

# Origin Property

ORI.TB / ORI.BK

3 มีนาคม 2564

## ดีทั้ง สั้น - กลาง - ยาว

ที่ผ่านมา ราคาหุ้นปรับตัวลดลง YTD เรามองว่าได้สะท้อนผลประกอบการ 4Q20 ที่อ่อนแอไปแล้ว ซึ่งกำไรที่อ่อนตัวลงไปนั้นเกิดจากการโอน Backlog ไม่ทัน เพราะโควิดรอบ 2 ระบาดอย่างกะทันหัน (ไม่ได้เกิดจาก Backlog ไม่มีคุณภาพ) ซึ่งเราคาดว่าจะสามารถรับรู้รายได้ ได้ใน 1Q21 นี้ หนุนกำไรเติบโตอย่างแข็งแกร่ง นอกจากนี้หลังจากที่ปีที่ผ่านมา บริษัทได้พิสูจน์ให้พันธมิตรยักษ์ใหญ่อย่าง Nomura Real Estate เห็นแล้วว่า การลงทุน JV กับ ORI สร้างผลกำไรได้อย่างงาน ส่งผลให้ Nomura กลับมาลงทุน JV กับ ORI อีกครั้งแล้ว ซึ่งจะปลดล็อกศักยภาพทางการเงินของ ORI เรื่อยขึ้นคำแนะนำ **ซื้อ**

### ดีทั้งระยะสั้นใน 1Q21 ...

เราคาดผลประกอบการใน 1Q21 จะเติบโตได้ดีทั้ง YoY และ QoQ เพราะสำหรับ Backlog ราว 2 พันล้านบาท ที่โอนไม่ทันใน 4Q20 นั้น เราคาดว่าบริษัทจะสามารถโอนได้ทั้งหมดภายใน 1Q21 เพราะ Backlog จำนวนนี้ประกอบไปด้วยโครงการที่ขายดี มียอดจองสูง เช่น โครงการ Knightbridge Space รัชโยธิน (มี Backlog 2.5 พันล้านบาท) Knightbridge Space พระราม 9, Knightbridge Space เกษตรฯ, The Origin สุขุมวิท 105 และ Kensington ระยอง 1 และ 2 นอกจากนี้บริษัทยังได้ขายโครงการเข้า JV กับ Nomura Real Estate อีก 2 โครงการ ได้แก่ The Origin E22 และ The Origin Plug & Play รวมอินทรา ซึ่งบริษัทจะได้กำไรจาก Share premium เข้ามา

### ... และดีทั้งระยะกลางในปี 2021 ...

สำหรับแผนธุรกิจในปี 2021 นี้ บริษัทจะเปิดโครงการ 20 โครงการ มูลค่า 2 หมื่นล้านบาท (+54%YoY) แบ่งเป็นแนวราบ 52% และ คอนโด 48% โดยแนวราบจะเน้นเปิดโครงการ Grand Britainia ขณะที่คอนโดจะเน้นเปิด The Origin ที่จับกลุ่ม Mass โดยจะอาศัยคอนเซ็ปต์ใหม่ที่ดีตอบโจทย์ผู้บริโภค เช่น Plug&Play ที่ผู้ซื้อสามารถจดทะเบียนจัดตั้งเป็นที่อยู่บริษัทได้ และ Pet&Play ที่เป็นโครงการที่สามารถเลี้ยงสัตว์ได้ เพื่อจับลูกค้าอีกกลุ่มหนึ่งสำหรับยอด Pre-sales ตั้งเป้าที่ 2.9 หมื่นล้านบาท (+12.8%YoY all time high target) และตั้งเป้าหมายโอนที่ 1.28 หมื่นล้านบาท (+30%YoY) ซึ่งต่ำกว่าประมาณการเดิมของเราเล็กน้อยและยอดโอนในส่วนของ JV อีกราว 5 พันล้านบาท เราจึง Fine tune กำไรปี 2021 ลง 9% เป็น 2.9 พันล้านบาท

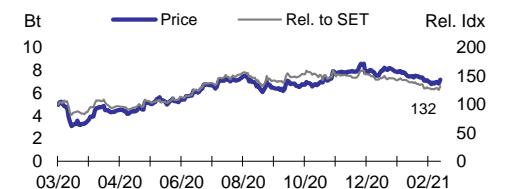
### ... และยิ่งดีในระยะยาว ปลดล็อกศักยภาพการเติบโต

เราคาดว่าจะเห็นบริษัทเริ่มเปิดโครงการภายใต้การ JV กับ Nomura Real Estate เพิ่มอีก หลังจากที่ทำไปแล้ว 2 โครงการที่กล่าวไปข้างต้น การที่ Nomura เริ่มได้ผลกำไรจากการโอนโครงการร่วมทุนที่ได้ทำไว้เดิม ซึ่งปี 2020 กำไรไป 600 ล้านบาท เรามองว่า Nomura จะ reinvest กับ ORI ต่อเนื่อง นอกจากนี้เรามองว่า Nomura จะเปิดใจในการร่วมลงทุน JV กับโครงการขนาดเล็ก หรือ โครงการในพื้นที่ที่ไกลขึ้นจากพื้นที่เดิมที่เคยลงทุนไว้เฉพาะโซนในเมือง ซึ่งจะเปิดโอกาสให้ ORI ปลดล็อกศักยภาพทางการเงินในการเปิดโครงการที่เกาะไปกับรถไฟฟ้าสายใหม่ที่ตัดไปยังชานเมืองมากขึ้น

## Sector: Property (Residential)

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**  
เป้าหมายพื้นฐาน: 8.50 บาท  
ราคา (02/ 3/63): 7.20 บาท

### Price chart

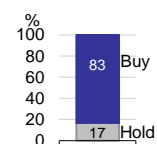


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(4.5)	(14.3)	35.6
Absolute	(3.4)	(8.3)	48.1

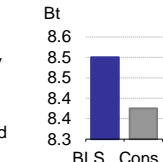
### Key statistics

Market cap	Bt17.7bn	USD0.6bn
12-mth price range	Bt3.1/Bt8.8	
12-mth avg daily volume	Bt77m	USD2.6m
# of shares (m)	2,453	
Est. free float (%)	30.8	
Foreign limit (%)	49.0	

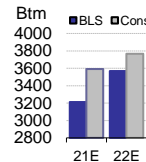
### Consensus rating



### BLS Target price vs. Consensus



### Consensus rating



### Financial summary

FY Ended 31 Dec	2020	2021E	2022E	2023E
Revenues (Btm)	10,486	14,000	15,000	16,000
Net profit (Btm)	2,662	2,902	3,244	3,453
EPS (Bt)	1.09	1.18	1.32	1.41
EPS growth (%)	-12.1%	+9.0%	+11.8%	+6.4%
Core profit (Btm)	2,517	2,902	3,244	3,453
Core EPS (Bt)	1.03	1.18	1.32	1.41
Core EPS growth (%)	-2.0%	+15.3%	+11.8%	+6.4%
PER (x)	6.6	6.1	5.4	5.1
PBV (x)	1.5	1.3	1.2	1.0
Dividend (Bt)	0.49	0.47	0.53	0.56
Dividend yield (%)	6.8	6.6	7.3	7.8
ROE (%)	25.3	24.3	24.1	22.4

### CG/Anti-Corruption

วิกิจ ธีรธรรมรัตน์,  
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน/  
ปัจจัยทางเทคนิค  
Wikij.tir@bualuang.co.th +662 618 1336

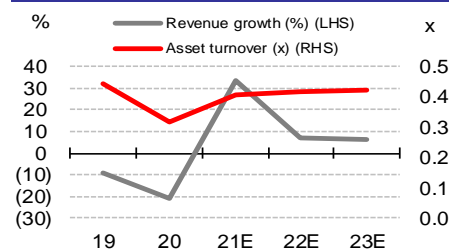
ธนเศรษฐ์ พจนเกษมสิน  
ผู้จัดการกองทุน / นักวิเคราะห์การลงทุน  
ปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน  
Tanasead.poj@bualuang.co.th+662 618 1333

See disclaimer at the end of report

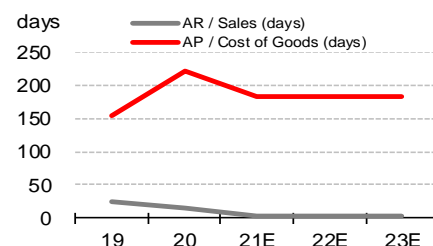
## ORI: Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	13,197	10,486	14,000	15,000	16,000
Cost of sales and services	(6,934)	(6,308)	(8,750)	(9,450)	(10,080)
<b>Gross profit</b>	<b>6,263</b>	<b>4,178</b>	<b>5,250</b>	<b>5,550</b>	<b>5,920</b>
SG&A	(2,687)	(1,822)	(2,265)	(2,390)	(2,516)
<b>EBIT</b>	<b>3,576</b>	<b>2,356</b>	<b>2,985</b>	<b>3,160</b>	<b>3,404</b>
Interest expense	(273)	(263)	(245)	(229)	(213)
Other income/exp.	465	448	450	500	500
<b>EBT</b>	<b>3,769</b>	<b>2,540</b>	<b>3,190</b>	<b>3,431</b>	<b>3,691</b>
Corporate tax	(848)	(524)	(638)	(686)	(738)
<b>After-tax net profit (loss)</b>	<b>2,920</b>	<b>2,016</b>	<b>2,552</b>	<b>2,744</b>	<b>2,953</b>
Minority interest	(114)	(102)	(100)	(100)	(100)
Equity earnings from affiliates	(239)	604	450	600	600
Extra items	459	145	0	0	0
<b>Net profit (loss)</b>	<b>3,027</b>	<b>2,662</b>	<b>2,902</b>	<b>3,244</b>	<b>3,453</b>
Reported EPS	1.23	1.09	1.18	1.32	1.41
<b>Fully diluted EPS</b>	<b>0.98</b>	<b>0.86</b>	<b>0.94</b>	<b>1.05</b>	<b>1.12</b>
<b>Core net profit</b>	<b>2,568</b>	<b>2,517</b>	<b>2,902</b>	<b>3,244</b>	<b>3,453</b>
Core EPS	1.05	1.03	1.18	1.32	1.41
<b>EBITDA</b>	<b>3,695</b>	<b>2,521</b>	<b>3,292</b>	<b>3,504</b>	<b>3,779</b>
<b>KEY RATIOS</b>					
Revenue growth (%)	(9.1)	(20.5)	33.5	7.1	6.7
Gross margin (%)	47.5	39.8	37.5	37.0	37.0
EBITDA margin (%)	28.0	24.0	23.5	23.4	23.6
Operating margin (%)	27.1	22.5	21.3	21.1	21.3
Net margin (%)	22.9	25.4	20.7	21.6	21.6
Core profit margin (%)	19.5	24.0	20.7	21.6	21.6
ROA (%)	10.2	8.1	8.4	9.0	9.1
ROCE (%)	12.5	9.6	10.7	12.1	12.0
Asset turnover (x)	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
Current ratio (x)	2.4	2.0	2.1	2.1	2.2
Gearing ratio (x)	1.5	1.4	1.0	0.8	0.7
Interest coverage (x)	13.1	8.9	12.2	13.8	16.0
<b>BALANCE SHEET (Btm)</b>					
Cash & Equivalent	1,330	808	2,147	2,430	1,115
Accounts receivable	838	389	137	147	157
Inventory	22,582	23,430	23,500	24,000	26,208
PP&E-net	1,718	1,808	1,501	1,656	1,780
Other assets	5,611	7,258	7,709	8,694	9,819
<b>Total assets</b>	<b>32,079</b>	<b>33,694</b>	<b>34,994</b>	<b>36,927</b>	<b>39,079</b>
Accounts payable	2,923	3,824	4,375	4,725	5,040
ST debts & current portion	6,096	8,217	4,417	4,418	4,419
Long-term debt	10,323	8,118	8,273	8,098	8,088
Other liabilities	1,804	1,526	4,730	4,440	4,114
<b>Total liabilities</b>	<b>21,146</b>	<b>21,686</b>	<b>21,795</b>	<b>21,682</b>	<b>21,661</b>
Paid-up capital	1,226	1,226	1,226	1,226	1,226
Share premium	2,337	2,337	2,337	2,337	2,337
Retained earnings	6,089	7,785	8,902	10,849	12,921
<b>Shareholders' equity</b>	<b>9,657</b>	<b>11,373</b>	<b>12,465</b>	<b>14,411</b>	<b>16,483</b>
Minority interests	1,277	635	735	835	935
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' eq</b>	<b>32,079</b>	<b>33,694</b>	<b>34,994</b>	<b>36,927</b>	<b>39,079</b>
<b>CASH FLOW (Btm)</b>					
Net income	3,027	2,662	2,902	3,244	3,453
Depreciation and amortization	119	165	307	345	375
Change in working capital	(3,779)	(1,331)	182	(510)	(2,218)
FX, non-cash adjustment & other	(1,072)	(1,032)	(505)	(961)	(1,118)
<b>Cash flows from operating ac</b>	<b>(1,705)</b>	<b>463</b>	<b>2,886</b>	<b>2,118</b>	<b>493</b>
Capex (Invest)/Divest	(1,199)	(253)	(500)	(500)	(500)
Others	(311)	(989)	0	0	0
<b>Cash flows from investing ac</b>	<b>(1,510)</b>	<b>(1,242)</b>	<b>(500)</b>	<b>(500)</b>	<b>(500)</b>
Debt financing (repayment)	4,322	458	155	(174)	(10)
Equity financing	(240)	0	0	0	0
Dividend payment	(1,384)	(711)	(1,202)	(1,161)	(1,298)
Others	75	1,252	0	0	0
<b>Cash flows from financing ac</b>	<b>2,773</b>	<b>999</b>	<b>(1,047)</b>	<b>(1,335)</b>	<b>(1,308)</b>
Net change in cash	(443)	220	1,339	283	(1,315)
<b>Free cash flow (Btm)</b>	<b>(2,905)</b>	<b>210</b>	<b>2,386</b>	<b>1,618</b>	<b>(7)</b>
<b>FCF per share (Bt)</b>	<b>(1.2)</b>	<b>0.1</b>	<b>1.0</b>	<b>0.7</b>	<b>(0.0)</b>

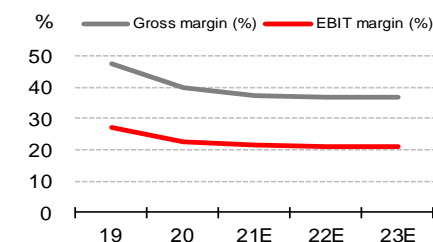
### Revenue growth and asset turnover



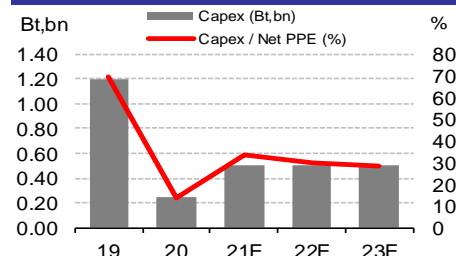
### A/C receivable & A/C payable days



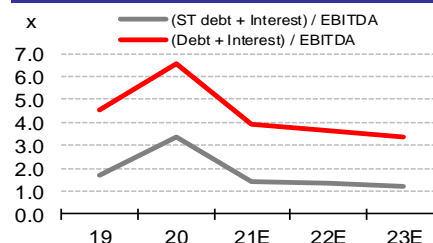
### Profit margins



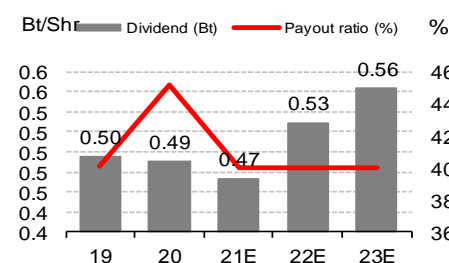
### Capital expenditure



### Debt serviceability



### Dividend payout



## ORI: Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (฿)	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20
Revenue	3,437	2,121	3,216	2,400	2,749
Cost of sales and services	(1,821)	(1,174)	(1,997)	(1,427)	(1,710)
Gross profit	1,616	947	1,220	973	1,039
SG&A	(600)	(475)	(419)	(468)	(460)
<b>EBIT</b>	<b>1,015</b>	<b>471</b>	<b>800</b>	<b>506</b>	<b>579</b>
Interest expense	(74)	(74)	(67)	(51)	(71)
Other income/exp.	115	106	76	139	127
<b>EBT</b>	<b>1,056</b>	<b>503</b>	<b>809</b>	<b>593</b>	<b>634</b>
Corporate tax	(244)	(147)	(164)	(122)	(91)
After-tax net profit (loss)	812	355	646	471	543
Minority interest	(67)	(81)	0	(5)	(17)
Equity earnings from affiliates	(14)	139	61	250	153
Extra items	152	181	0	0	(36)
<b>Net profit (loss)</b>	<b>882</b>	<b>595</b>	<b>707</b>	<b>717</b>	<b>643</b>
Reported EPS	0.36	0.25	0.29	0.29	0.26
<b>Fully diluted EPS</b>	<b>0.29</b>	<b>0.19</b>	<b>0.23</b>	<b>0.23</b>	<b>0.21</b>
<b>Core net profit</b>	<b>730</b>	<b>414</b>	<b>707</b>	<b>717</b>	<b>679</b>
Core EPS	0.30	0.17	0.29	0.29	0.28
<b>EBITDA</b>	<b>1,047</b>	<b>516</b>	<b>835</b>	<b>544</b>	<b>626</b>

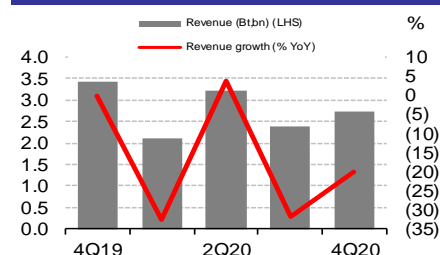
### KEY RATIOS

Gross margin (%)	47.0	44.6	37.9	40.6	37.8
EBITDA margin (%)	30.5	24.3	26.0	22.7	22.8
Operating margin (%)	29.5	22.2	24.9	21.1	21.0
Net margin (%)	25.7	28.0	22.0	29.9	23.4
Core profit margin (%)	21.2	19.5	22.0	29.9	24.7
BV (฿)	4.5	4.4	4.7	4.7	4.9
ROE (%)	36.5	23.2	25.8	26.1	22.6
ROA (%)	11.0	7.3	8.3	8.5	7.6
Current ratio (x)	2.7	2.7	2.4	2.6	2.3
Gearing ratio (x)	1.5	1.6	1.6	1.6	1.4
Interest coverage (x)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3

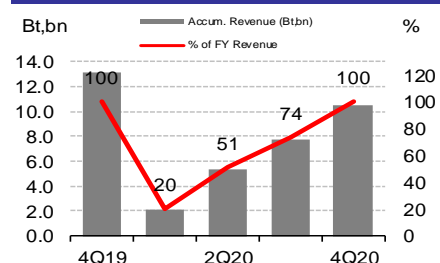
### QUARTERLY BALANCE SHEET (฿m)

Cash & Equivalent	1,330	1,061	2,211	1,411	808
Accounts receivable	838	383	349	406	389
Inventory	22,582	22,340	22,368	22,515	23,430
PP&E-net	1,718	1,775	1,809	1,811	1,808
Other assets	5,611	7,042	7,178	7,619	7,258
<b>Total assets</b>	<b>32,079</b>	<b>32,601</b>	<b>33,915</b>	<b>33,762</b>	<b>33,694</b>
Accounts payable	2,923	1,981	2,055	2,091	3,824
ST debts & current portion	6,096	7,119	8,147	7,464	8,217
Long-term debt	10,323	10,631	9,931	10,618	8,118
Other liabilities	1,804	2,001	2,204	1,997	1,526
<b>Total liabilities</b>	<b>21,146</b>	<b>21,732</b>	<b>22,336</b>	<b>22,171</b>	<b>21,686</b>
Paid-up capital	1,226	1,226	1,226	1,226	1,226
Share premium	2,337	2,337	2,337	2,337	2,337
Retained earnings	6,089	6,684	7,392	7,388	7,785
<b>Shareholders equity</b>	<b>9,657</b>	<b>10,256</b>	<b>10,966</b>	<b>10,974</b>	<b>11,373</b>
Minority interests	1,277	613	613	617	635
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' eq</b>	<b>32,079</b>	<b>32,601</b>	<b>33,915</b>	<b>33,762</b>	<b>33,694</b>

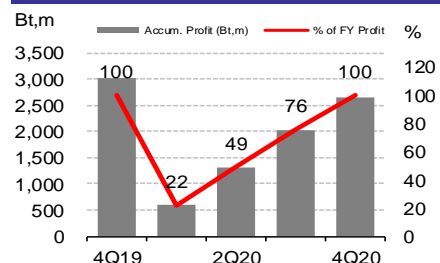
### Revenue trend



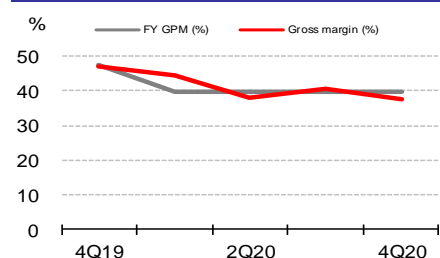
### Revenue trend (accumulated)



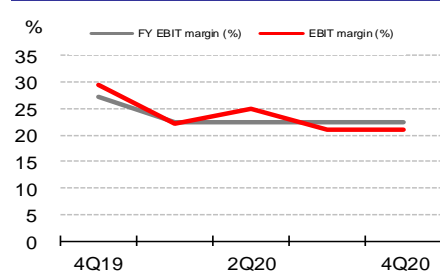
### Net profit trend (accumulated)



### Gross profit margin



### EBIT margin



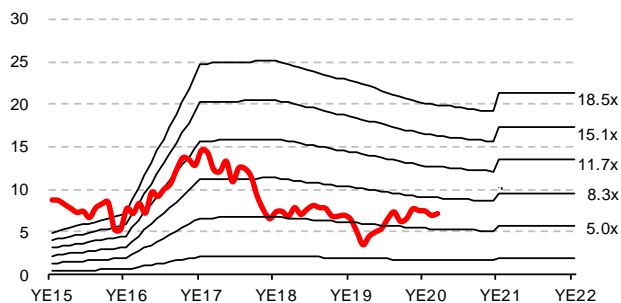
### Company profile

บริษัท ออริจิ้น พร็อพเพอร์ตี้ จำกัด (มหาชน) "ORI" ประกอบธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ประเภทคอนโดมิเนียมและบ้านแนวราบ รวมถึงธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ รายได้ต่อเนื่อง (Recurring income) และธุรกิจให้บริการที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ และบริการรับจ้างบริหารโครงการที่ดินอาคารชุด ทั้งนี้ บริษัทฯ ได้เน้นถึงการพัฒนาโครงการ ในด้านของการออกแบบรูปแบบของโครงการ และการตกแต่งภายในที่มีเอกลักษณ์เฉพาะ (Unique Design) การออกแบบพื้นที่ใช้สอยให้สามารถประโยชน์ได้สูงสุด รวมถึงการเลือกวัสดุที่มีคุณภาพสูงคุ้มค่าต่อราคาตามสโลแกนของบริษัทฯ "คิดมากกว่า ให้มากกว่า ได้มากกว่า (Living More)"

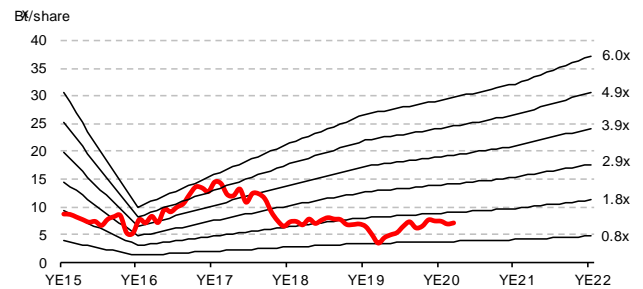
## Regional Comparisons

	Bloomberg	Price	Market Cap	PER (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div Yield (%)	
	Code	(local curr.)	(US\$ equivalent)	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
Ananda Development	ANAN TB	THB1.94	214	15.2	8.8	n.m.	n.m.	0.4	0.3	2.7	4.4	0.0	5.7
AP (Thailand)	AP TB	THB7.35	764	6.0	5.9	29.2	-2.2	0.7	0.7	12.9	12.1	6.7	6.8
Land and Houses	LH TB	THB7.90	3,121	12.6	11.5	-29.9	7.1	1.8	1.7	14.5	15.5	6.9	7.6
L.P.N. Development	LPN TB	THB4.68	225	8.4	7.2	-43.0	14.6	0.6	0.6	7.0	8.1	12.7	12.9
Noble Development	NOBLE TB	THB7.80	353	7.9	7.0	-83.7	-9.7	1.6	1.4	26.7	26.4	9.5	10.8
Pruksa Holding	PSH TB	THB12.90	933	9.9	9.1	-48.3	3.1	0.6	0.6	6.6	7.0	7.4	8.0
Origin Property	ORI TB	THB7.20	584	6.9	6.2	-12.1	20.6	1.3	1.1	26.6	25.8	7.3	8.1
Quality Houses	QH TB	THB2.46	871	11.4	10.6	-24.1	6.6	1.0	0.9	8.5	8.9	6.6	7.1
Siamese Asset	SA TB	THB7.05	259	14.3	7.6	11.4	16.1	1.8	1.5	16.7	27.9	3.2	6.0
SC Asset Corporation	SC TB	THB2.84	393	7.5	6.4	-8.2	-11.7	0.6	0.6	8.3	9.2	5.4	6.2
Sansiri	SIRI TB	THB0.84	413	7.6	5.8	-30.1	-1.9	0.3	0.3	4.3	5.5	4.8	6.9
Supalai	SPALI TB	THB20.00	1,288	8.6	7.9	-19.3	14.9	1.1	1.0	13.3	13.3	5.0	5.1
Simple average				9.7	7.8	-23.5	5.2	1.0	0.9	12.3	13.7	6.3	7.6

PER band versus SD (next 12 months)



PBV band versus SD (next 12 months)



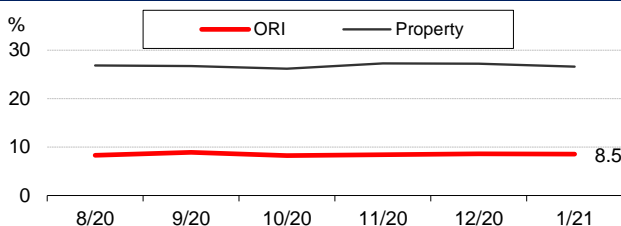
PER band and share price



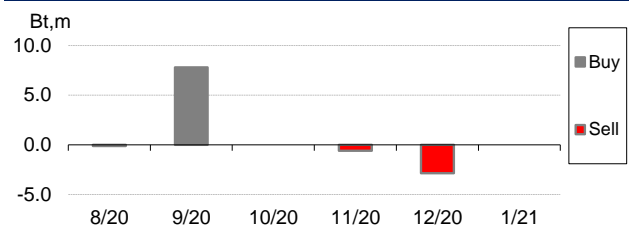
PBV band and share price



Foreign holding



Management trading activities during past six months



## Bualuang Securities Public Company Limited

## 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 RELATIONSHIPS 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.

ADVANC	AEONTS	AMATA	AOT	BDMS	BH	BJC	CBG	CENTEL	CPALL	DTAC	EGCO	GLOBAL	GPSC	IRPC
KBANK	KCE	KTC	MINT	PTG	PTT	PTTEP	PTTGC	SCB	SPRC	TASCO	TKN	TOP	WHA	ESSO
CKP	STA	BGRIM	GULF	MTC	AWC	TCAP	CRC	CFF	CPN	HANA	HMPRO	IVL	OSP	SAWAD
THANI	BANPU	BCH	BTS	CK	SCC	STEC	TISCO	TRUE	TU	INTUCH	RATCH	VGI	PRM	SCGP
TQM	COM7	DOHOME	JMT	CHG	TMB	BAM	BCP	BCPG	AP	KTB	BPP	KKP	OR	

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
	OR, TQR

### 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.