

# LPN Development

LPN TB / LPN.BK

**22 มกราคม 2562**

## ถูกเกินห้ามใจ

LPN ถือเป็นหุ้นปลอดภัยในช่วงที่ภาวะกลุ่มอสังหาฯเพื่อที่อยู่อาศัยไม่ค่อยสดใสนัก จากการที่บริษัทมีงบดุลที่แข็งแกร่งที่สุด (อัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุนสุทธิต่ำที่สุด) ในกลุ่มอสังหาฯเพื่อที่อยู่อาศัยที่เราให้คำแนะนำ ในระยะสั้น ราคาหุ้นควรจะปรับขึ้นจากการคาดการณ์อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่สูงที่ 6.3%, ขึ้นเครื่องหมาย XD ในช่วงปลายเดือนก.พ. และราคาหุ้นที่ถูกมากในขณะนี้ (ซื้อขายต่ำกว่า BV ปี 2561 อยู่ 28%) เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายปี 2562 ที่ 8 บาท อ้างอิงจาก PER ที่ 8 เท่า ต่ำกว่าหนึ่งส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของค่าเฉลี่ยปี 2549-61

### กลยุทธ์การกระจายการลงทุน

ผู้บริหารใช้กลยุทธ์การกระจายการลงทุนขยายไปสู่โครงการแนวราบและโครงการที่สร้างรายได้ประจำ (ธุรกิจบริการและให้เช่า) ยอดจองซื้อโครงการแนวราบคาดว่าจะเพิ่มสัดส่วนของกลุ่มจาก 27% ในปี 2561 มาอยู่ที่ 50% ในสองถึงสามปีข้างหน้า นอกจากนี้ LPN ยังแสวงหาการขายรายได้จากการให้บริการเพิ่มขึ้นและเพิ่มสัดส่วนรายได้ที่เล็กน้อยมาอยู่ที่ 15% ในปี 2561-62 LPN จะปล่อยให้เข้าโครงการคอนโดในสต็อกเพื่อหมุนรายได้ค่าเช่าในปี 2562 รวมถึง LPN จะหาโอกาสสำหรับโครงการคอนโดใหม่โดยร่วมทุนกับพันธมิตรทางธุรกิจ

### เติบโตโดดเด่นในปี 2561

ผลการดำเนินงานของ LPN จะพิสูจน์ว่ารายได้จากการขายอสังหาฯเพื่อที่อยู่อาศัย และกำไรได้ผ่านจุดต่ำสุดในปี 2560 แล้ว และฟื้นตัวแข็งแกร่งในปี 2561 รายได้จากขายอสังหาฯเพื่อที่อยู่อาศัยสำหรับปี 2561 น่าจะเพิ่มขึ้นแบบก้าวกระโดด 29% มาอยู่ที่ 1.1 หมื่นล้านบาทในปี 2561 (เมื่อเทียบกับจุดต่ำสุดในรอบ 9 ปี ที่ 8.7 พันล้านบาทในปี 2560) หนุนโดยการเติบโตของรายได้จากการขายโครงการคอนโดที่ 29% โครงการแนวราบที่ 50% ยอดจองซื้อในปี 2561 คาดว่าอยู่ที่ 1.6 หมื่นล้านบาท ลดลง 13% YoY และพลาดเป้าหมายที่ 1.8 หมื่นล้านบาท ยอดจองซื้อโครงการคอนโดในปี 2561 น่าจะลดลง 7% มาอยู่ที่ 1.1 หมื่นล้านบาท แต่ยอดจองซื้อโครงการแนวราบน่าจะสูงขึ้นแบบก้าวกระโดด 144% มาทำสถิติสูงสุดใหม่ที่ 4.2 พันล้านบาท

### แผนธุรกิจเชิงอนุรักษ์นิยมสำหรับปี 2562 แต่แนวโน้มการรับรู้รายได้ยอดเยี่ยม

ผู้บริหารตั้งเป้าหมายมูลค่าโครงการใหม่ในปี 2562 อยู่ที่ 2 หมื่นล้านบาท สูงขึ้น 29% YoY การเปิดตัวโครงการแนวราบใหม่จะอยู่ที่ 7 พันล้านบาท (6 โครงการ) เพิ่มขึ้น 68% YoY ในขณะที่การเปิดตัวโครงการคอนโดใหม่อยู่ที่ 1.3 หมื่นล้านบาท สูงขึ้น 15% เป้าหมายยอดจองซื้อปี 2562 มีความเป็นไปได้มากที่สุดที่ 1.65 หมื่นล้านบาท เพิ่มขึ้น 6% YoY หนุนโดยโครงการแนวราบ เป้าหมายรายได้จากการขายที่อยู่อาศัยมีความเป็นไปได้อยู่ที่ 1.2 หมื่นล้านบาท สูงขึ้น 6% YoY ด้วยแนวโน้มการรับรู้มูลค่างานในมือสูง (8 พันล้านบาทที่ไม่ได้เข้าเกณฑ์ LTV ใหม่ จากการจองก่อนวันที่ 15 ต.ค. ปี 2561) โดยรับประกันอยู่ที่ 67% ของการประมาณการรายได้จากการขายที่อยู่อาศัยในปี 2562 ของเรา อัตรากำไรจากการขายที่อยู่อาศัยอยู่คาดเชิงอนุรักษ์นิยมที่ 28.6% ลดลง 1.2% เพื่อสะท้อนถึงการแข่งขันที่รุนแรง

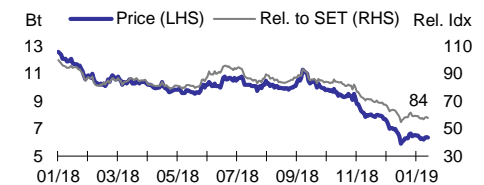
**Sector: Residential Property UNDERWEIGHT**

 คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**

เป้าหมายพื้นฐาน: 8.00 บาท

ราคา (21/01/62): 6.35 บาท

### Price chart

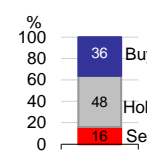


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(8.2)	(30.6)	(37.5)
Absolute	(8.6)	(34.9)	(50.4)

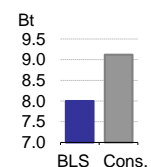
### Key statistics

Market cap	Bt9.4bn	USD0.3bn
12-mth price range	Bt5.9/Bt13.1	
12-mth avg daily volume	Bt84m	USD2.6m
# of shares (m)	1,476	
Est. free float (%)	91.1	
Foreign limit (%)	39.0	

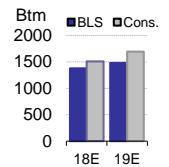
### Consensus rating



### BLS target price vs. Consensus



### Consensus rating



### Financial summary

FY Ended 31 Dec	2017	2018E	2019E	2020E
Revenues (Btm)	9,613	12,245	13,149	14,174
Net profit (Btm)	1,062	1,379	1,478	1,643
EPS (Bt)	0.72	0.93	1.00	1.11
EPS growth (%)	-51.2%	+29.8%	+7.2%	+11.2%
Core profit (Btm)	1,062	1,379	1,478	1,643
Core EPS (Bt)	0.72	0.93	1.00	1.11
Core EPS growth (%)	-51.2%	+29.8%	+7.2%	+11.2%
PER (x)	18.3	6.8	6.3	5.7
PBV (x)	1.6	0.7	0.7	0.7
Dividend (Bt)	0.5	0.6	0.6	0.6
Dividend yield (%)	3.8	9.4	9.5	10.0
ROE (%)	8.6	10.9	11.1	11.8

### CG/Anti-corruption



นฤมล เอกสมุทร

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

Narumon.e@bualuang.co.th

+66 2 618 1345

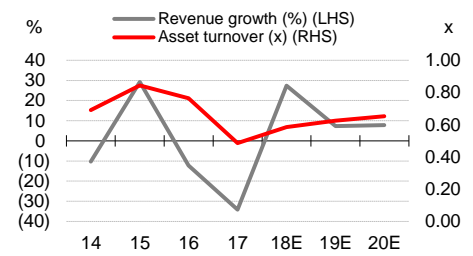
**คาดการณ์และปันผลแข็งแกร่งในไตรมาส 4/61**

LPN จะรายงานไตรมาสที่ดีที่สุดของปีในไตรมาส 4/61 ด้วยการประมาณการกำไรหลักอยู่ที่ 539 ล้านบาท สูงขึ้น 82% YoY และ 84% QoQ ปีจ้ะย้หุ้นมาจากรายได้จากการขายที่อยู่อาศัยคาดว่าจะอยู่ที่ 5 พันล้านบาท เดิบโต 97% YoY และ 146% QoQ หลังจากการรายงานผลประกอบการในวันที่ 14 ก.พ. LPN คาดว่าจะให้อัตราเงินปันผลต่อหุ้นอยู่ที่ 0.40 บาท สำหรับการดำเนินงานในช่วงครึ่งหลังปี 2561 ซึ่งหมายความว่าอัตราผลตอบแทนเงินปันผลเบื้องต้นอยู่ที่ 6.2% เราประเมินว่าอัตราการจ่ายเงินปันผลอยู่ที่ 64% สำหรับปี 2561 สูงกว่านโยบายขั้นต่ำ 50% เนื่องจากงบดุลที่แข็งแกร่ง (อัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุนสุทธิอยู่ที่ 0.4 เท่า ณ สิ้นปี 2561 ต่ำที่สุดในกลุ่มอสังหาเพื่อที่อยู่อาศัยที่เราให้คำแนะนำ)

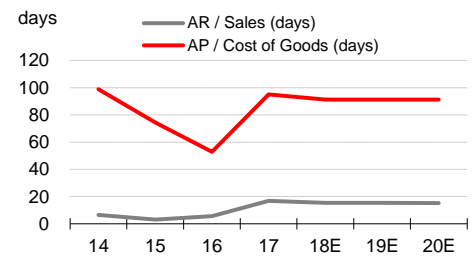
## LPN: Financial Tables – Year

<b>PROFIT &amp; LOSS (Btm)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
Revenue	14,602	9,613	12,245	13,149	14,174
Cost of sales and services	(10,041)	(6,835)	(8,594)	(9,371)	(10,037)
<b>Gross profit</b>	<b>4,560</b>	<b>2,777</b>	<b>3,651</b>	<b>3,778</b>	<b>4,137</b>
SG&A	(1,867)	(1,458)	(1,962)	(1,962)	(2,112)
<b>EBIT</b>	<b>2,693</b>	<b>1,320</b>	<b>1,689</b>	<b>1,816</b>	<b>2,025</b>
Interest expense	(6)	(3)	(12)	(14)	(17)
Other income/exp.	49	42	42	42	42
<b>EBT</b>	<b>2,737</b>	<b>1,359</b>	<b>1,719</b>	<b>1,844</b>	<b>2,050</b>
Corporate tax	(561)	(300)	(344)	(369)	(410)
<b>After-tax net profit (loss)</b>	<b>2,176</b>	<b>1,059</b>	<b>1,375</b>	<b>1,475</b>	<b>1,640</b>
Minority interest	(1)	3	3	3	3
Equity earnings from affiliates	0	(0)	0	0	0
Extra items	0	0	0	0	0
<b>Net profit (loss)</b>	<b>2,176</b>	<b>1,062</b>	<b>1,379</b>	<b>1,478</b>	<b>1,643</b>
Reported E1pn	1.47	0.72	0.93	1.00	1.11
<b>Fully diluted E1pn</b>	<b>1.47</b>	<b>0.72</b>	<b>0.93</b>	<b>1.00</b>	<b>1.11</b>
<b>Core net profit</b>	<b>2,176</b>	<b>1,062</b>	<b>1,379</b>	<b>1,478</b>	<b>1,643</b>
Core E1pn	1.47	0.72	0.93	1.00	1.11
<b>EBITDA</b>	<b>2,745</b>	<b>1,385</b>	<b>1,759</b>	<b>1,888</b>	<b>2,099</b>
<b>KEY RATIOS</b>					
Revenue growth (%)	(12.2)	(34.2)	27.4	7.4	7.8
Gross margin (%)	31.2	28.9	29.8	28.7	29.2
EBITDA margin (%)	18.8	14.4	14.4	14.4	14.8
Operating margin (%)	18.4	13.7	13.8	13.8	14.3
Net margin (%)	14.9	11.1	11.3	11.2	11.6
Core profit margin (%)	14.9	11.1	11.3	11.2	11.6
ROA (%)	11.4	5.4	6.6	7.0	7.6
ROCE (%)	13.0	6.0	7.5	8.2	8.8
Asset turnover (x)	0.8	0.5	0.6	0.6	0.7
Current ratio (x)	3.4	2.8	3.2	3.4	3.4
Gearing ratio (x)	0.3	0.5	0.4	0.3	0.3
Interest coverage (x)	470.0	482.7	139.7	126.5	117.8
<b>BALANCE SHEET (Btm)</b>					
Cash & Equivalent	621	466	437	506	791
Accounts receivable	226	444	519	554	593
Inventory	15,156	16,965	16,656	16,789	17,220
PP&E-net	255	252	264	281	303
Other assets	2,300	2,880	2,985	3,105	3,240
<b>Total assets</b>	<b>18,558</b>	<b>21,007</b>	<b>20,861</b>	<b>21,235</b>	<b>22,147</b>
Accounts payable	1,454	1,780	2,148	2,343	2,509
ST debts & current portion	3,183	4,469	3,302	2,902	2,903
Long-term debt	1,113	1,645	1,730	1,728	1,726
Other liabilities	397	699	685	674	664
<b>Total liabilities</b>	<b>6,147</b>	<b>8,593</b>	<b>7,866</b>	<b>7,647</b>	<b>7,802</b>
Paid-up capital	1,476	1,476	1,476	1,476	1,476
Share premium	481	481	481	481	481
Retained earnings	10,452	10,407	10,989	11,582	12,338
<b>Shareholders equity</b>	<b>12,411</b>	<b>12,386</b>	<b>12,968</b>	<b>13,561</b>	<b>14,317</b>
Minority interests	0	28	28	28	28
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>18,558</b>	<b>21,007</b>	<b>20,862</b>	<b>21,235</b>	<b>22,147</b>
<b>CASH FLOW (Btm)</b>					
Net income	2,176	1,062	1,379	1,478	1,643
Depreciation and amortization	51	65	71	72	74
Change in working capital	(626)	(2,242)	495	(88)	(426)
FX, non-cash adjustment & others	609	327	0	0	0
<b>Cash flows from operating activities</b>	<b>2,210</b>	<b>(788)</b>	<b>1,944</b>	<b>1,462</b>	<b>1,291</b>
Capex (Invest)/Divest	(212)	(197)	15	(106)	(118)
Others	0	0	0	0	0
<b>Cash flows from investing activities</b>	<b>(212)</b>	<b>(197)</b>	<b>15</b>	<b>(106)</b>	<b>(118)</b>
Debt financing (repayment)	(830)	1,820	(1,081)	(402)	(1)
Equity financing	0	2	0	0	0
Dividend payment	(1,328)	(1,107)	(797)	(885)	(887)
Others	0	0	0	0	0
<b>Cash flows from financing activities</b>	<b>(2,165)</b>	<b>750</b>	<b>(1,878)</b>	<b>(1,288)</b>	<b>(888)</b>
Net change in cash	(167)	(235)	81	69	285
<b>Free cash flow (Btm)</b>	<b>1,998</b>	<b>(985)</b>	<b>1,959</b>	<b>1,356</b>	<b>1,173</b>
<b>FCF per share (Bt)</b>	<b>1.4</b>	<b>(0.7)</b>	<b>1.3</b>	<b>0.9</b>	<b>0.8</b>
<b>KEY ASSUMPTIONS</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
Total presales (Btm)	8,497	16,000	19,200	21,120	23,232
YoY change in presales	(41.5)	88.3	20.0	10.0	10.0
Housing revenue (Btm)	13,855	8,720	11,245	11,999	12,851
YoY change in housing revenue	-13%	-37%	29%	7%	7%
% of secured revenue by backlogs	-	-	100%	67%	11%
Housing GM	31%	28%	30%	29%	29%

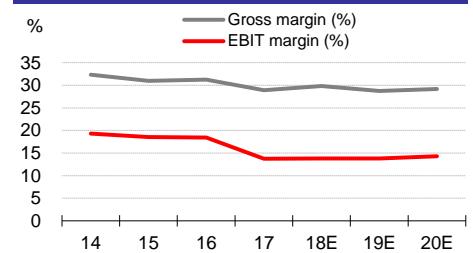
### Revenue growth and asset turnover



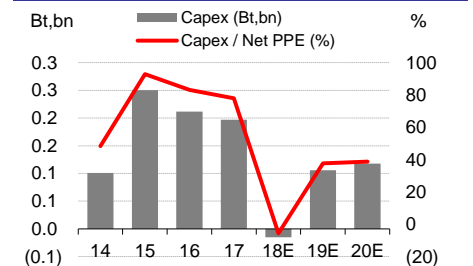
### A/C receivable & A/C payable days



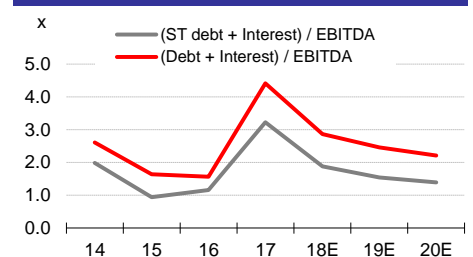
### Profit margins



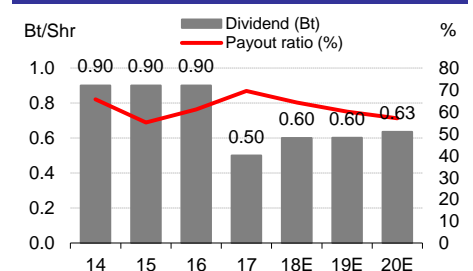
### Capital expenditure



### Debt serviceability



### Dividend payout



## LPN: Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
Revenue	2,346	2,755	2,500	2,283	2,291
Cost of sales and services	(1,745)	(1,963)	(1,758)	(1,610)	(1,553)
Gross profit	601	793	742	674	737
SG&A	(346)	(444)	(374)	(362)	(374)
<b>EBIT</b>	<b>255</b>	<b>349</b>	<b>368</b>	<b>312</b>	<b>364</b>
Interest expense	(1.0)	1.2	(0.6)	(0.7)	(0.5)
Other income/exp.	10.1	22.4	14.4	9.6	10.4
<b>EBT</b>	<b>264</b>	<b>372</b>	<b>382</b>	<b>321</b>	<b>374</b>
Corporate tax	(61)	(79)	(84)	(70)	(77)
After-tax net profit (loss)	203	293	298	250	297
Minority interest	(0.57)	2.56	(0.16)	(1.00)	(4.20)
Equity earnings from affiliates	0	(0)	(0)	(0)	(0)
Extra items	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Net profit (loss)</b>	<b>203</b>	<b>295</b>	<b>298</b>	<b>249</b>	<b>292</b>
Reported EPS	0.14	0.20	0.20	0.17	0.20
<b>Fully diluted EPS</b>	<b>0.14</b>	<b>0.20</b>	<b>0.20</b>	<b>0.17</b>	<b>0.20</b>
<b>Core net profit</b>	<b>203</b>	<b>295</b>	<b>298</b>	<b>249</b>	<b>292</b>
Core EPS	0.14	0.20	0.20	0.17	0.20
<b>EBITDA</b>	<b>281</b>	<b>359</b>	<b>398</b>	<b>338</b>	<b>393</b>

### KEY RATIOS

Gross margin (%)	25.6	28.8	29.7	29.5	32.2
EBITDA margin (%)	12.0	13.0	15.9	14.8	17.1
Operating margin (%)	10.9	12.7	14.7	13.6	15.9
Net margin (%)	8.6	10.7	11.9	10.9	12.8
Core profit margin (%)	8.6	10.7	11.9	10.9	12.8
BV (Bt)	8.2	8.4	8.3	8.4	8.4
ROE (%)	6.7	9.5	9.8	8.0	9.4
ROA (%)	4.0	5.6	5.5	4.6	5.3
Current ratio (x)	2.6	2.8	2.4	2.5	2.5
Gearing ratio (x)	0.4	0.5	0.4	0.4	0.5
Interest coverage (x)	248.6	(296.2)	626.0	458.9	685.1

### QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	634	356	857	936	401
Accounts receivable	478	444	400	529	406
Inventory	16,275	16,965	17,477	16,928	17,925
PP&E-net	242	252	254	264	262
Other assets	2,829	2,989	2,857	3,050	3,225
<b>Total assets</b>	<b>20,458</b>	<b>21,007</b>	<b>21,846</b>	<b>21,708</b>	<b>22,219</b>
Accounts payable	2,281	1,780	2,818	2,259	2,344
ST debts & current portion	3,897	4,074	4,036	4,226	4,464
Long-term debt	1,450	1,686	1,264	1,243	1,799
Other liabilities	713	1,053	1,532	1,537	1,165
<b>Total liabilities</b>	<b>8,340</b>	<b>8,593</b>	<b>9,650</b>	<b>9,264</b>	<b>9,772</b>
Paid-up capital	1,476	1,476	1,476	1,476	1,476
Share premium	481	0	481	481	442
Retained earnings	10,171	10,429	10,211	10,458	10,497
<b>Shareholders equity</b>	<b>12,089</b>	<b>12,386</b>	<b>12,168</b>	<b>12,415</b>	<b>12,414</b>
Minority interests	29.28	27.85	28.01	29.01	33.21
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>20,458</b>	<b>21,007</b>	<b>21,846</b>	<b>21,708</b>	<b>22,219</b>

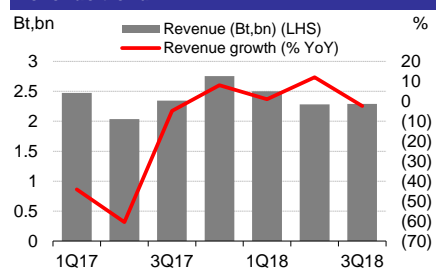
### KEY STATS

Total presales (Btm)	3,927	3,626	2,187	6,384	5,067
YoY change in presales	56.5	140.8	(60.5)	32.8	29.0
Housing revenue (Btm)	2,120	2,516	2,252	2,027	2,013
YoY change in housing revenue	(6.7)	7.0	(0.6)	11.5	(5.0)
Housing GM	25.0	28.5	29.3	29.4	31.8
Rental revenue (Btm)	226	240	248	257	277

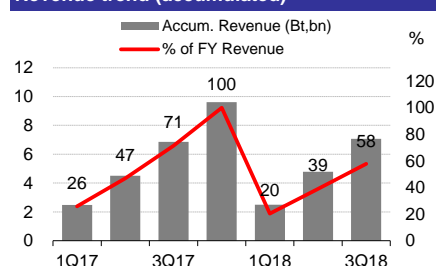
### Company profile

LPN Development Public Company Limited (LPN) builds and sells residential condominiums in suburban areas. The company has focused on the lower-middle and low-end condo markets, but recently turned its attention to the upper-middle segment. LPN uses a price-leadership strategy, which to date has ensured swift sales at its projects. Since 2003, the company has marketed to its target consumers by offering a range of differentiated brands, including: Lumpini Suite, Lumpini Place/Park, Lumpini Ville, Lumpini Center and Lumpini CondoTown.

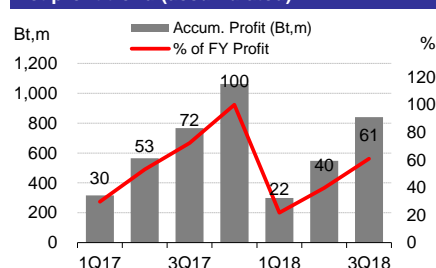
### Revenue trend



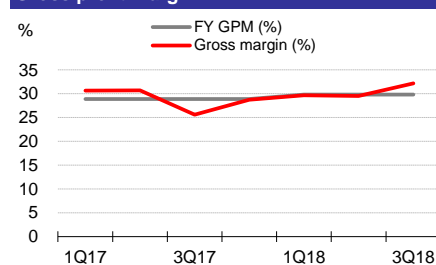
### Revenue trend (accumulated)



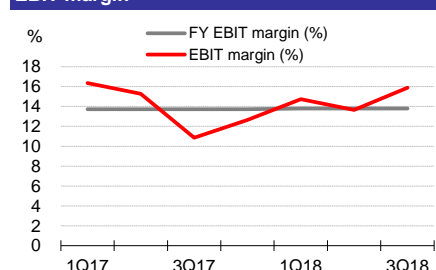
### Net profit trend (accumulated)



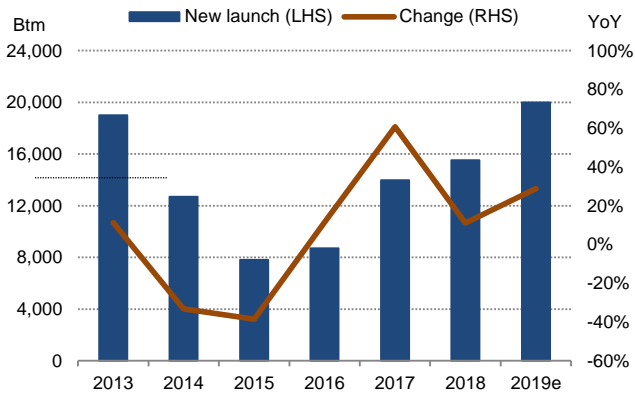
### Gross profit margin



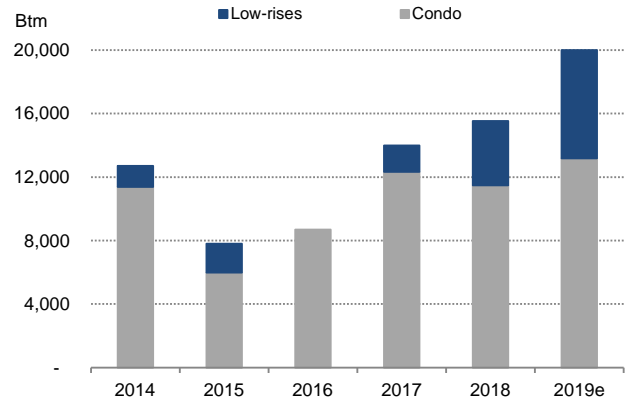
### EBIT margin



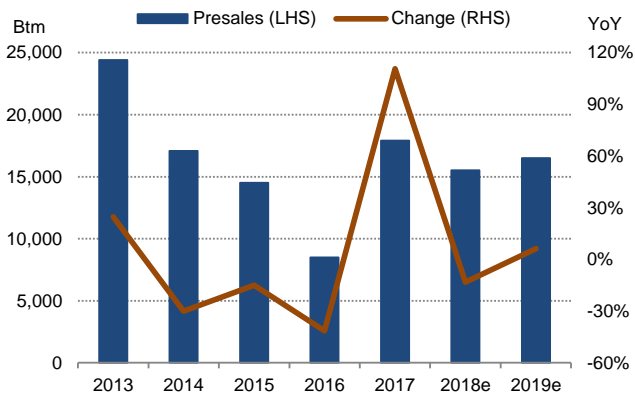
**Figure 1 : New launch value**



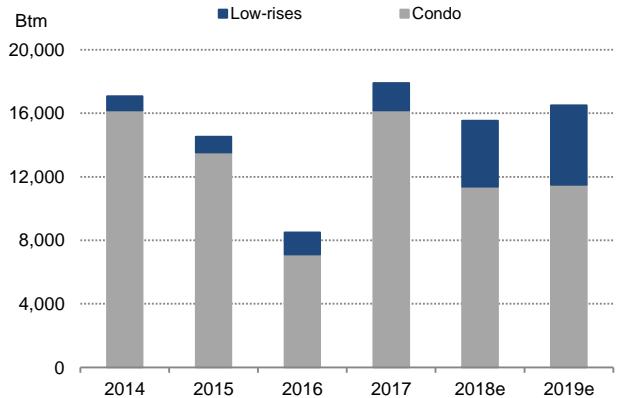
**Figure 2 : New launch breakdown by condo and low-rises**



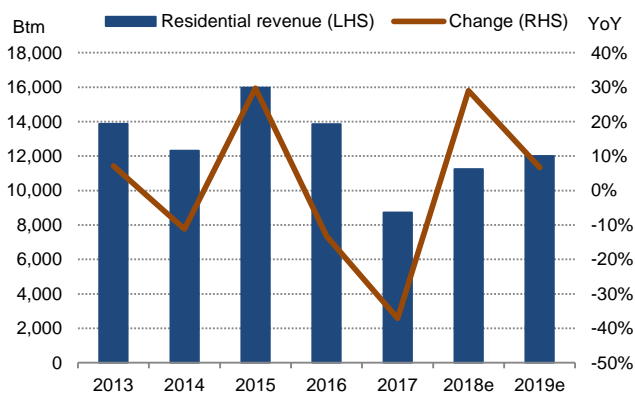
**Figure 3 : Presales profile**



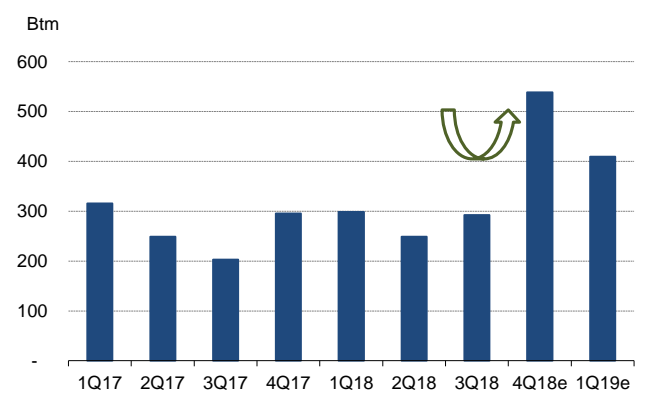
**Figure 4 : Presales breakdown by condo and low-rises**



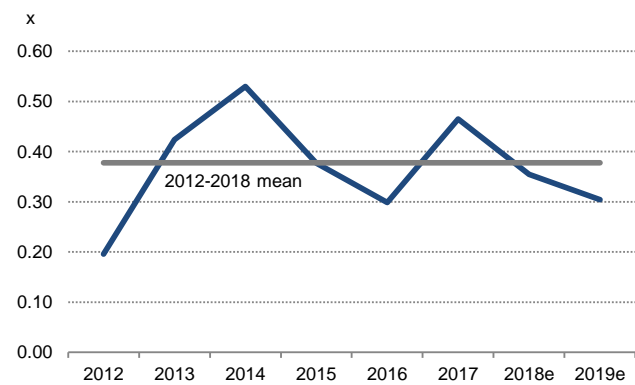
**Figure 5 : Residential revenue profile**



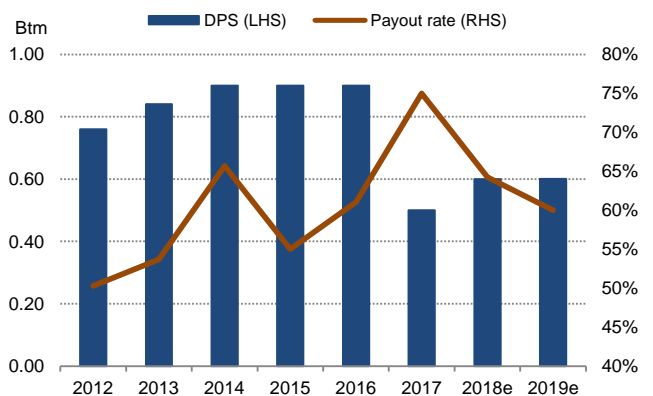
**Figure 6 : Quarterly earnings forecast**



**Figure 7 : Net gearing ratio**



**Figure 8 : Dividend payout rate and DPS forecast**



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 (%)	
				2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
Ananda Development	ANAN TB	THB3.24	340	4.6	4.6	77.5	0.3	0.6	0.6	16.4	13.8	7.9	7.9
AP (Thailand)	AP TB	THB6.65	658	5.4	5.5	22.3	-1.9	0.9	0.8	16.8	14.8	6.3	6.0
Golden Land Property Development	GOLD TB	THB7.10	519	7.8	7.1	92.8	10.1	1.0	1.0	13.7	13.8	6.5	7.0
Land and Houses	LH TB	THB10.00	3,758	11.4	12.1	0.6	-5.4	2.3	2.3	20.7	19.2	7.9	8.0
L.P.N. Development	LPN TB	THB6.35	292	6.8	6.3	29.8	7.2	0.7	0.7	10.9	11.1	9.4	9.5
Prukha Holding	PSH TB	THB16.80	1,156	6.1	6.1	9.6	1.1	0.9	0.8	15.1	14.2	8.3	8.4
Origin Property	ORI TB	THB7.20	555	6.3	7.0	16.7	-10.5	1.9	1.6	54.7	36.1	6.9	7.2
Quality Houses	QH TB	THB2.80	944	6.9	6.8	24.8	2.5	1.1	1.0	16.7	15.9	8.9	9.1
Raimon Land	RML TB	THB1.07	140	60.8	57.4	5.8	5.8	0.7	0.6	1.4	1.4	0.0	0.0
SC Asset Corporation	SC TB	THB2.72	358	6.2	5.4	36.2	14.2	0.7	0.7	11.9	12.6	6.5	7.5
Sansiri	SIRI TB	THB1.25	565	8.5	8.1	-22.5	5.0	0.6	0.6	7.1	7.4	8.0	8.4
Supalai	SPALI TB	THB18.20	1,227	7.1	6.5	-24.1	8.5	1.1	1.0	17.6	16.2	5.3	6.0
<b>Simple average</b>				<b>11.5</b>	<b>11.1</b>	<b>22.5</b>	<b>3.1</b>	<b>1.0</b>	<b>1.0</b>	<b>16.9</b>	<b>14.7</b>	<b>6.8</b>	<b>7.1</b>

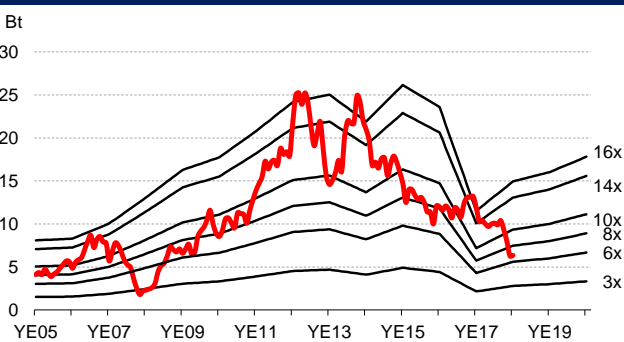
PER band versus SD (next 12 months)



PBV band versus SD (next 12 months)



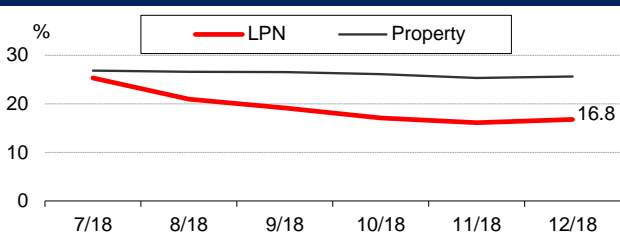
PER band and share price



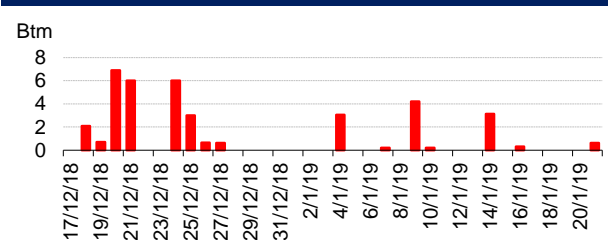
PBV band and share price



Foreign holdings



Short selling activities during past four weeks



## Bualuang Securities Public Company Limited

## DISCLAIMER

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






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

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

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

Financial Advisor	Lead underwriter/ Underwriter/ Co-underwriter

### CG Rating

Score Range	Score Range	Description
90 – 100		Excellent
80 – 89		Very Good
70 – 79		Good
60 – 69		Satisfactory
50 – 00359		Pass
Below 50	No logo given	N/A

### Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors

- companies that have **declared** their intention to join CAC, and
- companies **certified** by CAC.



**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 IOD survey 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 neither confirms nor certifies the accuracy of such survey results.

“Disclaimer: The disclosure of the Anti-Corruption Progress Indicators of a listed company on the Stock Exchange of Thailand, which is assessed by the relevant institution as disclosed by the Office of the Securities and Exchange Commission, is made in order to comply with the policy and sustainable development plan for the listed companies. The relevant institution made this assessment based on the information received from the listed company, as stipulated in the form for the assessment of Anti-corruption which refers to the Annual Registration Statement (Form 56-1), Annual Report (Form 56-2), or other relevant documents or reports of such listed company. The assessment result is therefore made from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on any inside information. Since this assessment is only the assessment result as of the date appearing in the assessment result, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, Bualuang Securities Public Company Limited neither confirms, verifies, nor certifies the accuracy and completeness of the assessment 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.