

สยามฟิวเจอร์ ดีเวลอปเม้นท์

SF.TB / SF.BK

7 สิงหาคม 2558

Growth momentum to continue

ประเด็นการลงทุน

เรามองว่าราคาหุ้นยังไม่สะท้อนความแข็งแกร่งของผลประกอบการซึ่งเห็นได้จากในผลกำไรหลัก 2Q15 ที่แข็งแกร่งตามคาดที่ 247 ล้านบาท (เพิ่มขึ้น 19% YoY และ 0.4%QoQ) ส่วนทางกลุ่มที่ศูนย์การค้าที่ส่วนใหญ่เราคาดการณ์โตของยอดขายสาขาเดิม (SSSG) ดีดลบ และยังมีปัจจัยหนุนในช่วงครึ่งปีหลังจากผลกำไรที่แนวโน้มเติบโตขึ้นอีก จากการขึ้นค่าเช่า Mega bangna เมื่อเดือน พค. ที่ผ่านมา หนุนด้วยการรับรู้รายได้โครงการ LPN ทาวน์ชิพ ริงไซด์ ในช่วงปลายปี และเรามีแนวโน้มปรับประมาณการกำไรขึ้นจากกำไรหลัก 1H15 มากกว่าคาด และคิดเป็น 53% ของประมาณการทั้งปี ขณะที่ราคาหุ้นเทรดบน P/E เพียง 11 เท่า ซึ่งมีส่วนลดสูงจากค่าเฉลี่ยในอดีตที่ 14 เท่า และค่าเฉลี่ยกลุ่มฯที่ 33 เท่า

สรุปผลประกอบการ 2Q15 – กำไรหลักแข็งแกร่งตามคาด

SF รายงานกำไร 2Q15 ที่ 203 ล้านบาท (เพิ่มขึ้น 13% YoY แต่ลดลง 2%QoQ) (ต่ำกว่าคาด 5% จากการปรับลดมูลค่าดีดริชชี่ ซึ่งเป็นรายการ non-cash) และหากไม่นับรวมการปรับลดมูลค่าดีดริชชี่ ราว 44 ล้านบาท กำไรของ SF เป็นไปตามคาด อยู่ที่ 247 ล้านบาท (เพิ่มขึ้น 19% YoY และ 0.4%QoQ) โดยกำไรที่เติบโตสูง YoY ได้ปัจจัยหนุนจากส่วนแบ่งกำไร Mega bangna ที่ 131 ล้านบาท เติบโต 10%YoY

กำไรหลักของ SF ในช่วง 1H15 อยู่ที่ 494 ล้านบาท เติบโต 27% YoY และคิดเป็น 53% ของประมาณการทั้งปีของเรา ซึ่งเรามีแนวโน้มปรับประมาณการกำไรหลักขึ้นหลักจากพบผู้บริหาร เพื่อสะท้อนผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่งกว่าคาด

3Q15 รับผลบวกจากขึ้นค่าเช่าเต็มๆ ...

คาด 3Q15 ส่วนแบ่งกำไรจาก MEGA bangna จะเติบโตดีกว่าเดิมจากการรับรู้รายได้เต็มไตรมาสของการขึ้นค่าเช่าซึ่งมากกว่าคาดเมื่อเดือนพฤษภาคมที่ผ่านมา ซึ่งบริษัทปรับขึ้นค่าเช่าได้ราว 8% ในปีนี้ (เทียบกับปกติที่ราว 5%) ซึ่งในไตรมาส 2 นั้น บริษัทรับรู้รายได้ค่าเช่าใหม่เพียง 1 เดือนเท่านั้น

... ต่อด้วยการเปิด LPN ทาวน์ชิพ ใน 4Q15

คาดการณ์เปิดโครงการ LPN ทาวน์ชิพ ริงไซด์ คลอง 1 ขนาดพื้นที่เช่าราว 5,100 ตร.ม. ในช่วง 4Q15 นี้จะช่วยหนุนกำไร 4Q15 ให้อย่างชัดเจน จากการบันทึกมูลค่าดีดริชชี่ตามมาตรฐานบัญชี IAS40 คาดราว 50-70 ล้านบาท นอกจากนี้เราคาดว่าโครงการนี้ยังช่วยหนุนกำไรปี 2016 ในส่วนของ SF (ไม่รวม MEGA bangna) ให้เติบโตได้ราว 3% จากการรับรู้รายได้เต็มปี

คาดการณ์สะท้อนความผิดหวังโครงการบางใหญ่ไปหมดแล้ว

เรามองว่าราคาหุ้นที่ปรับตัวลงมาราว 12% (นับแต่มีข่าว IKEA หันไปร่วมมือกับกลุ่มเซ็นทรัล ในโครงการบางใหญ่) ได้สะท้อนความผิดหวังออกมาหมดแล้ว และ consensus ส่วนใหญ่ยังไม่ได้รวมโครงการนี้ในประมาณการ ส่งผลให้จะไม่เห็นภาพการปรับลดประมาณการ นอกจากนี้เรามีมุมมองเชิงบวกเล็กน้อยกับประเด็นนี้เพราะว่า SF สามารถขายที่ตั้งกล่าวได้ ซึ่งนอกจากกำไรพิเศษที่เราคาดราว 300 ล้านบาท แล้วยังมีแนวโน้มปรับคาดการณ์กำไรหลักเพิ่มขึ้นได้อีก เนื่องจากดอกเบี้ยจ่ายของเงินลงทุนในอนาคตมีแนวโน้มน้อยกว่าคาด ซึ่งบริษัทมีแผนพัฒนาโครงการราว 20,000 ตร.ม. ประกอบไปด้วยโครงการ **1)** มาร์เก็ตเพลส ทุ่งมหาเมฆ **2)** มาร์เก็ตเพลส ทองหล่อ ซอย4 และ **3)** มาร์เก็ตเพลส สุขุม 3

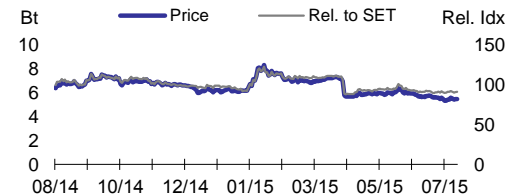
Sector: Property

 ค่าแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**

 เป้าหมายพื้นฐาน: **9.00 บาท**

 ราคา (6/8/15): **5.50 บาท**

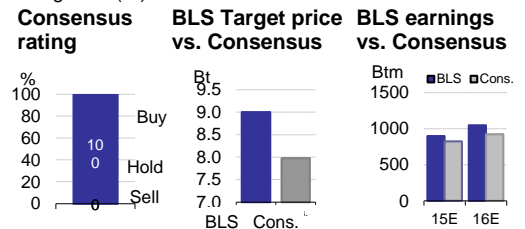
Price chart



Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(4.7)	0.7	(5.3)
Absolute	(7.6)	(5.2)	(11.3)

Key statistics

Market cap	Bt9.8bn	USD0.3bn
12-mth price range	Bt5.3/Bt8.7	
12-mth avg daily volume	Bt56m	USD1.6m
# of shares (m)	1,777	
Est. free float (%)	47.7	
Foreign limit (%)	49.0	



Financial summary

FY Ended 31 Dec	2014	2015E	2016E	2017E
Revenues (Btm)	1,341	1,453	1,658	1,708
Net profit (Btm)	700	898	1,048	1,175
EPS (Bt)	0.47	0.51	0.59	0.66
EPS growth (%)	+21.6%	+6.8%	+16.7%	+12.2%
Core profit (Btm)	865	939	1,089	1,216
Core EPS (Bt)	0.58	0.53	0.61	0.68
Core EPS growth (%)	+15.4%	-9.7%	+16.0%	+11.7%
PER (x)	11.6	10.9	9.3	8.3
PBV (x)	1.1	1.2	1.0	0.9
Dividend (Bt)	0.01	0.01	0.01	0.01
Dividend yield (%)	0.3	0.3	0.3	0.3
ROE (%)	11.0	12.3	12.5	12.4

วิจิธ ธีรวรรณรัตน์

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน

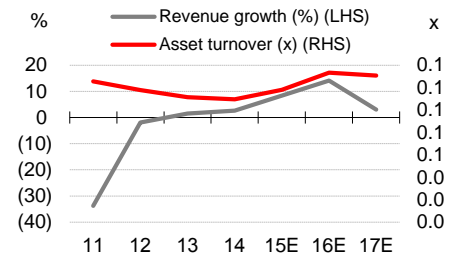
Wikij.tir@bualuang.co.th

+662 618 1336

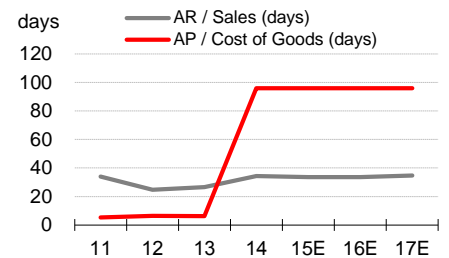
SF : Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Revenue	1,307	1,341	1,453	1,658	1,708
Cost of sales and services	(567)	(563)	(613)	(705)	(724)
Gross profit	740	777	839	953	984
SG&A	(205)	(226)	(237)	(249)	(256)
EBIT	534	552	603	705	728
Interest expense	(103)	(95)	(100)	(106)	(82)
Other income/exp.	60	53	54	55	56
EBT	491	510	557	654	702
Corporate tax	(84)	(87)	(111)	(131)	(140)
After-tax net profit (loss)	407	422	445	523	562
Minority interest	(32)	(32)	(34)	(35)	(37)
Equity earnings from affiliates	292	475	527	601	691
Extra items	(155)	(165)	(41)	(41)	(41)
Net profit (loss)	512	700	898	1,048	1,175
Reported EPS	0.39	0.47	0.51	0.59	0.66
Fully diluted EPS	0.39	0.47	0.51	0.59	0.66
Core net profit	667	865	939	1,089	1,216
Core EPS	0.51	0.58	0.53	0.61	0.68
EBITDA	534	552	603	705	728
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	1.6	2.6	8.4	14.2	3.0
Gross margin (%)	56.6	58.0	57.8	57.5	57.6
EBITDA margin (%)	40.9	41.1	41.5	42.5	42.6
Operating margin (%)	40.9	41.1	41.5	42.5	42.6
Net margin (%)	39.2	52.2	61.8	63.2	68.8
Core profit margin (%)	51.0	64.6	64.6	65.6	71.2
ROA (%)	4.4	5.7	7.3	8.4	9.0
ROCE (%)	4.6	6.1	7.8	8.9	9.5
Asset turnover (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Current ratio (x)	0.3	0.6	0.5	0.5	0.6
Gearing ratio (x)	0.8	0.6	0.4	0.3	0.2
Interest coverage (x)	5.2	5.8	6.0	6.6	8.9
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	23	28	97	168	323
Accounts receivable	95	126	134	153	162
Inventory	0	0	0	0	0
PP&E-net	28	50	61	54	52
Other assets	11,856	12,255	11,859	12,363	12,868
Total assets	12,003	12,459	12,151	12,739	13,406
Accounts payable	10	148	161	185	190
ST debts & current portion	587	48	448	468	478
Long-term debt	4,403	4,355	2,793	2,260	1,713
Other liabilities	573	763	436	494	534
Total liabilities	5,572	5,314	3,839	3,407	2,916
Paid-up capital	1,316	1,480	1,777	1,777	1,777
Share premium	634	634	634	634	634
Retained earnings	4,095	4,615	5,471	6,478	7,623
Shareholders equity	6,045	6,728	7,882	8,889	10,034
Minority interests	385	417	430	442	456
Total Liab.&Shareholders' equity	12,003	12,459	12,151	12,739	13,406
CASH FLOW (Btm)					
Net income	512	700	898	1,048	1,175
Depreciation and amortization	0	0	0	0	0
Change in working capital	0	0	(8)	(19)	(9)
FX, non-cash adjustment & others	(358)	(524)	(703)	(785)	(841)
Cash flows from operating activit	154	176	187	243	325
Capex (Invest)/Divest	(43)	(79)	(11)	(13)	(14)
Others	(323)	126	(42)	(46)	(5)
Cash flows from investing activit	(366)	47	(53)	(59)	(19)
Debt financing (repayment)	109	(200)	(236)	57	40
Equity financing	0	0	0	0	0
Dividend payment	(16)	(18)	(21)	(21)	(21)
Others	(323)	126	(42)	(46)	(5)
Cash flows from financing activiti	175	(219)	(64)	(113)	(150)
Net change in cash	(37)	4	70	71	155
Free cash flow (Btm)	111	98	176	230	311
FCF per share (Bt)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2

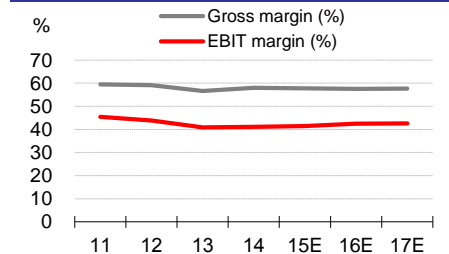
Revenue growth and asset turnover



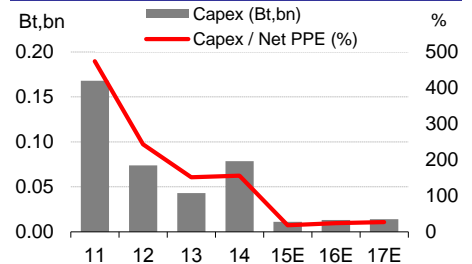
A/C receivable & A/C payable days



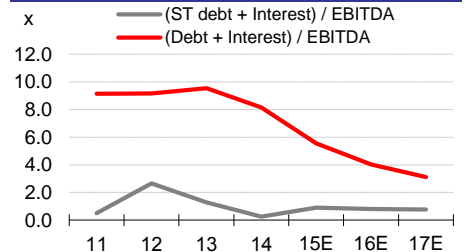
Profit margins



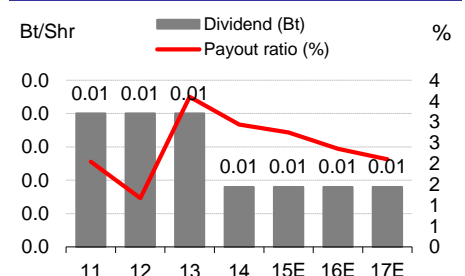
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



SF : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15
Revenue	345	352	333	330	346
Cost of sales and services	(149)	(153)	(138)	(123)	(136)
Gross profit	197	199	195	206	210
SG&A	(60)	(53)	(59)	(55)	(56)
EBIT	136	146	136	152	154
Interest expense	(24)	(23)	(22)	(23)	(24)
Other income/exp.	12	13	14	15	15
EBT	125	135	127	143	145
Corporate tax	(27)	(15)	(24)	(19)	(20)
After-tax net profit (loss)	97	121	103	124	125
Minority interest	(8)	(8)	(7)	(6)	(8)
Equity earnings from affiliates	118	126	143	129	131
Extra items	(29)	(79)	(25)	(40)	(44)
Net profit (loss)	179	159	214	207	203
Reported EPS	0.12	0.11	0.14	0.12	0.11
Fully diluted EPS	0.12	0.11	0.14	0.12	0.11
Core net profit	208	238	239	246	247
Core EPS	0.14	0.16	0.16	0.17	0.14
EBITDA	136	146	136	152	154

KEY RATIOS

Gross margin (%)	57.0	56.5	58.5	62.7	60.8
EBITDA margin (%)	39.5	41.5	40.7	46.0	44.5
Operating margin (%)	39.5	41.5	40.7	46.0	44.5
Net margin (%)	51.9	45.3	64.1	62.7	58.8
Core profit margin (%)	60.2	67.7	71.6	74.8	71.5
BV (Bt)	4.6	4.7	4.8	5.0	4.2
ROE (%)	11.3	9.8	12.7	11.9	11.4
ROA (%)	5.9	5.2	6.9	6.5	6.3
Current ratio (x)	12.6	12.9	12.9	10.0	10.4
Gearing ratio (x)	0.7	0.7	0.6	0.7	0.6
Interest coverage (x)	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3

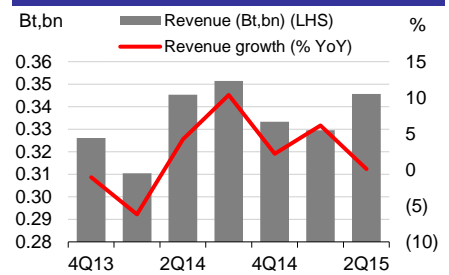
QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	36	25	28	29	44
Accounts receivable	77	66	126	263	135
Inventory	0	0	0	0	0
PP&E-net	36	50	50	46	45
Other assets	11,983	12,127	12,255	12,371	12,619
Total assets	12,132	12,267	12,459	12,709	12,843
Accounts payable	12	12	148	163	155
ST debts & current portion	499	494	48	748	749
Long-term debt	4,417	4,398	4,355	4,092	4,081
Other liabilities	449	439	763	347	320
Total liabilities	5,376	5,343	5,314	5,350	5,305
Paid-up capital	1,481	1,481	1,480	1,481	1,777
Share premium	634	634	634	634	634
Retained earnings	4,238	4,398	4,615	4,821	4,696
Shareholders equity	6,353	6,513	6,728	6,936	7,106
Minority interests	402	411	417	424	432
Total Liab.&Shareholders' equity	12,132	12,267	12,459	12,709	12,843

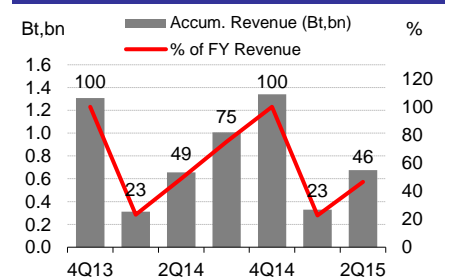
Company profile

บริษัท สยามฟิวเจอร์ ดีเวลอปเมนท์ ประกอบธุรกิจทางด้านการพัฒนาและบริหารศูนย์การค้า ทั้งศูนย์การค้าแบบเปิด (Open-air Shopping Center) และ ศูนย์การค้าแบบปิด (Enclosed mall) โดยบริษัทจะจัดหาที่ดินนำมาพัฒนาเป็นศูนย์การค้าหรือโครงการที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจค้าปลีก เพื่อเปิดให้บริการเช่าพื้นที่ ทั้งในระยะสั้นและระยะยาว รวมถึงให้บริการการบริหารโครงการและพื้นที่ส่วนกลาง จัดหาสถานที่ประกอบการ และให้บริการสาธารณูปโภค ตลอดจนอายุสัญญา ในการเช่าพื้นที่ และบริษัทเป็นเจ้าของในโครงการ Mega bangna ในสัดส่วน 49% ซึ่งเป็นพันธมิตรทางธุรกิจกับ IKEA อีกด้วย

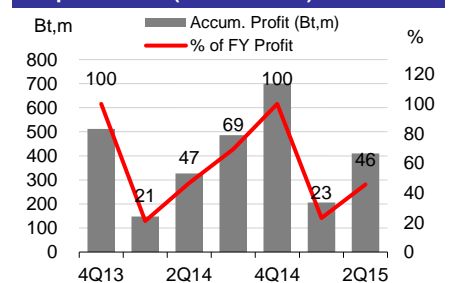
Revenue trend



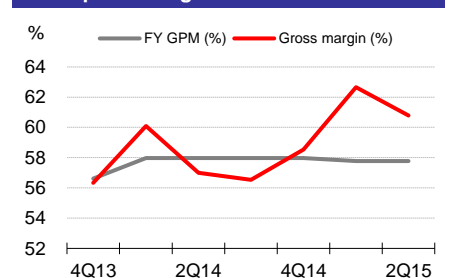
Revenue trend (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin

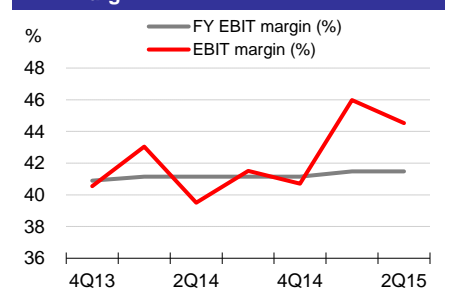


Figure 1 : 2Q15 result

FY Ended 31 Dec (Btm)	2Q15	2Q14	YoY %	1Q15	QoQ %	6M15	6M14	YoY %	6M15 vs. FY15E
Income Statement									
Revenue	346	345	0	330	5	675	656	3	46
Cost of sales and services	(136)	(149)	(9)	(123)	10	(259)	(272)	(5)	42
EBITDA	154	136	13	152	2	305	270	13	51
SG&A	(56)	(60)	(7)	(55)	2	(111)	(113)	(2)	47
EBIT	154	136	13	152	2	305	270	13	51
Interest expense	(24)	(24)	1	(23)	4	(47)	(49)	(4)	47
Other income/exp.	15	12	27	15	5	30	26	14	56
Equity earnings from affiliates	131	118	10	129	1	259	206	26	49
Extra items	(44)	(29)	nm	(40)	12	(84)	(62)	nm	204
EBT	145	125	16	143	2	288	247	17	52
Corporate tax	(20)	(27)	(26)	(19)	7	(39)	(48)	(19)	35
Minority interest	(8)	(8)	nm	(6)	nm	(14)	(17)	nm	43
Net profit (loss)	203	179	13	207	(2)	410	327	25	46
Reported EPS	0.11	0.12	(8)	0.12	(8)	0.25	0.22	14	50
Core net profit	247	208	19	246	0	494	389	27	53
Key ratios									
Gross margin (%)	60.8	57.0		62.7		61.7	58.5		
EBITDA margin (%)	44.5	39.5		46.0		45.2	41.2		
EBIT margin (%)	44.5	39.5		46.0		45.2	41.2		
SG&A / Revenue (%)	16.3	17.5		16.7		16.5	17.3		
Tax rate (%)	14.0	21.9		13.2		13.6	19.5		
Net margin (%)	58.8	51.9		62.7		60.7	49.9		
Current ratio (x)	10.4	12.6		10.0		10.4	12.6		
Gearing ratio (x)	0.6	0.7		0.7		0.6	0.7		
Interest coverage (x)	0.3	0.4		0.3		6.4	5.5		
Balance Sheet									
Cash & Equivalent	44	36	23	29	52				
Total assets	12,843	12,132	6	12,709	1				
ST debts & current portion	749	499	50	748	0				
Long-term debt	4,081	4,417	(8)	4,092	(0)				
Total liabilities	5,305	5,376	(1)	5,350	(1)				
Retained earnings	4,696	4,238	11	4,821	(3)				
Shareholders equity	7,106	6,353	12	6,936	2				
Minority interests	432	402	7	424	2				
BV (Bt)	4.2	4.6	(7)	5.0	(15)				

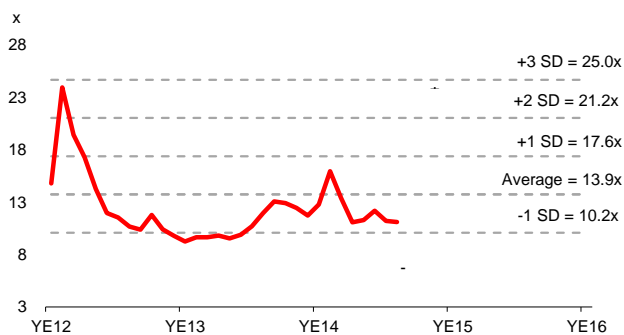
- ส่วนแบ่งกำไรโครงการ เมกา บางนา เด็บโดสูง เนื่องจากศูนย์ฯได้รับความนิยมจากลูกค้าเป็นอย่างดี
- การปรับลดมูลค่ายัติธรรม ส่งผลให้กำไรสุทธิลดลง QoQ แต่ยังคงแข็งแกร่ง YoY
- กำไรหลัก 1H15 คิดเป็น 53% ของประมาณการทั้งปี ซึ่งเรามีแนวโน้มปรับประมาณการขึ้น

Source: Company data, Bualuang Research

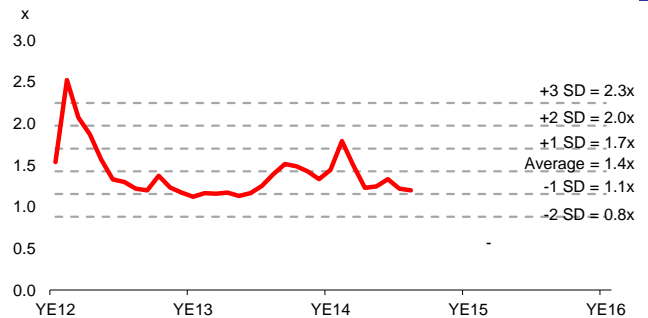
Sector Comparisons

	Bloomberg	Price	Market Cap	PER (x)	EPS Growth (%)	PBV (x)	ROE (%)	Div Yield (%)					
	Code	(local curr.)	(US\$ equivalent)	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E
Suning Appliance Co Ltd	002024 CH	CNY13.8	16,397	260.2	164.2	-55.8	58.5	3.4	3.4	1.7	2.3	0.0	0.0
Wumart Stores Inc	1025 HK	HKD4.6	764	11.0	10.4	n.a.	6.6	1.1	1.1	10.8	10.5	3.0	3.1
Parkson Retail Group	3368 HK	HKD1.3	451	11.4	9.5	n.a.	19.8	0.5	0.5	4.7	5.4	4.6	5.6
Nitori Hldg Co Ltd	9843 JT	JPY11,380.0	10,438	27.6	25.4	9.8	8.8	3.6	3.2	14.1	14.0	0.5	0.6
Lawson Inc	2651 JT	JPY9,450.0	7,597	26.0	23.2	10.5	12.2	3.5	3.3	13.8	14.7	2.6	2.7
Seven & I Holdings Co Ltd	3382 JT	JPY5,906.0	41,960	26.2	23.5	15.8	11.7	2.2	2.0	8.5	9.1	1.3	1.5
Family Mart	8028 JP	JPY6,050.0	4,737	26.4	23.5	-15.7	13.0	2.0	1.9	7.8	8.4	1.8	1.8
President Chain Store Corp	2912 TT	TWD229.5	7,530	26.6	23.9	-1.9	12.3	8.3	7.7	31.6	32.5	3.1	3.3
Capitaland Limited	CAPL SP	SGD3.2	9,777	19.9	17.1	-26.4	30.8	0.8	0.8	4.4	4.8	2.7	2.8
SM Prime Holdings Inc.	SMPH PM	PHP22.0	13,901	28.1	25.2	20.5	9.4	3.0	2.8	11.2	11.3	1.1	1.3
Home Depot	HD US	USD118.0	153,279	22.4	19.6	11.8	13.8	16.5	18.2	76.7	127.7	1.9	2.1
Costco whole sale corp	COST US	USD146.9	64,556	28.1	26.0	12.4	6.8	5.6	4.9	19.6	20.0	1.0	1.1
Carrefour	CA FP	EUR32.0	25,741	19.0	16.7	-2.4	12.8	2.2	2.1	12.5	13.2	2.3	2.7
Home Product Center	HMPRO TB	THB6.45	2,411	22.5	18.6	6.9	21.2	4.8	4.1	21.2	22.5	1.9	2.2
Big C Supercenter	BIGC TB	THB184.00	4,315	19.6	17.8	6.9	10.0	3.2	2.8	17.3	16.8	1.5	1.7
Beauty Community	BEAUTY TB	THB4.42	377	35.2	27.9	25.0	26.1	10.4	8.8	31.9	34.2	1.8	2.3
Kamarts	KAMART TB	THB5.45	102	20.9	18.5	5.6	12.6	5.2	5.3	24.9	28.5	5.1	5.9
Berli Jucker	BJC TB	THB33.00	1,494	21.9	22.2	45.8	-1.5	2.6	2.5	15.4	13.9	2.6	2.5
C.P. All	CPALL TB	THB48.75	12,449	33.0	25.9	30.8	27.1	10.6	8.8	39.3	40.9	1.8	2.1
Central Pattana	CPN TB	THB46.25	5,900	25.0	19.9	13.7	25.7	4.4	3.8	19.0	20.9	1.6	2.0
DSG International (Thailand)	DSGT TB	THB6.25	224	19.6	18.0	-8.2	8.7	2.9	2.7	15.4	15.4	2.6	2.8
Siam Global House	GLOBAL TB	THB8.20	812	35.6	28.9	14.5	23.0	1.7	1.6	40.5	40.7	1.4	1.7
Robinson Department Store	ROBINS TB	THB39.75	1,255	19.5	16.7	17.3	16.9	3.1	2.7	17.5	18.5	2.7	3.0
Siam Future Development	SF TB	THB5.50	278	10.9	9.3	6.8	16.7	1.2	1.0	12.3	12.5	0.3	0.3
COL	COL TB	THB44.25	403	33.2	23.6	-3.0	40.7	2.8	2.6	8.6	11.4	1.2	1.7
The Platinum Group	PLAT TB	THB5.25	418	25.1	23.2	0.0	8.6	1.8	1.7	10.7	7.5	1.6	1.7
Siam Makro	MAKRO TB	THB38.00	5,185	33.7	29.1	10.8	15.8	13.0	12.0	40.4	42.8	2.5	3.0
Simple average				32.9	26.2	6.1	17.3	4.5	4.2	19.7	22.2	2.0	2.3

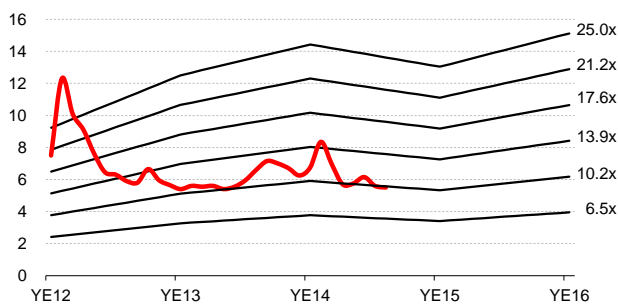
PER band versus SD



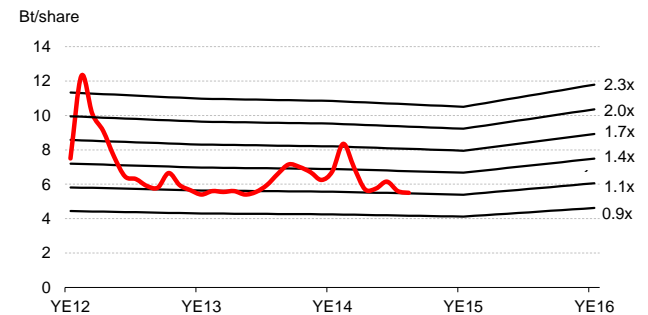
PBV band versus SD



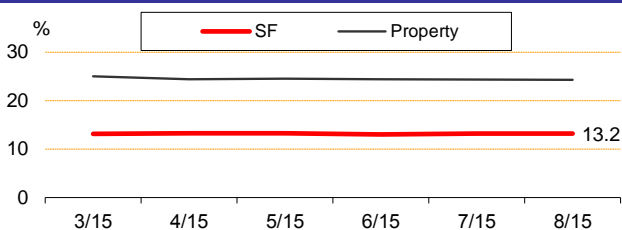
PER band and share price



PBV band and share price



Foreign holding



BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED (BLS) is a subsidiary of BANGKOK BANK PUBLIC COMPANY LIMITED (BBL). This document is produced based upon sources believed to be reliable but their accuracy, completeness or correctness is not guaranteed. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration to use as information for investment. Expressions of opinion contained herein are subject to change without notice. This document is not, and should not be construed as, an offer or the solicitation of an offer to buy or sell any securities. The use of any information shall be at the sole discretion and risk of the user.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED MAY BE IN RELATIONSHIP WITH THE SECURITIES IN THIS REPORT. "Opinions, projections and other information contained in this report are based upon sources believed to be accurate including the draft prospectus, but no responsibility is accepted for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. Bualuang Securities Public Company Limited may from time to time perform investment, advisory or other services for companies mentioned in this report, as well as dealing (as principal or otherwise) in, or otherwise being interested in, any securities mentioned herein, This report does not constitute a solicitation to buy or sell any securities". Investors should carefully read details in the prospectus before making investment decision.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED MAY ACT AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DWs, AND ISSUER OF STRUCTURED NOTES ON THESE SECURITIES. The company may prepare the research reports on those underlying securities. Investors should carefully read the details of the derivative warrants and structured notes in the prospectus before making investment decisions.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED IS OR MAY BE AN UNDERWRITER/CO-UNDERWRITER/JOINT LEAD IN RESPECT OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING ("IPO") OF SECURITIES.

Financial Advisor	Lead underwriter/ Underwriter/ Co-underwriter
	BR, COM7

Score Range

90 – 100
80 – 89
70 – 79
60 – 69
50 – 59
Below 50

Score Range






No logo given

Description

Excellent
Very Good
Good
Satisfactory
Pass
N/A

CORPORATE GOVERNANCE REPORT DISCLAIMER

This research report was prepared by Bualuang Securities Public Company Limited and refers to research prepared by Morgan Stanley. Morgan Stanley does not warrant or guarantee the accuracy or completeness of its research reports. Morgan Stanley reserves copyright and other proprietary rights in the material reproduced in this report. Morgan Stanley is under no obligation to inform Bualuang Securities or you if the views or information referred to or reproduced in this research report change.

Corporate Governance Report disclaimer

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information. The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. Bualuang Securities Public Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

BUALUANG RESEARCH – RECOMMENDATION FRAMEWORK
STOCK RECOMMENDATIONS

BUY: Expected positive total returns of 15% or more over the next 12 months.
HOLD: Expected total returns of between -15% and +15% over the next 12 months.
SELL: Expected negative total returns of 15% or more over the next 12 months.
TRADING BUY: Expected positive total returns of 15% or more over the next 3 months.

SECTOR RECOMMENDATIONS

OVERWEIGHT: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to outperform the relevant primary market index over the next 12 months.
NEUTRAL: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to perform in line with the relevant primary market index over the next 12 months.
UNDERWEIGHT: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to underperform the relevant primary market index over the next 12 months.