

# เอเชียนพร็อพเพอร์ตี้

## ดีเวลลอปเม้นท์ AP TB / AP.BK

**17 มีนาคม 2557**

**ถูกจริง; มองการฟื้นตัวของยอดจองซื้อรวมไตรมาส 2/57**

### ประเด็นการลงทุน

เราได้ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น **ซื้อ** (จาก **ถือ**) เนื่องจากมูลค่าถูกมาก (หุ้นซื้อขายต่ำกว่ามูลค่าทางบัญชีปี 2557) และมองยอดจองซื้อรวมพลิกฟื้นในไตรมาส 2/57 โดยราคาหุ้นในขณะนี้ต่ำกว่ามูลค่าทางบัญชี ณ สิ้นปี 2557 ที่ 5.43 บาทต่อหุ้น และ PER ปี 2557 ที่ 6.9 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยปี 2556-2559 อย่างมีนัยสำคัญที่ 7.5 เท่า โดยเรามองปีปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นที่สำคัญคือยอดจองซื้อโครงการแนวราบที่แข็งแกร่งในไตรมาส 1/57 และยอดจองซื้อใหม่รวมที่จะฟื้นตัวอย่างสมบูรณ์แบบในไตรมาส 2/57 (เพิ่มสูงขึ้นอย่างแข็งแกร่งทั้ง YoY และ QoQ) โดยเราได้ปรับเพิ่มราคาเป้าหมาย ณ สิ้นปี 2557 จาก 5 บาท เป็น 6.20 บาท เนื่องจากเราได้ปรับเพิ่มเป้าหมาย PER ของเรจาก 7 เท่า เป็น 8 เท่า

### ปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิ

เราได้ปรับเพิ่มประมาณการกำไรหลักของเราขึ้น 7% สำหรับปี 2557-2558 เพื่อสะท้อนยอดจองซื้อบ้านแนวราบที่เพิ่มขึ้นอย่างแข็งแกร่งตั้งแต่ต้นปีจนถึงปัจจุบัน โดยเราได้ปรับเพิ่มสมมติฐานรายได้ที่อยู่อาศัยของเราขึ้น 4% เป็น 20.6 พันล้านบาทสำหรับปี 2557 (ต่ำกว่ารายได้เป้าหมายของ AP ที่ 21 พันล้านบาท) และยอดขายอสังหาริมทรัพย์ได้ ณ สิ้นเดือนก.พ. รับประกัน 60% ของการประมาณการรายได้ที่อยู่อาศัยปี 2557 ของเรา ทั้งนี้เรายังมองว่าความเสี่ยงในการโอนของ AP นั้นมีไม่มากนักเนื่องจากบริษัทสามารถส่งมอบยอดโอนที่อยู่อาศัยปี 2556 ที่ 19.8 พันล้านบาท (ซึ่งใกล้เคียงกับที่บริษัทตั้งเป้าหมายไว้ที่ 20 พันล้านบาท) อีกทั้งเราได้ปรับลดสมมติฐานสัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อรายได้ลง 50bps เป็น 19.4% (จาก 19.9% ในปี 2556) เนื่องจากรายได้ที่เพิ่มสูงขึ้นโดย AP ตั้งเป้าปรับลดอัตราสัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายลดลง 100bps เป็น 19.0% ในปีนี้

### มีแนวโน้มในการปรับเพิ่มกำไรสุทธิจากค่าใช้จ่ายภาษีที่อาจต่ำกว่าคาด

บริษัทมีผลประโยชน์ทางภาษีจำนวนประมาณ 80 ล้านบาท ซึ่งยังมีได้รับรู้สืบนี้อาจจากการเข้าซื้อเงินลงทุนส่วนของผู้ถือหุ้นในคอนโด เดอะ แอดเดรส สาทร ในปี 2553 จากบริษัทแปซิฟิก (บริษัทร่วมลงทุน) ซึ่งผลประโยชน์ทางภาษีดังกล่าวจะสามารถรับรู้ได้ก็ต่อเมื่อโครงการคอนโดเดอะ แอดเดรส สาทรนั้นมีการโอนครบสมบูรณ์ (โดยยังเหลืออีกประมาณ 8% ของมูลค่าโครงการ หรือ 333 ล้านบาทที่รอโอนปีนี้) โดยหากถ้าสิทธิประโยชน์ทางภาษีดังกล่าวได้รับรู้ทันในปี 2557 จะเพิ่มประมาณการกำไรหลักของเราอีก 4%

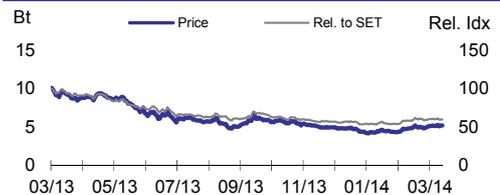
### Sector: Residential Property Neutral

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ** (เก็งกำไร)

เป้าหมายพื้นฐาน: 6.20 บาท

ราคา (14/03/14): 5.30 บาท

### Price chart

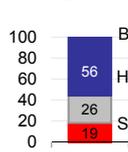


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	0.4	8.1	(33.4)
Absolute	5.0	10.4	(47.5)

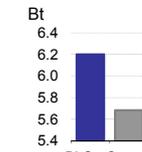
### Key statistics

Market cap	Bt15.2bn	USD0.5bn
12-mth price range	Bt4.1/Bt10.4	
12-mth avg daily volume	Bt107m	USD3.3m
# of shares (m)	2,860	
Est. free float (%)	60.9	
Foreign limit (%)	30.0	

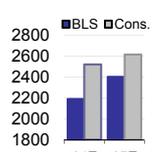
### Consensus rating



### BLS Target price vs. Consensus



### BLS earnings vs. Consensus



### Financial summary

FY Ended 31 Dec	2013	2014E	2015E	2016E
Revenues (Btm)	19,989	20,776	22,905	24,466
Net profit (Btm)	2,013	2,188	2,403	2,563
EPS (Bt)	0.70	0.77	0.84	0.90
EPS growth (%)	-7.4%	+8.7%	+9.8%	+6.6%
Core profit (Btm)	2,009	2,188	2,403	2,563
Core EPS (Bt)	0.70	0.77	0.84	0.90
Core EPS growth (%)	-2.3%	+8.9%	+9.8%	+6.6%
PER (x)	6.3	6.9	6.3	5.9
PBV (x)	0.9	1.0	0.9	0.8
Dividend (Bt)	0.2	0.2	0.3	0.3
Dividend yield (%)	5.2	4.7	5.1	5.5
ROE (%)	15.1	14.8	14.7	14.1

### CG rating



ณัฐม เอกสมุทร

+66 2 618 1000

### ผลประกอบการบ้านแนวราบเชิงแกร่ง

แม้จะมีเหตุไม่สงบทางการเมือง แต่ AP ยังคงประกาศยอดซื้อจองบ้านแนวราบสองเดือนแรกของปี 2557 ที่ 1.5 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 10% YoY โดยเราคาดยอดซื้อจองบ้านแนวราบเบื้องต้นอยู่ที่ 2.3 พันล้านบาท ในไตรมาส 1/57 (สูงขึ้น 6% YoY และ 13% QoQ) ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตรายไตรมาสของ ปี 2552-2556 ที่ 1.9 พันล้านบาท นอกจากนี้ AP มีแผนที่จะเปิดตัวบ้านเดี่ยว 5 โครงการและทาวเฮ้าส์อีก 7 โครงการในปีนี้มีมูลค่ารวมที่ 13 พันล้านบาท (เทียบกับการเปิดตัวโครงการแนวราบใหม่ในปี 2556 มูลค่า 13.6 พันล้านบาท) โดยบริษัทตั้งเป้ายอดขายรายได้โครงการแนวราบทำสถิติสูงสุดใหม่ที่ 10.7 พันล้านบาทสำหรับปี 2557 สูงขึ้น 6% YoY (จากเพิ่มขึ้น 9% ในปี 2556 เป็น 10.1 พันล้านบาท) โดยรายได้บ้านแนวราบคิดเป็น 51% ของรายได้ที่อยู่อาศัยรวมของ AP

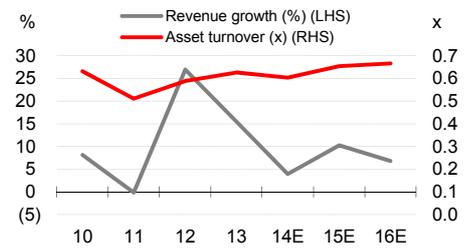
### ยอดจองซื้อจะฟื้นในไตรมาส 2/57

เราคาดว่าบริษัทจะมียอดจองซื้อใหม่รวมเพิ่มสูงขึ้น YoY ได้เป็นครั้งแรกในไตรมาส 2/57 หลังจากจากรายงานการลดลง YoY ของยอดจองซื้อรวมห้าไตรมาสติดกัน (เนื่องจากการยกเลิกการจองคอนโด 2 โครงการ ได้แก่ คอนโดแอสปาย รัตนาธิเบศร์ในปี 2556 และคอนโดริทิม สาทรในไตรมาส 1/57 จากความล่าช้าในการก่อสร้าง) โดยเราคาดยอดจองซื้อใหม่รวมไตรมาส 2/57 ประมาณ 5 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 15% YoY และ 90% QoQ หนุนโดยความสำเร็จในการเปิดตัวคอนโด 3 แห่งกับบริษัทร่วมทุนในเดือนพ.ค. (โครงการร่วมทุนกับมิตซูบิชิ เอสเตท กรุ๊ป; AP ถือหุ้น 51%) ได้แก่ คอนโดริทิม สุขุมวิท 36 (2.9 พันล้านบาท) คอนโดแอสปาย รัชดา-วงศ์สว่าง (2.7 พันล้านบาท) และคอนโดริทิม อโศก (1.5 พันล้านบาท) ทั้งนี้ผู้บริหารตั้งเป้าอัตราการจองซื้อคอนโดสามแห่งดังกล่าวเพียงประมาณเป็น 40% ในปี 2557

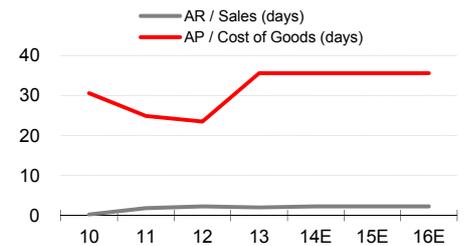
## AP : Financial Tables – Year

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>PROFIT &amp; LOSS (Btm)</b>					
Revenue	17,310	19,989	20,776	22,905	24,466
Cost of sales and services	(11,273)	(13,238)	(13,700)	(15,136)	(16,159)
<b>Gross profit</b>	<b>6,036</b>	<b>6,750</b>	<b>7,076</b>	<b>7,769</b>	<b>8,308</b>
SG&A	(3,128)	(3,976)	(4,025)	(4,413)	(4,688)
<b>EBIT</b>	<b>2,908</b>	<b>2,774</b>	<b>3,051</b>	<b>3,357</b>	<b>3,619</b>
Interest expense	(213)	(293)	(381)	(418)	(481)
Other income/exp.	65	67	67	67	67
<b>EBT</b>	<b>2,760</b>	<b>2,549</b>	<b>2,737</b>	<b>3,006</b>	<b>3,206</b>
Corporate tax	(691)	(539)	(547)	(601)	(641)
<b>After-tax net profit (loss)</b>	<b>2,068</b>	<b>2,010</b>	<b>2,190</b>	<b>2,405</b>	<b>2,565</b>
Minority interest	(21)	0	(1)	(1)	(1)
Equity earnings from affiliates	0	(1)	(1)	(1)	(1)
Extra items	117	5	0	0	0
<b>Net profit (loss)</b>	<b>2,165</b>	<b>2,013</b>	<b>2,188</b>	<b>2,403</b>	<b>2,563</b>
Reported EPS	0.76	0.70	0.77	0.84	0.90
<b>Fully diluted EPS</b>	<b>0.76</b>	<b>0.70</b>	<b>0.77</b>	<b>0.84</b>	<b>0.90</b>
<b>Core net profit</b>	<b>2,048</b>	<b>2,009</b>	<b>2,188</b>	<b>2,403</b>	<b>2,563</b>
Core EPS	0.72	0.70	0.77	0.84	0.90
<b>EBITDA</b>	<b>2,958</b>	<b>2,827</b>	<b>3,086</b>	<b>3,394</b>	<b>3,660</b>
<b>KEY RATIOS</b>					
Revenue growth (%)	26.9	15.5	3.9	10.2	6.8
Gross margin (%)	34.9	33.8	34.1	33.9	34.0
EBITDA margin (%)	17.1	14.1	14.9	14.8	15.0
Operating margin (%)	16.8	13.9	14.7	14.7	14.8
Net margin (%)	12.5	10.1	10.5	10.5	10.5
Core profit margin (%)	11.8	10.0	10.5	10.5	10.5
ROA (%)	7.4	6.3	6.4	6.9	7.0
ROCE (%)	8.5	7.1	7.1	7.8	7.9
Asset turnover (x)	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
Current ratio (x)	3.4	3.4	3.5	3.8	3.9
Gearing ratio (x)	1.0	1.2	1.0	0.8	0.7
Interest coverage (x)	13.7	9.5	8.0	8.0	7.5
<b>BALANCE SHEET (Btm)</b>					
Cash & Equivalent	744	889	948	1,015	1,060
Accounts receivable	108	110	130	143	153
Inventory	26,490	30,784	30,956	32,067	34,253
PP&E-net	262	550	337	350	359
Other assets	1,868	2,077	2,077	2,077	2,077
<b>Total assets</b>	<b>29,472</b>	<b>34,410</b>	<b>34,448</b>	<b>35,651</b>	<b>37,902</b>
Accounts payable	725	1,290	1,335	1,475	1,575
ST debts & current portion	4,677	6,539	5,945	5,135	5,235
Long-term debt	8,073	10,371	9,000	9,000	9,000
Other liabilities	3,317	2,202	2,625	2,805	3,073
<b>Total liabilities</b>	<b>16,792</b>	<b>20,402</b>	<b>18,905</b>	<b>18,415</b>	<b>18,883</b>
Paid-up capital	2,848	2,860	2,860	2,860	2,860
Share premium	72	89	89	89	89
Retained earnings	9,759	11,058	12,593	14,287	16,071
<b>Shareholders equity</b>	<b>12,679</b>	<b>14,007</b>	<b>15,542</b>	<b>17,236</b>	<b>19,200</b>
Minority interests	0.4	0.4	(0.2)	(0.8)	(1.5)
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>29,472</b>	<b>34,410</b>	<b>34,448</b>	<b>35,651</b>	<b>37,902</b>
<b>CASH FLOW (Btm)</b>					
Net income	2,165	2,013	2,188	2,403	2,563
Depreciation and amortization	49	53	35	38	41
Change in working capital	(602)	(5,637)	132	(665)	(1,728)
FX, non-cash adjustment & others	879	902	0	0	0
<b>Cash flows from operating activities</b>	<b>2,492</b>	<b>(2,669)</b>	<b>2,355</b>	<b>1,776</b>	<b>875</b>
Capex (Invest)/Divest	268	9	177	(50)	(50)
Others	(52)	(98)	0	0	0
<b>Cash flows from investing activities</b>	<b>216</b>	<b>(89)</b>	<b>177</b>	<b>(50)</b>	<b>(50)</b>
Debt financing (repayment)	(1,959)	3,589	(1,820)	(950)	0
Equity financing	66	29	0	0	0
Dividend payment	(509)	(715)	(652)	(709)	(779)
Others	(52)	(98)	0	0	0
<b>Cash flows from financing activities</b>	<b>(2,401)</b>	<b>2,903</b>	<b>(2,473)</b>	<b>(1,660)</b>	<b>(780)</b>
Net change in cash	306	145	59	66	46
<b>Free cash flow (Btm)</b>	<b>2,760</b>	<b>(2,660)</b>	<b>2,532</b>	<b>1,726</b>	<b>825</b>
<b>FCF per share (Bt)</b>	<b>0.97</b>	<b>(0.93)</b>	<b>0.89</b>	<b>0.60</b>	<b>0.29</b>
<b>KEY ASSUMPTIONS</b>					
Total presales (Btm)	20,000	23,000	26,450	30,418	34,980
YoY change in presales	39%	15%	15%	15%	15%
Housing revenue (Btm)	17,197	19,854	20,628	22,743	24,288
YoY change in housing revenue	27%	15%	4%	10%	7%
Secured revenue by backlogs (Btm)	-	-	10,943	8,776	2,553
% of secured revenue by backlogs	-	-	53%	39%	11%

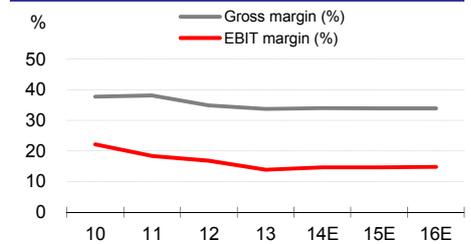
### Revenue growth and asset turnover



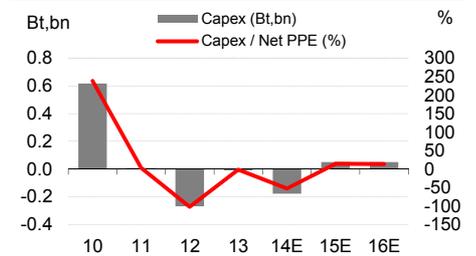
### A/C receivable & A/C payable days



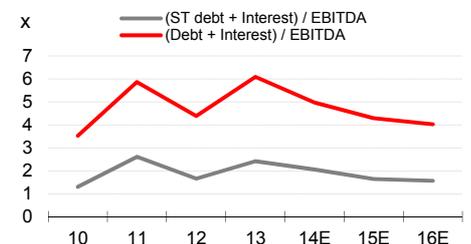
### Profit margins



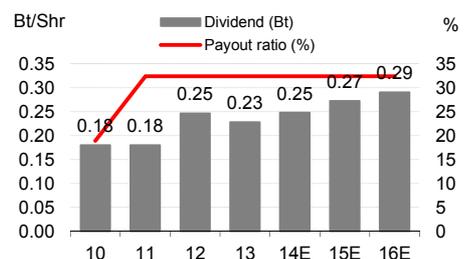
### Capital expenditure



### Debt serviceability



### Dividend payout



## AP : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13
Revenue	6,680	2,848	4,286	4,445	8,410
Cost of sales and services	(4,309)	(1,882)	(2,824)	(2,956)	(5,576)
Gross profit	2,371	965	1,461	1,490	2,834
SG&A	(1,130)	(651)	(849)	(911)	(1,565)
<b>EBIT</b>	<b>1,241</b>	<b>315</b>	<b>612</b>	<b>578</b>	<b>1,269</b>
Interest expense	(75)	(50)	(75)	(84)	(84)
Other income/exp.	5	17	11	18	21
<b>EBT</b>	<b>1,170</b>	<b>281</b>	<b>549</b>	<b>513</b>	<b>1,206</b>
Corporate tax	(299)	(59)	(97)	(107)	(276)
After-tax net profit (loss)	871	223	452	406	930
Minority interest	(21)	0	0.00	(0)	0
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	(1)
Extra items	26	0	0	0	5
<b>Net profit (loss)</b>	<b>876</b>	<b>223</b>	<b>452</b>	<b>406</b>	<b>933</b>
Reported EPS	0.31	0.08	0.16	0.14	0.33
<b>Fully diluted EPS</b>	<b>0.31</b>	<b>0.08</b>	<b>0.16</b>	<b>0.14</b>	<b>0.33</b>
<b>Core net profit</b>	<b>850</b>	<b>223</b>	<b>452</b>	<b>406</b>	<b>928</b>
Core EPS	0.30	0.08	0.16	0.14	0.32
<b>EBITDA</b>	<b>1,258</b>	<b>345</b>	<b>635</b>	<b>612</b>	<b>1,290</b>

### KEY RATIOS

Gross margin (%)	35.5	33.9	34.1	33.5	33.7
EBITDA margin (%)	18.8	12.1	14.8	13.8	15.3
Operating margin (%)	18.6	11.0	14.3	13.0	15.1
Net margin (%)	13.1	7.8	10.6	9.1	11.1
Core profit margin (%)	12.7	7.8	10.6	9.1	11.0
BV (Bt)	4.5	4.5	4.4	4.6	4.9
ROE (%)	27.6	6.9	14.3	12.4	26.6
ROA (%)	11.9	2.8	5.4	4.6	10.8
Current ratio (x)	3.0	3.0	2.9	3.0	3.4
Gearing ratio (x)	1.1	1.2	1.5	1.4	1.2
Interest coverage (x)	16.5	6.2	8.2	6.9	15.1

### QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	744	626	979	549	889
Accounts receivable	108	123	120	110	110
Inventory	26,490	28,787	30,009	32,205	30,784
PP&E-net	262	259	545	539	550
Other assets	1,868	2,158	2,085	1,849	2,077
<b>Total assets</b>	<b>29,472</b>	<b>31,953</b>	<b>33,738</b>	<b>35,253</b>	<b>34,410</b>
Accounts payable	725	2,225	853	2,270	1,290
ST debts & current portion	6,273	7,016	9,306	8,134	6,914
Long-term debt	8,073	8,165	9,476	10,401	10,371
Other liabilities	1,721	1,616	1,435	1,373	1,827
<b>Total liabilities</b>	<b>16,792</b>	<b>19,021</b>	<b>21,069</b>	<b>22,178</b>	<b>20,402</b>
Paid-up capital	2,848	2,860	2,860	2,860	2,860
Share premium	72	89	89	89	89
Retained earnings	9,759	9,982	9,719	10,125	11,058
<b>Shareholders equity</b>	<b>12,679</b>	<b>12,931</b>	<b>12,668</b>	<b>13,074</b>	<b>14,007</b>
Minority interests	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>29,472</b>	<b>31,953</b>	<b>33,738</b>	<b>35,253</b>	<b>34,410</b>

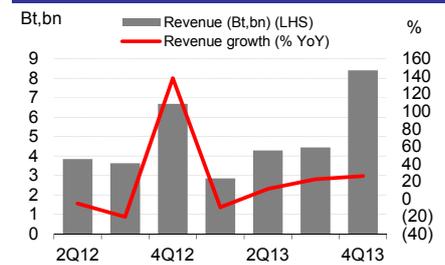
### KEY STATS

	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13
Total presales (Btm)	3,864	3,829	4,606	3,611	3,138
YoY change in presales	66%	-33%	-23%	-23%	-19%
Housing revenue (Btm)	6,640	2,819	4,251	4,408	8,377
YoY change in housing revenue	139%	-10%	11%	22%	26%
Housing GM	35.1%	33.2%	33.6%	32.9%	33.4%
Rental revenue (Btm)	40	29	34	37	34

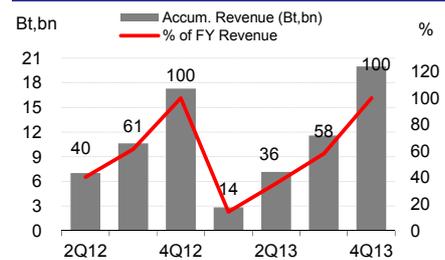
### Company profile

AP (Thailand) Plc (AP) is a residential developer focusing on inner-city THs, condos and SDHs in Bangkok. Its projects are developed under the brand names Baan Klang Muang (TH), Baan Klang Krung (TH, SDH and condo), The City (SDH), and three condo brands—The Address, Rhythm and Life. FY13 residential revenue breakdown is 51% low-rise and 49% condo.

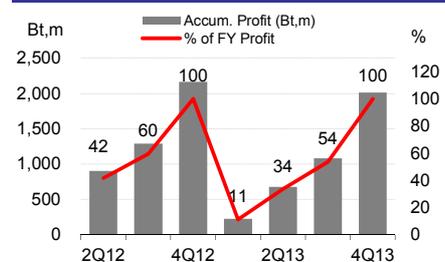
### Revenue trend



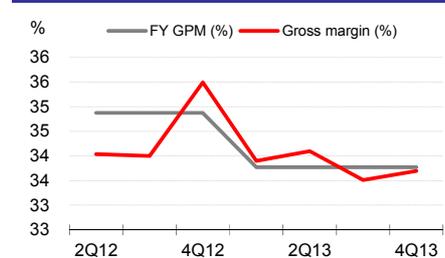
### Revenue trend (accumulated)



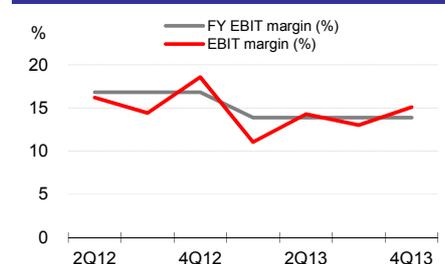
### Net profit trend (accumulated)



### Gross profit margin



### EBIT margin

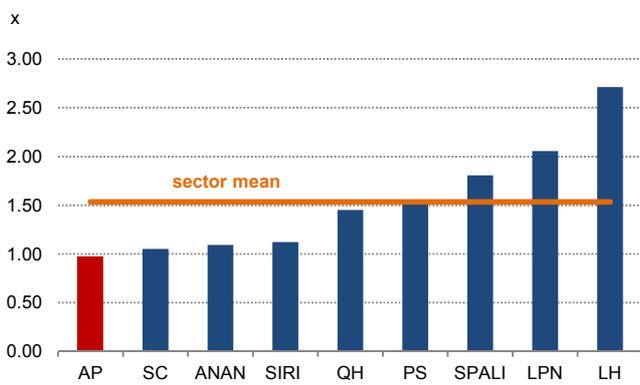


**Figure 1 : Forecast changes**

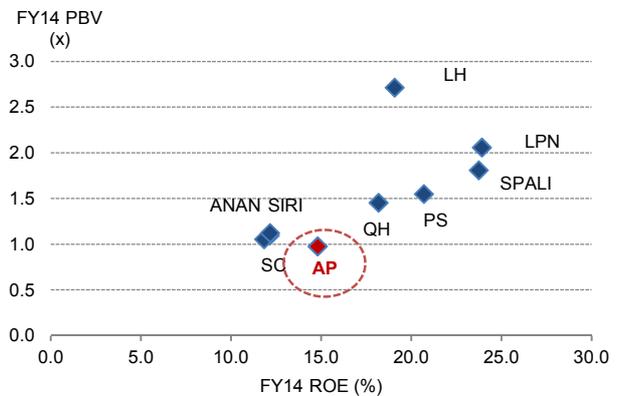
	2014e			2015e		
	Old	New	Chg.	Old	New	Chg.
Net profit (Btm)	2,049	2,188	7%	2,241	2,403	7%
Core profits (Btm)	2,049	2,188	7%	2,241	2,403	7%
EPS (Bt)	0.72	0.77	7%	0.78	0.84	7%
DPS (Bt)	0.23	0.25	7%	0.25	0.27	7%
Dividend yield	4.4%	4.7%	1.3%	4.8%	5.1%	0.3%
Residential revenue (Btm)	19,828	20,628	4%	21,663	22,743	5%
Residential GM	33.6%	33.6%	-0.1%	33.5%	33.4%	-0.1%
Net margin	10.3%	10.6%	0.3%	10.3%	10.6%	0.2%
SG&A/Revenue	19.8%	19.4%	-0.5%	19.5%	19.3%	-0.3%
Effective tax rate	20.0%	20.0%	0.0%	20.0%	20.0%	0.0%

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

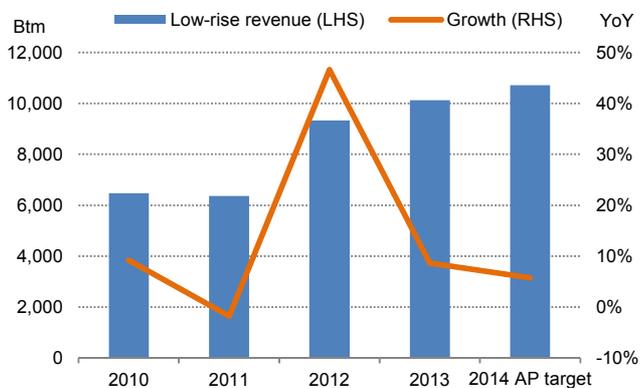
**Figure 2 : YE14 PBV comparisons of our coverage**



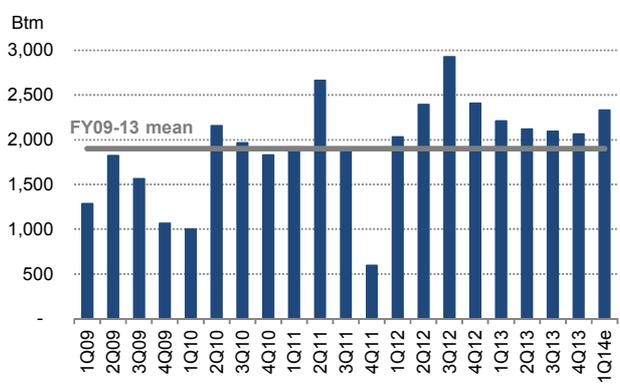
**Figure 3 : FY14 PBVs and ROEs**



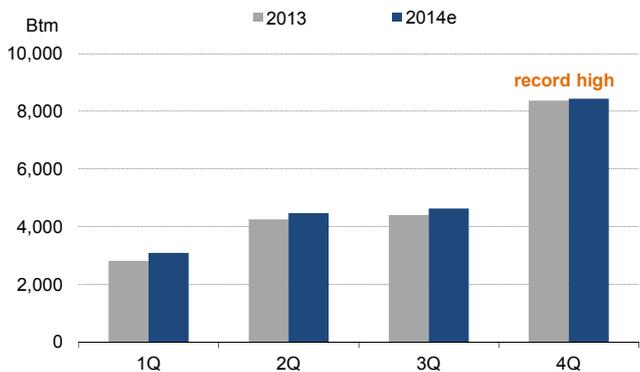
**Figure 4 : Low-rise revenue growth profile**



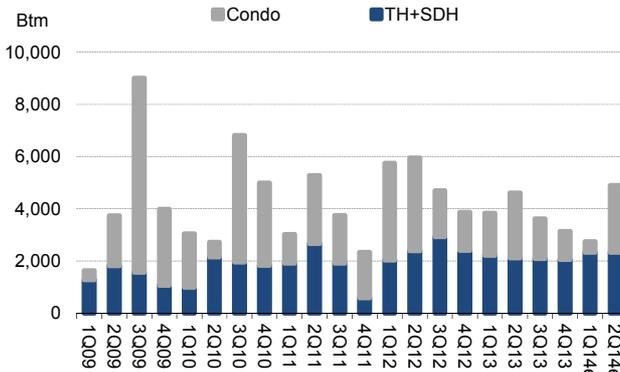
**Figure 5 : Low-rise presales, by quarter**



**Figure 6 : Residential revenue, by quarter**

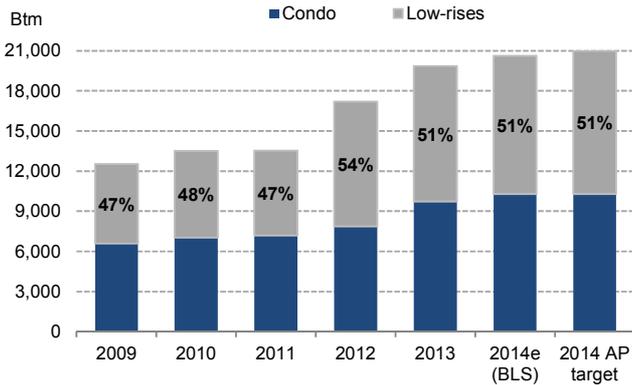


**Figure 7 : Presales, by quarter**

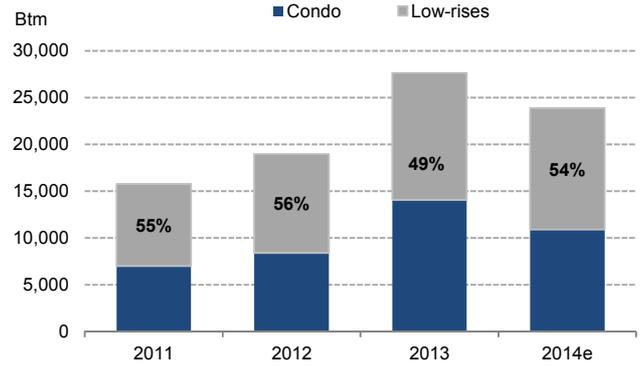


Sources: Company data, Bualuang Research

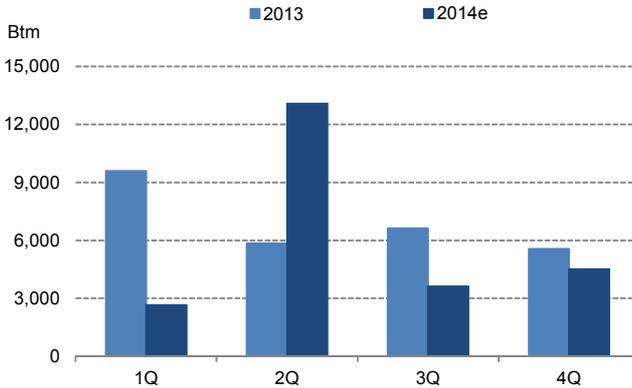
**Figure 8 : Residential revenue breakdown**



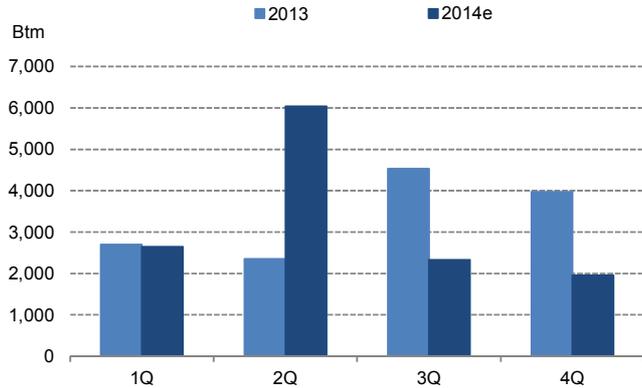
**Figure 9 : Launch value breakdown, FY12-14E, by category**



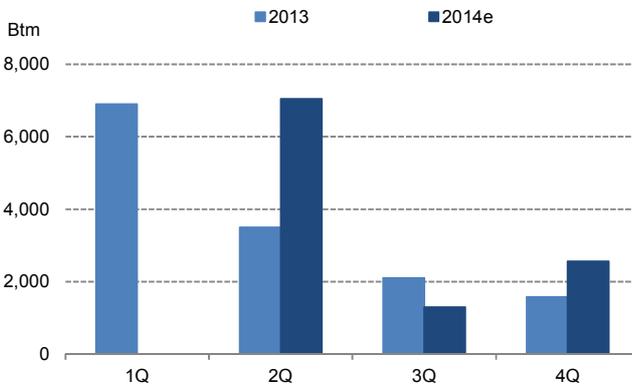
**Figure 10 : Total launches, by quarter**



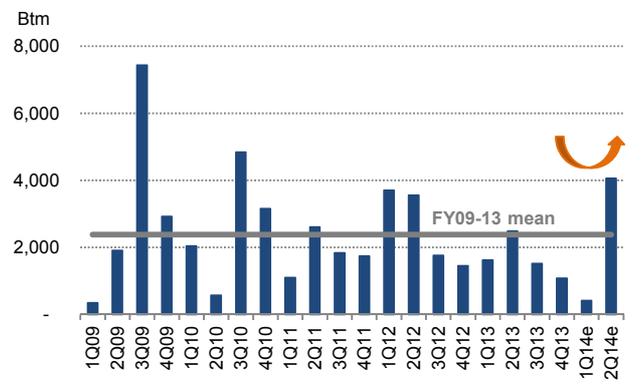
**Figure 11 : Low-rise launches, by quarter**



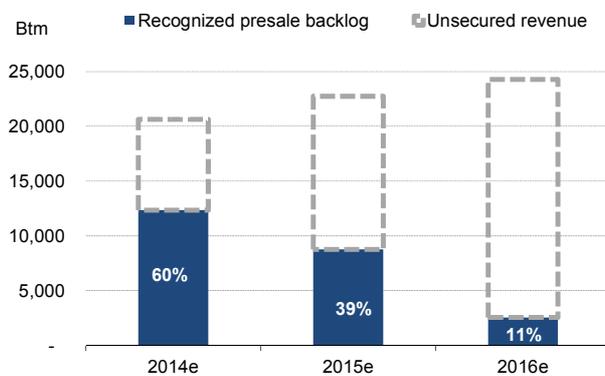
**Figure 12 : Condo launch schedule, by quarter**



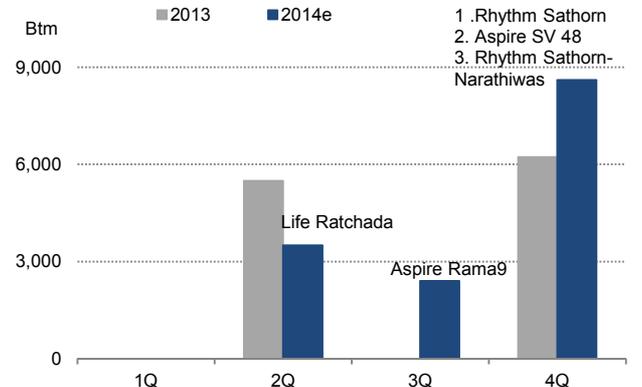
**Figure 13 : Condo presales are expected to bounce in 2Q14**



**Figure 14 : Residential revenue secured by presales**



**Figure 15 : Condo projects to transfer in FY14**



Sources: Company data, Bualuang Research

## 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	THB2.12	219	9.4	5.7	-7.6	64.5	11	0.9	12.2	17.6	2.1	3.5
AP (Thailand)	AP TB	THB5.30	470	6.9	6.3	8.7	9.8	10	0.9	14.8	14.7	4.7	5.1
Land and Houses	LH TB	THB9.80	3,045	14.7	13.0	2.8	13.8	2.6	2.5	19.1	20.3	5.4	6.2
L.P.N. Development	LPN TB	THB 5.10	691	9.1	6.8	6.0	33.2	2.1	17	23.9	27.6	5.7	7.3
Prukha Real Estate	PSTB	THB20.00	1,378	7.8	6.9	-13	12.3	15	13	21.3	20.7	4.2	4.7
Quality Houses	QHTB	THB3.02	859	8.4	7.4	9.6	13.5	15	13	18.2	18.5	5.4	6.1
SC Asset Corporation	SC TB	THB3.20	368	9.2	7.7	24.3	19.5	11	10	12.0	13.2	4.5	5.4
Sansiri	SIRI TB	THB2.00	593	9.5	8.7	11.2	8.8	11	11	12.2	12.4	5.6	6.0
Supalai	SPALITB	THB 17.70	942	8.0	7.0	31.1	14.3	18	15	24.3	23.8	5.2	6.0
<b>Simple average</b>				<b>9.2</b>	<b>7.7</b>	<b>9.4</b>	<b>21.1</b>	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>	<b>17.6</b>	<b>18.8</b>	<b>4.8</b>	<b>5.6</b>

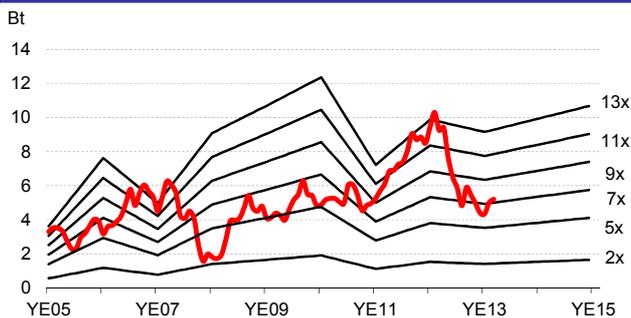
PER band versus SD



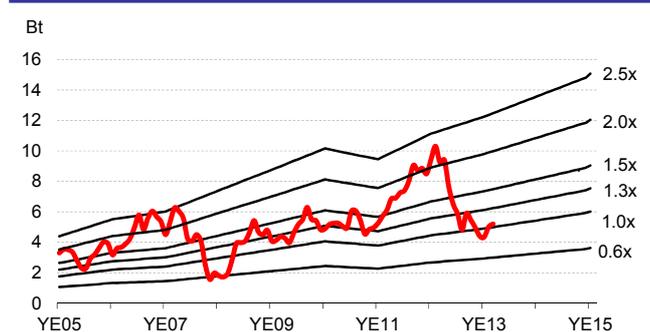
PBV band versus SD



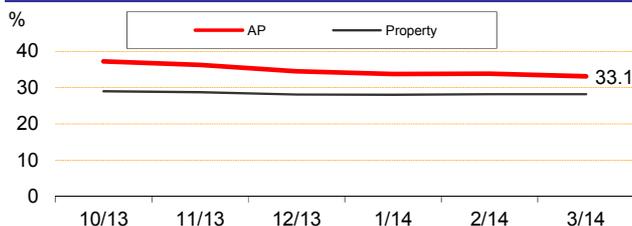
PER band and share price



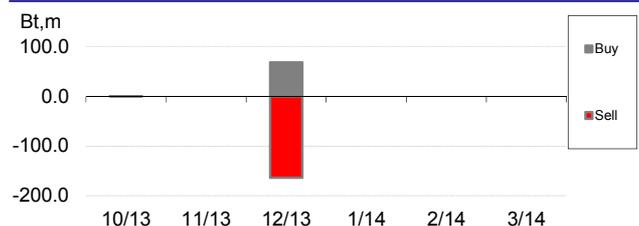
PBV band and share price



Foreign holding



Management trading activities during past six months



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

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

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DWs UNDERLYING STOCKS. Investors should carefully read the details of the derivative warrants in the prospectus before making investment decisions. (Please file information: [www.blswarrant.com](http://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 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.