

เอ็มเคเรสโตรองด์กรุป M TB / M.BK

25 กุมภาพันธ์ 2558

กำไรไตรมาส 4/57 สูงกว่าคาด: มองยอดขายต่อสาขาเดิมเติบโตได้ต่อเนื่องในไตรมาส 1/58

สูงกว่าคาด

กำไรหลักในไตรมาส 4/57 ดีที่สุดตั้งแต่ที่มีการเสนอขายหุ้นสามัญต่อประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรกในปี 2556 โดย M รายงานกำไรหลักที่ 650 ล้านบาทสำหรับไตรมาส 4/57 สูงขึ้น 20% YoY และ 24% QoQ ผลประกอบการสูงกว่าประมาณการของเรา 10% และสูงกว่าประมาณการตลาด 14% ซึ่งส่วนใหญ่มีปัจจัยหลักมาจากอัตราค่าไถ่หลักที่สูงกว่าคาด (อัตราค่าไถ่เริ่มต้นสูงกว่าประมาณการของเรา 1.4% และสัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายต่ำกว่าคาด 0.6%) นอกจากนี้ผู้บริหารประกาศอัตราเงินปันผล ที่ 1.0 บาทต่อหุ้นสำหรับช่วงครึ่งหลังของปี 2557 ซึ่งเป็นไปตามประมาณการของเรา คิดเป็นอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลเบื้องต้นที่ 1.7% (ประกาศขึ้น XD ในวันที่ 30 เม.ย. และทำการจ่ายจริงในวันที่ 21 พ.ค.)

ประเด็นหลักจากผลประกอบการ

M กลับมารายงานการเติบโตกำไรแข็งแกร่งทั้ง YoY และ QoQ ได้หนุนโดยยอดขายที่ขยายตัวและอัตราค่าไถ่ที่สูงขึ้น โดยยอดขายต่อสาขาเดิมพลิกกลับปรับตัวสูงขึ้นในไตรมาส 4/57 ยอดขายขยายตัว 10% YoY และ 3% QoQ เป็น 3.8 พันล้านบาท โดยอัตราการเติบโตของยอดขายรวมทุกสาขาเป็น 8% YoY สำหรับร้านเอ็มเค เรสโตรองด์ และ 20% YoY สำหรับร้านยาโยอิ สำหรับอัตราการเติบโตของยอดขายต่อสาขาเดิมเป็น 1% YoY สำหรับร้านเอ็มเค เรสโตรองด์ และ 7% YoY สำหรับร้านยาโยอิ หลังจากที่ยอดขายต่อสาขาเดิมปรับตัวลดลงต่อเนื่องหลายไตรมาส อัตราค่าไถ่เริ่มต้นสูงขึ้น 0.6% YoY และ 2.0% QoQ เป็น 67.4% สำหรับไตรมาส 4/57 สัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายเป็น 49.5% ในไตรมาส 4/57 ลดลง 1.6% YoY และ 1.5% QoQ นอกจากนี้บริษัทรายงานงบดุลมีสถานะเงินสดสุทธิ ณ สิ้นปี 2557

แนวโน้ม

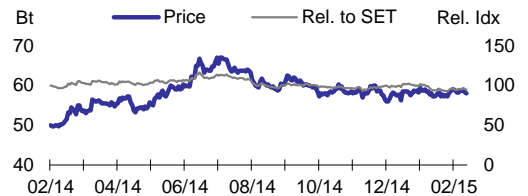
เราคาดว่ากำไรไตรมาส 1/58 สูงขึ้น YoY แต่ลดลงเล็กน้อย QoQ โดยคาดว่ายอดขายต่อสาขาเดิมจะปรับตัวสูงขึ้น YoY ได้อย่างต่อเนื่องทั้งสำหรับร้านเอ็มเค เรสโตรองด์และยาโยอิ จากฐานต่ำที่ตั้งในไตรมาส 1/57 (จากช่วงที่มีเหตุไม่สงบทางการเมืองในกทม.) พร้อมกันนี้การขยายสาขาใหม่ก็เป็นปัจจัยหนุนยอดขายรวมสูงขึ้น YoY ทั้งนี้อัตราค่าไถ่เริ่มต้นจะทรงตัวอยู่ที่ระดับสูง เนื่องจากบริษัทมีการทำสัญญาซื้อขายล่วงหน้าประกันราคาสินค้าวัตถุดิบแล้ว

สิ่งที่เปลี่ยนแปลง

เรายังคงตั้งสมมติฐานเชิงอนุรักษ์นิยมต่อประมาณการเติบโตกำไรปี 2558 ที่ 13% (ยอดขายเติบโต 11% และอัตราค่าไถ่สุทธิที่ 40bps) การตั้งสำรองค่าใช้จ่ายในการให้สิทธิการซื้อหุ้นแก่พนักงาน (ESOP) จะลดลง 45% YoY เป็น 160 ล้านบาทในปี 2558 สะท้อนสัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายที่ลดลงอย่างเห็นได้ชัด โดยในช่วงปี 2558 M มีแผนเปิดสาขาใหม่ 60-65 สาขา (เป็นเอ็มเค เรสโตรองด์ 30 สาขา และร้านยาโยอิ 20 สาขา) แต่เราตั้งสมมติฐานเชิงอนุรักษ์นิยมต่อจำนวนสาขาเปิดใหม่สำหรับเอ็มเค เรสโตรองด์ที่ 25 สาขาและยาโยอิ 20 สาขาเท่านั้น

Sector: Food Neutral
คำแนะนำพื้นฐาน: ซื้อ
เป้าหมายพื้นฐาน: 64.00 บาท
ราคา (24/02/58): 58.00 บาท

Price chart

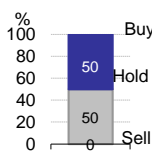


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(2.3)	(1.0)	(5.1)
Absolute	(1.7)	(0.4)	17.8

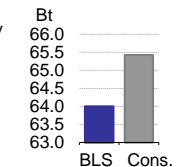
Key statistics

Market cap	Bt52.6bn	USD1.6bn
12-mth price range	Bt49.5/Bt67.3	
12-mth avg daily volume	Bt57m	USD1.7m
# of shares (m)	907	
Est. free float (%)	24.6	
Foreign limit (%)	49.0	

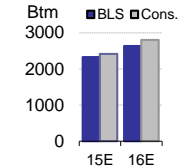
Consensus rating



BLS Target price vs. Consensus



BLS earnings vs. Consensus



Financial summary

FY Ended 31 Dec	2014	2015E	2016E	2017E
Revenues (Btm)	14,637	16,177	17,807	19,508
Net profit (Btm)	2,042	2,325	2,638	3,055
EPS (Bt)	2.25	2.55	2.85	3.30
EPS growth (%)	+0.0%	+13.3%	+11.7%	+15.8%
Core profit (Btm)	2,042	2,325	2,638	3,055
Core EPS (Bt)	2.25	2.55	2.85	3.30
Core EPS growth (%)	+0.0%	+13.3%	+11.7%	+15.8%
PER (x)	25.8	22.7	20.3	17.6
PBV (x)	4.1	4.1	4.0	3.9
Dividend (Bt)	1.8	2.2	2.6	3.0
Dividend yield (%)	-	3.7	4.4	5.1
ROE (%)	16.2	18.1	20.0	22.7

CG rating
N/A
ณฤมล เอกสมทพร
นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์
narumon.e@bualuang.co.th
+66 2 618 1345

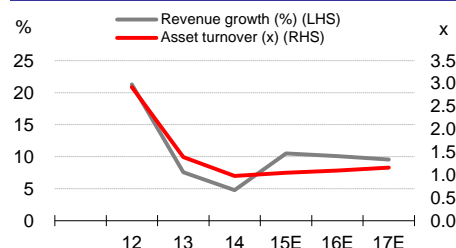
คำแนะนำ

ความกดดันของผลประกอบการอย่างหนักสำหรับปี 2557 ได้ผ่านพ้นไปแล้ว โดยเรามองว่าผลประกอบการจะกลับมาปรับตัวสูงขึ้นในปี 2558 หนุนโดยอัตราดอกเบี้ยโตของยอดขายต่อสาขาเดิม (เรคาดอัตราดอกเบี้ยโตของยอดขายสาขาเดิมที่ 1.5% สำหรับร้านเอ็มเค เรสโตรองค์และ 2.0% สำหรับยาโยอิ) เทียบกับยอดขายต่อสาขาเดิมที่หดตัว 4% YoY ทั้งสำหรับร้านเอ็มเค เรสโตรองค์และยาโยอิในปี 2557 พร้อมกันนี้งบดุลที่แข็งแกร่งยังหนุนอัฟไซค์ต่ออัตราดอกเบี้ยเงินปันผล (เรคาดอัตราดอกเบี้ยเงินปันผลไว้ที่ 85%) โดยอัตราดอกเบี้ยเงินปันผลที่สูงกว่าประมาณการของเราทุกๆ 5% จะส่งผลให้ประมาณการอัตราเงินปันผลต่อหุ้นของเราสูงขึ้น 0.13 บาท (อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงกว่าประมาณการของเรา 0.25) M ซื้อขายกันด้วย PER ปี 2558 ที่ 22.7 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยโลกที่ 23.5 เท่า เรายังคงคำแนะนำ ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายซึ่งประเมินด้วยวิธีคิดลด DCF ณ สิ้นปี 2558 ที่ 64 บาท WACC ที่ 10.6% และ terminal growth rate ที่ 2%).

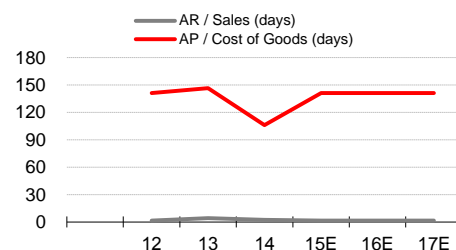
M : Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2014	2015E	2016E	2017E
Revenue	14,637	16,177	17,807	19,508
Cost of sales and services	(5,021)	(5,523)	(6,084)	(6,671)
Gross profit	9,616	10,655	11,723	12,836
SG&A	(7,549)	(8,216)	(8,893)	(9,509)
EBIT	2,067	2,439	2,830	3,328
Interest expense	0	0	0	0
Other income/exp.	467	467	467	491
EBT	2,534	2,906	3,298	3,818
Corporate tax	(492)	(581)	(660)	(764)
After-tax net profit (loss)	2,042	2,325	2,638	3,055
Minority interest	0	0	0	0
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0
Extra items	0	0	0	0
Net profit (loss)	2,042	2,325	2,638	3,055
Reported EPS	2.25	2.55	2.85	3.30
Fully diluted EPS	2.25	2.55	2.85	3.30
Core net profit	2,042	2,325	2,638	3,055
Core EPS	2.25	2.55	2.85	3.30
EBITDA	3,297	3,672	4,106	4,676
KEY RATIOS				
Revenue growth (%)	4.8	10.5	10.1	9.5
Gross margin (%)	65.7	65.9	65.8	65.8
EBITDA margin (%)	22.5	22.7	23.1	24.0
Operating margin (%)	14.1	15.1	15.9	17.1
Net margin (%)	14.0	14.4	14.8	15.7
Core profit margin (%)	14.0	14.4	14.8	15.7
ROA (%)	13.7	15.1	16.2	18.2
ROCE (%)	16.2	18.1	20.0	22.7
Asset turnover (x)	1.0	1.0	1.1	1.2
Current ratio (x)	4.7	3.6	3.4	3.2
Gearing ratio (x)	0.0	0.0	0.0	0.0
Interest coverage (x)	n.m.	n.m.	n.a.	n.a.
BALANCE SHEET (Btm)				
Cash & Equivalent	8,732	8,890	9,187	9,622
Accounts receivable	100	74	82	90
Inventory	283	264	291	319
PP&E-net	4,630	5,568	5,801	5,932
Other assets	1,158	1,158	1,158	1,158
Total assets	14,903	15,954	16,518	17,121
Accounts payable	1,461	2,136	2,353	2,580
ST debts & current portion	0	0	0	0
Long-term debt	0	0	0	0
Other liabilities	761	782	838	908
Total liabilities	2,222	2,918	3,191	3,488
Paid-up capital	907	911	925	925
Share premium	8,785	8,788	8,801	8,801
Retained earnings	2,656	3,005	3,269	3,574
Shareholders equity	12,681	13,036	13,327	13,633
Minority interests	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	14,903	15,954	16,518	17,121
CASH FLOW (Btm)				
Net income	2,042	2,325	2,638	3,055
Depreciation and amortization	763	766	808	857
Change in working capital	(158)	720	183	191
FX, non-cash adjustment & others	384	(592)	(10)	1
Cash flows from operating activities	3,031	3,219	3,619	4,104
Capex (Invest)/Divest	(1,354)	(1,644)	(993)	(937)
Others	0	0	0	0
Cash flows from investing activities	(1,354)	(1,644)	(993)	(937)
Debt financing (repayment)	0	0	0	0
Equity financing	1	7	27	0
Dividend payment	(2,174)	(1,976)	(2,374)	(2,749)
Others	0	0	0	0
Cash flows from financing activities	(2,173)	(1,948)	(2,331)	(2,731)
Net change in cash	(496)	(372)	296	436
Free cash flow (Btm)	1,677	1,575	2,627	3,167
FCF per share (Bt)	1.85	1.73	2.84	3.42
KEY ASSUMPTIONS	2014	2015E	2016E	2017E
MK restaurant: no. of outlets	411	436	461	481
MK restaurant: SSSG	-4.0%	1.5%	2.0%	3.0%
MK restaurant: TSSG	3.0%	7.7%	7.8%	7.5%
Yayoi: no. of outlets	131	151	171	191
Yayoi: SSSG	-4.0%	2.0%	4.0%	4.0%
Yayoi: TSSG	10.0%	17.6%	17.8%	16.2%

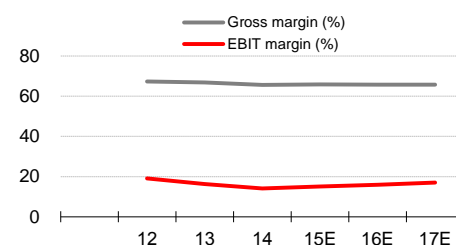
Revenue growth and asset turnover



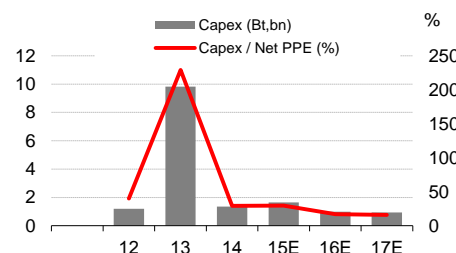
A/C receivable & A/C payable days



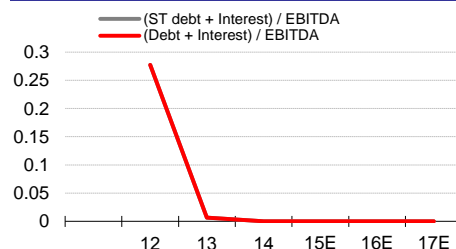
Profit margins



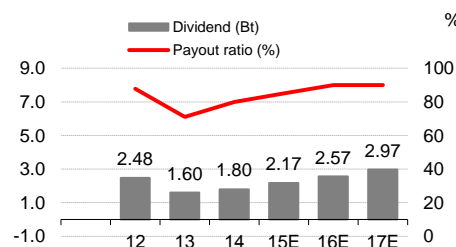
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



M : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14
Revenue	3,479	3,373	3,677	3,746	3,847
Cost of sales and services	(1,158)	(1,137)	(1,302)	(1,299)	(1,253)
Gross profit	2,321	2,236	2,376	2,448	2,593
SG&A	(1,778)	(1,777)	(1,990)	(1,911)	(1,901)
EBIT	543	459	385	537	693
Interest expense	0	0	0	0	0
Other income/exp.	133	123	112	110	116
EBT	676	581	497	647	809
Corporate tax	(133)	(114)	(95)	(124)	(159)
After-tax net profit (loss)	543	468	403	522	650
Minority interest	0	0	0	0	0
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	(4)	(0)	0	0	0
Net profit (loss)	540	468	403	522	650
Reported EPS	0.60	0.52	0.44	0.58	0.72
Fully diluted EPS	0.58	0.51	0.44	0.56	0.70
Core net profit	543	468	403	522	650
Core EPS	0.60	0.52	0.44	0.58	0.72
EBITDA	835	755	682	850	1,004

KEY RATIOS

Gross margin (%)	66.7	66.3	64.6	65.3	67.4
EBITDA margin (%)	24.0	22.4	18.5	22.7	26.1
Operating margin (%)	15.6	13.6	10.5	14.3	18.0
Net margin (%)	15.5	13.9	10.9	13.9	16.9
Core profit margin (%)	15.6	13.9	10.9	13.9	16.9
BV (Bt)	13.8	14.4	13.4	13.2	14.0
ROE (%)	17.2	14.4	13.3	17.4	20.5
ROA (%)	14.4	12.5	11.4	15.0	17.4
Current ratio (x)	n.a.	2.7	2.2	2.1	4.7
Gearing ratio (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Interest coverage (x)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.

QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	4,209	4,336	3,344	3,062	8,732
Accounts receivable	160	233	263	267	100
Inventory	226	178	171	192	283
PP&E-net	4,286	4,420	4,462	4,531	4,630
Other assets	6,125	5,844	5,892	5,912	1,158
Total assets	15,006	15,011	14,132	13,964	14,903
Accounts payable	1,858	1,225	1,295	1,314	1,461
ST debts & current portion	0	0	0	0	0
Long-term debt	0	0	0	0	0
Other liabilities	624	777	695	660	761
Total liabilities	0	0	3,018	3,615	2,968
Paid-up capital	906	906	906	906	907
Share premium	8,785	8,785	8,785	8,785	8,785
Retained earnings	2,788	3,256	2,209	2,007	2,656
Shareholders equity	12,524	13,009	12,143	11,990	12,681
Minority interests	0	0	0	0	0
Total Liac.&Shareholders' equity	15,006	15,011	14,132	13,964	14,903

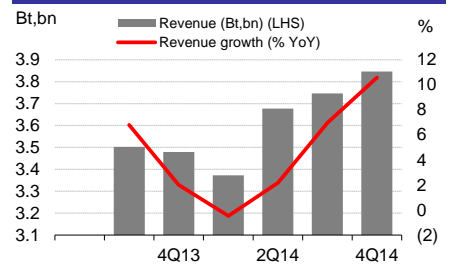
MK Restaurant

SSS	2%	-4%	-4%	-6%	-9%
TSS	13%	6%	3%	-1%	1%
Yayoi					
SSS	-4%	5%	7%	-2%	-5%
TSS	24%	27%	32%	16%	12%

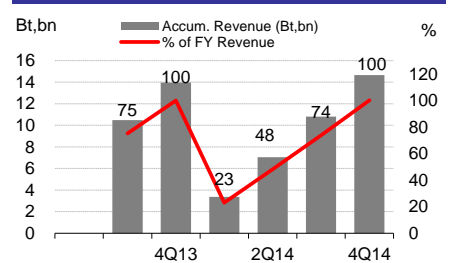
Company profile

M is a leading Thai chain restaurant operator offering sukiyaki (MK Restaurant and MK Gold restaurant) and Japanese food (Yayoi). The firm has a 27-year track record in the business. The founding managers will continue to run the company after the IPO. Members of the Thirakomen and Harnjitkasem families will still control 74% of the shares following the IPO (93% pre-IPO). At YE13, M had 539 restaurants combined MK Restaurant and Yayoi (outlets in Thailand and 37 overseas). The firm has its own processing and distribution centers. M also has a training center in order to build "MK culture" and maintain a high standard of service.

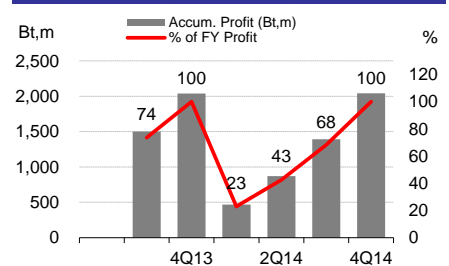
Revenue trend



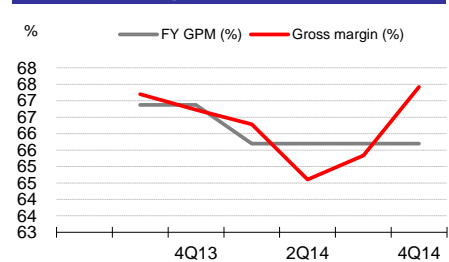
Revenue trend (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin

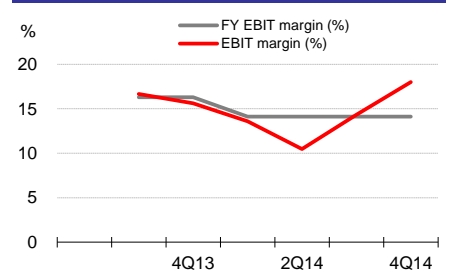


Figure 1 : 4Q14 results

FY Ended 31 Dec (Btm)	4Q14	4Q13	YoY %	3Q14	QoQ %	2014	2013	YoY %
Income Statement								
Revenue	3,847	3,479	11	3,746	3	14,643	13,969	5
Cost of sales and services	(1,253)	(1,158)	8	(1,299)	(3)	(4,991)	(4,627)	8
EBITDA	934	835	12	850	10	3,221	3,146	2
EBIT	693	543	28	537	29	2,074	2,276	(9)
Interest expense	0	0	nm	0	0	0	(21)	(100)
Other income/exp.	116	133	(13)	110	6	460	271	70
Equity earnings from affiliates	0	0	-	0	-	0	0	0
Extra items	0	(4)	0	0	0	0	0	0
EBT	809	676	20	647	25	2,534	2,526	0
Corporate tax	(159)	(133)	20	(124)	28	(492)	(487)	1
Minority interest	0	0	-	0	-	0	0	0
Net profit (loss)	650	540	20	522	24	2,042	2,039	0
Reported EPS	0.72	0.60	20	0.58	24	2.25	2.82	(20)
Core net profit	650	543	20	522	24	2,042	2,039	0
Key ratios								
Gross margin (%)	67.4	66.7		65.3		65.9	66.9	
EBITDA margin (%)	24.3	24.0		22.7		22.0	22.5	
EBIT margin (%)	18.0	15.6		14.3		14.2	16.3	
Tax rate (%)	19.7	19.6		19.2		19.4	19.3	
Net margin (%)	16.9	15.5		13.9		13.9	14.6	
Current ratio (x)	4.7	-		2.1		4.7	-	
Gearing ratio (x)	0.0	0.0		0.0		0.0	0.0	
Interest coverage (x)	n.m.	n.m.		n.m.		n.m.	107.2	
Balance Sheet								
Cash & Equivalent	8,732	4,209		3,062				
Total assets	14,903	15,006		13,964				
ST debts & current portion	0	0		0				
Long-term debt	0	0		0				
Total liabilities	2,222	2,482		1,974				
Retained earnings	2,656	2,788		2,007				
Shareholders equity	12,681	12,524		11,990				
Minority interests	0	0		0				
BV (Bt)	14.0	13.8		13.2				

- 4Q14 sales were the highest of FY14 (SSS turned around YoY and new outlets opened)

- Debt-free

- Strong EBIT was driven by sales growth, a fatter GM and a lower SG&A/sales ratio

- Earnings beat our estimate and the consensus

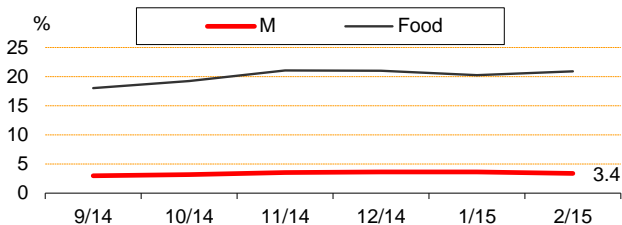
- M's best quarterly profit since its IPO in 2013.

Sources: Company data, Bualuang Research

Regional 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
Jollibee Foods Corporation	JFC PM	PHP219.6	5,297	36.9	31.9	35.9	16.0	8.5	7.6	24.4	26.3	1.3	1.5
China Quanjude Group	002186 CH	CNY20.2	998	38.9	32.1	33.3	21.2	n.a.	n.a.	12.0	n.a.	n.a.	n.a.
Beijing Xiangeqing	002306 CH	CNY6.5	835	14.0	50.2	-165.5	-72.0	n.a.	n.a.	4.7	19.1	n.a.	n.a.
Xiao Nan Guo Restaurants	3666 HK	HKD1.0	183	86.0	14.9	n.a.	733.3	1.4	1.3	1.6	9.6	0.0	1.9
Cafe De Coral Holdings	341 HK	HKD28.5	2,134	26.6	23.7	124.2	10.1	4.2	4.0	16.1	17.5	2.7	3.1
Ajisen China Holdings	538 HK	HKD4.7	663	18.5	16.1	n.a.	14.0	1.5	1.4	8.4	9.3	3.5	3.9
Tsui Wah Holdings	1314 HK	HKD2.5	451	19.1	15.1	n.a.	27.8	2.7	2.5	15.3	17.1	3.2	3.8
Tao Heung	573 HK	HKD3.3	436	14.4	11.4	n.a.	n.a.	1.8	1.6	13.5	14.8	3.6	3.9
Japan Foods Holding	JFOOD SP	SGD0.5	67	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Thai Beverage	THBEV SP	SGD0.7	12,948	18.6	16.9	18.0	10.8	4.0	3.6	22.8	22.3	4.0	4.3
Mcdonald's Holdings	2702 JP	JPY2,640.0	2,952	n.a.	586.7	-247.3	-107.9	2.5	2.5	-2.4	0.4	1.1	1.1
Zensho Holdings	7550 JP	JPY1,092.0	1,365	n.a.	n.a.	-596.7	-98.9	2.6	2.5	-8.0	-2.3	0.0	0.0
Ichibanya	7630 JP	JPY5,240.0	703	29.5	26.9	18.9	9.5	n.a.	n.a.	11.4	n.a.	1.4	1.4
Collins Foods	CKF AU	AUD2.7	197	11.2	10.2	-176.3	-332.2	1.5	1.4	12.2	13.5	4.3	4.6
Domino's Pizza Enterprises	DMP AU	AUD34.5	2,336	48.6	39.4	41.0	23.2	10.4	9.5	22.5	25.4	1.4	1.7
Retail Food Group	RFG AU	AUD7.0	872	21.0	17.2	18.5	28.7	2.9	2.7	14.4	16.4	3.6	4.2
Bravo Brio Restaurant Group	BBRG US	USD13.4	249	20.0	17.7	70.3	19.0	0.1	0.1	12.5	14.9	n.a.	n.a.
Diversified Restaurant	BAGR US	USD4.8	125	n.a.	n.a.	-300.0	-250.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Famous Dave's	DAVE US	USD29.8	213	33.5	33.1	38.5	0.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Yum! Brands	YUM US	USD77.9	33,722	22.5	19.2	46.1	15.8	18.4	17.4	86.0	97.2	2.2	2.4
OISHI Group Plc	OISHI TB	THB72.25	416	33.1	21.9	-6.2	23.4	3.8	3.4	13.4	18.2	1.6	2.3
Central Plaza Hotel	CENTEL TB	THB32.00	1,327	28.9	25.2	34.6	14.9	3.4	3.1	13.0	13.8	1.4	1.6
MK Restaurant Group	M TB	THB58.00	1,616	22.7	20.3	13.3	11.7	4.1	4.0	18.1	20.0	3.7	4.4
Minor International	MINT TB	THB36.00	4,426	27.8	23.9	17.7	16.2	4.2	3.7	17.2	17.5	1.3	1.5
Sub Sri Thai	SST TB	THB27.50	239	99.8	62.5	-72.5	59.7	2.8	2.6	4.3	6.5	0.0	0.0
Simple average				32.0	50.8	-52.7	8.4	4.3	3.9	15.2	18.9	2.1	2.5

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 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

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.