

# เวิร์คพอยท์ เอ็นเทอร์เทนเมนท์

## สูงกว่าคาด

Media  
Neutral

EARNINGS RESULTS

**สูงกว่าคาด:** WORK รายงานกำไรสุทธิไตรมาส 4/54 ที่ 29 ล้านบาท หรือลดลง 47% YoY และ 70% QoQ ผลประกอบการออกมาสูงกว่าประมาณการของเราก่อนหน้านี้ที่คาดว่าจะมีกำไรสุทธิ 8 ล้านบาท เนื่องจากรายได้โฆษณาที่สูงกว่าคาด และการควบคุมค่าใช้จ่ายได้ดีมากในช่วงภาวะน้ำท่วม รายได้สูงกว่าคาด 5% ในขณะที่ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่ำกว่าคาด 30% (เนื่องจากกลยุทธ์การลดต้นทุนในช่วงภาวะน้ำท่วม) กำไรขั้นต้นสูงกว่าคาด 220% ในขณะที่ EBIT ยังคงเป็นบวก (เทียบกับประมาณการก่อนหน้านี้ของเราที่คาดว่าจะเป็นตัวเลขติดลบ 69 ล้านบาท)

**ประเด็นหลักจากผลประกอบการ:** ผลการดำเนินงานหลักที่แยกลงเป็นผลมาจากภาวะน้ำท่วม ส่งผลให้มีการตัดงบโฆษณาโดยเฉพาะโฆษณาที่ขายเป็นนาที่ รวมถึงส่งผลกระทบต่อถึงการยกเลิก หรือการเลื่อนอีเว้นท์/คอนเสิร์ตและการแสดงบนเวทีออกไปจากไตรมาส 4/54 รายได้โฆษณาที่ลดลง 21% YoY และ 34% QoQ อัตรายอดขายเวลาโฆษณาที่วีเจสียในไตรมาส 4/54 ลดลงเหลือ 65% จาก 91% ในไตรมาส 3/54 และ 79% ในไตรมาส 4/53 กำไรขั้นต้นสำหรับธุรกิจที่ลดลง 26% YoY และ 49% QoQ

แต่ถึงแม้ว่าจะมีเหตุการณ์น้ำท่วม แต่รายได้จากธุรกิจภาพยนตร์และคอนเสิร์ต/การแสดงบนเวทีในไตรมาส 4/54 ยังคงเพิ่มขึ้นก้าวกระโดด 228% และ 463% ตามลำดับ ภาพยนตร์ของ WORK ที่เข้าฉายในไตรมาสนี้ได้แก่ เรื่อง 30+ โสโดออนเซล ทำรายได้บ็อกซ์ออฟฟิซไปทั้งสิ้น 70 ล้านบาท ในขณะที่มีเพียงการแสดงโชว์ 1 รายการเท่านั้นในไตรมาสนี้ ได้แก่ อานาจลีลวีร์โชว์ กำไรขั้นต้นสำหรับธุรกิจภาพยนตร์เพิ่มขึ้นก้าวกระโดดสูงถึง 421% YoY ในขณะที่กำไรขั้นต้นของคอนเสิร์ต/การแสดงบนเวทีเพิ่มขึ้น 82% YoY

**แนวโน้ม:** ทุกธุรกิจของ WORK มีแนวโน้มฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งตั้งแต่ไตรมาส 1/55 เป็นต้นไปโดยได้รับปัจจัยหนุนจากการฟื้นตัวของเม็ดเงินโฆษณา เราคาดว่าเม็ดเงินโฆษณาจะกลับเข้าสู่ภาวะปกติได้ภายในไตรมาส 2/55 WORK ทำการย้ายรายการทีวี 3 รายการจากช่อง 7 ไปยังช่อง 3 และช่อง 5 ซึ่งมีผลตั้งแต่เดือนม.ค. ซึ่งการย้ายช่องในครั้งนี้ถือว่าการปรับเพิ่มอัตราค่าโฆษณาโดยทางอ้อมอีก 7-9% ภายใต้ช่องใหม่

## BUALUANG RESEARCH

ประสิทธิ์ สัจจวรรกุล  
prasit@bualuang.co.th  
+662 618 1342

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**  
เป้าหมายพื้นฐาน: 19.50 บาท  
ราคา (01/03/12): 14.50 บาท

### Key Ratios & Statistics

Market cap	Bt3.63bn		
12-mth price range	Bt10.32/Bt15.80		
3-mth avg daily volume	Bt3.52m		
# of shares (m)	250.0		
Est. free float (%)	21.9		
Foreign limit (%)	20.0		
<b>Share price perf. (%)</b>	<b>1M</b>	<b>3M</b>	<b>12M</b>
Relative to SET	(3.3)	1.8	21.5
Absolute	5.1	18.9	39.4

### Financial summary

FY Ended 31 Dec	2010	2011	2012E	2013E
Revenues (Btm)	1,213	1,618	1,940	2,099
Net profit (Btm)	187	327	374	413
EPS (Bt)	0.93	1.31	1.50	1.65
BLS/Consensus (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EPS growth (%)	+155.5%	+40.1%	+14.3%	+10.2%
Core profit (Btm)	187	327	374	413
Core EPS (Bt)	0.93	1.31	1.50	1.65
Core EPS growth (%)	+155.5%	+40.1%	+14.3%	+10.2%
PER (x)	13.1	10.0	9.7	8.8
Core PER (x)	13.1	10.0	9.7	8.8
EV/EBITDA (x)	7.9	6.3	7.0	6.4
PBV (x)	2.2	2.7	2.7	2.5
Dividend (Bt)	0.82	1.00	1.14	1.26
Dividend yield (%)	6.7	7.7	7.9	8.7
ROE (%)	18.2	29.2	30.5	30.6
Net gearing (x)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash

CG Rating - 2011



นอกจากนี้บริษัทยังทำการปรับเพิ่มอัตราค่าโฆษณาสำหรับ 4 รายการอีก 7-10% โดยมีผลตั้งแต่วันที่ 1 ม.ค. เป็นต้นไป ผู้บริหารตั้งเป้าอัตราการเติบโตของรายได้ปี 2555 ที่ 28%

**สิ่งที่เปลี่ยนแปลงไป:** เราปรับประมาณการกำไรสุทธิปี 2555 เพิ่มขึ้นอีก 4% เป็น 374 ล้านบาทเนื่องจากบริษัททำการควบคุมค่าใช้จ่ายได้ดีกว่าคาดจนถึง ณ ปัจจุบัน เราจึงปรับราคาเป้าหมายซึ่งประเมินโดยวิธี PEG ณ ปลายปี 2555 เพิ่มขึ้นอีก 5% เป็น 19.50 บาท

**คำแนะนำ:** เรายังคงคำแนะนำ **ซื้อ**

Figure 1: 4Q11 results

FY Ended 31 Dec (Btm)	4Q11	4Q10	YoY %	3Q11	QoQ %	2011	2010	YoY %
<b>Income Statement</b>								
Revenue	331	355	(7)	439	(24)	1,618	1,213	33
Cost of sales and services	(187)	(191)	(2)	(213)	(12)	(810)	(672)	20
EBITDA	40	80	(51)	148	(73)	457	269	70
SG&A	(117)	(99)	19	(92)	28	(406)	(336)	21
EBIT	27	64	(59)	134	(80)	402	205	96
Interest expense	(0)	(0)	nm	(1)	(57)	(1)	(0)	nm
Other income /exp.	16	17	(1)	7	130	81	61	34
Equity earnings from affiliates	0	0	nm	0	nm	0	0	nm
Extra items	0	0	nm	0	nm	0	0	nm
<b>EBT</b>	<b>43</b>	<b>81</b>	<b>(47)</b>	<b>140</b>	<b>(69)</b>	<b>482</b>	<b>266</b>	<b>82</b>
Corporate tax	(15)	(22)	(33)	(42)	(65)	(153)	(73)	109
Minority interest	1	(4)	nm	(2)	nm	(2)	(6)	(64)
<b>Net profit (loss)</b>	<b>29</b>	<b>55</b>	<b>(47)</b>	<b>97</b>	<b>(70)</b>	<b>327</b>	<b>187</b>	<b>75</b>
Reported EPS	0.12	0.28	(58)	0.39	(70)	1.45	0.93	56
<b>Core net profit</b>	<b>29</b>	<b>55</b>	<b>(47)</b>	<b>97</b>	<b>(70)</b>	<b>327</b>	<b>187</b>	<b>75</b>
<b>Key ratios</b>								
Gross margin (%)	43.5	46.0		51.4		49.9	44.6	
EBITDA margin (%)	11.9	22.7		33.7		28.2	22.2	
EBIT margin (%)	8.0	18.2		30.5		24.9	16.9	
SG&A / Revenue (%)	35.4	27.9		21.0		25.1	27.7	
Tax rate (%)	34.0	27.0		29.8		31.7	27.6	
Net margin (%)	8.8	15.5		22.0		20.2	15.4	
Current ratio (x)	3.6	3.7		2.8		3.6	3.7	
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.	
<b>Balance Sheet</b>								
Cash & Equivalent	407	332	23	565	(28)			
<b>Total assets</b>	<b>1,494</b>	<b>1,305</b>	<b>15</b>	<b>1,592</b>	<b>(6)</b>			
ST debts & current portion	0	0	nm	0	nm			
Long-term debt	11	6	88	12	(10)			
<b>Total liabilities</b>	<b>291</b>	<b>197</b>	<b>48</b>	<b>417</b>	<b>(30)</b>			
Retained earnings	394	348	13	365	8			
<b>Shareholders equity</b>	<b>1,171</b>	<b>1,071</b>	<b>9</b>	<b>1,142</b>	<b>3</b>			
Minority interests	32	37	(12)	33	(3)			
BV (Bt)	4.8	5.5	(13)	4.7	2			

- Revenue was 5% above estimate, led by higher-than-modeled TV ad revenue
- Service costs were controlled well—30% below expectation
- Gross profit overshoot our estimate by 220%, led by low service costs
- SG&A was contained—close to our model
- The bottom-line exceeded our estimate—a Bt29m profit (we had modeled for a Bt8m loss)

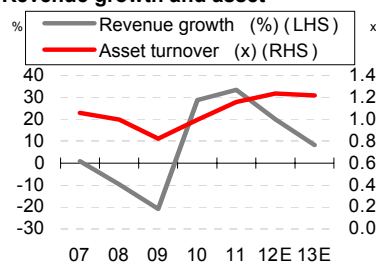
Source: Company data

**Figure 2: Revenue and gross profit breakdown**

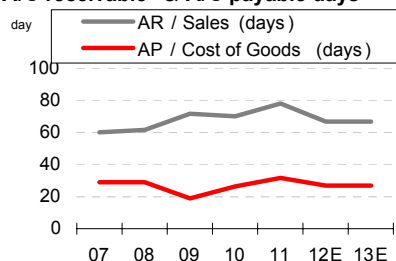
	<b>4Q11</b>	<b>4Q10</b>	<b>% YoY</b>	<b>3Q11</b>	<b>% QoQ</b>	<b>FY11</b>	<b>FY10</b>	<b>% YoY</b>
TV programming	255	322	(20.7)	385	(33.7)	1,382	1,073	28.8
Printing & advertising	15	16	(3.0)	13	19.1	71	37	91.4
Production	0	1	(68.7)	3	(86.4)	5	6	(18.2)
Movie	37	11	228.3	10	259.3	91	73	24.7
Concerts & live stage	23	4	463.0	27	(15.1)	69	24	184.8
<b>Total revenue</b>	<b>331</b>	<b>355</b>	<b>(6.5)</b>	<b>439</b>	<b>(24.5)</b>	<b>1,618</b>	<b>1,213</b>	<b>33.3</b>
TV programming	113	152	(25.8)	222	(49.2)	731	484	51.1
Printing & advertising	8	9	(12.4)	6	30.5	35	21	66.6
Production	(3)	(5)	46.3	0	n.m.	(8)	(9)	(415.3)
Movie	19	4	420.8	1	1,774.6	41	39	4.7
Concerts & live stage	7	4	82.4	(3)	(317.9)	8	5	53.5
<b>Gross profit</b>	<b>144</b>	<b>163</b>	<b>(11.6)</b>	<b>226</b>	<b>(36.1)</b>	<b>808</b>	<b>541</b>	<b>49.3</b>
TV programming	44.1%	47.2%		57.6%		52.9%	45.1%	
Printing & advertising	51.3%	56.8%		46.8%		49.1%	56.4%	
Production	-702.7%	-409.5%		2.7%		-168.7%	-152.1%	
Movie	51.4%	32.4%		9.8%		45.3%	53.9%	
Concerts & live stage	32.2%	99.4%		-12.5%		12.2%	22.6%	
<b>Gross margin (%)</b>	<b>43.5%</b>	<b>46.0%</b>		<b>51.4%</b>		<b>49.9%</b>	<b>44.6%</b>	

Source: Company data

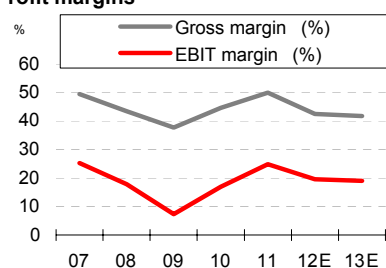
## Revenue growth and asset



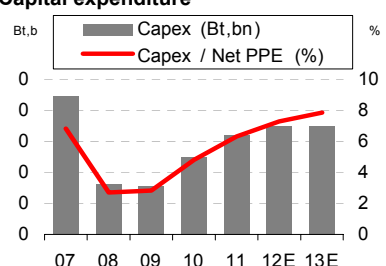
## A/C receivable &amp; A/C payable days



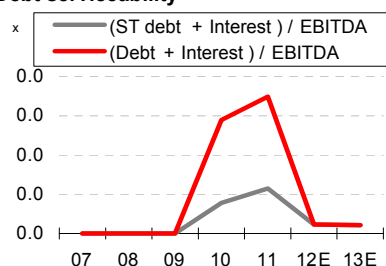
## Profit margins



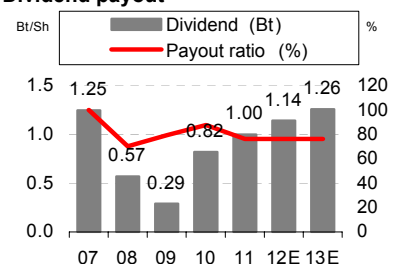
## Capital expenditure



## Debt serviceability



## Dividend payout



	2009	2010	2011	2012E	2013E
<b>PROFIT &amp; LOSS (Btm)</b>					
Revenue	943	1,213	1,618	1,940	2,099
Cost of sales and services	(587)	(672)	(810)	(1,117)	(1,221)
<b>Gross profit</b>	<b>356</b>	<b>541</b>	<b>808</b>	<b>823</b>	<b>878</b>
SG&A	(287)	(336)	(406)	(443)	(479)
<b>EBIT</b>	<b>69</b>	<b>205</b>	<b>402</b>	<b>380</b>	<b>398</b>
Interest expense	0	(0)	(1)	(1)	(1)
Other income/exp.	46	61	81	109	119
<b>EBT</b>	<b>114</b>	<b>266</b>	<b>482</b>	<b>488</b>	<b>517</b>
Corporate tax	(35)	(73)	(153)	(113)	(104)
<b>After-tax profit (loss)</b>	<b>80</b>	<b>192</b>	<b>329</b>	<b>376</b>	<b>413</b>
Minority interest	(7)	(6)	(2)	(1)	(1)
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	0	0	0	0	0
<b>Net profit (loss)</b>	<b>73</b>	<b>187</b>	<b>327</b>	<b>374</b>	<b>413</b>
Reported EPS	0.37	0.93	1.31	1.50	1.65
Fully diluted EPS	0.37	0.93	1.31	1.50	1.65
<b>Core net profit</b>	<b>73</b>	<b>187</b>	<b>327</b>	<b>374</b>	<b>413</b>
Core EPS	0.37	0.93	1.31	1.50	1.65
<b>EBITDA</b>	<b>132</b>	<b>269</b>	<b>457</b>	<b>445</b>	<b>468</b>

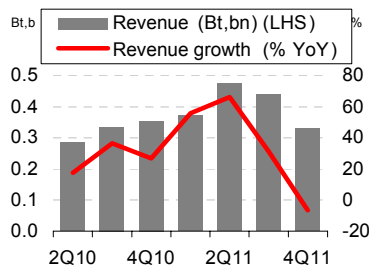
	2009	2010	2011	2012E	2013E
<b>KEY RATIOS</b>					
Revenue growth (%)	(20.9)	28.7	33.3	19.9	8.2
Gross margin (%)	37.7	44.6	49.9	42.4	41.8
EBITDA margin (%)	14.0	22.2	28.2	22.9	22.3
Operating margin (%)	7.3	16.9	24.9	19.6	19.0
Net margin (%)	7.8	15.4	20.2	19.3	19.7
Core profit margin (%)	7.8	15.4	20.2	19.3	19.7
ROA (%)	6.4	15.3	23.4	23.8	23.9
ROCE (%)	7.2	17.5	28.1	29.5	29.8
Asset turnover (x)	0.8	1.0	1.2	1.2	1.2
Current ratio (x)	4.5	3.7	3.6	3.7	3.9
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.

	2009	2010	2011	2012E	2013E
<b>BALANCE SHEET (Btm)</b>					
<b>Cash &amp; Equivalent</b>	<b>243</b>	<b>332</b>	<b>407</b>	<b>506</b>	<b>630</b>
Accounts receivable	186	234	347	356	385
Inventory	49	104	76	122	134
PP&E-net	556	519	510	480	445
Other assets	20	41	57	76	96
<b>Total assets</b>	<b>1,138</b>	<b>1,305</b>	<b>1,494</b>	<b>1,650</b>	<b>1,804</b>
Accounts payable	30	49	70	82	90
ST debts & current portion	0	2	4	0	0
Long-term debt	0	6	11	0	0
Other liabilities	0	0	35	42	46
<b>Total liabilities</b>	<b>119</b>	<b>197</b>	<b>291</b>	<b>329</b>	<b>357</b>
Paid-up capital	200	200	250	250	250
Share premium	523	523	526	526	526
Retained earnings	261	348	394	511	636
<b>Shareholders equity</b>	<b>984</b>	<b>1,071</b>	<b>1,171</b>	<b>1,288</b>	<b>1,413</b>
Minority interests	35	37	32	34	35
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>1,138</b>	<b>1,305</b>	<b>1,494</b>	<b>1,650</b>	<b>1,804</b>

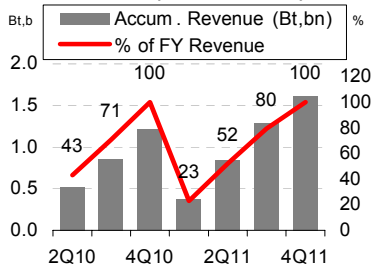
	2009	2010	2011	2012E	2013E
<b>CASH FLOW (Btm)</b>					
Net income	73	187	327	374	413
Depreciation and amortization	64	64	55	65	70
Change in working capital	(8)	(85)	(63)	(44)	(33)
FX, non-cash adjustment & others	(23)	65	26	(2)	(1)
<b>Cash flows from operating activities</b>	<b>105</b>	<b>232</b>	<b>345</b>	<b>393</b>	<b>449</b>
Capex (Invest)/Divest	(16)	(25)	(32)	(35)	(35)
Others	(23)	2	(18)	(14)	(7)
<b>Cash flows from investing activities</b>	<b>(39)</b>	<b>(23)</b>	<b>(50)</b>	<b>(49)</b>	<b>(42)</b>
Debt financing (repayment)	0	0	(3)	0	0
Equity financing	0	0	3	0	0
Dividend payment	(81)	(100)	(200)	(250)	(286)
Others	0	(4)	(6)	0	0
<b>Cash flows from financing activities</b>	<b>(81)</b>	<b>(104)</b>	<b>(206)</b>	<b>(250)</b>	<b>(286)</b>
Net change in cash	(14)	105	88	95	121
<b>Free cash flow (Btm)</b>	<b>90</b>	<b>207</b>	<b>312</b>	<b>358</b>	<b>414</b>
<b>FCF per share (Bt)</b>	<b>0.45</b>	<b>1.03</b>	<b>1.25</b>	<b>1.43</b>	<b>1.65</b>

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

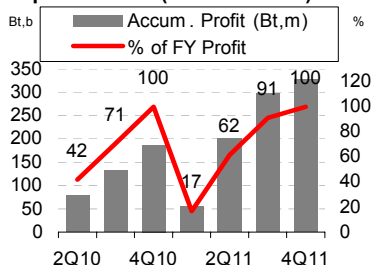
### Revenue trend



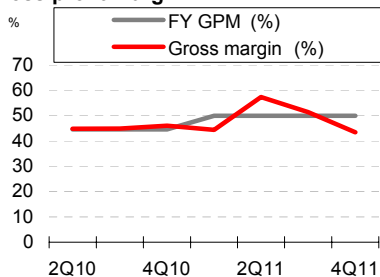
### Revenue trend (accumulated)



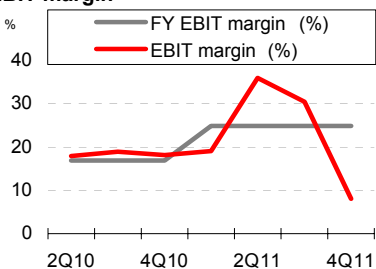
### Net profit trend (accumulated)



### Gross profit margin



### EBIT margin



### Financial tables

	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
<b>PROFIT &amp; LOSS (Btm)</b>					
Revenue	355	371	476	439	331
Cost of sales and services	(191)	(207)	(203)	(213)	(187)
<b>Gross profit</b>	<b>163</b>	<b>165</b>	<b>273</b>	<b>226</b>	<b>144</b>
SG&A	(99)	(94)	(102)	(92)	(117)
<b>EBIT</b>	<b>64</b>	<b>71</b>	<b>171</b>	<b>134</b>	<b>27</b>
Interest expense	(0)	(0)	(0)	(1)	(0)
Other income/exp.	17	13	45	7	16
<b>EBT</b>	<b>81</b>	<b>84</b>	<b>216</b>	<b>140</b>	<b>43</b>
Corporate tax	(22)	(30)	(67)	(42)	(15)
<b>After-tax profit (loss)</b>	<b>59</b>	<b>54</b>	<b>149</b>	<b>98</b>	<b>28</b>
Minority interest	(4)	1	(3)	(2)	1
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	0	0	0	0	0
<b>Net profit (loss)</b>	<b>55</b>	<b>55</b>	<b>146</b>	<b>97</b>	<b>29</b>
Reported EPS	0.28	0.28	0.73	0.39	0.12
Fully diluted EPS	0.28	0.28	0.73	0.39	0.12
<b>Core net profit</b>	<b>55</b>	<b>55</b>	<b>146</b>	<b>97</b>	<b>29</b>
Core EPS	0.28	0.28	0.73	0.39	0.12
<b>EBITDA</b>	<b>80</b>	<b>84</b>	<b>185</b>	<b>148</b>	<b>40</b>

### KEY RATIOS

	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
Gross margin (%)	46.0	44.4	57.4	51.4	43.5
EBITDA margin (%)	22.7	22.7	38.9	33.7	11.9
Operating margin (%)	18.2	19.1	35.9	30.5	8.0
Net margin (%)	15.5	14.8	30.8	22.0	8.8
Core profit margin (%)	15.5	14.8	30.8	22.0	8.8
BV (Bt)	5.5	5.6	6.1	4.7	4.8
ROE (%)	20.6	20.1	49.1	33.9	10.0
ROA (%)	16.9	15.7	37.6	24.3	7.8
Current ratio (x)	3.7	3.5	3.5	2.8	3.6
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.

### BALANCE SHEET (Btm)

	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
<b>Cash &amp; Equivalent</b>	<b>332</b>	<b>406</b>	<b>466</b>	<b>565</b>	<b>407</b>
Accounts receivable	234	269	339	297	347
Inventory	104	101	89	96	76
PP&E-net	519	518	517	518	510
Other assets	74	64	54	53	99
<b>Total assets</b>	<b>1,305</b>	<b>1,400</b>	<b>1,555</b>	<b>1,592</b>	<b>1,494</b>
Accounts payable	49	63	74	57	70
ST debts & current portion	0	0	0	0	0
Long-term debt	6	5	8	12	11
Other liabilities	0	32	33	34	35
<b>Total liabilities</b>	<b>197</b>	<b>270</b>	<b>327</b>	<b>417</b>	<b>291</b>
Paid-up capital	200	200	200	250	250
Share premium	523	523	523	526	526
Retained earnings	348	372	418	365	394
<b>Shareholders equity</b>	<b>1,071</b>	<b>1,095</b>	<b>1,192</b>	<b>1,142</b>	<b>1,171</b>
Minority interests	37	35	37	33	32
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>1,305</b>	<b>1,400</b>	<b>1,555</b>	<b>1,592</b>	<b>1,494</b>

Sources: Company data, Bualuang Research

## 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 ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DERIVATIVE WARRANTS on the securities ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BCP, BIGC, BJC, BLA, CPALL, CPF, DTAC, ESSO, HMPRO, IRPC, IVL, KBANK, KK, KTB, LH, PS, PTT, PTTEP, PTTGC, SCB, SCC, STA, TCAP, THAI, TISCO, TOP, TPIPL, TRUE, TUF. Before making an investment decision over a derivative warrant, a potential investor should carefully read the prospectus for the details of the said derivative warrant.

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 base 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.

Score Range	Number of Logo	Description
90 – 100		Excellent
80 – 89		Very Good
70 – 79		Good
60 – 69		Satisfactory
50 – 59		Pass
Below 50	No logo given	N/A

## 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.