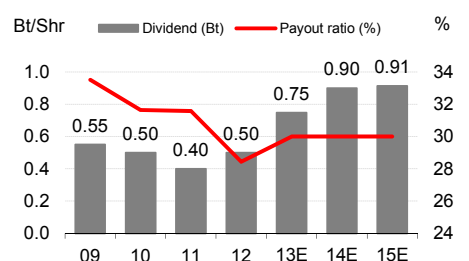
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



PS : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12
Revenue	4,659	4,655	6,814	7,201	8,359
Cost of sales and services	(3,025)	(3,003)	(4,485)	(4,744)	(5,658)
Gross profit	1,633	1,652	2,329	2,456	2,701
SG&A	(912)	(837)	(1,023)	(1,130)	(936)
EBIT	721	815	1,306	1,327	1,765
Interest expense	(57)	(61)	(65)	(80)	(100)
Other income/exp.	42	20	54	34	5
EBT	705	775	1,295	1,281	1,671
Corporate tax	(245)	(142)	(292)	(281)	(408)
After-tax net profit (loss)	461	633	1,002	1,000	1,262
Minority interest	(0.6)	(0.1)	0.0	(0.0)	(0.5)
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	(122)	(1)	3	4	(11)
Net profit (loss)	338	632	1,006	1,004	1,251
Reported EPS	0.15	0.29	0.46	0.45	0.57
Fully diluted EPS	0.15	0.29	0.46	0.46	0.57
Core net profit	460	633	1,002	1,000	1,262
Core EPS	0.21	0.29	0.45	0.45	0.57
EBITDA	860	929	1,451	1,453	1,841

KEY RATIOS

Gross margin (%)	35.1	35.5	34.2	34.1	32.3
EBITDA margin (%)	18.5	20.0	21.3	20.2	22.0
Operating margin (%)	15.5	17.5	19.2	18.4	21.1
Net margin (%)	7.3	13.6	14.8	13.9	15.0
Core profit margin (%)	9.9	13.6	14.7	13.9	15.1
BV (Bt)	7.7	8.0	8.0	8.5	9.1
ROE (%)	8.0	14.3	22.7	21.4	24.9
ROA (%)	3.2	6.1	9.6	9.7	11.3
Current ratio (x)	4.8	6.6	6.6	6.6	6.8
Gearing ratio (x)	1.2	1.1	1.1	0.9	0.9
Interest coverage (x)	12.6	13.4	20.2	16.7	17.7

QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	2,031	1,030	1,871	1,728	1,566
Accounts receivable	0	0	0	0	0
Inventory	36,160	36,877	36,196	35,550	37,818
PP&E-net	2,469	2,418	2,364	2,267	2,348
Other assets	1,323	1,428	1,556	2,043	2,485
Total assets	41,982	41,753	41,988	41,588	44,217
Accounts payable	1,479	1,631	1,713	1,783	1,995
ST debts & current portion	9,327	8,859	10,459	5,774	9,258
Long-term debt	10,962	10,126	8,558	11,702	8,253
Other liabilities	3,219	3,509	3,497	3,531	4,233
Total liabilities	24,986	24,125	24,226	22,790	23,739
Paid-up capital	2,209	2,209	2,209	2,211	2,213
Share premium	1,396	1,396	1,396	1,422	1,452
Retained earnings	13,459	14,093	14,211	15,211	16,474
Shareholders' equity	16,996	17,628	17,761	18,797	20,081
Minority interests	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
Total Liab.&Shareholders' equity	41,982	41,753	41,988	41,588	43,821

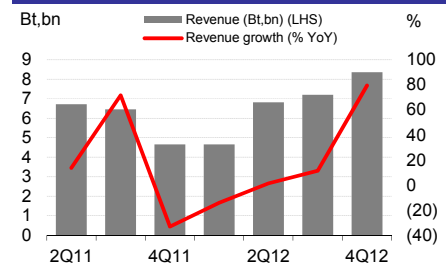
KEY STATS

Total presales (Btm)	235	5,669	7,019	7,994	8,714
YoY change in presales	-97%	-33%	-23%	4%	3608%
Housing revenue (Btm)	4,659	4,655	6,814	7,199	8,356
YoY change in housing revenue	-33%	-14%	1%	11%	79%
Housing GM	35%	35%	34%	34%	32%

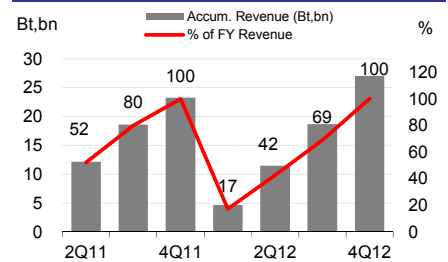
Company profile

Preuksa Real Estate Plc (PS) is the biggest residential developer in Thailand. It focuses on the low- to mid-income segments in Bangkok. Its business model is unique—the firm owns pre-cast concrete factories that make many component parts for detached houses, THs and condos.

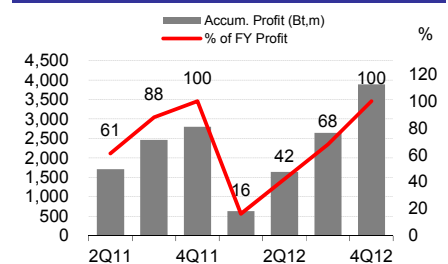
Revenue trend



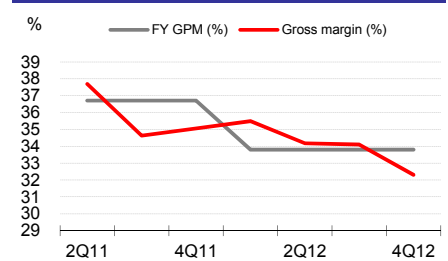
Revenue trend (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin

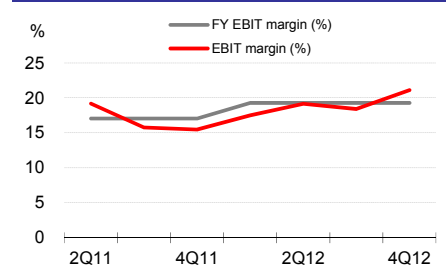


Figure 1 : 4Q12 results

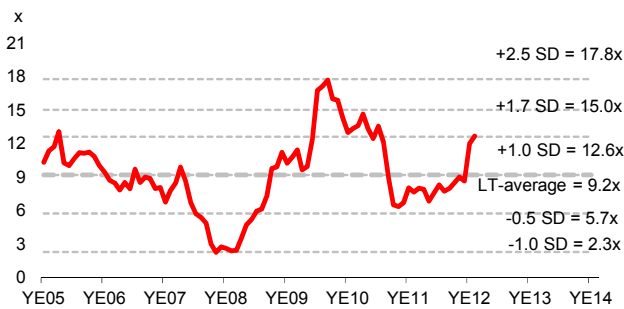
FY Ended 31 Dec (Btm)	4Q12	4Q11	YoY %	3Q12	QoQ %	2012	2011	YoY %	
Income Statement									
Revenue	8,359	4,659	79	7,201	16	27,028	23,263	16	
Cost of sales and services	(5,658)	(3,025)	87	(4,744)	19	(17,890)	(14,724)	22	• The good YoY result for 4Q12 was flattened by weak 4Q11 numbers, due to flooding
EBITDA	1,841	860	114	1,453		5,674	4,459		
EBIT	1,765	721	145	1,327	33	5,213	3,960	32	
Interest expense	(100)	(57)	74	(80)	25	(305)	(137)	122	
Other income/exp.	5	42	(88)	34	(85)	112	159	(30)	
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0	0	0	0	• Housing sales in 4Q12 were the strongest since 4Q09
Extra items	(11)	(122)	<i>n.m.</i>	4	(389)	(5)	(142)	<i>n.m.</i>	
EBT	1,671	705	137	1,281	30	5,021	3,982	26	
Corporate tax	(408)	(245)	67	(281)	45	(1,123)	(1,041)	8	• Housing sales were driven by low-rise tranference
Minority interest	(0)	(1)	0	(0)	0	(1)	(1)	0	
Net profit (loss)	1,251	338	270	1,004	25	3,893	2,799	39	
Reported EPS	0.57	0.15	269	0.45	24	1.76	1.27	39	• Housing GM dropped by 2.8% YoY and 1.8% QoQ to 32.3%, due to price promotions
Core net profit	1,262	460	174	1,000	26	3,897	2,940	33	
Key ratios									
Gross margin (%)	32.3	35.1		34.1		33.8	36.7		• The YoY operating margin improvement was due to a lower SG&A/sales ratio
EBITDA margin (%)	22.0	18.5		20.2		21.0	19.2		
EBIT margin (%)	21.1	15.5		18.4		19.3	17.0		
Tax rate (%)	24.4	34.7		21.9		22.4	26.2		
Net margin (%)	15.0	7.3		13.9		14.4	12.0		
Current ratio (x)	6.8	4.8		6.6		6.8	4.8		• Net gearing dipped from 0.90x at end-Sept o 0.84x at YE12 (lowest since YE10)
Gearing ratio (x)	0.9	1.2		0.9		0.9	1.2		
Interest coverage (x)	17.7	12.6		16.7		17.1	28.8		
Balance Sheet									
Cash & Equivalent	1,566	2,031	(23)	1,728	(9)				
Total assets	44,217	41,982	5	41,588	6				
ST debts & current portion	9,258	9,327	(1)	5,774	60				
Long-term debt	8,253	10,962	(25)	11,702	(29)				
Total liabilities	23,739	24,986	(5)	22,790	4				
Retained earnings	16,474	13,459	22	15,211	8				
Shareholders equity	20,081	16,996	18	18,797	7				
Minority interests	0	1	0	0	0				
BV (Bt)	9.1	7.7	18	8.5	7				

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

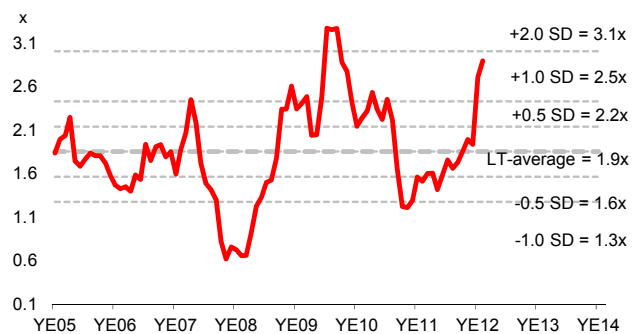
Sector Comparisons

	Bloomberg	Price	Market Cap	PER (x)	EPS Growth (%)	PBV (x)	ROE (%)	Div Yield (%)					
	Code	(local curr.)	equivalent (US\$)	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E				
Ananda Development	ANAN TB	THB4.26	476	10.1	8.1	n.m.	24.8	2.2	17	24.0	23.6	0.0	0.0
Asian Property Development	AP TB	THB9.85	941	11.4	10.2	15.9	117	2.0	17	18.8	18.4	2.9	3.3
Land and Houses	LH TB	THB1160	3,900	10.0	16.1	16.3	17.8	3.5	3.3	19.5	21.6	4.2	5.0
L.P.N. Development	LPN TB	THB24.10	1,193	13.2	11.2	22.0	18.0	3.6	3.0	29.5	29.4	3.8	4.5
Pruksa Real Estate	PSTB	THB34.00	2,523	13.6	11.3	416	20.3	3.1	2.6	24.8	24.6	2.2	2.6
Quality Houses	QHTB	THB3.80	1,170	17.7	15.0	-11.4	18.5	2.1	1.9	11.9	13.2	2.8	3.4
SC Asset Corporation	SC TB	THB32.50	78	13.3	10.9	52.2	21.9	1.9	1.7	15.2	16.9	3.0	3.7
Sansiri	SIRI TB	THB5.05	1,417	13.9	12.2	25.4	13.9	2.7	2.4	20.8	21.1	3.8	4.3
Supalai	SPALI TB	THB20.20	1,163	10.6	8.5	19.3	24.9	2.3	1.9	24.3	25.8	4.0	4.9
Simple average				13.6	11.5	22.7	19.1	2.6	2.3	21.0	21.6	3.0	3.5

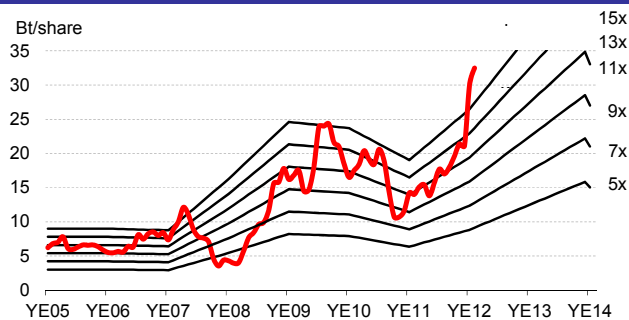
PER band versus SD (next 12 months)



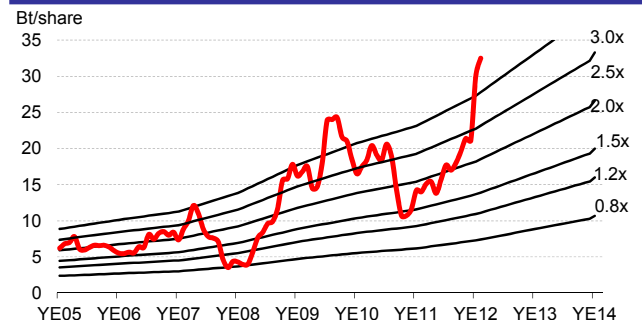
PBV band versus SD (next 12 months)



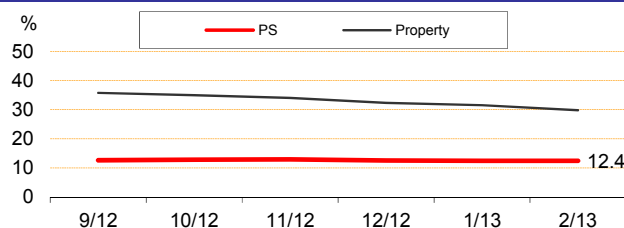
PER band and share price



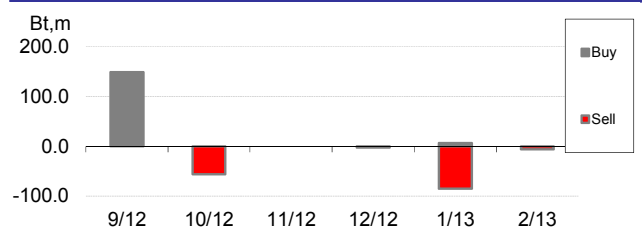
PBV band and share price



Foreign holding



Management trading activities during past six months








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	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		

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.