

ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์และสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์เพื่อ อุตสาหกรรม เฟรเซอร์ส พร็อพเพอร์ตี้ (FTREIT TB) : HOLD

Mkt. Cap: US\$1,352m | 3m Avg. Daily Val: US\$0.96m

Last Traded Price (2 Jun 2020): Bt16.40

Price Target 12-mth: Bt15.00 (9% downside)

Analyst

Chanpen SIRITHANARATTANAKUL +662 857 7824; chanpens@th.dbs.com

คาดผลกระทบจำกัดจาก COVID-19

- รายได้จากการลงทุนสุทธิเติบโต 11% y-o-y ในไตรมาส 2/2563 จากการลงทุนในทรัพย์สินใหม่และอัตราเช่าที่เพิ่มสูงขึ้น
- ประกาศจ่ายเงินปันผลที่ 0.167 บาทต่อหุ้นในไตรมาส 2/2563
- คาดว่ากองทรัสต์จะได้รับผลกระทบจำกัดจาก COVID-19
- แนะนำ ถือ ที่ราคาเป้าหมายใหม่เนื่องจากยังให้ผลตอบแทนในอัตราที่สูงและมีโอกาสลงทุนในทรัพย์สินใหม่เพิ่มเติม

Forecasts and Valuation

FY Sep (Btm)	2018A*	2019A	2020F	2021F
Gross Revenue	1,936	2,776	3,048	3,097
Net Property Income	1,607	2,382	2,666	2,709
Net Investment Income	1,206	1,739	1,987	2,088
Distributable Income	1,244	1,817	2,009	2,109
EPU (Bt)	1.16	0.71	0.70	0.74
EPU Gth (%)	189	(39)	(1)	5
DPU (Bt)	0.48	0.67	0.67	0.71
DPU Gth (%)	(24)	39	1	5
NAV per shr (Bt)	10.5	10.6	10.9	10.9
PE (X)	14.2	23.1	23.3	22.2
Distribution Yield (%)	2.9	4.1	4.1	4.3
P/NAV (x)	1.6	1.6	1.5	1.5
Aggregate Leverage (%)	19.6	25.3	21.2	21.2
ROAE (%)	11.4	6.7	6.8	6.8

Source of all data on this page: Company, DBSVTH, Bloomberg Finance L.P

* For 9-month period only from Jan-Sep 2018 as FTREIT changed its accounting year from ending Dec to Sep.

Company Guide



Summary of our point of view, and highlights the relevant data points, which are actively tracked

Fraser Property Thailand Industrial Freehold and Leasehold REIT- iBanking Login

Fraser Property Thailand Industrial Freehold and Leasehold REIT- Institution Login

What's New

เติบโตในไตรมาส 2/2563 (สิ้นสุด 31 มี.ค. 2563) รายได้จากการลงทุนสุทธิเติบโต 11% y-o-y มาอยู่ที่ 514ลบ. จากการลงทุนในทรัพย์สินใหม่เพิ่มเติมทำให้มีพื้นที่ให้เช่าสุทธิเพิ่มขึ้น 8% รวมทั้งอัตราเช่าที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น

พื้นที่ให้เช่าสุทธิเพิ่มขึ้น 8% y-o-y ในไตรมาส 2/2563 จากการลงทุนในทรัพย์สินใหม่เพิ่มเติมในปี 2562 และในไตรมาส 1/2563 โดย ณ สิ้นไตรมาส 2/2563 FTREIT มีทรัพย์สินที่ลงทุนทั้งสิ้น 578 อาคารโรงงานและคลังสินค้า คิดเป็นมูลค่าสินทรัพย์รวมที่ 3.8หมื่นลบ. มีพื้นที่ให้เช่าสุทธิ 1.76 ล้านตร.ม. โดยคิดเป็นสัดส่วนพื้นที่คลังสินค้า 55% และโรงงาน 45% และคิดเป็นสัดส่วนที่กองทรัสต์ลงทุนในกรรมสิทธิ 75% และสิทธิการเช่า 25% ซึ่งปัจจุบันอายุเฉลี่ยของทรัพย์สินที่กองทรัสต์ลงทุนอยู่ที่ประมาณ 24.9 ปี ถือเป็นกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์อุตสาหกรรมที่ใหญ่ที่สุดในประเทศไทย



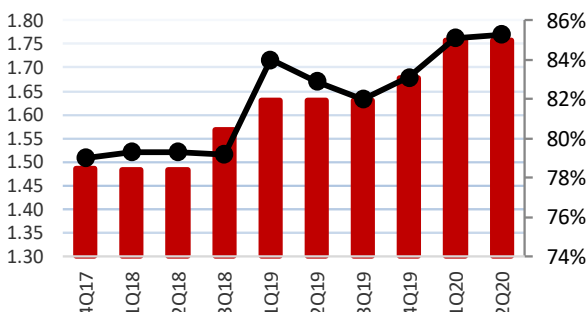
Flash Note

อัตราการเช่าค่อยๆ เพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 85.3% ณ วันที่ 31 มี.ค. 2563 โดยเพิ่มขึ้นจาก 83.1% จากสิ้นเดือน 30 ก.ย. 2562 และ 85.1% จากสิ้นเดือน 31 ธ.ค. 2562 โดย ณ สิ้นเดือน มี.ค. 2563 พื้นที่ให้เช่าสุทธิ 1.76 ล้านตร.ม. แบ่งออกเป็น 3 พื้นที่ดังนี้

- 1) บริเวณภาคตะวันออกของกรุงเทพฯ มีอัตราการเช่าเต็ม 100% ซึ่งกองทรัสต์ลงทุนในทรัพย์สินทั้งสิ้น 59 อาคาร คิดเป็นสัดส่วน 13% ของพื้นที่ให้เช่าสุทธิของกองทรัสต์
- 2) บริเวณระเบียงเศรษฐกิจภาคตะวันออก มีอัตราการเช่า 85% ซึ่งกองทรัสต์ลงทุนในทรัพย์สินทั้งสิ้น 367 อาคาร คิดเป็นสัดส่วน 62% ของพื้นที่ให้เช่าสุทธิของกองทรัสต์
- 3) บริเวณภาคเหนือของกรุงเทพฯ มีอัตราการเช่า 73% ซึ่งกองทรัสต์ลงทุนในทรัพย์สินทั้งสิ้น 152 อาคาร คิดเป็นสัดส่วน 25% ของพื้นที่ให้เช่าสุทธิของกองทรัสต์

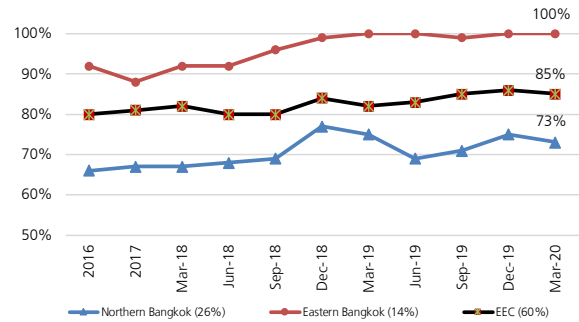
ค่าใช้จ่ายในการบริหารทรัพย์สินลดลง 39% y-o-y โดยหลักมาจากการปรับใช้ภาษีที่ดินและสิ่งปลูกสร้างฉบับใหม่ ซึ่งทำให้รายได้และค่าใช้จ่ายทางภาษีของกองทรัสต์ลดลง 35ลบ. ซึ่งจำนวนดังกล่าวยังเป็นการประมาณการ แต่คาดว่าจะในช่วงครึ่งหลังปี 2563 กองทรัสต์จะสามารถคำนวณค่าใช้จ่ายและรายได้ภาษีใหม่ที่ต้องจ่ายตามจริงได้

Net leasable area and occupancy are on the rise



Source: Company, DBSVTH

Occupancy by zone



Source: Company, DBSVTH

FTREIT มีอัตราการต่อสัญญาเช่าประมาณ 75% ในช่วงครึ่งแรกปี 2563 น้อยกว่าค่าเฉลี่ยการต่อสัญญาเช่าทั้งปี 2562 ที่ 86% โดยสัญญาเช่าเฉลี่ยของกองทรัสต์มีระยะเวลาประมาณ 2.16 ปี

กองทรัสต์สามารถขึ้นค่าเช่าได้ 1.2% ในช่วงครึ่งแรกปี 2563 สำหรับสัญญาเช่าที่หมดอายุสัญญาเช่าในช่วงครึ่งแรกปี 2563

กองทรัสต์ประกาศจ่ายเงินปันผลในไตรมาส 2/2563 ที่ 0.167 บาทต่อหุ้น คิดเป็นอัตราการจ่ายปันผลที่ 90% โดยกองทรัสต์ประกาศวันที่ได้รับสิทธิปันผล 25 พ.ค. 2563 และวันจ่ายปันผล 8 มิ.ย. 2563

อัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมลดลงมาอยู่ที่ 21.2% ณ สิ้น มี.ค. 2563 จาก 28.9% ณ สิ้น ธ.ค. 2562 เนื่องจากกองทรัสต์มีการลงทุนในทรัพย์สินใหม่เพิ่มเติม โดยมีการออกหน่วยทรัสต์ใหม่จำนวน 220 ล้านหน่วยให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมที่อัตราหน่วยทรัสต์เดิมต่อหน่วยทรัสต์ใหม่ 1:0.0845 ณ ราคาเสนอขายที่ 14.30 บาทต่อหุ้น โดยช่วงเวลาการเพิ่มทุนคือระหว่างวันที่ 15 -21 มี.ค. 2563 ที่ผ่านมา ซึ่งกองทรัสต์เพิ่มทุนได้เป็นมูลค่ารวมทั้งสิ้น 3.1 พันลบ. และกองทรัสต์ได้นำเงินเพิ่มทุนดังกล่าวไปชำระคืนหนี้เงินกู้ที่กู้เพิ่มขึ้นมาเพื่อการลงทุนในทรัพย์สินใหม่ จึงทำให้อัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมลดลงในไตรมาสนี้ อัตราดอกเบี้ยเฉลี่ยของกองทรัสต์อยู่ที่ 3.3% และอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยยังคงอยู่ในระดับสูงที่ 7.7 เท่า

Flash Note

กองทรัสต์มีออกหุ้นกู้จำนวน 1 พันลบ. ในเดือนเมษายนที่ผ่านมา โดย ณ วันที่ 3 เม.ย. 2563 FTREIT ได้ออกหุ้นกู้จำนวน 1 พันลบ. เพื่อรีไฟแนนซ์เงินกู้เดิมของกองทรัสต์ โดยหุ้นกู้ได้รับเครดิตเรตติ้ง A และแนวโน้มที่มีเสถียรภาพจากทริสเรตติ้ง ทั้งนี้ หุ้นกู้ของกองทรัสต์แบ่งออกเป็น 2 ประเภท คือ หุ้นกู้ระยะเวลา 7 ปี กับ 10 ปี โดยให้อัตราดอกเบี้ยที่ 3% และ 3.3% ตามลำดับ โดยกองทรัสต์จะจ่ายดอกเบี้ยทุกครึ่งปี ทั้งนี้ หุ้นกู้ที่ออกใหม่ของกองทรัสต์ทำให้ระยะเวลาของสัญญาเงินกู้ยืมเฉลี่ยของกองทรัสต์เพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 4.6 ปี จากเดิม 3.6 ปี

แนวโน้ม

ผลกระทบที่ค่อนข้างจำกัดจาก COVID-19 ปัจจุบัน กองทรัสต์ยังคงได้รับผลกระทบที่ค่อนข้างจำกัดจากการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัส COVID-19 คือ มีผู้เข้ามาติดต่อขอลดค่าเช่าหรือเลื่อนการชำระค่าเช่าแล้ว แต่ทั้งนี้กองทรัสต์ก็จะพิจารณาค่าขอดังกล่าวเป็นรายๆ ไป ซึ่งปัจจุบันกองทรัสต์ได้อนุมัติค่าขอลดค่าเช่าประมาณ 3-5% เป็นระยะเวลาสูงสุด 6 เดือน (เฉลี่ยประมาณ 3 เดือน) ให้แก่ผู้เช่า ซึ่งส่วนใหญ่อยู่ในกลุ่มผู้ผลิตรถยนต์และอุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์แล้วทั้งสิ้นจำนวน 8 ราย ซึ่งครอบคลุมพื้นที่เช่าสุทธิ 35,000 ตร.ม. หรือคิดเป็นสัดส่วน 2% ของพื้นที่ให้เช่าทั้งหมด และได้มีการเลื่อนการจ่ายค่าเช่าให้แก่ผู้เช่าบางราย ซึ่งจะไม่ส่งผลกระทบต่อรายได้รวมของกองทรัสต์

กองทรัสต์มีแนวโน้มที่จะลงทุนในทรัพย์สินใหม่เพิ่มเติมจากสポンเซอร์ FPT ในไตรมาส 4/2563 โดยในปีที่ผ่านมา กองทรัสต์ได้ลงทุนในทรัพย์สินใหม่เพิ่มเติมจากสポンเซอร์ FPT คิดเป็นพื้นที่เช่าสุทธิ 102,625 ตร.ม. โดยเราคาดว่า กองทรัสต์มีแนวโน้มที่จะลงทุนในทรัพย์สินใหม่เพิ่มเติมเนื่องจากสポンเซอร์ FPT มีอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมของบริษัทที่ค่อนข้างสูง จึงมีแนวโน้มที่จะขายทรัพย์สินเข้ากองทรัสต์ FTREIT เพื่อลดระดับอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม และทำให้งบการเงินมีความยืดหยุ่นมากขึ้น เราเชื่อว่าการลงทุนในทรัพย์สินใหม่เพิ่มเติมนอกจากจะทำให้กองทรัสต์มีพื้นที่ให้เช่าสุทธิเพิ่มขึ้น ยังช่วยเพิ่มรายได้รายได้จากการลงทุนสุทธิและเงินปันผลของกองทรัสต์อีกด้วย

คำแนะนำ

แนะนำ ถือ ที่ราคาเป้าหมายใหม่ 15.00 บาท (ลดลงจากเดิมที่ 16.00 บาท) โดยใช้วิธีคิดลดกระแสเงินสด (WACC ที่ 5.8%) มี downside ต่อราคาปิดสุดท้ายที่ 9% โดย FTREIT ให้อัตราผลตอบแทนสูงที่ 4.1% ในปี 2563 และ IRR ที่ 5.4% เทียบกับอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะเวลา 10 ปีที่ 1.29% ณ วันที่ 2 มิ.ย. 2563 เราแนะนำ ถือ เพราะมองว่า FTREIT มีรายได้ที่มั่นคงจากการลงทุนในกรรมสิทธิ์ของทรัพย์สินที่คิดเป็นสัดส่วนมากถึง 75% ของพื้นที่ให้เช่าสุทธิรวมของกองทรัสต์ นอกจากนี้ กองทรัสต์ยังมีนโยบายลงทุนในทรัพย์สินใหม่เพิ่มเติมอย่างต่อเนื่อง และการจ่ายเงินปันผลในอัตราที่ค่อนข้างสูง ซึ่งเรามองว่าจะเป็นปัจจัยเร่งสำคัญต่อราคาหุ้น

Flash Note

Quarterly / Interim Income Statement (Btm)

FY Sep	1Q2019	4Q2019	1Q2020	% chg yoy	% chg qoq
Gross revenue	710	759	748	5.4	(1.5)
Property expenses	(92.2)	(94.2)	(56.5)	(38.7)	(40.0)
Net Property Income	617	665	691	12.0	4.0
Other Operating expenses	(93.4)	(100)	(106)	13.4	5.7
Other Non Opg (Exp)/Inc	4.29	0.0	2.01	(53.1)	N/A
Associates & JV Inc	0.0	0.0	0.0	nm	nm
Net Interest (Exp)/Inc	(65.7)	(82.2)	(73.1)	(11.2)	11.1
Net Investment Income	463	483	514	11.2	6.6
Tax	0.0	0.0	0.0	N/A	N/A
Exceptional Gain/(Loss)	34.6	0.0	0.0	N/A	N/A
Increase in net assets	497	483	514	3.5	6.6
DPU (Bt)	0.167	0.167	0.167		
Ratio (%)					
Net Prop Inc Margin	87.0	87.6	92.4		
Dist. Payout Ratio	94.0	90.0	92.0		

Source of all data: Company, DBSVTH

Target Price & Ratings History



S.No.	Date of Report	Closing Price	12-mth Target Price	Rating
1:	15 Nov 19	15.20	16.20	HOLD
2:	14 Feb 20	16.30	16.00	HOLD
3:	13 May 20	16.00	15.00	HOLD

Note: Share price and Target price are adjusted for corporate actions.

Source: DBSVTH






Analyst: Chanpen SIRITHANARATTANAKUL

THAI-CAC (as of Jun 2019) n/a

Corporate Governance CG Rating (as of Oct 2019) n/a

THAI-CAC is Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of May 2018) are categorised into:

Corporate Governance CG Rating is based on Thai Institute of Directors (IOD)'s annual assessment of corporate governance practices of listed companies. The assessment covers 235 criteria in five categories including board responsibilities (35% weighting), disclosure and transparency (20%), role of stakeholders (20%), equitable treatment of shareholders (10%) and rights of shareholders (15%). The IOD then assigns numbers of logos to each company based on their scoring as follows:

Score	Description	
Declared	Companies that have declared their intention to join CAC	
Certified	Companies certified by CAC.	
Score	Range Number of Logo	Description
90-100		Excellent
80-89		Very Good
70-79		Good
60-69		Satisfactory
50-59		Pass
<50	No logo given	N/A

Flash Note

DBSVTH recommendations are based on an Absolute Total Return* Rating system, defined as follows:

STRONG BUY (>20% total return over the next 3 months, with identifiable share price catalysts within this time frame)

BUY (>15% total return over the next 12 months for small caps, >10% for large caps)

HOLD (-10% to +15% total return over the next 12 months for small caps, -10% to +10% for large caps)

FULLY VALUED (negative total return, i.e., > -10% over the next 12 months)

SELL (negative total return of > -20% over the next 3 months, with identifiable share price catalysts within this time frame)

**Share price appreciation + dividends*

Completed Date: 4 Jun 2020 09:46:03 (THA)

Dissemination Date: 5 Jun 2020 17:21:28 (THA)

Sources for all charts and tables are DBSVTH unless otherwise specified.

GENERAL DISCLOSURE/DISCLAIMER

This report is prepared by DBS Vickers Securities (Thailand) Co Ltd ("DBSVTH"). This report is solely intended for the clients of DBS Bank Ltd, its respective connected and associated corporations and affiliates only and no part of this document may be (i) copied, photocopied or duplicated in any form or by any means or (ii) redistributed without the prior written consent of DBS Vickers Securities (Thailand) Co Ltd ("DBSVTH").

The research set out in this report is based on information obtained from sources believed to be reliable, but we (which collectively refers to DBS Bank Ltd, its respective connected and associated corporations, affiliates and their respective directors, officers, employees and agents (collectively, the "DBS Group")) have not conducted due diligence on any of the companies, verified any information or sources or taken into account any other factors which we may consider to be relevant or appropriate in preparing the research. Accordingly, we do not make any representation or warranty as to the accuracy, completeness or correctness of the research set out in this report. Opinions expressed are subject to change without notice. This research is prepared for general circulation. Any recommendation contained in this document does not have regard to the specific investment objectives, financial situation and the particular needs of any specific addressee. This document is for the information of addressees only and is not to be taken in substitution for the exercise of judgement by addressees, who should obtain separate independent legal or financial advice. The DBS Group accepts no liability whatsoever for any direct, indirect and/or consequential loss (including any claims for loss of profit) arising from any use of and/or reliance upon this document and/or further communication given in relation to this document. This document is not to be construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The DBS Group, along with its affiliates and/or persons associated with any of them may from time to time have interests in the securities mentioned in this document. The DBS Group, may have positions in, and may effect transactions in securities mentioned herein and may also perform or seek to perform broking, investment banking and other banking services for these companies.

Any valuations, opinions, estimates, forecasts, ratings or risk assessments herein constitutes a judgment as of the date of this report, and there can be no assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, ratings or risk assessments. The information in this document is subject to change without notice, its accuracy is not guaranteed, it may be incomplete or condensed, it may not contain all material information concerning the company (or companies) referred to in this report and the DBS Group is under no obligation to update the information in this report.

This publication has not been reviewed or authorized by any regulatory authority in Singapore, Hong Kong or elsewhere. There is no planned schedule or frequency for updating research publication relating to any issuer.

The valuations, opinions, estimates, forecasts, ratings or risk assessments described in this report were based upon a number of estimates and assumptions and are inherently subject to significant uncertainties and contingencies. It can be expected that one or more of the estimates on which the valuations, opinions, estimates, forecasts, ratings or risk assessments were based will not materialize or will vary significantly from actual results. Therefore, the inclusion of the valuations, opinions, estimates, forecasts, ratings or risk assessments described herein IS NOT TO BE RELIED UPON as a representation and/or warranty by the DBS Group (and/or any persons associated with the aforesaid entities), that:

- (a) such valuations, opinions, estimates, forecasts, ratings or risk assessments or their underlying assumptions will be achieved, and
- (b) there is any assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, ratings or risk assessments stated therein.

Please contact the primary analyst for valuation methodologies and assumptions associated with the covered companies or price targets.

Flash Note

Any assumptions made in this report that refers to commodities, are for the purposes of making forecasts for the company (or companies) mentioned herein. They are not to be construed as recommendations to trade in the physical commodity or in the futures contract relating to the commodity referred to in this report.

DBSVUSA, a US-registered broker-dealer, does not have its own investment banking or research department, has not participated in any public offering of securities as a manager or co-manager or in any other investment banking transaction in the past twelve months and does not engage in market-making.

ANALYST CERTIFICATION

The research analyst(s) primarily responsible for the content of this research report, in part or in whole, certifies that the views about the companies and their securities expressed in this report accurately reflect his/her personal views. The analyst(s) also certifies that no part of his/her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to specific recommendations or views expressed in the report. The research analyst (s) primarily responsible for the content of this research report, in part or in whole, certifies that he or his associate¹ does not serve as an officer of the issuer or the new listing applicant (which includes in the case of a real estate investment trust, an officer of the management company of the real estate investment trust; and in the case of any other entity, an officer or its equivalent counterparty of the entity who is responsible for the management of the issuer or the new listing applicant) and the research analyst(s) primarily responsible for the content of this research report or his associate does not have financial interests² in relation to an issuer or a new listing applicant that the analyst reviews. DBS Group has procedures in place to eliminate, avoid and manage any potential conflicts of interests that may arise in connection with the production of research reports. The research analyst(s) responsible for this report operates as part of a separate and independent team to the investment banking function of the DBS Group and procedures are in place to ensure that confidential information held by either the research or investment banking function is handled appropriately. There is no direct link of DBS Group's compensation to any specific investment banking function of the DBS Group.

COMPANY-SPECIFIC / REGULATORY DISCLOSURES

1. DBS Bank Ltd, DBS HK, DBS Vickers Securities (Singapore) Pte Ltd ("DBSVS") or their subsidiaries and/or other affiliates do not have a proprietary position in the securities recommended in this report as of 30 Apr 2020.
2. Neither DBS Bank Ltd nor DBS HK market makes in equity securities of the issuer(s) or company(ies) mentioned in this Research Report.

Compensation for investment banking services:

3. DBSVUSA does not have its own investment banking or research department, nor has it participated in any public offering of securities as a manager or co-manager or in any other investment banking transaction in the past twelve months. Any US persons wishing to obtain further information, including any clarification on disclosures in this disclaimer, or to effect a transaction in any security discussed in this document should contact DBSVUSA exclusively.


Disclosure of previous investment recommendation produced:

4. DBS Bank Ltd, DBS Vickers Securities (Singapore) Pte Ltd ("DBSVS"), their subsidiaries and/or other affiliates may have published other investment recommendations in respect of the same securities / instruments recommended in this research report during the preceding 12 months. Please contact the primary analyst listed in the first page of this report to view previous investment recommendations published by DBS Bank Ltd, DBS Vickers Securities (Singapore) Pte Ltd ("DBSVS"), their subsidiaries and/or other affiliates in the preceding 12 months.

¹ An associate is defined as (i) the spouse, or any minor child (natural or adopted) or minor step-child, of the analyst; (ii) the trustee of a trust of which the analyst, his spouse, minor child (natural or adopted) or minor step-child, is a beneficiary or discretionary object; or (iii) another person accustomed or obliged to act in accordance with the directions or instructions of the analyst.

² Financial interest is defined as interests that are commonly known financial interest, such as investment in the securities in respect of an issuer or a new listing applicant, or financial accommodation arrangement between the issuer or the new listing applicant and the firm or analysis. This term does not include commercial lending conducted at arm's length, or investments in any collective investment scheme other than an issuer or new listing applicant notwithstanding the fact that the scheme has investments in securities in respect of an issuer or a new listing applicant.

RESTRICTIONS ON DISTRIBUTION

General	This report is not directed to, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any locality, state, country or other jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to law or regulation.
Australia	<p>This report is being distributed in Australia by DBS Bank Ltd, DBSVS or DBSV HK. DBS Bank Ltd holds Australian Financial Services Licence no. 475946.</p> <p>DBSVS and DBSV HK are exempted from the requirement to hold an Australian Financial Services Licence under the Corporation Act 2001 ("CA") in respect of financial services provided to the recipients. Both DBS Bank Ltd and DBSVS are regulated by the Monetary Authority of Singapore under the laws of Singapore, and DBSV HK is regulated by the Hong Kong Securities and Futures Commission under the laws of Hong Kong, which differ from Australian laws.</p> <p>Distribution of this report is intended only for "wholesale investors" within the meaning of the CA.</p>
Hong Kong	<p>This report has been prepared by an entity(ies) which is not licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission to carry on the regulated activity of advising on securities pursuant to the Securities and Futures Ordinance (Chapter 571 of the Laws of Hong Kong). This report is being distributed in Hong Kong and is attributable to DBS Bank (Hong Kong) Limited, a registered institution registered with the Hong Kong Securities and Futures Commission to carry on the regulated activity of advising on securities pursuant to the Securities and Futures Ordinance (Chapter 571 of the Laws of Hong Kong). DBS Bank Ltd., Hong Kong Branch is a limited liability company incorporated in Singapore.</p> <p>For any query regarding the materials herein, please contact Carol Wu (Reg No. AH8283) at dbsvhk@dbs.com</p>
Indonesia	This report is being distributed in Indonesia by PT DBS Vickers Sekuritas Indonesia.
Malaysia	<p>This report is distributed in Malaysia by AllianceDBS Research Sdn Bhd ("ADBSR"). Recipients of this report, received from ADBSR are to contact the undersigned at 603-2604 3333 in respect of any matters arising from or in connection with this report. In addition to the General Disclosure/Disclaimer found at the preceding page, recipients of this report are advised that ADBSR (the preparer of this report), its holding company Alliance Investment Bank Berhad, their respective connected and associated corporations, affiliates, their directors, officers, employees, agents and parties related or associated with any of them may have positions in, and may effect transactions in the securities mentioned herein and may also perform or seek to perform broking, investment banking/corporate advisory and other services for the subject companies. They may also have received compensation and/or seek to obtain compensation for broking, investment banking/corporate advisory and other services from the subject companies.</p> <p style="text-align: right;">  Wong Ming Tek, Executive Director, ADBSR </p>
Singapore	This report is distributed in Singapore by DBS Bank Ltd (Company Regn. No. 196800306E) or DBSVS (Company Regn No. 198600294G), both of which are Exempt Financial Advisers as defined in the Financial Advisers Act and regulated by the Monetary Authority of Singapore. DBS Bank Ltd and/or DBSVS, may distribute reports produced by its respective foreign entities, affiliates or other foreign research houses pursuant to an arrangement under Regulation 32C of the Financial Advisers Regulations. Where the report is distributed in Singapore to a person who is not an Accredited Investor, Expert Investor or an Institutional Investor, DBS Bank Ltd accepts legal responsibility for the contents of the report to such persons only to the extent required by law. Singapore recipients should contact DBS Bank Ltd at 6327 2288 for matters arising from, or in connection with the report.

Flash Note

Thailand	This report is being distributed in Thailand by DBS Vickers Securities (Thailand) Co Ltd.
United Kingdom	<p>This report is produced by DBS Vickers Securities (Thailand) Co Ltd which is regulated by the Securities and Exchange Commission, Thailand.</p> <p>This report is disseminated in the United Kingdom by DBS Vickers Securities (UK) Ltd, ("DBSVUK"). DBSVUK is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority in the United Kingdom.</p> <p>In respect of the United Kingdom, this report is solely intended for the clients of DBSVUK, its respective connected and associated corporations and affiliates only and no part of this document may be (i) copied, photocopied or duplicated in any form or by any means or (ii) redistributed without the prior written consent of DBSVUK. This communication is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment activity following from this communication will only be engaged in with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this communication.</p>
Dubai International Financial Centre	This research report is being distributed by DBS Bank Ltd., (DIFC Branch) having its office at units 608 - 610, 6 th Floor, Gate Precinct Building 5, PO Box 506538, DIFC, Dubai, United Arab Emirates. DBS Bank Ltd., (DIFC Branch) is regulated by The Dubai Financial Services Authority. This research report is intended only for professional clients (as defined in the DFSA rulebook) and no other person may act upon it.
United Arab Emirates	This report is provided by DBS Bank Ltd (Company Regn. No. 196800306E) which is an Exempt Financial Adviser as defined in the Financial Advisers Act and regulated by the Monetary Authority of Singapore. This report is for information purposes only and should not be relied upon or acted on by the recipient or considered as a solicitation or inducement to buy or sell any financial product. It does not constitute a personal recommendation or take into account the particular investment objectives, financial situation, or needs of individual clients. You should contact your relationship manager or investment adviser if you need advice on the merits of buying, selling or holding a particular investment. You should note that the information in this report may be out of date and it is not represented or warranted to be accurate, timely or complete. This report or any portion thereof may not be reprinted, sold or redistributed without our written consent.
United States	This report was prepared by DBS Vickers Securities (Thailand) Co Ltd ("DBSVTH"). DBSVUSA did not participate in its preparation. The research analyst(s) named on this report are not registered as research analysts with FINRA and are not associated persons of DBSVUSA. The research analyst(s) are not subject to FINRA Rule 2241 restrictions on analyst compensation, communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst. This report is being distributed in the United States by DBSVUSA, which accepts responsibility for its contents. This report may only be distributed to Major U.S. Institutional Investors (as defined in SEC Rule 15a-6) and to such other institutional investors and qualified persons as DBSVUSA may authorize. Any U.S. person receiving this report who wishes to effect transactions in any securities referred to herein should contact DBSVUSA directly and not its affiliate.
Other jurisdictions	In any other jurisdictions, except if otherwise restricted by laws or regulations, this report is intended only for qualified, professional, institutional or sophisticated investors as defined in the laws and regulations of such jurisdictions.

Flash Note**DBS Regional Research Offices**

HONG KONG**DBS (Hong Kong) Ltd**

Contact: Carol Wu
13th Floor One Island East,
18 Westlands Road,
Quarry Bay, Hong Kong
Tel: 852 3668 4181
Fax: 852 2521 1812
e-mail: dbsvhk@dbs.com

THAILAND**DBS Vickers Securities (Thailand) Co Ltd**

Contact: Chanpen Sirithanarattanakul
989 Siam Piwat Tower Building,
9th, 14th-15th Floor
Rama 1 Road, Pathumwan,
Bangkok Thailand 10330
Tel. 66 2 857 7831
Fax: 66 2 658 1269
e-mail: research@th.dbs.com
Company Regn. No 0105539127012
Securities and Exchange Commission, Thailand

MALAYSIA**AllianceDBS Research Sdn Bhd**

Contact: Wong Ming Tek (128540 U)
19th Floor, Menara Multi-Purpose,
Capital Square,
8 Jalan Munshi Abdullah 50100
Kuala Lumpur, Malaysia.
Tel.: 603 2604 3333
Fax: 603 2604 3921
e-mail: general@alliancedbs.com

INDONESIA**PT DBS Vickers Sekuritas (Indonesia)**

Contact: Maynard Priajaya Arif
DBS Bank Tower
Ciputra World 1, 32/F
Jl. Prof. Dr. Satrio Kav. 3-5
Jakarta 12940, Indonesia
Tel: 62 21 3003 4900
Fax: 6221 3003 4943
e-mail: indonesiaresearch@dbs.com

SINGAPORE**DBS Bank Ltd**

Contact: Janice Chua
12 Marina Boulevard,
Marina Bay Financial Centre Tower 3
Singapore 018982
Tel: 65 6878 8888
Fax: 65 65353 418
e-mail: equityresearch@dbs.com
Company Regn. No. 196800306E