

พุกกา เรียลเอสเตท PS TB / PS.BK

19 กุมภาพันธ์ 2557

กำไรไตรมาส 4/56 ทำสถิติสูงสุดใหม่ตามคาด;
แนวโน้มไตรมาส 1/57 อ่อนแอ

เป็นไปตามคาด

PS รายงานกำไรสุทธิไตรมาส 4/56 ทำสถิติสูงสุดใหม่ 2.3 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 83% YoY และ 71% QoQ ผลประกอบการที่ออกมาสอดคล้องกับประมาณการของเรา แต่สูงกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ 22% โดยมีปัจจัยหนุนมาจากยอดขายที่ดีกว่าคาดและอัตรากำไรขั้นต้นที่สูงกว่าคาด ทั้งนี้ PS ประกาศจ่ายเงินปันผลต่อหุ้น 0.85 บาท สำหรับผลการดำเนินงานปี 2556 (คิดเป็นอัตรากำไรจ่ายปันผลที่ 33%) ซึ่งคิดเป็นอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล 4.3% โดยขึ้นเครื่องหมาย XD วันที่ 11 มี.ค. และจ่ายเงินปันผลวันที่ 15 พ.ค.

ประเด็นหลักจากผลประกอบการ

กำไรไตรมาส 4/56 ที่สูงสุดเป็นประวัติการณ์ เป็นผลมาจากยอดขายทำสถิติสูงสุดใหม่ 1.37 หมื่นล้านบาท (คิดเป็นสัดส่วนจากโครงการแนวราบ 70% และคอนโด 30%) เดบิตกว่ากำไร 64% YoY และ 40% QoQ ทั้งนี้ PS สามารถรายงานยอดโอนสำหรับทาวน์เฮ้าส์และคอนโดเดบิตโต้ แข็งแกร่งในไตรมาส 4/56 โดยรายได้เดบิตโต้ 46% YoY สำหรับทาวน์เฮ้าส์ และ 45% สำหรับคอนโด แต่รายได้ปรับตัวลดลง 3% สำหรับบ้านเดี่ยว อัตรากำไรขั้นต้นขยายตัวจาก 32.3% ในไตรมาส 4/55 มาอยู่ที่ 35.8% ในไตรมาส 4/56 หนุนโดยอัตรากำไรขั้นต้นคอนโดที่เพิ่มสูงขึ้น (เป็นคอนโดที่เปิดตัวตั้งแต่ในปี 2553) รายได้จากคอนโดเพิ่มขึ้นจากเพียง 10% ในไตรมาส 4/55 เป็น 30% ในไตรมาส 4/56 ทั้งนี้เมื่อเปรียบเทียบผลประกอบการ QoQ พบว่าอัตราราคาใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อ ยอดขายปรับตัวลดลงจาก 16.5% ในไตรมาส 3/56 มาอยู่ที่ 14.5% ในไตรมาส 4/56 เนื่องจากรายได้ที่เพิ่มสูงขึ้น อีกทั้งงบดุลของบริษัท แข็งแกร่งขึ้น อัตราราคาหนี้สินที่มีภาวะระดมยืมต่อทุนสุทธิลดลงจาก 1.0 เท่า ณ สิ้นเดือนก.ย. 2556 มาอยู่ที่ 0.8 เท่า ณ สิ้นปี 2556 (ถือว่าต่ำที่สุด นับตั้งแต่สิ้นปี 2553)

แนวโน้ม

PS ได้รายงานกำไรสูงสุดรายไตรมาส ในไตรมาส 4/56 ไปแล้ว ดังนั้นเรามองกำไรในไตรมาส 1/57 จะปรับตัวลดลง YoY และ QoQ โดย PS มีเพียงคอนโดโครงการเล็ก The Privacy งามวงศ์วาน A (มูลค่าโครงการ 168 ล้านบาท) เริ่มโอนในเดือนมี.ค. 2557 ทั้งนี้ในช่วงการขุ่นมัวประท้วงทางการเมืองในเดือนม.ค.-ก.พ. 2557 ผู้บริหารแนะนำยอดขายบ้านยังทรงตัว YoY แต่เรามองว่าอัตรากำไรขั้นต้นในระดับสูงที่ 35.8% ในไตรมาส 4/56 จะไม่สามารถยืนได้ต่อเนื่องในไตรมาส 1/57 ทั้งนี้ยอดจองซื้อออร์รับรู้ รายได้ของโครงการแนวราบ (จำนวนประมาณ 1 หมื่นล้านบาท ณ สิ้นปี 2556) จะเป็นปัจจัยหนุนรายได้ในช่วงครึ่งแรกของปี 2557 อย่างไรก็ตาม หากปัญหาทางการเมืองยังคงยืดเยื้อต่อเนื่องในช่วงครึ่งหลังของปี 2557 PS อาจรายงานรายได้ไม่ถึงเป้าหมายที่ 4.0-4.2 หมื่นล้านบาท โดยยอดจองซื้อใหม่ นับตั้งแต่ต้นปีจนถึงปัจจุบันยังคงอ่อนแอ ลดลงประมาณ 35% YoY

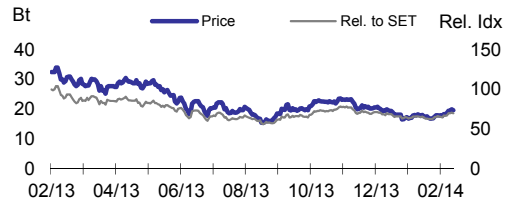
Sector: Property (Residential) Neutral

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ** กึ่งกำไร

เป้าหมายพื้นฐาน: 20.70 บาท

ราคา (18/02/14): 19.70 บาท

Price chart

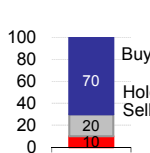


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	7.9	(9.7)	(27.8)
Absolute	10.7	(15.8)	(41.2)

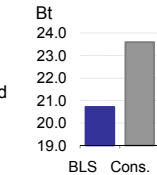
Key statistics

Market cap	Bt43.8bn	USD1.4bn
12-mth price range	Bt15.2/Bt35.5	
12-mth avg daily volume	Bt132m	USD4.1m
# of shares (m)	2,223	
Est. free float (%)	26.1	
Foreign limit (%)	40.0	

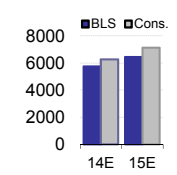
Consensus rating



BLS Target price vs. Consensus



BLS earnings vs. Consensus



Financial summary

FY Ended 31 Dec	2012	2013	2014E	2015E
Revenues (Btm)	27,023	38,848	39,284	45,192
Net profit (Btm)	3,892	5,805	5,731	6,435
EPS (Bt)	1.76	2.61	2.58	2.90
EPS growth (%)	+38.8%	+48.5%	-1.3%	+12.3%
Core profit (Btm)	3,897	5,800	5,731	6,434
Core EPS (Bt)	1.76	2.61	2.58	2.89
Core EPS growth (%)	+32.3%	+48.2%	-1.2%	+12.3%
PER (x)	11.2	7.5	7.6	6.8
PBV (x)	2.2	1.8	1.5	1.3
Dividend (Bt)	0.5	0.9	0.8	0.9
Dividend yield (%)	2.5	4.3	4.3	4.8
ROE (%)	21.0	25.8	21.3	20.7

CG rating



ณมล เอกสมทฐ
+66 2 618 1000

สิ่งที่เปลี่ยนแปลงไป

เรายังคงมองว่ากำไรปี 2557 จะปรับตัวลดลง YoY เนื่องจากบริษัทรายงานฐานกำไรที่สูงมากในปี 2556 (สถิติสูงสุดที่ 5.8 พันล้านบาท) โดยยอดจองซื้อออร์รับรายได้ (3.8 หมื่นล้านบาท ณ สิ้นปี 2556) รับประกัน 52% ของประมาณการรายได้ปี 2557 ของเราและ 30% ของประมาณการปี 2556 ของเรา โดยในปี 2557 สมมติฐานรายได้ของเราอยู่ที่ 3.9 หมื่นล้านบาท ซึ่งต่ำกว่าเป้าหมายของบริษัทที่ 4.0-4.2 หมื่นล้านบาท

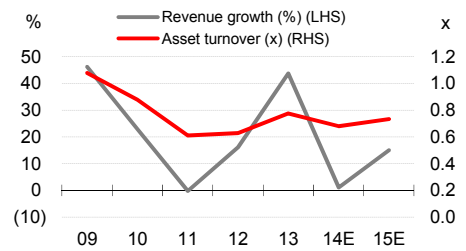
คำแนะนำ

ราคาหุ้นสูงขึ้น 12% พื้นตัวแรงตั้งแต่ต้นเดือนจนถึงปัจจุบัน อาจกระตุ้นการขายทำกำไรในช่วงเวลาสั้นๆ โดยเรามีได้มีมุมมองเชิงบวกมากนักต่อประมาณการกำไรในปี 2557 (โดยคาดกำไรสุทธิของ PS ปี 2557 ลดลง 1% เทียบกับการโตเฉลี่ยกลุ่ม 8%) ประเด็นกังวลหลักของเราคืออัตรากำไรขั้นต้นที่อาจลดต่ำลงในช่วงแรกของการขยายตัวโรงงาน (PS จะเพิ่มการผลิตขึ้นส่วนสำเร็จรูปจาก 640 ชิ้นต่อเดือน เป็น 1,120 ในช่วงปลายไตรมาสที่ 3/57) โดยโรงงานน่าจะใช้เวลาในการปรับเพิ่มอัตราการใช้กำลังการผลิตให้อยู่ในระดับที่มีประสิทธิภาพสูง เรายังคงคำแนะนำ ซื้อเก็งกำไร ราคาเป้าหมาย ณ สิ้นปี 57 ไม่เปลี่ยนแปลงที่ 20.70 บาท เนื่องจากมูลค่าไม่แพง ราคาซื้อขายหุ้นปี 2557 PER ที่ 7.6เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยตั้งแต่ปี 2549-2556 อยู่ 17%

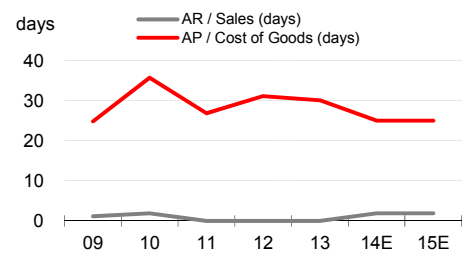
PS : Financial Tables – Year

	2011	2012	2013	2014E	2015E
PROFIT & LOSS (Btm)					
Revenue	23,263	27,023	38,848	39,284	45,192
Cost of sales and services	(14,724)	(17,890)	(25,350)	(26,016)	(30,081)
Gross profit	8,538	9,133	13,498	13,268	15,111
SG&A	(4,578)	(3,925)	(6,077)	(6,008)	(6,793)
EBIT	3,960	5,208	7,421	7,261	8,317
Interest expense	(137)	(305)	(415)	(436)	(467)
Other income/exp.	159	117	193	193	193
EBT	3,982	5,020	7,199	7,018	8,044
Corporate tax	(1,041)	(1,123)	(1,399)	(1,286)	(1,609)
After-tax net profit (loss)	2,941	3,898	5,801	5,732	6,435
Minority interest	(1)	(0)	(1)	(1)	(1)
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	(142)	(5)	6	0	1
Net profit (loss)	2,799	3,892	5,805	5,731	6,435
Reported EPS	1.27	1.76	2.61	2.58	2.90
Fully diluted EPS	1.27	1.76	2.61	2.58	2.90
Core net profit	2,940	3,897	5,800	5,731	6,434
Core EPS	1.33	1.76	2.61	2.58	2.89
EBITDA	4,300	5,556	7,795	7,791	8,927
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	(0.2)	16.2	43.8	1.1	15.0
Gross margin (%)	36.7	33.8	34.7	33.8	33.4
EBITDA margin (%)	18.5	20.6	20.1	19.8	19.8
Operating margin (%)	17.0	19.3	19.1	18.5	18.4
Net margin (%)	12.0	14.4	14.9	14.6	14.2
Core profit margin (%)	12.6	14.4	14.9	14.6	14.2
ROA (%)	7.3	9.1	11.6	9.9	10.4
ROCE (%)	8.5	10.4	13.9	12.1	12.5
Asset turnover (x)	0.6	0.6	0.8	0.7	0.7
Current ratio (x)	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5
Gearing ratio (x)	1.2	0.9	0.8	0.7	0.6
Interest coverage (x)	28.8	17.1	17.9	16.7	17.8
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	2,031	1,566	1,815	5,103	5,016
Accounts receivable	0	0	0	202	233
Inventory	36,160	37,818	48,687	48,260	52,912
PP&E-net	2,469	2,348	3,313	3,168	3,358
Other assets	1,323	2,090	2,380	2,436	2,498
Total assets	41,982	43,821	56,194	59,170	64,017
Accounts payable	1,083	1,527	2,090	1,782	2,060
ST debts & current portion	9,327	9,258	6,955	2,801	2,801
Long-term debt	10,962	8,250	14,000	17,600	17,600
Other liabilities	3,615	4,704	8,217	8,217	8,217
Total liabilities	24,986	23,739	31,262	30,400	30,678
Paid-up capital	2,209	2,213	2,223	2,223	2,223
Share premium	2,209	2,213	2,223	2,223	2,223
Retained earnings	13,459	16,474	21,165	25,003	29,571
Shareholders equity	16,996	20,081	24,931	28,768	33,337
Minority interests	0.5	0.4	1.8	1.8	1.8
Total Liab.&Shareholders' equity	41,982	43,821	56,194	59,170	64,017
CASH FLOW (Btm)					
Net income	2,799	3,892	5,805	5,731	6,435
Depreciation and amortization	339	348	374	530	610
Change in working capital	(8,790)	(1,182)	(8,262)	(140)	(4,466)
FX, non-cash adjustment & others	1,502	1,139	1,860	0	(1)
Cash flows from operating activities	(4,151)	4,197	(222)	6,121	2,578
Capex (Invest)/Divest	(1,708)	270	(837)	(385)	(800)
Others	0	(38)	0	0	0
Cash flows from investing activities	(1,708)	231	(837)	(385)	(800)
Debt financing (repayment)	6,322	(2,780)	2,349	(554)	0
Equity financing	38	56	141	0	0
Dividend payment	(1,104)	(884)	(1,110)	(1,889)	(1,865)
Others	0	(38)	0	0	0
Cash flows from financing activities	5,256	(4,550)	1,380	(2,447)	(1,865)
Net change in cash	(602)	(122)	320	3,288	(87)
Free cash flow (Btm)	(5,858)	4,467	(1,060)	5,735	1,778
FCF per share (Bt)	(2.65)	2.02	(0.48)	2.58	0.80
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	38,848	39,284	45,192
YoY change in housing revenue	0%	16%	44%	1%	15%
Secured revenue by backlogs (Btm)	-	-	0	20,468	13,351
% of secured revenue by backlogs	-	-	0%	52%	30%

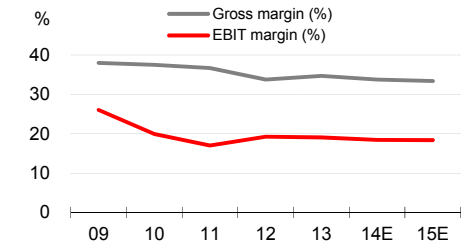
Revenue growth and asset turnover



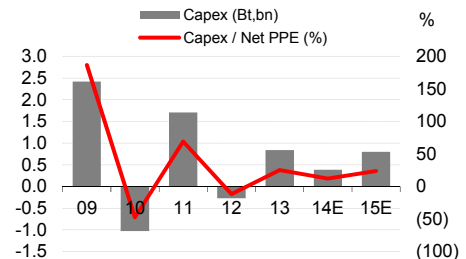
A/C receivable & A/C payable days



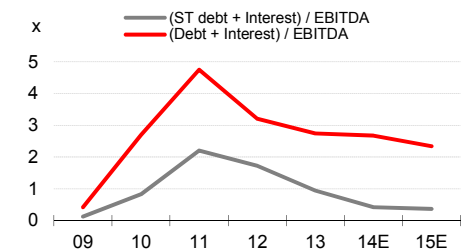
Profit margins



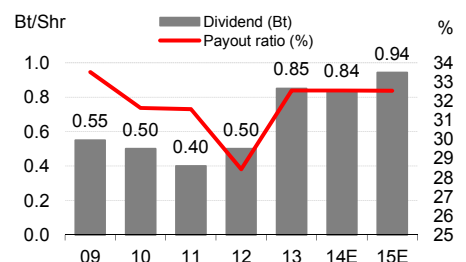
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



PS : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13
Revenue	8,358	6,316	9,063	9,779	13,712
Cost of sales and services	(5,658)	(4,148)	(5,995)	(6,408)	(8,798)
Gross profit	2,700	2,168	3,068	3,370	4,914
SG&A	(936)	(1,173)	(1,302)	(1,609)	(1,992)
EBIT	1,765	994	1,766	1,761	2,921
Interest expense	(100)	(85)	(97)	(116)	(117)
Other income/exp.	5	24	61	21	66
EBT	1,670	934	1,731	1,666	2,869
Corporate tax	(408)	(160)	(322)	(309)	(608)
After-tax net profit (loss)	1,262	773	1,409	1,357	2,261
Minority interest	(0.3)	0.0	(0.0)	(0.3)	(0.1)
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	(11)	(15)	6	(17)	33
Net profit (loss)	1,250	758	1,415	1,339	2,294
Reported EPS	0.56	0.34	0.64	0.60	1.03
Fully diluted EPS	0.57	0.34	0.64	0.61	1.04
Core net profit	1,262	773	1,409	1,357	2,261
Core EPS	0.57	0.35	0.63	0.61	1.02
EBITDA	1,840	1,114	1,930	1,866	3,078

KEY RATIOS

Gross margin (%)	32.3	34.3	33.9	34.5	35.8
EBITDA margin (%)	22.0	17.6	21.3	19.1	22.5
Operating margin (%)	21.1	15.7	19.5	18.0	21.3
Net margin (%)	15.0	12.0	15.6	13.7	16.7
Core profit margin (%)	15.1	12.2	15.5	13.9	16.5
BV (Bt)	9.1	9.5	9.6	10.2	11.3
ROE (%)	24.9	14.5	26.6	23.7	36.8
ROA (%)	11.4	6.2	10.9	9.7	16.3
Current ratio (x)	6.8	7.7	7.4	9.0	9.2
Gearing ratio (x)	0.9	0.9	1.0	1.0	0.8
Interest coverage (x)	17.7	11.7	18.3	15.2	24.9

QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	1,566	2,356	2,155	1,964	1,815
Accounts receivable	0	0	0	0	0
Inventory	37,818	41,797	44,487	48,227	48,687
PP&E-net	2,220	2,139	2,088	2,125	3,313
Other assets	2,217	2,396	2,997	3,134	2,380
Total assets	43,821	48,688	51,727	55,452	56,194
Accounts payable	1,995	3,338	4,712	4,787	5,288
ST debts & current portion	9,258	11,731	7,137	9,313	6,955
Long-term debt	8,253	8,129	14,005	14,006	14,007
Other liabilities	4,233	4,528	4,588	4,715	5,012
Total liabilities	23,739	27,726	30,442	32,820	31,262
Paid-up capital	2,213	2,221	2,222	2,223	2,223
Share premium	1,452	1,572	1,588	1,589	1,594
Retained earnings	16,474	17,247	17,546	18,903	21,165
Shareholders equity	20,081	20,961	21,285	22,629	24,931
Minority interests	0.4	0.4	0.4	2.5	1.8
Total Liab.&Shareholders' equity	43,821	48,688	51,727	55,452	56,194

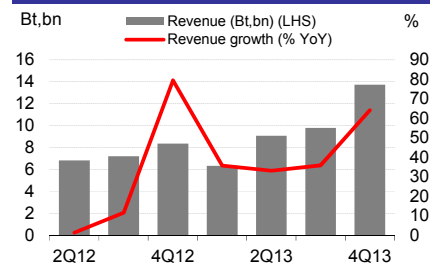
KEY STATS

Total presales (Btm)	8,714	12,329	10,341	11,096	7,516
YoY change in presales	3608%	117%	47%	39%	-14%
Housing revenue (Btm)	8,355	6,312	9,058	9,773	13,705
YoY change in housing revenue	79%	36%	33%	36%	64%
Housing GM	32%	34%	34%	34%	36%

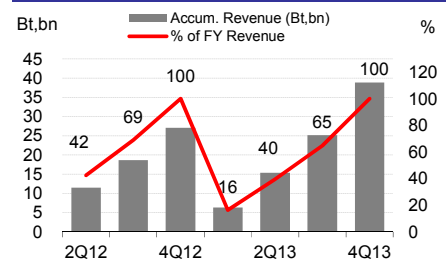
Company profile

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.

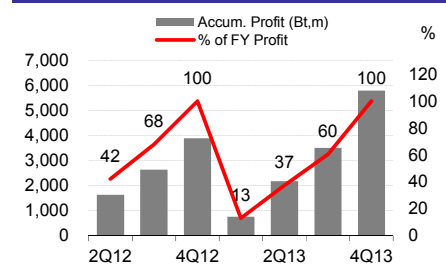
Revenue trend



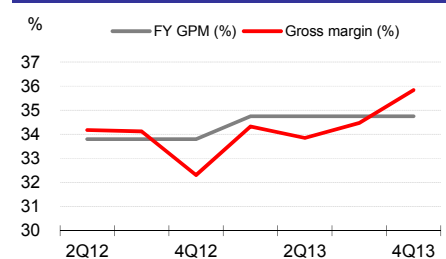
Revenue trend (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin

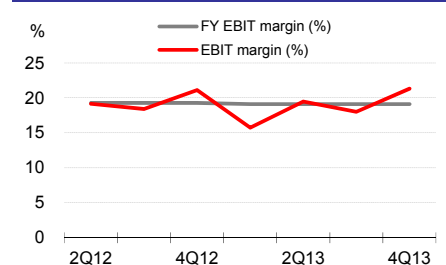


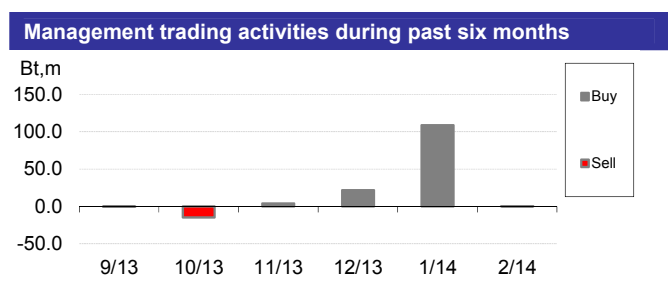
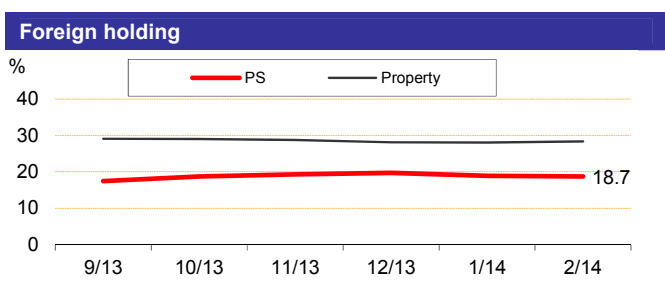
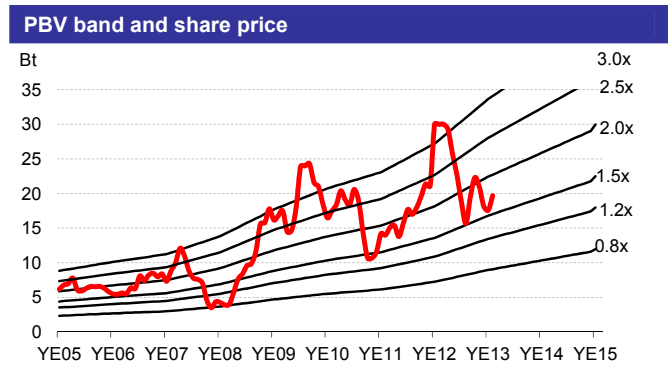
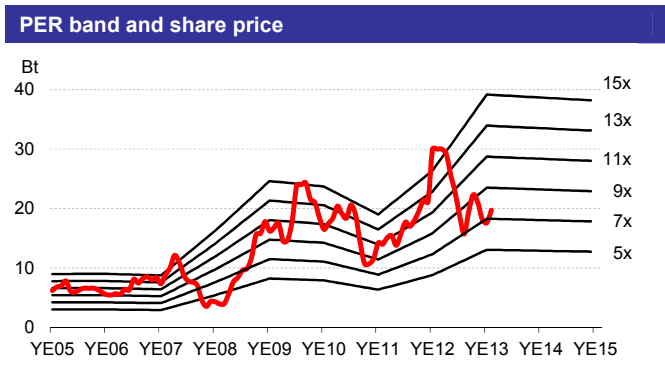
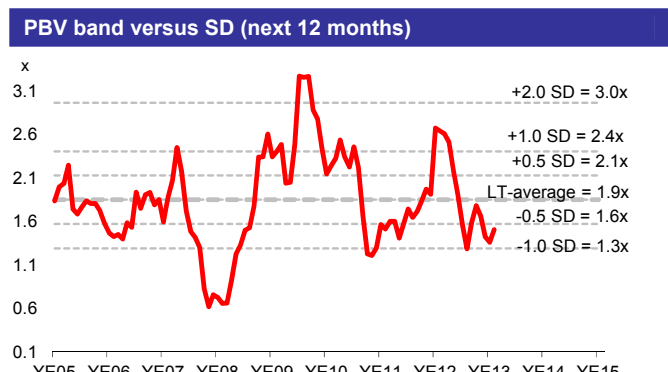
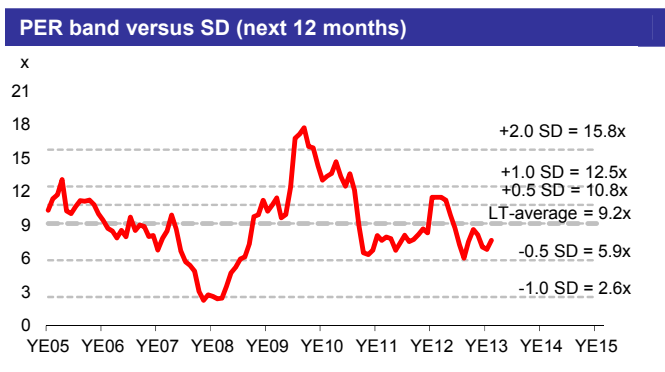
Figure 1 : 4Q13 results

FY Ended 31 Dec (Btm)	4Q13	4Q12	YoY %	3Q13	QoQ %	2013	2012	YoY %	
Income Statement									
Revenue	13,712	8,358	64	9,779	40	38,870	27,028	44	
Cost of sales and services	(8,798)	(5,658)	56	(6,408)	37	(25,350)	(17,890)	42	• Record sales and profit in 4Q13
EBITDA	3,078	1,840	67	1,866		7,988	5,674		
EBIT	2,921	1,765	66	1,761	66	7,443	5,213	43	
Interest expense	(117)	(100)	18	(116)	1	(415)	(305)	36	• The 4Q13 revenue breakdown was 51% THs, 19% SDHs and 30% condos
Other income/exp.	66	5	1,205	21	218	171	112	53	
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0	0	0	0	
Extra items	33	(11)	<i>n.m.</i>	(17)	<i>nm</i>	6	(5)	<i>n.m.</i>	
EBT	2,869	1,670	72	1,666	72	7,199	5,020	43	• 4Q13 revenue grew YoY for THs and condos (but dipped for SDHs).
Corporate tax	(608)	(408)	49	(309)	97	(1,399)	(1,123)	25	
Minority interest	(0)	(0)	0	(0)	0	(0)	(0)	0	
Net profit (loss)	2,294	1,250	83	1,339	71	5,806	3,892	49	• Housing GM jumped YoY and QoQ to 35.8% in 4Q13
Reported EPS	1.03	0.56	83	0.60	71	2.61	1.76	48	
Core net profit	2,261	1,262	79	1,357	67	5,800	3,897	49	
Key ratios									
Gross margin (%)	35.8	32.3		34.5		34.8	33.8		
EBITDA margin (%)	22.5	22.0		19.1		20.6	21.0		• The strong GM was boosted by fat condo GM
EBIT margin (%)	21.3	21.1		18.0		19.1	19.3		
Tax rate (%)	21.2	24.4		18.5		19.4	22.4		
Net margin (%)	16.7	15.0		13.7		14.9	14.4		
Current ratio (x)	9.2	6.8		9.0		9.2	6.8		• The SG&A/sales ratio rose 3.3% YoY but declined 1.9% QoQ to 14.5% in 4Q13
Gearing ratio (x)	0.8	0.9		1.0		0.8	0.9		
Interest coverage (x)	24.9	17.7		15.2		17.9	17.1		
Balance Sheet									
Cash & Equivalent	1,815	1,566	16	1,964	(8)				
Total assets	56,194	43,821	28	55,452	1				• The effective tax rate was 19% in 3Q13 (against 21% in 3Q12)
ST debts & current portion	6,955	9,258	(25)	9,313	(25)				
Long-term debt	14,007	8,253	70	14,006	0				
Total liabilities	31,262	23,739	32	32,820	(5)				• Net gearing dropped from 1.0x at end-Sept to 0.8x at YE13
Retained earnings	21,165	16,474	28	18,903	12				
Shareholders equity	24,931	20,081	24	22,629	10				
Minority interests	2	0	0	3	0				
BV (Bt)	11.3	9.1	24	10.2	10				

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

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
Ananda Development	ANAN TB	THB 166	170	6.5	10.7	38.9	-39.3	0.9	0.7	14.1	7.4	3.1	4.5
AP (Thailand)	AP TB	THB 5.20	458	7.3	6.6	14	9.4	10	0.9	14.1	14.0	4.5	4.9
Land and Houses	LHTB	THB 9.75	3,008	14.5	12.5	9.8	15.9	2.8	2.6	20.2	22.0	5.5	6.4
L.P.N. Development	LPN TB	THB 16.30	740	9.5	7.2	9.2	32.8	2.2	18	24.5	27.8	5.2	7.0
Pruksa Real Estate	PSTB	THB 9.70	1,348	7.6	6.8	-13	12.3	15	13	21.3	20.7	4.3	4.8
Quality Houses	QHTB	THB 2.88	814	8.0	7.0	2.0	13.5	14	12	17.9	18.4	6.3	7.1
SC Asset Corporation	SC TB	THB 3.36	384	8.9	7.8	14.5	13.8	10	10	12.0	12.7	4.5	5.1
Sansiri	SIRI TB	THB 192	565	8.7	7.9	16.2	10.4	11	10	12.9	13.3	6.0	6.6
Supalai	SPALI TB	THB 17.90	946	8.1	7.1	32.4	14.4	18	15	24.4	23.8	5.2	5.9
Simple average				8.8	8.2	13.7	9.2	1.5	1.3	17.9	17.8	4.9	5.8








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
PCSGH	PCSGH

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 base 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.