BUALUANG SECURITIES

EARNINGS RESULTS

พฤกษา เรียลเอสเตท PS TB / PS.BK

11 พฤศจิกายน 2014

กำไรไตรมาส 3/57 ต่ำกว่าเราคาด (แต่เป็นไปตามที่ตลาดคาด)

ต่ำกว่าที่เราคาด

PS รายงานกำไรหลัก 1.8 พันล้านบาทสำหรับไตรมาส 3/57 เพิ่มขึ้น 37% YoY แต่ลดลง 2% QoQ ผลประกอบการต่ำกว่าที่เราคาด 7% เนื่องจากรายได้ต่ำกว่าสมมติฐานอยู่ 5% ทั้งนี้กำไรที่ออกมาเป็นไปตามที่ตลาดคาด

ประเด็นหลักจากผลประกอบการ

กำไรเติบโต YoY นั้นหนุนโดยยอดขายที่เติบโต (เพิ่มขึ้น 19% YoY เป็น 11.6 พันล้านบาท) อัตรากำไรขั้นต้นขยายตัว (เพิ่มขึ้น 2.3% YoY เป็น 36.8%) และอัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายลดลง (ลดลง 0.5% เป็น 16%) ทั้งนี้รายได้คิดเป็นทาวน์เฮาส์ 49% บ้านเดี่ยว 22% และคอนโด 29% ยอดโอนเพิ่มขึ้น 31% YoY สำหรับคอนโด 17% สำหรับบ้านเดี่ยว และ 12% สำหรับทาวน์เฮาส์ อัตรากำไรขั้นต้นขยายตัว 2.3% YoY (ทรงตัว QoQ) เป็น 36.8% ในไตรมาส 3/57 กำไรปรับตัวลดลง QoQ อันเป็นผลมาจากอัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายเพิ่มขึ้นจากการเปิดตัวจำนวนมาก (อัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายเพิ่มขึ้น 0.5% QoQ) และอัตราภาษีที่แท้จริงสูงขึ้น (เพิ่มขึ้น 2% QoQ เป็น 21.6%) ซึ่งมากกว่าผลจากยอขายที่เติบโต 7% QoQ อัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุนสุทธิลดลงจาก 0.9 เท่า ณ สิ้นเดือนมิ.ย.เป็น 0.8 เท่า ณ สิ้นเดือนก.ย.

แนวโน้ม

เราคาดกำไรจะปรับตัวลดลง YoY ในไตรมาส 4/57 เนื่องจากฐานสูงจากกำไรสูงสุดเป็นประวัติการณ์ 2.3 พันล้านบาทเมื่อไตรมาส 4/56 รายได้มีแนวโน้มสูงกว่าสถิติเดิมของ PS ที่ 1.4 หมื่นล้านบาทในไตรมาส 4/56 อัตรากำไรสุทธิจะหดตัว YoY เนื่องจากมีการขยายการผลิตสำหรับโรงงานผลิตชิ้นส่วนบ้านสำเร็จรูปในเดือนก.ย. (จาก 640 ยูนิต/เดือนเป็น 1,120 ยูนิตต่อเดือน) ดังนั้นอัตรากำลังการผลิตจะลดลง

อย่างไรก็ตามกำไรไตรมาส 4/57 คาดว่าจะเติบโตปานกลาง QoQ หนุนโดยรายได้เติบโต (ยอดจองซื้อ 1.2 หมื่นล้านบาท ณ สิ้นเดือนก.ย.ที่เตรียมโอนในไตรมาส 4/57) PS มียอดจองซื้อรอรับรู้รายได้จากโครงการแนวราบจำนวนมากและจะเริ่มโอนคอนโด 3 แห่งในไตรมาส 4/57 ได้แก่ เดอะทรี พริวาต้า (มูลค่า 729 ล้านบาท; จองแล้ว 90%) เดอะไพรเวซี ติวานนท์ (มูลค่า 283 ล้านบาท; จองแล้ว 27%) และคอนโดเลต ดเวล (มูลค่า 996 ล้านบาท; จองแล้ว 59% ล่าช้าจากไตรมาส 3/57)

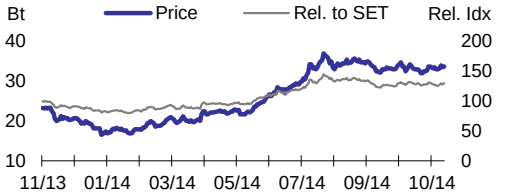
สิ่งที่เปลี่ยนแปลงไป

กำไรช่วง 9 เดือนแรกของปี 2557 คิดเป็น 72% ของประมาณการกำไรของเราปี 2557 (78% ของตลาด) ดังนั้นเรายังคงประมาณการของเราไว้ไม่เปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ให้สังเกตว่าประมาณการกำไรปี 2557 ของเรานั้นสูงกว่าตลาดอยู่ 10% ดังนั้นเราเชื่อว่าตลาดมีแนวโน้มที่จะปรับประมาณการขึ้น (ยอดโอนจริงในช่วง 10 เดือนแรกของปี 2557 คิดเป็น 75% ของตลาด)

Sector: Property (Residential) Overweight

คำแนะนำพื้นฐาน: ซื้อ
เป้าหมายพื้นฐาน: 43.00 บาท
ราคา (10/11/57): 33.75 บาท

Price chart

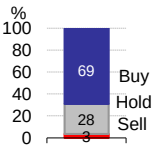


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(0.9)	(6.4)	33.4
Absolute	-	(4.9)	44.8

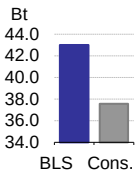
Key statistics

Market cap	Bt75.1bn	USD2.3bn
12-mth price range	Bt16.1/Bt37.0	
12-mth avg daily volume	Bt108m	USD3.3m
# of shares (m)	2,227	
Est. free float (%)	30.2	
Foreign limit (%)	40.0	

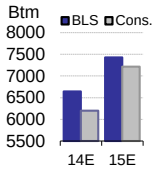
Consensus rating



BLS Target price vs. Consensus



BLS earnings vs. Consensus



Financial summary

FY Ended 31 Dec	2013	2014E	2015E	2016E
Revenues (Btm)	38,848	42,784	47,967	52,610
Net profit (Btm)	5,805	6,643	7,427	8,425
EPS (Bt)	2.61	2.99	3.34	3.79
EPS growth (%)	+48.5%	+14.4%	+11.8%	+13.4%
Core profit (Btm)	5,800	6,643	7,427	8,425
Core EPS (Bt)	2.61	2.99	3.34	3.79
Core EPS growth (%)	+48.2%	+14.5%	+11.8%	+13.4%
PER (x)	12.9	11.3	10.1	8.9
PBV (x)	3.0	2.5	2.1	1.8
Dividend (Bt)	0.9	1.0	1.1	1.2
Dividend yield (%)	2.5	2.9	3.2	3.7
ROE (%)	25.8	24.3	23.0	22.2

CG rating

นฤมล เอกสมุทร
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์
narumon.e@bualuang.co.th
+66 2 618 1345

ยอดจองซื้อรอรับรู้รายได้ ณ สิ้นเดือนก.ย. อยู่ที่ 3.9 หมื่นล้านบาท รับประกัน 99% ของสมมติฐานรายได้ของเราปี 2557 และ 33% ของปี 2558

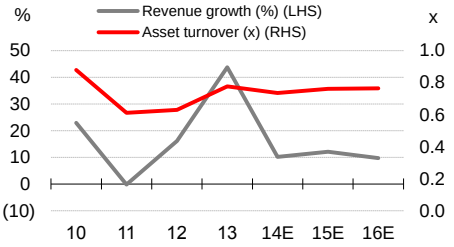
คำแนะนำ

เราคงคำแนะนำ ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมาย ณ สิ้นปี 2558 ที่ 43 บาท อ้างอิงจาก PER ที่ 13 เท่า (สูงกว่าค่าเฉลี่ยปี 2549-56 ของบริษัทอยู่ 1 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน) ขณะนี้ PS ซื้อขายที่ PER ปี 2558 ที่ 10.1 เท่า เทียบกับค่าเฉลี่ยกลุ่มที่อยู่อาศัย (อสังหาฯ) ที่เราให้คำแนะนำที่ 11 เท่า ราคาหุ้นมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นจากการปรับเพิ่มประมาณการกำไรของตลาด ยอดจองซื่อที่เพิ่มขึ้นจากโครงการแนวราบและการขายเพิ่มในส่วนของยูนิตที่เหลือจากคอนโดที่สร้างเสร็จแล้วจะช่วยหนุนความชัดเจนของรายได้ปี 2558 เติบโต ที่เราตั้งสมมติฐานรายได้เติบโต 12% สำหรับปีหน้า

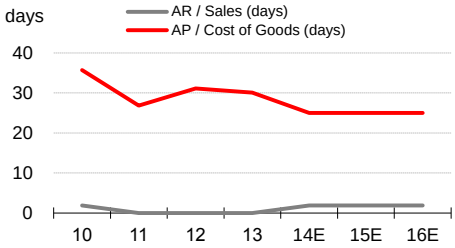
PS : Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Revenue	27,023	38,848	42,784	47,967	52,610
Cost of sales and services	(17,890)	(25,350)	(27,919)	(31,310)	(34,276)
Gross profit	**9,133**	**13,498**	**14,865**	**16,657**	**18,334**
SG&A	(3,925)	(6,077)	(6,464)	(7,099)	(7,523)
EBIT	**5,208**	**7,421**	**8,401**	**9,558**	**10,810**
Interest expense	(305)	(415)	(436)	(467)	(471)
Other income/exp.	117	193	193	193	193
EBT	**5,020**	**7,199**	**8,159**	**9,285**	**10,533**
Corporate tax	(1,123)	(1,399)	(1,514)	(1,857)	(2,107)
After-tax net profit (loss)	**3,898**	**5,801**	**6,645**	**7,428**	**8,426**
Minority interest	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	(5)	6	0	0	0
Net profit (loss)	**3,892**	**5,805**	**6,643**	**7,427**	**8,425**
Reported EPS	1.76	2.61	2.99	3.34	3.79
Fully diluted EPS	**1.76**	**2.61**	**2.99**	**3.34**	**3.79**
Core net profit	**3,897**	**5,800**	**6,643**	**7,427**	**8,425**
Core EPS	1.76	2.61	2.99	3.34	3.79
EBITDA	**5,556**	**7,795**	**8,931**	**10,168**	**11,500**
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	16.2	43.8	10.1	12.1	9.7
Gross margin (%)	33.8	34.7	34.7	34.7	34.8
EBITDA margin (%)	20.6	20.1	20.9	21.2	21.9
Operating margin (%)	19.3	19.1	19.6	19.9	20.5
Net margin (%)	14.4	14.9	15.5	15.5	16.0
Core profit margin (%)	14.4	14.9	15.5	15.5	16.0
ROA (%)	9.1	11.6	11.4	11.8	12.2
ROCE (%)	10.4	13.9	13.8	14.1	14.4
Asset turnover (x)	0.6	0.8	0.7	0.8	0.8
Current ratio (x)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Gearing ratio (x)	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5
Interest coverage (x)	17.1	17.9	19.3	20.5	22.9
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	1,566	1,815	2,179	2,309	2,376
Accounts receivable	0	0	220	247	271
Inventory	37,818	48,687	52,209	57,296	63,239
PP&E-net	2,348	3,313	3,168	3,358	3,468
Other assets	2,090	2,380	2,436	2,498	2,566
Total assets	**43,821**	**56,194**	**60,212**	**65,709**	**71,920**
Accounts payable	1,527	2,090	1,912	2,144	2,348
ST debts & current portion	9,258	6,955	2,801	2,801	2,801
Long-term debt	8,250	14,000	17,600	17,600	17,600
Other liabilities	4,704	8,217	8,217	8,217	8,217
Total liabilities	**23,739**	**31,262**	**30,530**	**30,762**	**30,965**
Paid-up capital	2,213	2,223	2,223	2,223	2,223
Share premium	2,213	2,223	2,223	2,223	2,223
Retained earnings	16,474	21,165	25,915	31,179	37,187
Shareholders equity	**20,081**	**24,931**	**29,681**	**34,945**	**40,953**
Minority interests	0.4	1.8	1.8	1.8	1.8
Total Liab.&Shareholders' equity	**43,821**	**56,194**	**60,212**	**65,709**	**71,920**
CASH FLOW (Btm)					
Net income	3,892	5,805	6,643	7,427	8,425
Depreciation and amortization	348	374	530	610	690
Change in w orking capital	(1,182)	(8,262)	(3,977)	(4,944)	(5,832)
FX, non-cash adjustment & others	1,139	1,860	0	0	0
Cash flows from operating activities	**4,197**	**(222)**	**3,196**	**3,093**	**3,283**
Capex (Invest)/Divest	270	(837)	(385)	(800)	(800)
Others	(38)	0	0	0	0
Cash flows from investing activities	**231**	**(837)**	**(385)**	**(800)**	**(800)**
Debt financing (repayment)	(2,780)	2,349	(554)	0	0
Equity financing	56	141	0	0	0
Dividend payment	(884)	(1,110)	(1,889)	(2,162)	(2,417)
Others	(38)	0	0	0	0
Cash flows from financing activities	**(4,550)**	**1,380**	**(2,447)**	**(2,162)**	**(2,417)**
Net change in cash	(122)	320	364	130	66
Free cash flow (Btm)	**4,467**	**(1,060)**	**2,811**	**2,293**	**2,483**
FCF per share (Bt)	**2.02**	**(0.48)**	**1.26**	**1.03**	**1.12**
KEY ASSUMPTIONS	**2012**	**2013**	**2014E**	**2015E**	**2016E**
Total presales (Btm)	29,000	31,320	33,826	36,532	39,454
YoY change in presales	13%	8%	8%	8%	8%
Housing revenue (Btm)	27,023	38,848	42,784	47,967	52,610
YoY change in housing revenue	16%	44%	10%	12%	10%
Secured revenue by backlogs (Btm)	-	-	42,357	15,829	4,935
% of secured revenue by backlogs	-	-	99%	33%	9%

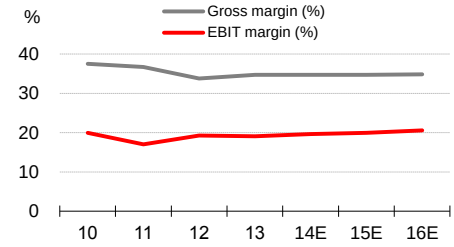
Revenue growth and asset turnover



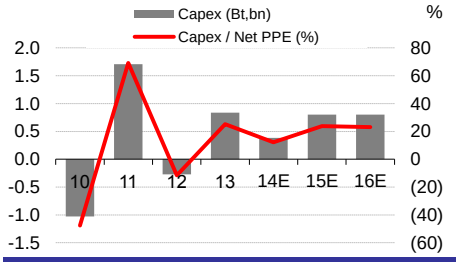
A/C receivable & A/C payable days



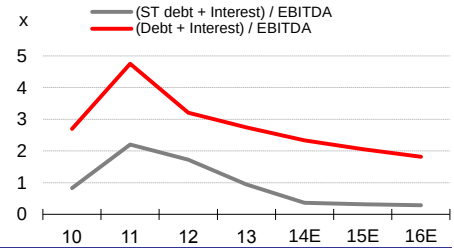
Profit margins



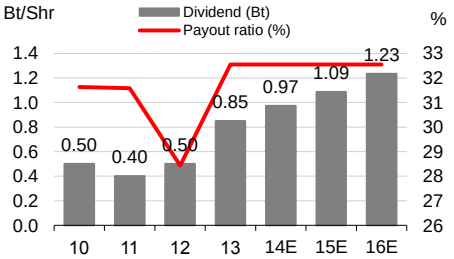
Capital expenditure



Debt serviceability



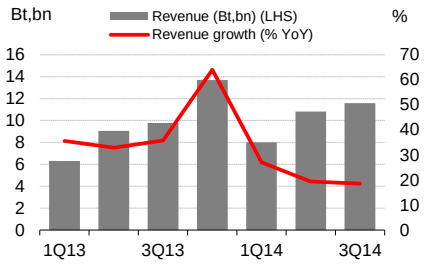
Dividend payout



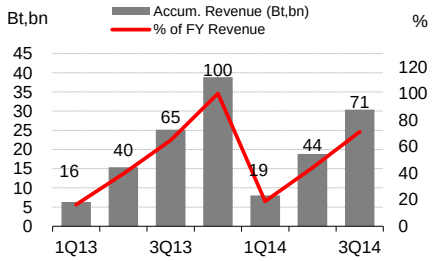
PS : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14
Revenue	9,773	13,705	8,018	10,812	11,586
Cost of sales and services	(6,408)	(8,798)	(5,101)	(6,833)	(7,327)
Gross profit	3,364	4,907	2,916	3,978	4,259
SG&A	(1,609)	(1,992)	(1,469)	(1,613)	(1,853)
EBIT	**1,755**	**2,914**	**1,447**	**2,365**	**2,406**
Interest expense	(116)	(117)	(99)	(91)	(97)
Other income/exp.	27	73	37	53	35
EBT	**1,666**	**2,869**	**1,386**	**2,327**	**2,344**
Corporate tax	(309)	(608)	(322)	(457)	(507)
After-tax net profit (loss)	1,357	2,261	1,064	1,870	1,837
Minority interest	(0.3)	(0.1)	0.0	0.2	1.0
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	(17)	33	0	0	0
Net profit (loss)	**1,339**	**2,294**	**1,064**	**1,871**	**1,838**
Reported EPS	0.60	1.03	0.48	0.84	0.83
Fully diluted EPS	**0.61**	**1.03**	**0.48**	**0.84**	**0.83**
Core net profit	**1,357**	**2,261**	**1,064**	**1,871**	**1,838**
Core EPS	0.61	1.02	0.48	0.84	0.83
EBITDA	**1,866**	**3,078**	**1,579**	**2,502**	**2,505**
KEY RATIOS					
Gross margin (%)	34.4	35.8	36.4	36.8	36.8
EBITDA margin (%)	19.1	22.5	19.7	23.1	21.6
Operating margin (%)	18.0	21.3	18.1	21.9	20.8
Net margin (%)	13.7	16.7	13.3	17.3	15.9
Core profit margin (%)	13.9	16.5	13.3	17.3	15.9
BV (Bt)	10.2	11.2	11.7	11.7	12.5
ROE (%)	23.7	36.8	16.4	28.8	26.4
ROA (%)	9.7	16.3	7.2	12.2	11.9
Current ratio (x)	9.0	9.2	10.4	9.2	11.2
Gearing ratio (x)	1.0	0.8	0.9	1.0	0.9
Interest coverage (x)	15.1	24.8	14.6	26.0	24.8
QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	1,964	1,815	1,953	1,657	1,597
Accounts receivabme	0	0	0	0	0
Inventory	48,227	48,687	51,887	53,967	53,750
PP&E-net	2,125	3,313	2,739	3,162	3,611
Other assets	3,134	2,380	2,679	2,561	2,689
Total assets	**55,452**	**56,194**	**59,259**	**61,347**	**61,648**
Accounts payabme	4,787	5,288	5,322	4,736	5,198
ST debts & current portion	9,313	6,955	6,761	10,345	4,895
Long-term debt	14,006	14,007	16,131	15,549	19,250
Other liabilities	4,715	5,012	5,022	4,703	4,427
Total liabilities	**32,820**	**31,262**	**33,236**	**35,333**	**33,770**
Paid-up capital	2,223	2,223	2,224	2,224	2,227
Share premium	1,589	1,594	0	1,612	1,619
Retained earnings	18,903	21,165	22,230	22,210	24,049
Shareholders equity	**22,629**	**24,931**	**26,023**	**26,014**	**27,878**
Minority interests	2.5	1.8	0.8	0.6	(0.4)
Total Liab.&Shareholders' equity	**55,452**	**56,194**	**59,259**	**61,347**	**61,648**
KEY STATS	**3Q13**	**4Q13**	**1Q14**	**2Q14**	**3Q14**
Total presales (Btm)	11,096	7,516	8,194	9,743	13,393
YoY change in presales	39%	-14%	-34%	-6%	21%
Housing revenue (Btm)	9,773	13,705	8,018	10,812	11,586
YoY change in housing revenue	36%	64%	27%	19%	19%
Housing GM	34%	36%	36%	37%	37%

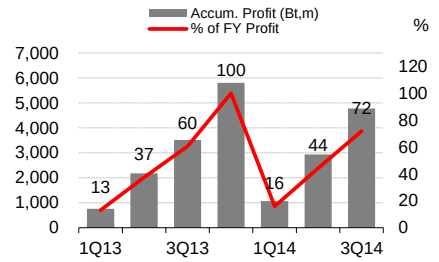
Revenue trend



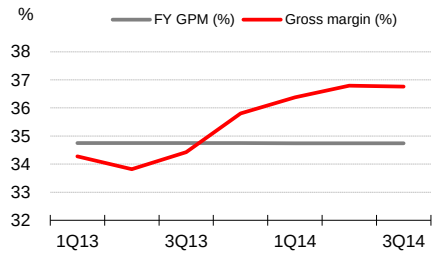
Revenue trend (accumulated)



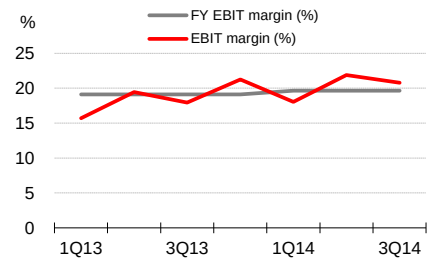
Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin



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.

Figure 1 : 3Q14 results

FY Ended 31 Dec (Btm)	3Q14	3Q13	YoY %	2Q14	QoQ %	9M14	9M13	YoY %	9M14 vs. FY14E
Income Statement									
Revenue	11,586	9,773	*19*	10,812	*7*	30,415	25,143	*21*	71
Cost of sales and services	(7,327)	(6,408)	*14*	(6,833)	*7*	(19,261)	(16,552)	*16*	69
EBITDA	2,505	1,866	*34*	2,502		6,585	4,910		
EBIT	2,406	1,755	*37*	2,365	*2*	6,219	4,507	*38*	74
Interest expense	(97)	(116)	*(16)*	(91)	*7*	(287)	(298)	*(4)*	66
Other income/exp.	35	27	*33*	53	*(33)*	125	121	*4*	65
Equity earnings from affiliates	0	0	*nm*	0	*0*	0	0	*nm*	0
Extra items	0	(17)	*nm*	0	*0*	0	(27)	*nm*	
EBT	**2,344**	**1,666**	*41*	**2,327**	*1*	**6,057**	**4,330**	*40*	74
Corporate tax	(507)	(309)	*64*	(457)	*11*	(1,286)	(791)	*63*	
Minority interest	1	(0)	*0*	0	*0*	1	(0)	*0*	
Net profit (loss)	**1,838**	**1,339**	*37*	**1,871**	*(2)*	**4,773**	**3,512**	*36*	72
Reported EPS	0.83	0.60	*37*	0.84	*(2)*	2.15	1.58	*36*	
Core net profit	**1,838**	**1,357**	*36*	**1,871**	*(2)*	**4,773**	**3,539**	*35*	72
Key ratios									
Gross margin (%)	36.8	34.4		36.8		36.7	34.2		
EBITDA margin (%)	21.6	19.1		23.1		21.7	19.5		
EBIT margin (%)	20.8	18.0		21.9		20.4	17.9		
Tax rate (%)	21.6	18.5		19.6		21.2	18.3		
Net margin (%)	15.9	13.7		17.3		15.7	14.0		
Current ratio (x)	11.2	9.0		9.2		11.2	9.0		
Gearing ratio (x)	0.9	1.0		1.0		0.9	1.0		
Interest coverage (x)	24.8	15.1		26.0		21.7	15.1		
Balance Sheet									
Cash & Equivalent	1,597	1,964	(19)	1,657	(4)				
Total assets	61,648	55,452	11	61,347	0				
ST debts & current portion	4,895	9,313	(47)	10,345	(53)				
Long-term debt	19,250	14,006	37	15,549	24				
Total liabilities	33,770	32,820	3	35,333	(4)				
Retained earnings	24,049	18,903	27	22,210	8				
Shareholders equity	27,878	22,629	23	26,014	7				
Minority interests	(0)	3	0	1	0				
BV (Bt)	12.5	10.2	23	11.7	7				

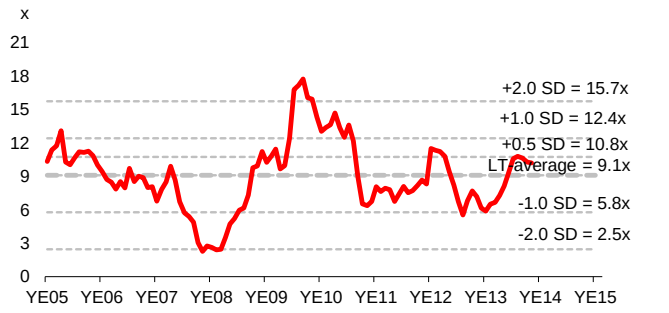
- TH, SDH and condo revenue all rose YoY and QoQ
- YoY EBIT growth was due to sales, a fatter GM and a lower SG&A/sales ratio
- The effective tax rate rose YoY and QoQ to 21.6% in 3Q14
- Core profit was 7% below our estimate, but was in lne with the consensus
- Strong balance sheet

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

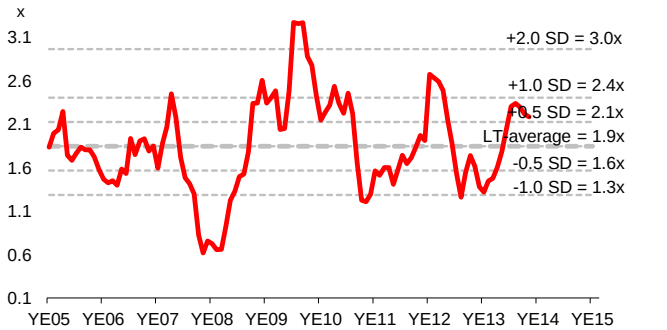
Sector Comparisons

	Bloomberg Code	Price (local curr.)	Market Cap (US$ equivalent)	PER (x) 2014E	PER (x) 2015E	EPS Growth (%) 2014E	EPS Growth (%) 2015E	PBV (x) 2014E	PBV (x) 2015E	ROE (%) 2014E	ROE (%) 2015E	Div Yield (%) 2014E	Div Yield (%) 2015E
Ananda Development	ANAN TB	THB3.66	372	12.8	10.5	17.0	22.9	1.8	1.6	15.1	16.3	1.6	1.9
AP (Thailand)	AP TB	THB6.65	637	8.3	7.6	13.7	9.9	1.2	1.1	15.4	15.2	3.9	4.3
Land and Houses	LH TB	THB9.80	3,279	16.6	14.5	-8.4	13.9	2.6	2.5	18.4	18.1	4.8	5.5
L.P.N. Development	LPN TB	THB23.60	1,061	15.1	11.1	-0.2	35.7	3.3	2.8	22.7	26.8	3.4	4.5
Pruksa Real Estate	PS TB	THB33.75	2,289	11.3	10.1	14.4	11.8	2.5	2.1	24.3	23.0	2.9	3.2
Quality Houses	QH TB	THB4.18	1,169	10.9	9.0	6.5	20.5	2.0	1.7	19.2	20.5	4.1	5.0
Raimon Land	RML TB	THB2.06	224	5.1	6.3	146.5	-18.7	1.6	1.3	52.5	28.6	6.2	6.1
SC Asset Corporation	SC TB	THB3.58	405	10.3	8.6	24.3	19.5	1.2	1.1	11.8	13.2	4.0	4.8
Sansiri	SIRI TB	THB1.99	619	8.9	9.4	10.7	-5.0	1.1	1.1	15.2	11.7	5.6	5.9
Supalai	SPALI TB	THB26.25	1,372	10.7	9.5	46.7	12.5	2.5	2.2	26.8	25.4	3.9	4.4
Simple average				**11.0**	**9.7**	**27.1**	**12.3**	**2.0**	**1.7**	**22.2**	**19.9**	**4.1**	**4.6**

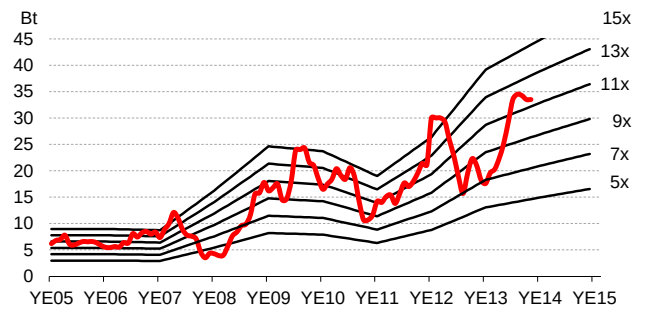
PER band versus SD (next 12 months)



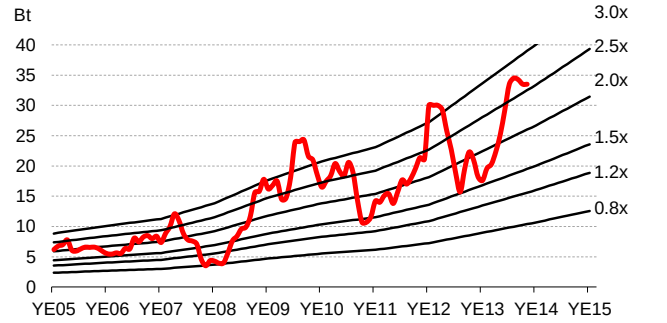
PBV band versus SD (next 12 months)



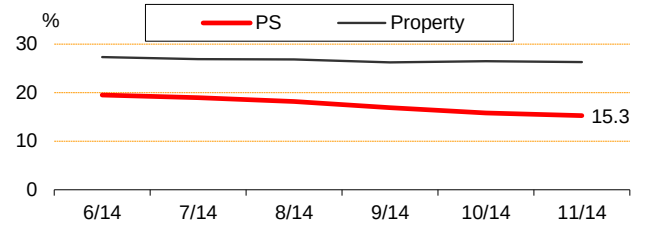
PER band and share price



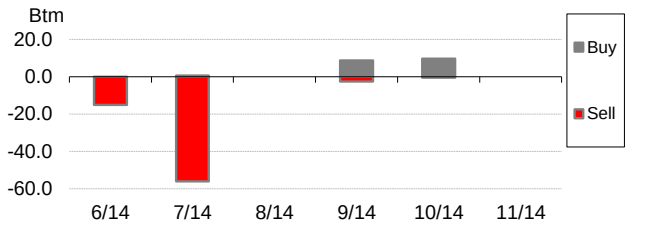
PBV band and share price



Foreign holding



Management trading activities during past six months



Bualuang Securities Public Company Limited

DISCLAIMER

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
TSE	BA, BGH, CBG, TSE

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 GOVERMANCE 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.