

# จีเอ็มเอ็ม แกรมมี่

GRAMMY TB / GRAMMY.BK

25 สิงหาคม 2560

## ตระกูลสิริวัฒนภักดีเข้าถือหุ้นใน GMM Channel Trading

### ประเด็นการลงทุน

หลังจากที่มีการปรับโครงสร้าง The ONE enterprise ก็ถึงคิวของ GMM Channel Trading เรามองว่าการเพิ่มทุนครั้งนี้จะเป็นผลบวกต่อกำไรของ GRAMMY ในระยะสั้น เนื่องจากขาดทุนที่รับรู้มาจาก GMM Channel Trading ระหว่างปี 2560-2561 จะลดลง และในเชิงธุรกิจ GMM25 จะเป็นผู้เล่นที่แข็งแกร่งขึ้น แต่ในแง่ของมูลค่า ส่วนแบ่งกำไรในอนาคตจะลดลง หลังจาก GMM Channel Trading พลิกกลับมาทำกำไร ซึ่งจะกระทบต่อราคาเป้าหมายของเราเช่นกัน จาก 11.3 บาท มาอยู่ที่ 9.7 บาทอย่างไรก็ตาม เรายังไม่รวมผลประโยชน์ที่จะได้รับจากการมีผู้ถือหุ้นใหม่เข้ามาคิดในประมาณการของเรา เนื่องจากเรายังไม่สามารถประเมินในเชิงของมูลค่าได้ในขณะนี้

### ตระกูลสิริวัฒนภักดีเข้าถือหุ้น GMM Channel Trading

บริษัท จีเอ็มเอ็ม แชนแนล เทรดดิ้ง ประกาศเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนจำนวน 12 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้ หุ้นละ 100 บาท โดย GRAMMY จะเข้าซื้อหุ้นเพิ่มทุนจำนวน 1.99 ล้านหุ้น และบริษัท อเดลฟอส จำกัด (มีนายสุภาพน สิริวัฒนภักดีและนาย ปรณต สิริวัฒนภักดี เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่) จะเข้าซื้อหุ้นเพิ่มทุนในจำนวนที่เหลือ 9.99 ล้านหุ้น (มูลค่า 1 พันล้านบาท) โดยบริษัทจะมีการปรับโครงสร้างผู้ถือหุ้น GMM Channel Trading และบริษัทอื่นในเครือ (ตามรูป 1 และ 2) หลังจากปรับโครงสร้างสำเร็จ GMM Channel Trading จะประกอบด้วย 1) GMM Channel (GMM25), 2) GMM TV (ผลิตรายการ), 3) GMM Media, 4) A-Time Media, และ 5) A-Time Traveler หลังจากที่ตั้งนี้สำเร็จ GRAMMY และ Adelfos จะถือหุ้น GMM Channel Trading ฝ่ายละ 50%

### ใส่กระแสให้ช่อง GMM25

เราเชื่อว่าเงินที่ได้จากเพิ่มทุน GMM Channel Trading จะใช้สำหรับชำระค่าธรรมเนียมใบอนุญาตประกอบกิจการทีวีดิจิทัลและลงทุนในด้านคอนเทนต์โปรดักชัน การมีพันธมิตรที่พร้อมด้วยเงินทุนและเป็นผู้ใช้โฆษณาลำดับต้นๆ (Thai Beverage ติดอันดับ 7 ของผู้ใช้โฆษณามากที่สุด โดยจ่ายเม็ดเงินโฆษณาแล้วกว่า 820 ล้านบาทนับจากต้นปีจนถึงปัจจุบัน) จะช่วยให้บริษัทมีเงินทุนและหนุนความมั่นใจในการทำธุรกิจในอนาคตเพื่อยืนยันหนี้ต่อคู่แข่งได้ ในการแข่งขันนี้ผู้ประกอบการที่จะยืนหยัดอยู่ได้คือผู้ที่มีคอนเทนต์และเงินทุนที่แข็งแกร่ง

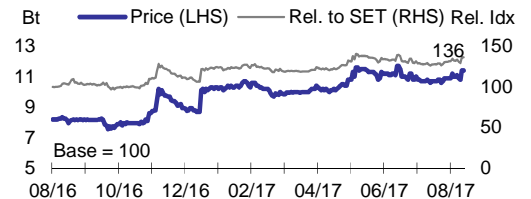
### ส่งผลบวกต่อกำไร GRAMMY ในระยะสั้น

หลังจากเสร็จสิ้นการเพิ่มทุนของ GMM Channel Trading GRAMMY จะบันทึกการลงทุนใน GMM Channel Trading ในงบการเงินของบริษัทโดยใช้วิธี equity method (เปลี่ยนจากวิธี consolidation method) เพื่อสะท้อนการรับรู้ขาดทุนจาก GMM Channel Trading Co Ltd ที่จะลดลง เราได้ปรับเพิ่มประมาณการกำไรหลักของเราขึ้น 20% มาอยู่ที่ 126 ล้านบาทสำหรับปี 2560 และขึ้น 2% มาอยู่ที่ 317 ล้านบาทสำหรับปี 2561 เราคาดว่า GMM Channel Trading จะสามารถรายงานผลประกอบการพลิกเป็นกำไรได้ในปี 2561 ดังนั้น เราจึงปรับลดประมาณการกำไรหลักปี 2561 ลง 5% มาอยู่ที่ 393 ล้านบาท (ปรับลดกำไรในระยะยาวลง 15-20%) เนื่องจากคาดส่วนแบ่งกำไรจะลดลง เราปรับลดราคาเป้าหมายของเราลง 14% มาอยู่ที่ 9.7 บาท (ประเมินด้วยวิธี SOTP) เพื่อสะท้อนสัดส่วนการถือหุ้นใน GMM Channel Trading ของ GRAMMY ที่ลดลง

**Sector: Media—NEUTRAL**

คำแนะนำพื้นฐาน: ถือ  
เป้าหมายพื้นฐาน: 9.70 บาท  
ราคา (24/08/60): 13.00 บาท

### Price chart

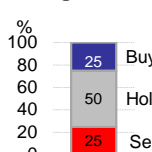


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	18.5	28.3	58.4
Absolute	18.2	28.7	60.5

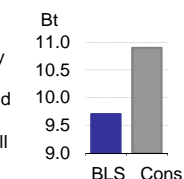
### Key statistics

Market cap	Bt10.7bn	USD0.3bn
12-mth price range	Bt7.4/Bt12.7	
12-mth avg daily volume	Bt2m	USD0.0m
# of shares (m)	820	
Est. free float (%)	21.3	
Foreign limit (%)	49.0	

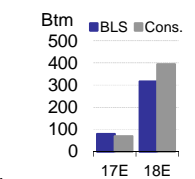
### Consensus rating



### BLS target price vs. Consensus



### BLS earnings vs. Consensus



### Financial summary

FY Ended 31 Dec	2016	2017E	2018E	2019E
Revenues (Btm)	7,294	7,608	6,106	6,299
Net profit (Btm)	(521)	80	317	393
EPS (Bt)	(0.63)	0.10	0.39	0.48
EPS growth (%)	+54.6%	n.m.	+294.1%	+24.2%
Core profit (Btm)	(472)	126	317	393
Core EPS (Bt)	(0.57)	0.15	0.39	0.48
Core EPS growth (%)	+49.1%	n.m.	+152.2%	+24.2%
PER (x)	n.m.	132.9	33.7	27.2
PBV (x)	8.7	6.9	5.8	4.8
Dividend (Bt)	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE (%)	(33.4)	6.0	20.5	20.7

### CG/Anti-corruption



นภนต์ ใจแสน

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน

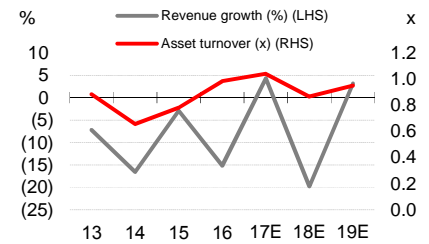
napon.jai@bualuang.co.th

+66 2 618 1349

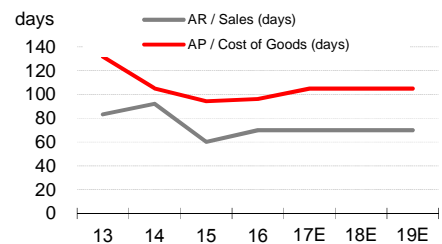
## GRAMMY: Financial Tables – Year

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>PROFIT &amp; LOSS (Btm)</b>					
Revenue	8,598	7,294	7,608	6,106	6,299
Cost of sales and services	(5,768)	(4,594)	(4,500)	(3,723)	(3,866)
<b>Gross profit</b>	<b>2,830</b>	<b>2,700</b>	<b>3,108</b>	<b>2,384</b>	<b>2,433</b>
SG&A	(3,528)	(2,861)	(2,829)	(2,137)	(2,205)
<b>EBIT</b>	<b>(698)</b>	<b>(161)</b>	<b>279</b>	<b>247</b>	<b>228</b>
Interest expense	(176)	(128)	(129)	(90)	(76)
Other income/exp.	146	120	128	102	104
<b>EBT</b>	<b>(728)</b>	<b>(169)</b>	<b>279</b>	<b>258</b>	<b>257</b>
Corporate tax	114	21	(75)	(72)	(73)
<b>After-tax net profit (loss)</b>	<b>(614)</b>	<b>(148)</b>	<b>203</b>	<b>186</b>	<b>184</b>
Minority interest	(10)	13	13	13	13
Equity earnings from affiliates	(303)	(337)	(91)	118	196
Extra items	(219)	(49)	(45)	0	0
<b>Net profit (loss)</b>	<b>(1,146)</b>	<b>(521)</b>	<b>80</b>	<b>317</b>	<b>393</b>
Reported EPS	(1.40)	(0.63)	0.10	0.39	0.48
<b>Fully diluted EPS</b>	<b>(1.40)</b>	<b>(0.63)</b>	<b>0.10</b>	<b>0.39</b>	<b>0.48</b>
<b>Core net profit</b>	<b>(927)</b>	<b>(472)</b>	<b>126</b>	<b>317</b>	<b>393</b>
Core EPS	(1.13)	(0.57)	0.15	0.39	0.48
<b>EBITDA</b>	<b>51</b>	<b>606</b>	<b>1,084</b>	<b>1,092</b>	<b>1,116</b>
<b>KEY RATIOS</b>					
Revenue growth (%)	(2.9)	(15.2)	4.3	(19.7)	3.2
Gross margin (%)	32.9	37.0	40.8	39.0	38.6
EBITDA margin (%)	0.6	8.3	14.3	17.9	17.7
Operating margin (%)	(8.1)	(2.2)	3.7	4.0	3.6
Net margin (%)	(13.3)	(7.1)	1.1	5.2	6.2
Core profit margin (%)	(10.8)	(6.5)	1.6	5.2	6.2
ROA (%)	(10.4)	(7.0)	1.1	4.5	5.9
ROCE (%)	(19.8)	(13.7)	2.0	8.0	10.0
Asset turnover (x)	0.8	1.0	1.0	0.9	0.9
Current ratio (x)	1.3	1.2	1.2	1.3	1.3
Gearing ratio (x)	0.8	1.7	1.6	1.1	0.8
Interest coverage (x)	n.m.	n.m.	2.2	2.7	3.0
<b>BALANCE SHEET (Btm)</b>					
Cash & Equivalent	1,235	1,119	936	1,022	1,150
Accounts receivable	1,415	1,397	1,459	1,171	1,208
Inventory	301	371	370	306	318
PP&E-net	524	430	567	642	762
Other assets	2,823	3,031	3,274	2,720	2,096
<b>Total assets</b>	<b>7,590</b>	<b>7,249</b>	<b>7,401</b>	<b>6,707</b>	<b>6,584</b>
Accounts payable	1,489	1,210	1,295	1,071	1,112
ST debts & current portion	14	338	338	338	338
Long-term debt	1,655	2,121	2,085	1,735	1,385
Other liabilities	1,335	977	1,141	916	693
<b>Total liabilities</b>	<b>5,556</b>	<b>5,780</b>	<b>5,865</b>	<b>4,867</b>	<b>4,364</b>
Paid-up capital	820	820	820	820	820
Share premium	5,119	5,119	5,119	5,119	5,119
Retained earnings	(4,976)	(5,496)	(5,416)	(5,099)	(4,706)
<b>Shareholders equity</b>	<b>1,822</b>	<b>1,302</b>	<b>1,382</b>	<b>1,699</b>	<b>2,093</b>
Minority interests	211	166	153	140	127
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>7,590</b>	<b>7,249</b>	<b>7,401</b>	<b>6,707</b>	<b>6,584</b>
<b>CASH FLOW (Btm)</b>					
Net income	(1,146)	(521)	80	317	393
Depreciation and amortization	750	767	805	845	888
Change in working capital	840	(331)	23	128	(7)
FX, non-cash adjustment & others	(73)	(317)	(36)	(260)	(190)
<b>Cash flows from operating activities</b>	<b>371</b>	<b>(402)</b>	<b>873</b>	<b>1,030</b>	<b>1,083</b>
Capex (Invest)/Divest	(273)	(71)	(450)	(450)	(458)
Others	1,069	(492)	(473)	(114)	(151)
<b>Cash flows from investing activities</b>	<b>796</b>	<b>(563)</b>	<b>(923)</b>	<b>(564)</b>	<b>(609)</b>
Debt financing (repayment)	(927)	775	(36)	(350)	(350)
Equity financing	0	0	0	0	0
Dividend payment	0	0	0	0	0
Others	(46)	(0)	0	0	0
<b>Cash flows from financing activities</b>	<b>(973)</b>	<b>775</b>	<b>(36)</b>	<b>(350)</b>	<b>(350)</b>
Net change in cash	194	(190)	(85)	117	124
<b>Free cash flow (Btm)</b>	<b>98</b>	<b>(473)</b>	<b>423</b>	<b>580</b>	<b>625</b>
<b>FCF per share (Bt)</b>	<b>0.1</b>	<b>(0.6)</b>	<b>0.5</b>	<b>0.7</b>	<b>0.8</b>
<b>Key assumptions</b>					
Music business	3,252	2,876	3,155	3,350	3,467
ONE	686	48	20	20	20
GMM25	1,645	1,772	1,769	-	-
Others	3,015	2,598	2,665	2,736	2,812

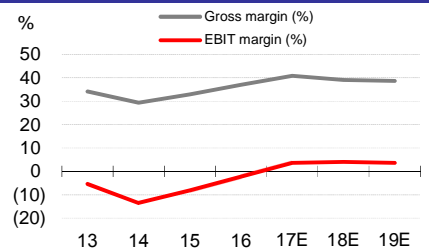
### Revenue growth and asset turnover



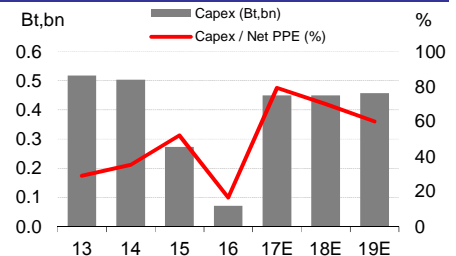
### A/C receivable & A/C payable days



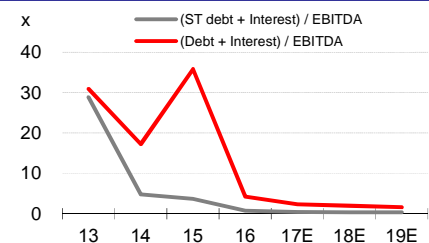
### Profit margins



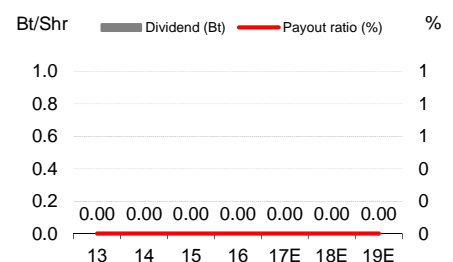
### Capital expenditure



### Debt serviceability



### Dividend payout



## GRAMMY: Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17
Revenue	1,799	2,034	1,490	2,015	1,910
Cost of sales and services	(1,070)	(1,239)	(1,054)	(1,229)	(1,180)
Gross profit	729	795	436	786	730
SG&A	(771)	(715)	(649)	(718)	(699)
<b>EBIT</b>	<b>(42)</b>	<b>80</b>	<b>(213)</b>	<b>67</b>	<b>31</b>
Interest expense	(31)	(32)	(34)	(40)	(32)
Other income/exp.	44	28	29	27	43
<b>EBT</b>	<b>(29)</b>	<b>76</b>	<b>(218)</b>	<b>55</b>	<b>41</b>
Corporate tax	8	(11)	27	(15)	(7)
After-tax net profit (loss)	(21)	64	(191)	39	35
Minority interest	10	(13)	10	(4)	(17)
Equity earnings from affiliates	(82)	(47)	(79)	(37)	5
Extra items	(16)	(16)	3	6	(14)
<b>Net profit (loss)</b>	<b>(109)</b>	<b>(11)</b>	<b>(256)</b>	<b>4</b>	<b>9</b>
Reported EPS	(0.13)	(0.01)	(0.31)	0.01	0.01
<b>Fully diluted EPS</b>	<b>(0.13)</b>	<b>(0.01)</b>	<b>(0.31)</b>	<b>0.01</b>	<b>0.01</b>
<b>Core net profit</b>	<b>(93)</b>	<b>5</b>	<b>(260)</b>	<b>(1)</b>	<b>22</b>
Core EPS	(0.1)	0.0	(0.3)	(0.0)	0.0
<b>EBITDA</b>	<b>74</b>	<b>200</b>	<b>67</b>	<b>278</b>	<b>228</b>

### KEY RATIOS

Gross margin (%)	40.5	39.1	29.2	39.0	38.2
EBITDA margin (%)	4.1	9.8	4.5	13.8	11.9
Operating margin (%)	(2.3)	3.9	(14.3)	3.3	1.6
Net margin (%)	(6.1)	(0.6)	(17.2)	0.2	0.4
Core profit margin (%)	(5.2)	0.2	(17.4)	(0.1)	1.2
BV (Bt)	2.2	2.2	1.8	1.8	1.8
ROE (%)	(27.8)	(2.9)	(78.7)	1.3	2.6
ROA (%)	(5.9)	(0.6)	(14.1)	0.2	0.5
Current ratio (x)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	0.0	0.0
Gearing ratio (x)	1.3	1.3	1.7	1.7	1.7
Interest coverage (x)	n.m.	2.5	n.m.	1.7	0.9

### QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	1,303	1,013	1,119	1,288	1,422
Accounts receivable	1,406	1,660	1,397	1,653	1,564
Inventory	314	375	371	319	346
PP&E-net	488	460	430	400	370
Other assets	1,947	2,268	1,864	2,230	2,202
<b>Total assets</b>	<b>7,387</b>	<b>7,681</b>	<b>7,249</b>	<b>7,585</b>	<b>7,529</b>
Accounts payable	1,393	1,482	1,210	1,335	1,386
ST debts & current portion	399	250	338	374	458
Long-term debt	1,902	2,121	2,121	2,120	2,079
Other liabilities	415	490	354	681	662
<b>Total liabilities</b>	<b>5,620</b>	<b>5,916</b>	<b>5,780</b>	<b>6,108</b>	<b>6,049</b>
Paid-up capital	820	820	820	820	820
Share premium	5,978	5,978	5,978	5,978	5,978
Retained earnings	(4,762)	(4,773)	(5,029)	(5,025)	(5,017)
<b>Shareholders equity</b>	<b>1,570</b>	<b>1,559</b>	<b>1,302</b>	<b>1,307</b>	<b>1,316</b>
Minority interests	197	206	166	170	164
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>7,387</b>	<b>7,681</b>	<b>7,249</b>	<b>7,585</b>	<b>7,529</b>

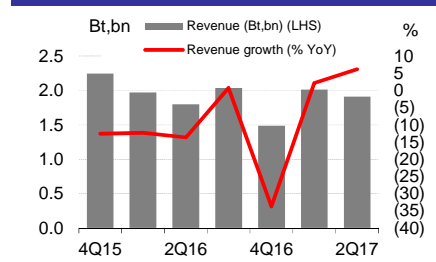
### Key statistics

	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17
Music revenue (Btm)	726	791	437	858	681
GMM One TV revenue (Btm)	5	8	28	6	-
GMM Channel revenue (Btm)	468	542	342	458	413
Merchandise revenue (Btm)	496	500	429	511	537
Others revenue (Btm)	104	193	254	182	279

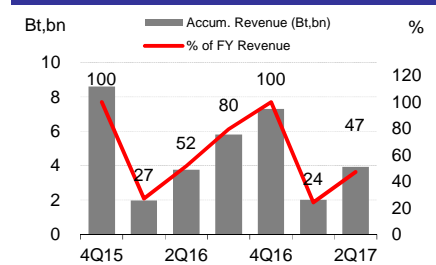
### Company profile

GMM Grammy Plc (GRAMMY) is a fully-integrated entertainment and media operator engaged in the following businesses: 1) music (show business, copyrights, YouTube and digital downloads and physical products), 2) GMM One (One Digital, free TV and others), 3) GMM25 TV (GMM25 Digital TV, Free TV and A-Time media and radio), 4) merchandise (home shopping and set-top box sales), and 5) others (movies and publishing). In 2016, its music business contributed the most to consolidated revenue (39%), followed by merchandise (27%), and GMM25 TV (24%).

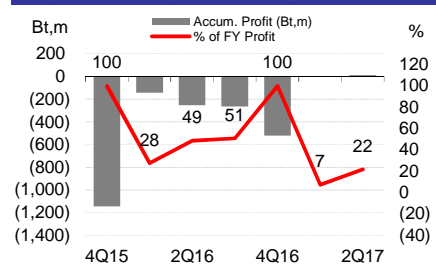
### Revenue trend



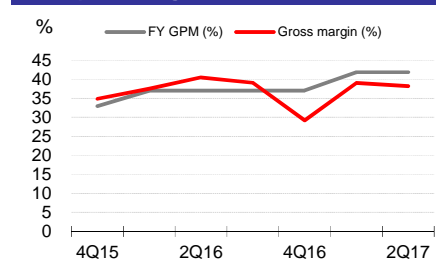
### Revenue trend (accumulated)



### Net profit trend (accumulated)



### Gross profit margin



### EBIT margin

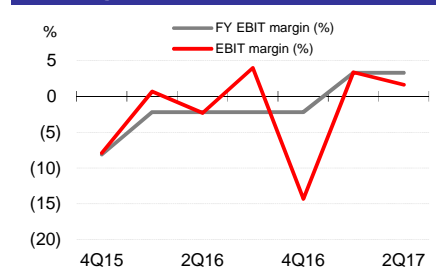
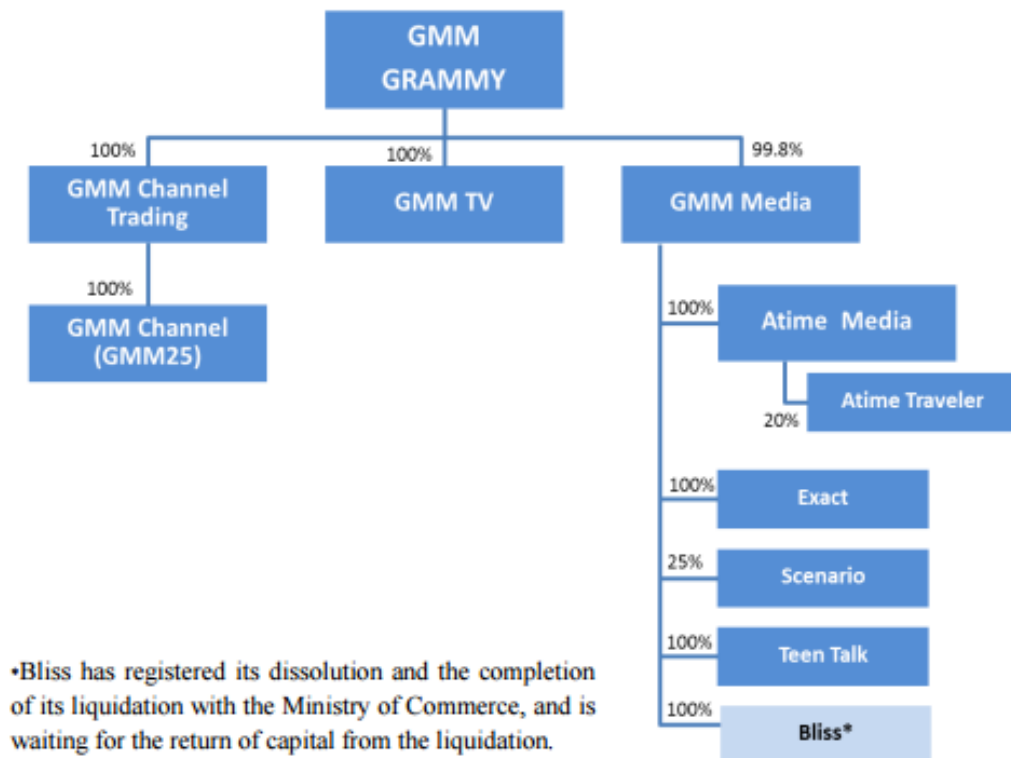
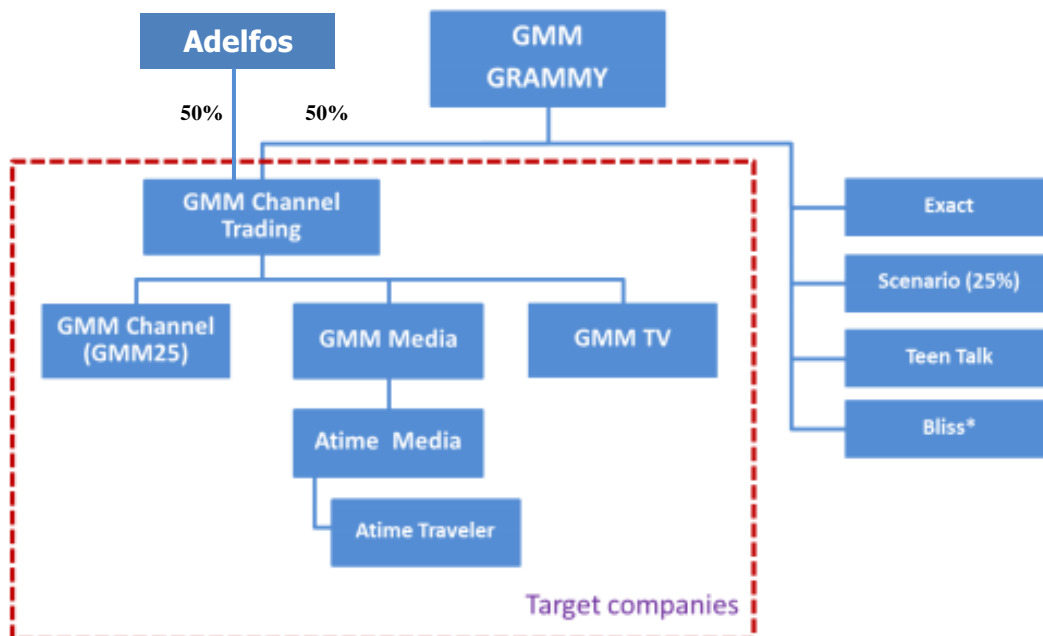


Figure 1: Shareholding structure of GMM Channel Trading before the restructuring



Source: Company data

Figure 2: Shareholding structure of GMM Channel Trading after the restructuring

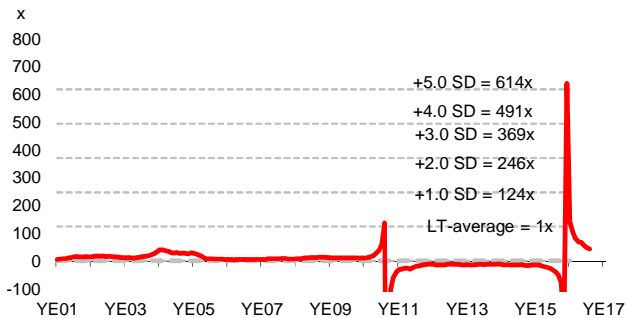


Source: Company data

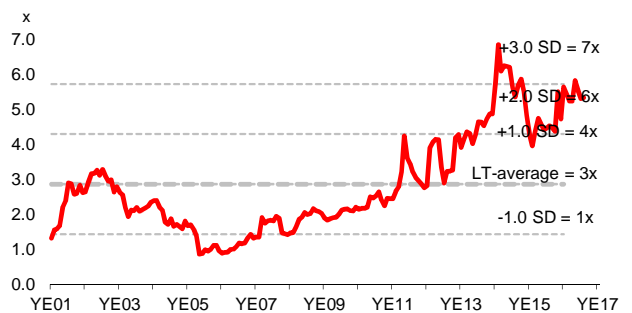
## Regional Comparisons

	Bloomberg	Price	Market Cap	PER (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div Yield (%)	
	Code	(local curr.)	(US\$ equivalent)	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
Abs-Cbn Corp	ABS PM	PHP41.7	695	12.2	10.2	-27.3	19.1	1.1	1.0	9.1	10.5	2.5	1.9
Gma Network Inc	GMA7 PM	PHP6.1	403	12.9	10.4	-34.3	20.4	n.a.	n.a.	24.6	23.6	n.a.	n.a.
Sun Tv Network Ltd	SUNTV IN	INR712.5	4,385	24.3	20.3	12.1	20.3	6.4	5.8	27.4	30.0	2.5	2.7
Zee Entertainment Enterprise	Z IN	INR511.7	7,675	33.9	28.1	-33.9	19.7	6.1	5.3	19.4	20.3	0.7	0.8
Television Broadcasts Ltd	511 HK	HKD27.7	1,551	16.7	14.1	63.9	18.3	2.4	2.5	11.0	18.1	9.4	9.4
Nippon Television Network	9404 JP	JPY1,940.0	4,672	12.7	12.2	-4.8	4.2	0.7	0.7	5.9	5.8	1.8	1.8
Tokyo Broadcasting System	9401 JP	JPY2,103.0	3,656	22.1	21.3	3.0	3.6	0.7	0.7	3.3	3.4	1.4	1.4
Tv Asahi Corp	9409 JP	JPY2,176.0	2,156	19.5	18.8	-24.9	3.5	0.7	0.7	3.6	3.6	1.8	1.9
Beijing Gehua Catv Network-A	600037 CH	CNY14.4	3,000	24.6	22.5	10.3	6.6	1.5	1.5	6.2	6.3	1.5	1.7
BEC World	BEC TB	THB15.60	936	39.3	34.4	-34.8	14.0	4.6	4.4	11.8	13.6	2.3	2.6
GMM Grammy	GRAMMY TB	THB13.00	320	132.9	33.7	n.m.	294.1	6.9	5.8	6.0	20.5	0.0	0.0
Major Cineplex Group	MAJOR TB	THB31.00	832	20.2	18.2	15.3	11.5	3.9	3.8	20.2	21.6	4.5	5.0
MCOT	MCOT TB	THB13.20	272	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	1.5	1.7	-10.6	-9.3	0.0	0.0
Plan B Media	PLANB TB	THB5.70	601	35.1	27.4	62.8	27.8	6.0	5.4	18.2	20.9	1.4	1.8
RS	RS TB	THB14.20	412	59.0	40.9	n.m.	44.1	10.6	9.0	24.2	28.5	1.1	1.5
VGI Global Media	VGI TB	THB5.60	1,153	58	51	0.0	14.2	14.1	12.7	41.9	42.4	1.1	1.2
Workpoint Entertainment	WORK TB	THB68.25	862	35.1	26.3	308.2	33.5	8.0	6.9	25.9	28.9	1.7	2.3
<b>Simple average</b>				<b>34.9</b>	<b>24.4</b>	<b>22.6</b>	<b>34.7</b>	<b>4.7</b>	<b>4.2</b>	<b>14.6</b>	<b>17.0</b>	<b>2.1</b>	<b>2.3</b>

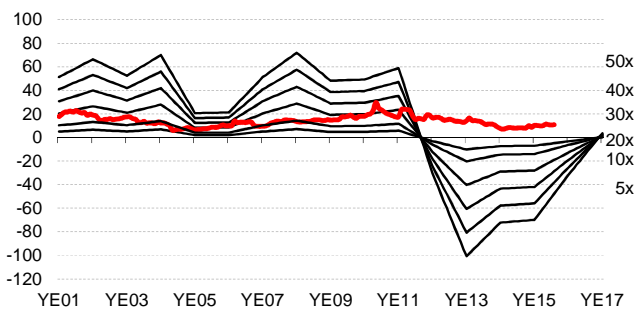
PER band versus SD (next 12 months)



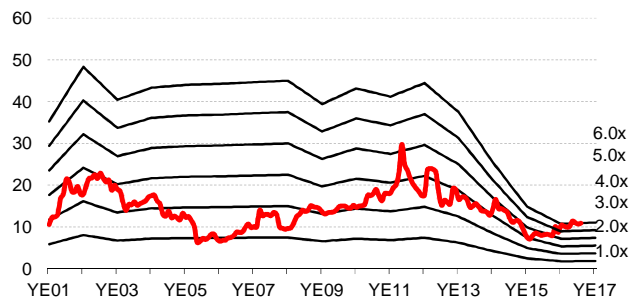
PBV band versus SD (next 12 months)



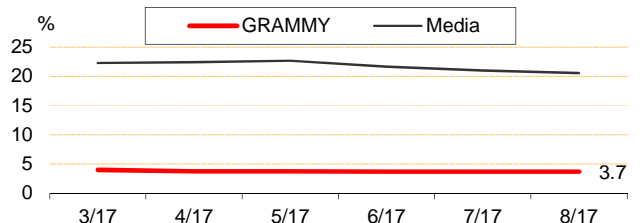
PER band and share price



PBV band and share price



Foreign holdings



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






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

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

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

Financial Advisor	Lead underwriter/ Underwriter/ Co-underwriter
SCCC, MILL	BGRIM, III

**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 program (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.