

วีจีไอ โกลบอล มีเดีย VGI TB / VGI.BK

3 พฤศจิกายน 2014
ผลกำไรไตรมาส 2/57 ต่ำกว่าคาด; แนวโน้มการฟื้นตัวค่อนข้างช้า
ต่ำกว่าคาด

VGI รายงานผลกำไรสุทธิไตรมาส 2/57 (ก.ค.-ก.ย.) ที่ 264 ล้านบาท ลดลง 19% YoY แต่เพิ่มขึ้น 3% QoQ หากไม่รวมรายการพิเศษค่าใช้จ่ายในการพัฒนาธุรกิจที่ 2 ล้านบาท กำไรหลักจะอยู่ที่ 266 ล้านบาท ลดลง 19% YoY และทรงตัว QoQ โดยผลกำไรสุทธิต่ำกว่าประมาณการของเรา 7% และตลาด 4% จากยอดขายที่ต่ำกว่าคาดและค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่สูงกว่าคาด

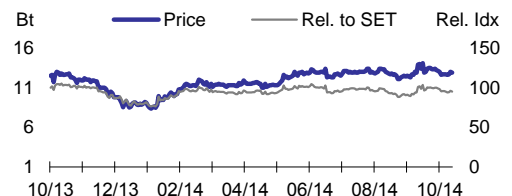
ประเด็นหลักจากผลประกอบการ

ยอดขายหดตัว 7% YoY แต่เพิ่มขึ้น 4% QoQ เป็น 795 ล้านบาท ถึงแม้เม็ดเงินโฆษณาทั่วทั้งอุตสาหกรรมจะยังคงอ่อนตัวในระหว่างไตรมาส (ลดลง 10% YoY และเพิ่มขึ้นเพียง 2% QoQ) แต่รายได้โฆษณาจากธุรกิจขนส่งมวลชนก็ปรับตัวเพิ่มขึ้น 4% YoY และ 3% QoQ เป็น 448 ล้านบาท รายได้จากสื่อในโมเดิร์นเทรดตัว 17% YoY แต่เพิ่มขึ้น 6% QoQ เป็น 305 ล้านบาท รายได้จากพื้นที่โฆษณาในอาคารสำนักงานและสื่ออื่น ๆ ลดลง 23% YoY แต่สูงขึ้น 2% QoQ เป็น 43 ล้านบาท อัตราการไ้ขึ้นต้นลดลงเป็น 54.6% ในไตรมาส 2/57 จาก 59.7% ในไตรมาส 2/56 และ 55.2% ในไตรมาส 1/57 จากค่าเสื่อมราคาที่สูงขึ้นสำหรับสื่อดิจิทัล

อัตราค่าไ้ขึ้นต้นจากธุรกิจในส่วนที่เกี่ยวข้องกับ BTS ลดลงเป็น 76.1% จาก 82.8% ในไตรมาส 2/56 และ 79.1% ในไตรมาส 1/57 ในขณะที่อัตราค่าไ้ขึ้นต้นของสื่อในโมเดิร์นเทรดลดลงมาอยู่ที่ 22.6% จาก 30.8% ในไตรมาส 2/56 (แต่เพิ่มขึ้นจาก 17.1% ในไตรมาส 1/57) อัตราค่าไ้ขึ้นต้นจากสื่อในอาคารสำนักงานหดตัวเป็น 56.6% จาก 70.9% ในไตรมาส 2/56 และ 68.0% ในไตรมาส 1/57 ด้านสัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายปรับตัวเพิ่มขึ้นเป็น 14.4% จาก 12.3% ในไตรมาส 2/56 และ 13.8% ในไตรมาส 1/57 จากค่าใช้จ่ายพนักงานที่เพิ่มสูงขึ้น นอกจากนี้ ต้นทุนทางการเงินยังสูงขึ้นทั้ง YoY และ QoQ จากหนี้สินที่เพิ่มมากขึ้น

แนวโน้ม

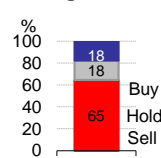
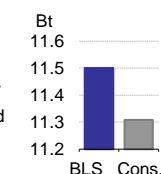
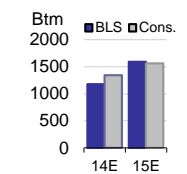
เราคาดว่ากำไรของ VGI จะขยายตัวทั้ง YoY และ QoQ ในไตรมาส 3/57 (ต.ค.-ธ.ค.) หนุนจากช่วงไฮซีซั่น อย่างไรก็ตาม รายได้โฆษณาอาจไม่ฟื้นตัวแรงมากนักเนื่องจากเม็ดเงินโฆษณาในกลุ่มผู้ประกอบการสินค้าอุปโภคบริโภคที่มีการเคลื่อนไหวอย่างรวดเร็วยังคงอ่อนตัว ดังนั้นเราจึงคาดว่าอัตราค่าโฆษณาไม่น่าจะเพิ่มขึ้นในปี 2557 เนื่องจากอัตราการจองโฆษณายังคงต่ำอยู่ (โดยเฉพาะในสื่อโมเดิร์นเทรด) ซึ่งส่งผลให้เกิดความเสี่ยงขาดต่อเป้าการเติบโตของรายได้ของ VGI ในปี 2557 ที่ 13-17% (สมมติฐานของเราอยู่ที่ 9%) และต่อประมาณการกำไรของตลาด

Sector: Media Neutral
คำแนะนำพื้นฐาน: ขาย
เป้าหมายพื้นฐาน: 11.50 บาท
ราคา (31/10/57): 12.80 บาท
Price chart


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(0.9)	(7.0)	(10.6)
Absolute	-	(1.5)	(0.8)

Key Statistics

Market cap	Bt44.3bn	USD1.4bn
12-mth price range	Bt8.1/Bt14.6	
12-mth avg daily volume	Bt208m	USD6.4m
# of shares (m)	3,432	
Est. free float (%)	36.4	
Foreign limit (%)	49.0	

Consensus rating

BLS Target price vs. Consensus

BLS earnings vs. Consensus

Financial Summary

FY Ended 31 Mar	2013	2014E	2015E	2016E
Revenues (Btm)	3,149	3,439	4,233	4,648
Net profit (Btm)	1,146	1,178	1,590	2,065
EPS (Bt)	0.27	0.27	0.37	0.48
EPS growth (%)	+27.1%	+2.8%	+35.0%	+29.9%
Core profit (Btm)	1,146	1,178	1,590	2,065
Core EPS (Bt)	0.27	0.27	0.37	0.48
Core EPS growth (%)	+27.1%	+2.8%	+35.0%	+29.9%
PER (x)	125.5	47.7	35.4	27.2
PBV (x)	73.6	26.7	9.5	5.8
Dividend (Bt)	1.0	0.2	0.3	0.4
Dividend yield (%)	2.8	1.8	2.5	3.3
ROE (%)	60.7	58.0	39.6	26.4

CG Rating

สุพพดา ศรีสุข
นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์
suppata@bualuang.co.th
+66 2 618 1343

สิ่งที่เปลี่ยนแปลงไป

ถึงแม้ผลกำไรสุทธิในช่วงครึ่งแรกของปี 2557 จะคิดเป็นเพียง 45% ของประมาณการปี 2557 ของเราที่ 1,172 ล้านบาท เรายังคงประมาณการไว้เท่าเดิมเนื่องจากโดยปกติแล้วรายได้โฆษณาจะปรับตัวขึ้นสูงในช่วงต.ค.-ธ.ค. เราปรับเปลี่ยนระยะเวลาในการลงทุนเป็นสิ้นเดือนมี.ค. 2559 ด้วยราคาเป้าหมายใหม่ที่ 11.50 บาท

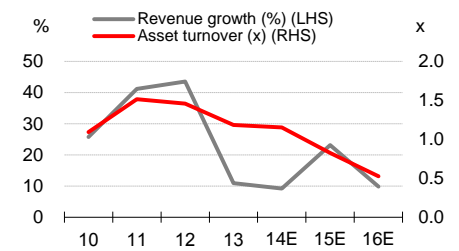
คำแนะนำ

ในมุมมองของเรา เม็ดเงินโฆษณาที่ยังอ่อนตัวซึ่งอาจส่งผลให้ตลาดปรับลดประมาณการกำไร เป็นปัจจัยสำคัญที่จำกัดอัปเดตของราคาหุ้น เราคาดว่ากำไรหลักปี 2557 จะเติบโตเพียง 2% เท่านั้น นอกจากนี้ ราคาหุ้น VGI ณ ปัจจุบันซึ่งซื้อขายที่ PER ปี 2558 ที่ 35 เท่า เทียบกับค่าเฉลี่ยกลุ่มที่ 22 เท่า นั้นถือว่าเต็มมูลค่าแล้ว และถึงแม้การเข้าซื้อกิจการใหม่อาจช่วยหนุนให้นักลงทุนหันมาสนใจหุ้น VGI มากขึ้น แต่ราคาใช้สิทธิในการแปลงวอร์แรนต์ก็เป็นอีกปัจจัยที่อาจทำให้ราคาหุ้นไม่สามารถปรับตัวขึ้นได้มากนัก

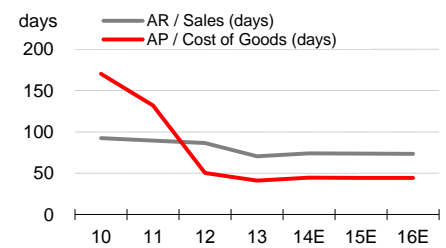
VGI : Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Revenue	2,838	3,149	3,439	4,233	4,648
Cost of sales and services	(1,289)	(1,342)	(1,593)	(1,882)	(1,691)
Gross profit	1,548	1,807	1,845	2,351	2,957
SG&A	(390)	(426)	(442)	(464)	(487)
EBIT	1,158	1,381	1,404	1,887	2,470
Interest expense	(2)	(1)	(9)	(12)	(11)
Other income/exp.	31	39	42	52	57
EBT	1,187	1,419	1,437	1,927	2,517
Corporate tax	(285)	(273)	(287)	(385)	(503)
After-tax net profit (loss)	902	1,147	1,150	1,542	2,013
Minority interest	0	0	0	0	0
Equity earnings from affiliates	0	(1)	28	48	52
Extra items	0	0	0	0	0
Net profit (loss)	902	1,146	1,178	1,590	2,065
Reported EPS	0.21	0.27	0.27	0.37	0.48
Fully diluted EPS	0.21	0.27	0.27	0.37	0.48
Core net profit	902	1,146	1,178	1,590	2,065
Core EPS	0.21	0.27	0.27	0.37	0.48
EBITDA	1,289	1,511	1,608	2,113	2,708
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	43.5	11.0	9.2	23.1	9.8
Gross margin (%)	54.6	57.4	53.7	55.5	63.6
EBITDA margin (%)	45.4	48.0	46.8	49.9	58.3
Operating margin (%)	41.9	45.1	42.1	45.8	54.4
Net margin (%)	31.8	36.4	34.3	37.6	44.4
Core profit margin (%)	31.8	36.4	34.3	37.6	44.4
ROA (%)	46.3	43.1	39.4	31.0	23.4
ROCE (%)	85.3	60.7	54.7	37.8	26.2
Asset turnover (x)	1.5	1.2	1.2	0.8	0.5
Current ratio (x)	2.7	2.1	1.2	5.0	9.5
Gearing ratio (x)	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
Interest coverage (x)	597.4	2,234.3	178.3	173.9	248.0
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	1,254	1,009	312	3,783	7,407
Accounts receivable	673	607	696	854	934
Inventory	0	0	0	0	0
PP&E-net	473	923	1,363	1,520	1,432
Other assets	179	202	863	863	862
Total assets	2,579	2,741	3,234	7,020	10,635
Accounts payable	178	151	195	229	206
ST debts & current portion	0	0	0	0	0
Long-term debt	0	0	250	138	1
Other liabilities	581	637	683	736	701
Total liabilities	758	788	1,128	1,103	908
Paid-up capital	300	343	343	369	395
Share premium	863	863	863	4,440	8,018
Retained earnings	623	749	902	1,109	1,315
Shareholders equity	1,821	1,953	2,106	5,917	9,727
Minority interests	0	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	2,579	2,741	3,234	7,020	10,635
CASH FLOW (Btm)					
Net income	902	1,146	1,178	1,590	2,065
Depreciation and amortization	100	90	162	174	180
Change in working capital	(719)	(148)	(0)	(73)	(141)
FX, non-cash adjustment & others	278	253	(0)	0	0
Cash flows from operating activities	560	1,342	1,339	1,691	2,104
Capex (Invest)/Divest	(304)	(1,078)	(1,262)	(328)	(90)
Others	0	0	0	0	0
Cash flows from investing activities	(304)	(1,078)	(1,262)	(328)	(90)
Debt financing (repayment)	0	0	250	(113)	(136)
Equity financing	1,056	0	0	3,604	3,604
Dividend payment	(440)	(1,014)	(1,025)	(1,383)	(1,858)
Others	0	0	0	0	0
Cash flows from financing activities	616	(1,014)	(775)	2,108	1,609
Net change in cash	873	(751)	(697)	3,471	3,623
Free cash flow (Btm)	256	263	78	1,363	2,014
FCF per share (Bt)	0.1	0.1	0.0	0.3	0.5
KEY ASSUMPTIONS	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Ad spending growth	9%	1%	2%	2%	2%
Share of transit from total ad spending	3%	3%	3%	3%	4%
Share of in-store total ad spending	2%	3%	3%	3%	3%
Revenue sharing to BTSC	10%	5%	5%	5%	5%
Dividend payout ratio	97%	90%	87%	87%	90%

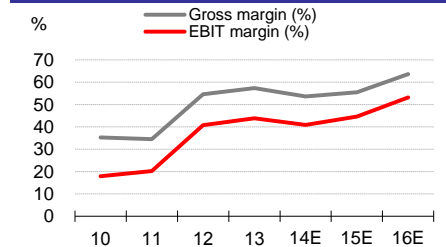
Revenue growth and asset turnover



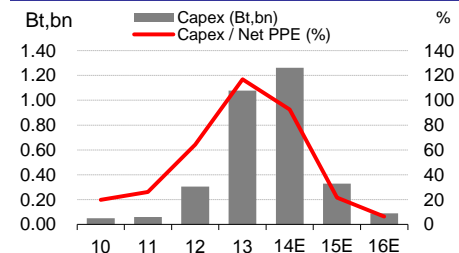
A/C receivable & A/C payable days



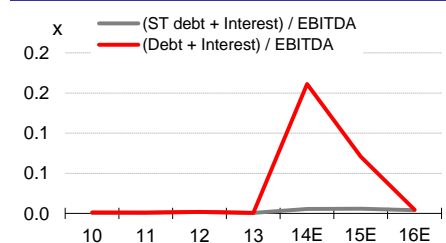
Profit margins



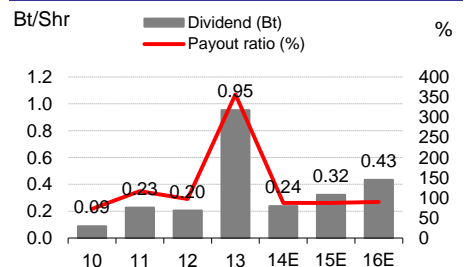
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



VGI : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14
Revenue	849	853	806	641	762
Cost of sales and services	(368)	(344)	(315)	(315)	(341)
Gross profit	482	509	491	326	421
SG&A	(109)	(105)	(104)	(108)	(105)
EBIT	373	404	386	218	316
Interest expense	(0)	(0)	(0)	(0)	(1)
Other income/exp.	12	5	9	12	15
EBT	385	409	395	230	330
Corporate tax	(77)	(81)	(78)	(37)	(64)
After-tax net profit (loss)	308	328	317	194	266
Minority interest	0	0	0	0	0
Equity earnings from affiliates	0.0	0.0	0.0	(0.8)	1.5
Extra items	0.0	0.0	0.0	0.0	(10.3)
Net profit (loss)	308	328	317	193	257
Reported EPS	0.07	0.08	0.07	0.04	0.06
Fully diluted EPS	0.07	0.08	0.07	0.04	0.06
Core net profit	308	328	317	193	268
Core EPS	0.07	0.08	0.07	0.04	0.06
EBITDA	407	449	395	261	361

KEY RATIOS

Gross margin (%)	56.7	59.7	60.9	50.8	55.2
EBITDA margin (%)	47.9	52.6	49.0	40.6	47.4
Operating margin (%)	45.3	48.0	49.1	35.9	43.4
Net margin (%)	36.2	38.4	39.4	30.1	33.8
Core profit margin (%)	36.2	38.4	39.4	30.1	35.1
BV (Bt)	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5
ROE (%)	62.3	63.0	66.9	41.5	52.1
ROA (%)	44.2	44.1	45.2	28.5	36.0
Current ratio (x)	2.5	2.3	1.8	2.1	1.5
Gearing ratio (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Interest coverage (x)	4,841.1	2,578.8	1,346.8	2,083.0	347.1

QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	1,172	653	326	503	151
Accounts receivable	904	901	781	607	719
Inventory	0	0	0	0	0
PP&E-net	570	735	918	923	887
Other assets	348	659	641	708	1,414
Total assets	2,993	2,948	2,666	2,741	3,171
Accounts payable	182	233	233	151	111
ST debts & current portion	0	0	0	0	0
Long-term debt	0	0	0	0	0
Other liabilities	682	678	673	637	849
Total liabilities	864	911	906	788	960
Paid-up capital	300	330	343	343	343
Share premium	856	863	863	863	863
Retained earnings	0	0	519	749	0
Shareholders equity	2,129	2,037	1,760	1,953	2,211
Minority interests	0	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	2,993	2,948	2,666	2,741	3,171

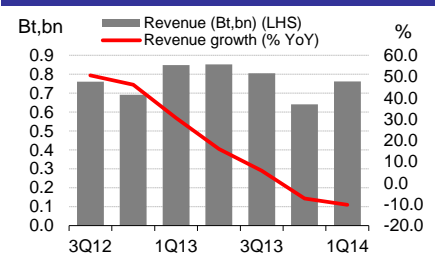
KEY STATS

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14
Revenue contribution					
BTS	49%	51%	55%	61%	57%
Modern trade	46%	43%	40%	34%	38%
Office building	5%	6%	6%	5%	5%

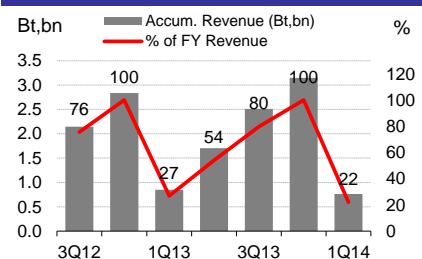
Company profile

VGI Global Media is a non-traditional advertising service provider. Its operation includes advertising media on the BTS Skytrain system, advertising media in leading modern trade stores (Tesco-Lotus, Big C and Watsons) and advertising media on and in office buildings in Bangkok. VGI is the fastest-growing advertising space vendor in Thailand

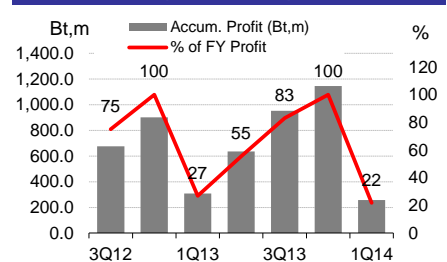
Revenue trend



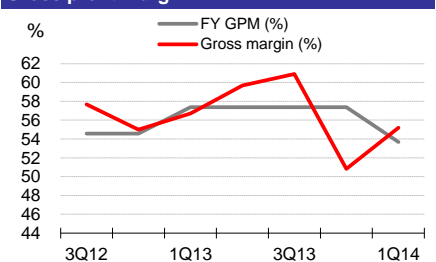
Revenue trend (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin

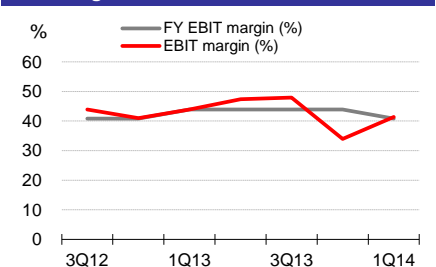


Figure 1 : 2Q14 results

FY Ended 31 Mar (Btm)	2Q14	2Q13	YoY %	1Q14	QoQ %	6M14	6M13	YoY %	6M14 vs. FY14E
Income Statement									
Revenue	795	853	(7)	762	4	1,557	1,702	(9)	45
Cost of sales and services	(361)	(344)	5	(341)	6	(703)	(712)	(1)	44
SG&A	(114)	(105)	9	(105)	9	(220)	(213)	3	50
EBITDA	367	427	(14)	364	1	731	834	(12)	45
EBIT	320	404	(21)	316	1	635	777	(18)	45
Interest expense	(3)	(0)	1,904	(1)	235	(5)	(0)	1,655	27
Other income/exp.	9	5	66	15	(42)	24	17	41	56
Equity earnings from affiliates	5	0	nm	1	225	6	0	nm	nm
Extra items	(2)	0	nm	(10)	nm	(12)	0	nm	nm
EBT	325	409	(21)	330	(1)	655	794	(18)	46
Corporate tax	(63)	(81)	(22)	(64)	(0)	(127)	(158)	(20)	44
Minority interest	0	0	nm	0	nm	0	0	nm	nm
Net profit (loss)	264	328	(19)	257	3	522	636	(18)	45
Reported EPS	0.06	0.08	(19)	0.1	3	0.12	0.15	(18)	45
Core net profit	266	328	(19)	268	(0)	534	636	(16)	46
Key ratios									
Gross margin (%)	54.6	59.7		55.2		54.9	58.2		
EBITDA margin (%)	46.2	50.1		47.8		47.0	49.0		
EBIT margin (%)	40.2	47.4		41.4		40.8	45.7		
Tax rate (%)	19.5	19.9		19.3		19.4	19.9		
Net margin (%)	33.3	38.4		33.8		33.5	37.3		
Current ratio (x)	1.0	2.3		1.5		1.0	2.3		
Gearing ratio (x)	0.0	0.0		0.1		0.0	0.0		
Interest coverage (x)	105.3	2,453.4		350.4		140.3	3,012.2		
Balance Sheet									
Cash & Equivalent	212	653	(68)	151	40				
Total assets	3,367	2,948	14	3,171	6				
ST debts & current portion	0	0	nm	200	nm				
Long-term debt	0	0	nm	0	nm				
Total liabilities	1,337	911	47	960	39				
Retained earnings	0	809	(100)	1,006	(100)				
Shareholders equity	2,029	2,037	(0)	2,211	(8)				
Minority interests	0	0	nm	0	nm				
BV (Bt)	0.5	0.5	(0)	0.5	(8)				

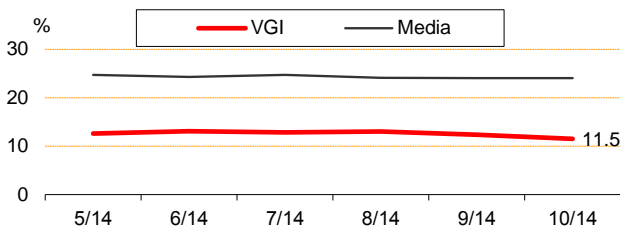
- The YoY revenue fall was due to declining revenue for modern trade and office building media
- The QoQ top-line growth was driven by increased ad receipts across all media categories
- GM was squeezed both YoY and QoQ on higher depreciation expenses
- Higher loans outstanding
- Non-recurring survey and business development expenses
- Net profit was 7% below our estimate and 4% short of the consensus.

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

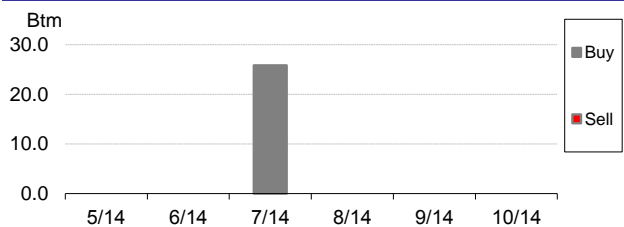
Regional Comparisons

	Bloomberg Code	Price (local curr.)	Market Cap (US\$ equivalent)	PER (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div Yield (%)	
				2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E
Abs-Cbn Corp	ABS PM	PHP46.0	871	21.0	17.5	-31.5	19.0	1.4	1.3	8.4	7.4	1.3	1.3
Gma Network Inc	GMA7 PM	PHP7.5	560	31.9	21.4	-27.1	60.0	n.a.	n.a.	18.7	13.3	3.5	3.5
Sun Tv Network Ltd	SUNTV IN	INR326.6	2,096	15.9	13.5	8.0	18.1	3.3	2.9	26.4	24.9	3.3	3.8
Zee Entertainment Enterprise	Z IN	INR344.3	5,384	36.3	29.6	3.1	22.8	5.8	4.9	22.2	21.1	0.7	0.9
Television Broadcasts Ltd	511 HK	HKD42.5	2,398	11.5	11.1	264.9	4.2	2.0	1.9	18.4	19.4	5.8	6.0
Phoenix Satellite Television	2008 HK	HKD2.4	1,534	13.0	11.3	349.6	18.2	1.9	1.7	16.5	15.5	2.2	2.6
Nippon Television Network	9404 JP	JPY1,673.0	3,936	14.4	13.2	13.9	9.7	0.8	0.7	5.8	5.5	1.8	2.0
Tokyo Broadcasting System	9401 JP	JPY1,227.0	2,084	20.9	20.1	-3.8	3.6	0.5	0.5	2.8	2.7	1.5	1.6
Tv Asahi Corp	9409 JP	JPY1,742.0	1,686	14.8	13.5	0.3	10.4	0.6	0.6	4.5	4.5	1.7	1.9
Beijing Gehua Catv Network-A	600037 CH	CNY15.4	2,671	30.7	24.0	36.4	27.7	2.4	2.2	10.1	8.4	0.9	1.1
BEC World	BEC TB	THB48.25	2,960	22.7	24.4	-23.9	-7.0	11.7	11.5	51.2	50.8	4.1	3.8
GMM Grammy	GRAMMY TE	THB13.80	296	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	3	3	-81.8	-10.8	0.0	0.0
Major Cineplex Group	MAJOR TB	THB23.80	650	20.0	18.0	0.3	11.2	3.4	3.3	17.1	18.4	4.2	4.7
MCOT	MCOT TB	THB20.40	430	19.0	22.0	-51.8	-13.4	1.9	1.9	9.8	8.9	4.8	4.2
RS	RS TB	THB8.60	265	31.0	27.6	-32.6	12.4	4.7	4.3	16.4	16.3	1.8	2.0
VGI Global Media	VGI TB	THB12.80	1,348	47	35	2.8	35.0	26.1	9.3	58.0	39.6	1.9	2.5
Workpoint Entertainment	WORK TB	THB37.50	306	113.2	62.6	-66.8	80.7	5.5	5.2	5.5	8.8	0.4	0.8
Simple average				28.9	22.8	27.6	19.5	4.7	3.5	12.3	15.0	2.4	2.5

Foreign holding



Management trading activities during past six months



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

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

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

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

Financial Advisor	Lead underwriter/ Underwriter/ Co-underwriter
TSE	BA, BGH, TSE

Score Range

90 – 100
80 – 89
70 – 79
60 – 69
50 – 59
Below 50

Score Range


No logo given

Description

Excellent
Very Good
Good
Satisfactory
Pass
N/A

CORPORATE GOVERNANCE REPORT DISCLAIMER

This research report was prepared by Bualuang Securities Public Company Limited and refers to research prepared by Morgan Stanley. Morgan Stanley does not warrant or guarantee the accuracy or completeness of its research reports. Morgan Stanley reserves copyright and other proprietary rights in the material reproduced in this report. Morgan Stanley is under no obligation to inform Bualuang Securities or you if the views or information referred to or reproduced in this research report change.

Corporate Governance Report disclaimer

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information.

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. Bualuang Securities Public Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

BUALUANG RESEARCH – RECOMMENDATION FRAMEWORK
STOCK RECOMMENDATIONS

BUY: Expected positive total returns of 15% or more over the next 12 months.
HOLD: Expected total returns of between -15% and +15% over the next 12 months.
SELL: Expected negative total returns of 15% or more over the next 12 months.
TRADING BUY: Expected positive total returns of 15% or more over the next 3 months.

SECTOR RECOMMENDATIONS

OVERWEIGHT: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to outperform the relevant primary market index over the next 12 months.
NEUTRAL: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to perform in line with the relevant primary market index over the next 12 months.
UNDERWEIGHT: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to underperform the relevant primary market index over the next 12 months.