

# พุกกา เรียลเอสเตท PS TB / PS.BK

**18 กุมภาพันธ์ 2558**

กำไรไตรมาส 4/57 ชะลอตัวลง (ตามคาด) แต่อัตราเงินปันผลต่อหุ้นสูงกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้

## เป็นไปตามคาด

PS รายงานกำไรหลักในไตรมาส 4/57 ที่ 2.0 พันล้านบาท ลดลง 13% YoY (หลังจากที่รายงานกำไรทำสถิติสูงสุดในไตรมาส 4/56) แต่สูงขึ้น 2% QoQ กำไรสุทธิเป็น 1.9 พันล้านบาท ลดลง 18% YoY แต่สูงขึ้น 2% QoQ (โดย PS มีการบันทึกการด้อยค่าการลงทุนในประเทศเวียดนามที่ 87 ล้านบาท เทียบกับที่ไม่การตั้งสำรองในไตรมาส 4/56 และมีการตั้งสำรองที่ 85 ล้านบาทในไตรมาส 3/57) ซึ่งผลประกอบการเป็นไปตามประมาณการของเราและของตลาด พร้อมกันนี้ PS ได้ประกาศอัตราเงินปันผลต่อหุ้นที่ 1.00 บาทต่อหุ้นสำหรับปี 2557 (เป็นอัตราการจ่าย 33%) คิดเป็นอัตราผลตอบแทน 3.1% (ประกาศขึ้น XD วันที่ 11 มี.ค. และทำการจ่ายจริงในวันที่ 15 พ.ค.) ซึ่งเป็นไปตามที่เราคาดการณ์ไว้แต่สูงกว่าประมาณการตลาด 0.92 บาท

## ประเด็นหลักจากผลประกอบการ

กำไรปรับตัวลดลง YoY หนุนโดยฐานสูงจากยอดขายที่ทำสถิติสูงสุดที่ 14 พันล้านบาทในไตรมาส 4/56 และสัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายที่เพิ่มสูงขึ้น โดยยอดขายลดลง 10% YoY เป็น 12 พันล้านบาท (เป็นโครงการแนวราบ 73% และคอนโด 27%) ลดลง 17% สำหรับทาวนเฮ้าส์ แต่สูงขึ้น 17% สำหรับบ้านเดี่ยว สำหรับสัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายนั้นปรับตัวสูงขึ้นจาก 14.5% ในไตรมาส 4/56 เป็น 16.7% ในไตรมาส 4/57 จากค่าเสื่อมราคาของโรงงานก่อสร้างสำเร็จรูปแห่งใหม่ นอกจากนี้ยอดขายที่เพิ่มสูงขึ้น 7% QoQ จะชดเชยผลกระทบจากสัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายที่สูงขึ้น 1.5% ส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุนสุทธิลดลงจาก 0.8 เท่า ณ สิ้นเดือนก.ย. เป็น 0.7 เท่าในปี 2557

## แนวโน้ม

เราเชื่อว่ากำไรไตรมาส 1/58 ของ PS จะปรับตัวสูงขึ้น YoY (เทียบกับฐานต่ำจากผลประกอบการในไตรมาส 1/57) แต่ลดลง QoQ (ไม่มีการเริ่มโอนคอนโดใหม่ในไตรมาส 1/58) โดยรายได้จะขยายตัว YoY หนุนโดยยอดขายโครงการแนวราบ ในขณะที่เดียวกันก็จะมีกำไรบันทึกได้จากคอนโดที่เหลือที่เริ่มโอนในไตรมาส 4/57 ได้แก่ เดอะ ทรี พริวตา, คอนโดเลด ดเวล รวมถึงคอนโดขนาดเล็กอีก 3 โครงการที่อยู่ภายใต้ชื่อ เดอะ ไพรวทซี ที่刁านนท์, ประชาอุทิศ และรัชดา

## สิ่งที่เปลี่ยนแปลงไป

เราคาดกำไรจะเติบโต 10% สำหรับปี 2558 โดยยอดจองซื้อ ณ สิ้นปี 2557 (มูลค่ารวมเป็น 34 พันล้านบาท ซึ่งจะโอนในปี 23 พันล้านบาท) ได้ประกันประมาณการรายได้ปี 2558 ของเราแล้ว 48% (ประมาณการรายได้ปี 2558 ของเราสูงกว่าเป้าหมายรายได้ของ PS ที่ 47 พันล้านบาทอยู่ 2%) เราตั้งสมมติฐานเชิงอนุรักษ์นิยมต่ออัตรากำไรสุทธิที่ 15.6% ลดลง 0.4% YoY สำหรับปี 2558 ซึ่งสะท้อนค่าเสื่อมราคาของโรงงานก่อสร้างสำเร็จรูปแห่งใหม่ และถ้าหาก PS สามารถบรรลุเป้าอัตรากำไรหลักที่ 16.0% ได้ (ทรงตัว YoY) จะส่งผลให้มีโอกาสในการปรับเพิ่มประมาณการกำไรปี 2558 ขึ้น 8%

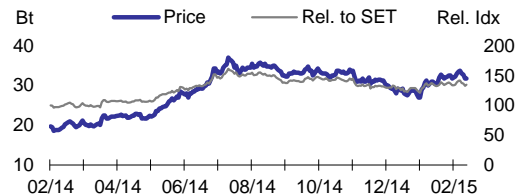
**Sector: Property (Residential) Neutral**

 คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**

 เป้าหมายพื้นฐาน: **37.00 บาท**

 ราคา (17/02/58): **31.75 บาท**

## Price chart

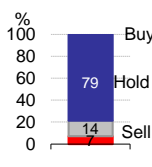


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(0.2)	(6.3)	52.8
Absolute	3.3	(5.9)	72.6

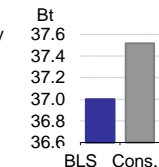
## Key statistics

Market cap	Bt70.7bn	USD2.2bn
12-mth price range	Bt18.4/Bt37.0	
12-mth avg daily volume	Bt131m	USD4.0m
# of shares (m)	2,227	
Est. free float (%)	30.2	
Foreign limit (%)	40.0	

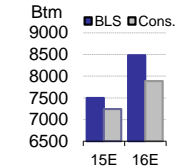
## Consensus rating



## BLS Target price vs. Consensus



## BLS earnings vs. Consensus



## Financial summary

FY Ended 31 Dec	2014	2015E	2016E	2017E
Revenues (Btm)	42,781	47,967	52,610	57,809
Net profit (Btm)	6,653	7,498	8,481	9,641
EPS (Bt)	2.99	3.37	3.81	4.33
EPS growth (%)	+14.5%	+12.7%	+13.1%	+13.7%
Core profit (Btm)	6,825	7,498	8,481	9,641
Core EPS (Bt)	3.07	3.37	3.81	4.33
Core EPS growth (%)	+17.5%	+9.9%	+13.1%	+13.7%
PER (x)	10.6	9.4	8.3	7.3
PBV (x)	2.4	2.0	1.7	1.5
Dividend (Bt)	1.0	1.1	1.3	1.4
Dividend yield (%)	3.1	3.5	4.0	4.6
ROE (%)	24.4	23.2	22.3	21.7

## CG rating


**ณมล เอกสมท**

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

narumon.e@bualuang.co.th

+66 2 618 1345

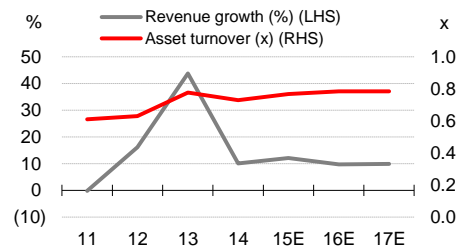
### คำแนะนำ

เราแนะนำจุดเหมาะสมในการลงทุน PS ณ ราคาประมาณ 31 บาท สะท้อน PER ปี 2558 ที่ 9.1 เท่า ซึ่งเท่ากับค่าเฉลี่ยปี 2549-2557 โดยปัจจัยหลักที่หนุนราคาหุ้นมาจากความคาดหวังที่มีต่อการฟื้นตัวของยอดจองซื้อในไตรมาส 1/58 (จะประกาศยอดจองซื้อในช่วงต้นเดือนเม.ย.) เราคาดยอดจองซื้อไว้ที่ประมาณ 9.5 พันล้านบาทสำหรับไตรมาส 1/58 สูงขึ้น 15% YoY และ 20% QoQ พร้อมกันนี้ยอดจองซื้อโครงการแนวราบใหม่และการเปิดตัวคอนโดขนาดใหญ่ (เดอะ ทรี เอลิแกนซ์ ทำน่านนท์ มูลค่า 2.1 พันล้านบาท) จะหนุนยอดจองซื้อในช่วงไตรมาส 2/58 ให้สูงขึ้น เรายังคงคำแนะนำ ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมาย ณ สิ้นปี 2558 ที่ 37 บาท อ้างอิง PER ปี 2558 ที่ 11 เท่า สูงกว่าค่าเฉลี่ยปี 2549-2557 ที่ 0.5 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน

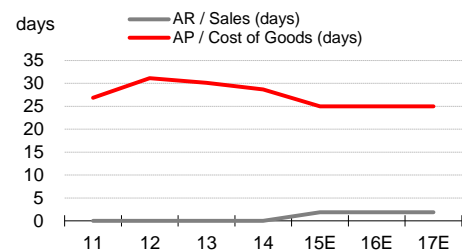
## PS : Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Revenue	38,848	42,781	47,967	52,610	57,809
Cost of sales and services	(25,350)	(27,095)	(31,090)	(34,276)	(37,568)
<b>Gross profit</b>	<b>13,498</b>	<b>15,686</b>	<b>16,877</b>	<b>18,334</b>	<b>20,241</b>
SG&A	(6,077)	(6,919)	(7,299)	(7,523)	(7,978)
<b>EBIT</b>	<b>7,421</b>	<b>8,767</b>	<b>9,578</b>	<b>10,810</b>	<b>12,264</b>
Interest expense	(415)	(376)	(450)	(454)	(457)
Other income/exp.	193	246	246	246	246
<b>EBT</b>	<b>7,199</b>	<b>8,638</b>	<b>9,374</b>	<b>10,603</b>	<b>12,052</b>
Corporate tax	(1,399)	(1,812)	(1,875)	(2,121)	(2,410)
<b>After-tax net profit (loss)</b>	<b>5,801</b>	<b>6,826</b>	<b>7,499</b>	<b>8,482</b>	<b>9,642</b>
Minority interest	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	0	(172)	0	0	0
<b>Net profit (loss)</b>	<b>5,800</b>	<b>6,653</b>	<b>7,498</b>	<b>8,481</b>	<b>9,641</b>
Reported EPS	2.61	2.99	3.37	3.81	4.33
<b>Fully diluted EPS</b>	<b>2.61</b>	<b>2.99</b>	<b>3.37</b>	<b>3.81</b>	<b>4.33</b>
<b>Core net profit</b>	<b>5,800</b>	<b>6,825</b>	<b>7,498</b>	<b>8,481</b>	<b>9,641</b>
Core EPS	2.61	3.07	3.37	3.81	4.33
<b>EBITDA</b>	<b>7,795</b>	<b>9,116</b>	<b>10,188</b>	<b>11,500</b>	<b>13,034</b>
<b>KEY RATIOS</b>					
Revenue growth (%)	43.8	10.1	12.1	9.7	9.9
Gross margin (%)	34.7	36.7	35.2	34.8	35.0
EBITDA margin (%)	20.1	21.3	21.2	21.9	22.5
Operating margin (%)	19.1	20.5	20.0	20.5	21.2
Net margin (%)	14.9	15.6	15.6	16.1	16.7
Core profit margin (%)	14.9	16.0	15.6	16.1	16.7
ROA (%)	11.6	11.4	12.0	12.6	13.1
ROCE (%)	13.9	13.6	14.0	14.6	15.0
Asset turnover (x)	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8
Current ratio (x)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
Gearing ratio (x)	0.8	0.8	0.6	0.5	0.4
Interest coverage (x)	17.9	23.3	21.3	23.8	26.8
<b>BALANCE SHEET (Btm)</b>					
Cash & Equivalent	1,815	971	1,295	942	1,208
Accounts receivable	0	0	247	271	298
Inventory	48,687	53,827	57,205	63,582	70,252
PP&E-net	3,313	4,357	3,358	3,468	3,499
Other assets	2,380	1,878	1,908	1,940	1,975
<b>Total assets</b>	<b>56,194</b>	<b>61,033</b>	<b>64,013</b>	<b>70,204</b>	<b>77,232</b>
Accounts payable	2,090	2,129	2,129	2,348	2,573
ST debts & current portion	6,955	5,295	2,348	2,348	2,348
Long-term debt	14,000	17,000	17,600	17,600	17,600
Other liabilities	8,217	6,903	6,903	6,903	6,903
<b>Total liabilities</b>	<b>31,262</b>	<b>31,326</b>	<b>28,980</b>	<b>29,198</b>	<b>29,423</b>
Paid-up capital	2,223	2,227	2,227	2,227	2,227
Share premium	2,223	2,227	2,227	2,227	2,227
Retained earnings	21,165	25,929	31,256	37,228	44,031
<b>Shareholders equity</b>	<b>24,931</b>	<b>29,706</b>	<b>35,033</b>	<b>41,005</b>	<b>47,807</b>
Minority interests	1.8	1.1	1.1	1.1	1.1
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>56,194</b>	<b>61,033</b>	<b>64,013</b>	<b>70,203</b>	<b>77,232</b>
<b>CASH FLOW (Btm)</b>					
Net income	5,800	6,653	7,498	8,481	9,641
Depreciation and amortization	374	349	610	690	770
Change in working capital	(8,262)	(7,257)	(3,654)	(6,215)	(6,506)
FX, non-cash adjustment & others	1,866	2,284	0	0	0
<b>Cash flows from operating activities</b>	<b>(222)</b>	<b>2,029</b>	<b>4,454</b>	<b>2,956</b>	<b>3,905</b>
Capex (Invest)/Divest	(837)	(1,139)	389	(800)	(800)
Others	0	176	0	0	0
<b>Cash flows from investing activities</b>	<b>(837)</b>	<b>(963)</b>	<b>389</b>	<b>(800)</b>	<b>(800)</b>
Debt financing (repayment)	2,349	242	(2,347)	0	0
Equity financing	141	69	0	0	0
Dividend payment	(1,110)	(1,890)	(2,167)	(2,510)	(2,839)
Others	0	176	0	0	0
<b>Cash flows from financing activities</b>	<b>1,380</b>	<b>(1,579)</b>	<b>(4,519)</b>	<b>(2,510)</b>	<b>(2,839)</b>
Net change in cash	320	(512)	324	(354)	266
<b>Free cash flow (Btm)</b>	<b>(1,060)</b>	<b>890</b>	<b>4,843</b>	<b>2,156</b>	<b>3,105</b>
<b>FCF per share (Bt)</b>	<b>(0.48)</b>	<b>0.40</b>	<b>2.17</b>	<b>0.97</b>	<b>1.39</b>
<b>KEY ASSUMPTIONS</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
Total presales (Btm)	41,282	39,090	42,999	47,299	52,029
YoY change in presales	40%	-5%	10%	10%	10%
Housing revenue (Btm)	38,848	42,781	47,967	52,610	57,809
YoY change in housing revenue	44%	10%	12%	10%	10%
Secured revenue by backlogs (Btm)	-	-	22,862	8,172	-
% of secured revenue by backlogs	-	-	48%	16%	-

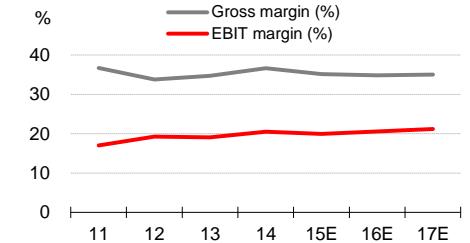
### Revenue growth and asset turnover



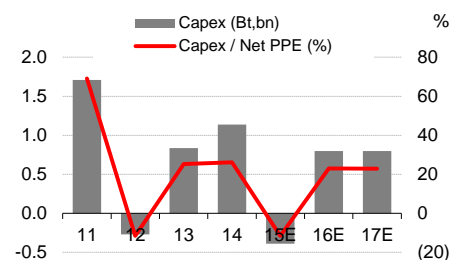
### A/C receivable & A/C payable days



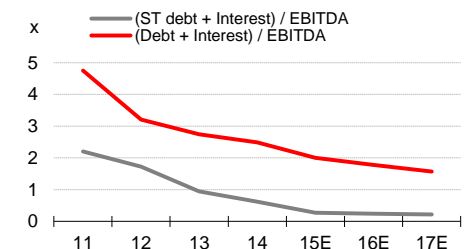
### Profit margins



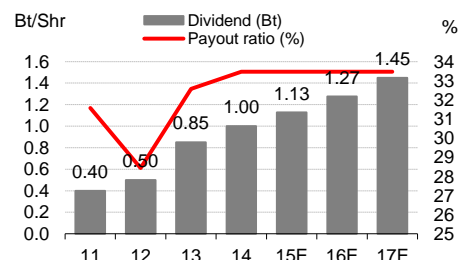
### Capital expenditure



### Debt serviceability



### Dividend payout



## PS : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14
Revenue	13,705	8,018	10,812	11,586	12,366
Cost of sales and services	(8,798)	(5,101)	(6,833)	(7,327)	(7,833)
Gross profit	4,907	2,916	3,978	4,259	4,532
SG&A	(1,992)	(1,469)	(1,613)	(1,768)	(2,069)
<b>EBIT</b>	<b>2,914</b>	<b>1,447</b>	<b>2,365</b>	<b>2,491</b>	<b>2,463</b>
Interest expense	(117)	(99)	(91)	(97)	(89)
Other income/exp.	73	37	53	35	121
<b>EBT</b>	<b>2,869</b>	<b>1,386</b>	<b>2,327</b>	<b>2,429</b>	<b>2,495</b>
Corporate tax	(608)	(322)	(457)	(507)	(526)
After-tax net profit (loss)	2,261	1,064	1,870	1,922	1,969
Minority interest	(0.1)	0.0	0.2	1.0	(1.6)
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	27	0	0	(85)	(87)
<b>Net profit (loss)</b>	<b>2,288</b>	<b>1,064</b>	<b>1,871</b>	<b>1,838</b>	<b>1,881</b>
Reported EPS	1.03	0.48	0.84	0.83	0.84
<b>Fully diluted EPS</b>	<b>1.03</b>	<b>0.48</b>	<b>0.84</b>	<b>0.83</b>	<b>0.84</b>
<b>Core net profit</b>	<b>2,261</b>	<b>1,064</b>	<b>1,871</b>	<b>1,923</b>	<b>1,968</b>
Core EPS	1.02	0.48	0.84	0.86	0.88
<b>EBITDA</b>	<b>3,078</b>	<b>1,579</b>	<b>2,502</b>	<b>2,590</b>	<b>2,692</b>

### KEY RATIOS

Gross margin (%)	35.8	36.4	36.8	36.8	36.7
EBITDA margin (%)	22.5	19.7	23.1	22.4	21.8
Operating margin (%)	21.3	18.1	21.9	21.5	19.9
Net margin (%)	16.7	13.3	17.3	15.9	15.2
Core profit margin (%)	16.5	13.3	17.3	16.6	15.9
BV (Bt)	11.2	11.7	11.7	12.5	13.4
ROE (%)	36.7	16.4	28.8	26.4	25.3
ROA (%)	16.3	7.2	12.2	11.9	12.3
Current ratio (x)	9.2	10.4	9.2	11.2	9.4
Gearing ratio (x)	0.8	0.9	1.0	0.9	0.8
Interest coverage (x)	24.8	14.6	26.0	25.7	27.7

### QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	1,815	1,953	1,657	1,597	971
Accounts receivable	0	0	0	0	0
Inventory	48,687	51,887	53,967	53,750	53,827
PP&E-net	3,313	2,739	3,162	3,611	4,357
Other assets	2,380	2,679	2,561	2,689	1,878
<b>Total assets</b>	<b>56,194</b>	<b>59,259</b>	<b>61,347</b>	<b>61,648</b>	<b>61,033</b>
Accounts payable	5,288	5,322	4,736	5,198	4,223
ST debts & current portion	6,955	6,761	10,345	4,895	5,295
Long-term debt	14,007	16,131	15,549	19,250	17,011
Other liabilities	5,012	5,022	4,703	4,427	4,797
<b>Total liabilities</b>	<b>31,262</b>	<b>33,236</b>	<b>35,333</b>	<b>33,770</b>	<b>31,326</b>
Paid-up capital	2,223	2,224	2,224	2,227	2,227
Share premium	1,594	0	1,612	1,619	1,670
Retained earnings	21,165	22,230	22,210	24,049	25,929
<b>Shareholders equity</b>	<b>24,931</b>	<b>26,023</b>	<b>26,014</b>	<b>27,878</b>	<b>29,706</b>
Minority interests	1.8	0.8	0.6	(0.4)	1.1
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>56,194</b>	<b>59,259</b>	<b>61,347</b>	<b>61,648</b>	<b>61,033</b>

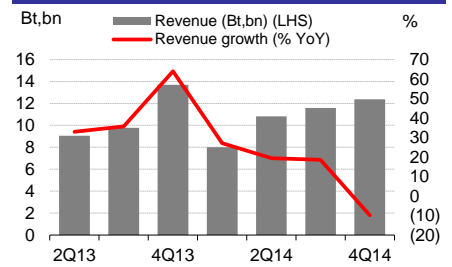
### KEY STATS

Total presales (Btm)	7,516	8,194	9,743	13,393	7,760
YoY change in presales	-14%	-34%	-6%	21%	3%
Housing revenue (Btm)	13,705	8,018	10,812	11,586	12,366
YoY change in housing revenue	64%	27%	19%	19%	-10%
Housing GM	36%	36%	37%	37%	37%

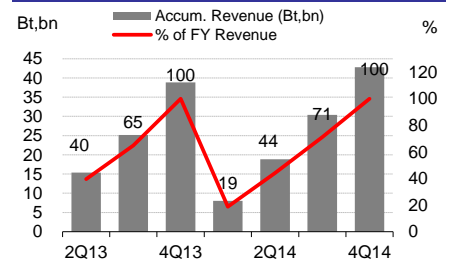
### Company profile

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.

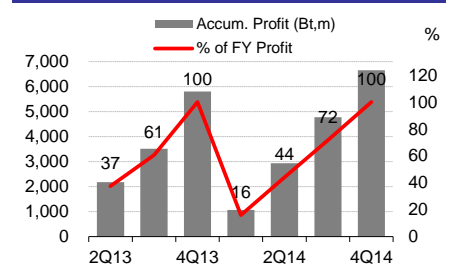
### Revenue trend



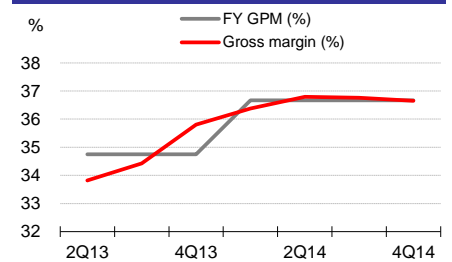
### Revenue trend (accumulated)



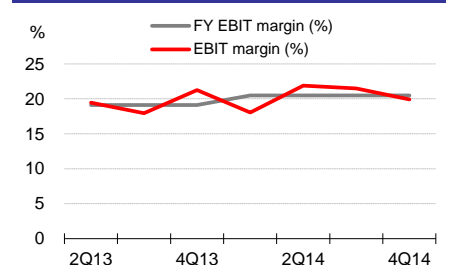
### Net profit trend (accumulated)



### Gross profit margin



### EBIT margin



**Figure 1 : 4Q14 results**

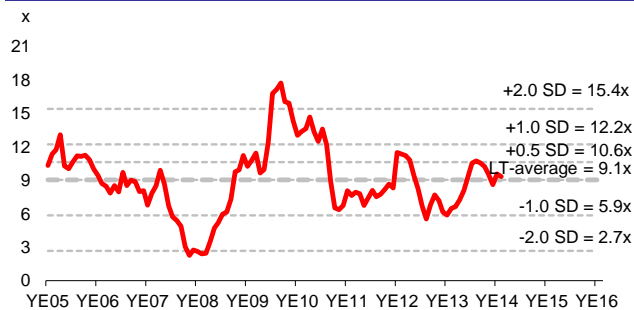
FY Ended 31 Dec (Btm)	4Q14	4Q13	YoY %	3Q14	QoQ %	2014	2013	YoY %	
<b>Income Statement</b>									
Revenue	12,366	13,705	(10)	11,586	7	42,781	38,848	10	<ul style="list-style-type: none"> <li>• A high base was set by record sales in 4Q13</li> <li>• TH and condo revenue declined YoY</li> <li>• EBIT declined YoY, due to lower sales and a higher SG&amp;A-to-sales ratio</li> <li>• Core profit was in line with our estimate and the consensus</li> </ul>
Cost of sales and services	(7,833)	(8,798)	(11)	(7,327)	7	(27,095)	(25,350)	7	
EBITDA	2,692	3,078	(13)	2,590		9,362	7,988		
EBIT	2,463	2,914	(15)	2,491	(1)	8,767	7,421	18	
Interest expense	(89)	(117)	(24)	(97)	(8)	(376)	(415)	(9)	
Other income/exp.	121	73	66	35	241	246	193	27	
Equity earnings from affiliates	0	0	nm	0	0	0	0	nm	
Extra items	(87)	27	(422)	(85)	0	(172)	0	100	
<b>EBT</b>	<b>2,495</b>	<b>2,869</b>	<b>(13)</b>	<b>2,429</b>	<b>3</b>	<b>8,638</b>	<b>7,199</b>	<b>20</b>	
Corporate tax	(526)	(608)	(13)	(507)	4	(1,812)	(1,399)	30	
Minority interest	(2)	(0)	0	1	0	(0)	(0)	0	
<b>Net profit (loss)</b>	<b>1,881</b>	<b>2,288</b>	<b>(18)</b>	<b>1,838</b>	<b>2</b>	<b>6,653</b>	<b>5,800</b>	<b>15</b>	
Reported EPS	0.84	1.03	(18)	0.83	2	2.99	2.61	15	
<b>Core net profit</b>	<b>1,968</b>	<b>2,261</b>	<b>(13)</b>	<b>1,923</b>	<b>2</b>	<b>6,825</b>	<b>5,800</b>	<b>18</b>	
<b>Key ratios</b>									
Gross margin (%)	36.7	35.8		36.8		36.7	34.7		<ul style="list-style-type: none"> <li>• GM was stable QoQ, despite low run rates at the new prefabrication plants</li> </ul>
EBITDA margin (%)	21.8	22.5		22.4		21.9	20.6		
EBIT margin (%)	19.9	21.3		21.5		20.5	19.1		
Tax rate (%)	21.1	21.2		20.9		21.0	19.4		
Net margin (%)	15.2	16.7		15.9		15.6	14.9		
Current ratio (x)	9.4	9.2		11.2		9.4	9.2		
Gearing ratio (x)	0.8	0.8		0.9		0.8	0.8		<ul style="list-style-type: none"> <li>• The balance sheet strengthened</li> </ul>
Interest coverage (x)	27.7	24.8		25.7		23.3	17.9		
<b>Balance Sheet</b>									
Cash & Equivalent	971	1,815	(46)	1,597	(39)				
<b>Total assets</b>	<b>61,033</b>	<b>56,194</b>	<b>9</b>	<b>61,648</b>	<b>(1)</b>				
ST debts & current portion	5,295	6,955	(24)	4,895	8				
Long-term debt	17,011	14,007	21	19,250	(12)				
<b>Total liabilities</b>	<b>31,326</b>	<b>31,262</b>	<b>0</b>	<b>33,770</b>	<b>(7)</b>				
Retained earnings	25,929	21,165	23	24,049	8				
<b>Shareholders equity</b>	<b>29,706</b>	<b>24,931</b>	<b>19</b>	<b>27,878</b>	<b>7</b>				
Minority interests	1	2	0	(0)	0				
BV (Bt)	13.4	11.2	19	12.5	7				

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

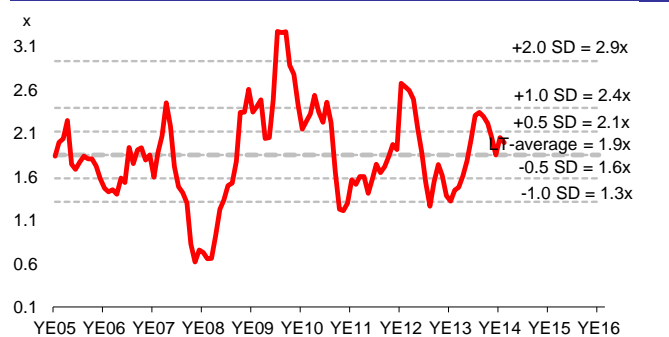
## Sector Comparisons

	Bloomberg Code	Price (local curr.)	Market Cap (US\$ equivalent)	PER (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div Yield (%)	
				2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E
Ananda Development	ANAN TB	THB3.84	393	10.2	8.0	11.0	27.2	1.6	1.4	17.1	18.7	2.0	2.5
AP (Thailand)	AP TB	THB6.90	666	7.8	7.3	9.3	7.3	1.2	1.1	16.2	15.6	4.2	4.5
Land and Houses	LH TB	THB9.90	3,340	15.3	13.6	-8.8	12.6	2.5	2.4	17.1	18.5	5.2	5.9
L.P.N. Development	LPN TB	THB20.80	942	11.0	9.5	38.0	15.8	2.6	2.2	24.9	25.0	4.5	5.3
Pruksa Real Estate	PS TB	THB31.75	2,169	9.4	8.3	12.7	13.1	2.0	1.7	23.2	22.3	3.5	4.0
Quality Houses	QH TB	THB4.04	1,138	8.8	7.7	18.1	15.0	1.7	1.5	20.4	20.7	5.1	5.9
Raimon Land	RML TB	THB2.00	219	6.1	10.2	9.1	-40.3	1.3	1.2	31.1	15.8	5.2	3.1
SC Asset Corporation	SC TB	THB3.96	451	8.7	7.7	12.9	12.3	1.2	1.1	14.3	14.7	4.8	5.3
Sansiri	SIRI TB	THB1.96	858	9.2	8.3	-4.9	10.5	1.1	1.0	11.8	12.2	6.0	6.6
Supalai	SPALI TB	THB23.60	1,243	8.2	8.2	13.4	0.0	1.9	1.7	26.0	22.5	5.1	5.1
<b>Simple average</b>				<b>9.5</b>	<b>8.9</b>	<b>11.1</b>	<b>7.3</b>	<b>1.7</b>	<b>1.5</b>	<b>20.2</b>	<b>18.6</b>	<b>4.6</b>	<b>4.8</b>

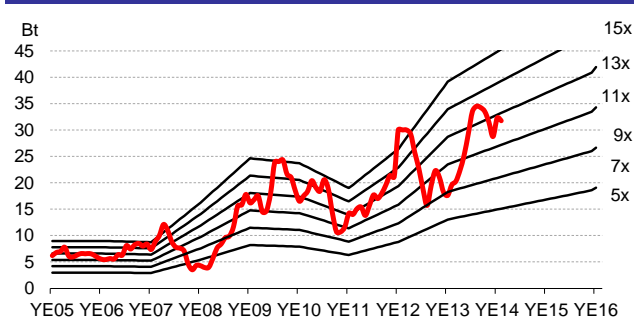
PER band versus SD (next 12 months)



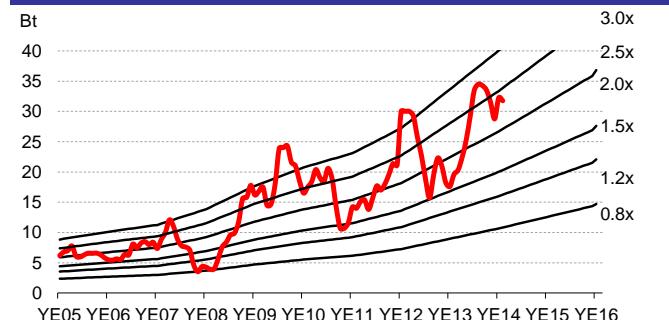
PBV band versus SD (next 12 months)



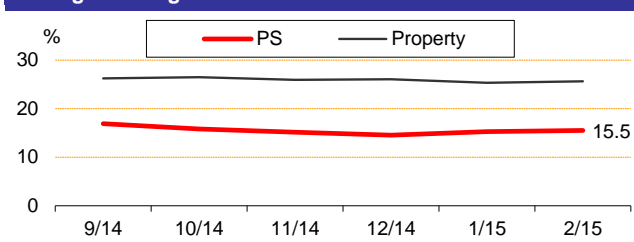
PER band and share price



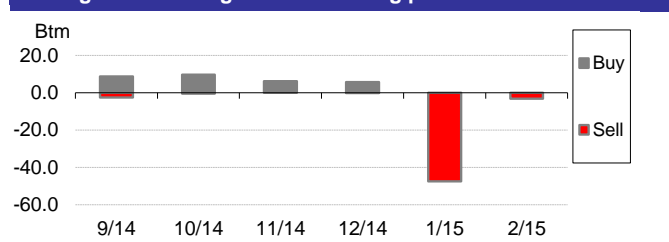
PBV band and share price



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 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	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.