

# NETBAY

NETBAY TB / NETBAYm.BK

**29 สิงหาคม 2562**

## แพลตฟอร์มเดิมแข็งแกร่ง..แพลตฟอร์มใหม่ต่อยอด

เรามีโอกาสได้รับฟังข้อมูลกับผู้บริหารของ NETBAY ในช่วงต้นสัปดาห์ที่ผ่านมา นักลงทุนต่างมีมุมมองเชิงบวกต่อแนวโน้มของทั้งอุตสาหกรรมและธุรกิจของบริษัท เราเชื่อว่าแพลตฟอร์มในปัจจุบันจะสามารถทำให้บริษัทรักษาระดับอัตราดอกเบี้ยของกำไรรายปีที่ 20-30% ได้ต่อเนื่อง และการเกิดขึ้นของแพลตฟอร์มใหม่จะเป็นตัวยกระดับการเติบโตของกำไรต่อปีให้เพิ่มขึ้นมากกว่า 30% ประเด็นสำคัญจากที่ประชุมมีดังนี้

### What NETBAY does—3Ds

แพลตฟอร์มของ NETBAY ได้ถูกพัฒนาเพื่อเป็นทางออกในการแก้ปัญหาสังคมที่ลูกค้าต้องเผชิญ ได้แก่ เอกสารกระดาษ, ภาระต้นทุน, การเสียเวลา และความซับซ้อน โดยแต่ละฝ่ายในระบบต้องการการเชื่อมโยงและการทำงานร่วมกัน แต่การเชื่อมต่อในแต่ละจุดนั้น (จุดต่อจุด) ต้องเสียทั้งเวลาและค่าใช้จ่าย NETBAY ทำหน้าที่ 3 หน้าที่หลักที่เรียกว่า 3Ds คือ digital documentation (ทำเอกสารให้อยู่ในรูปแบบดิจิทัล), digital business processes (ทำขั้นตอนการทำงานให้อยู่ในระบบดิจิทัล) และ digital business platform (แพลตฟอร์มที่มีการนำเสนอการให้บริการต่างๆ รวมถึงเชื่อมโยงแต่ละฝ่าย) รายได้ทั้งหมดของบริษัทมาจากภาคเอกชนและ 99% คือรายได้ประจำ โดยการทำธุรกรรมหนึ่งครั้งหมายถึงหนึ่งขั้นตอน, การส่ง, การรับ, หรือ อื่นๆ ขึ้นอยู่กับแอปพลิเคชัน (โดยแต่ละแอปพลิเคชันราคาจะต่างกันแต่ราคาสูงสุดอยู่ที่ 50บาท ต่อการทำธุรกรรม)

### สร้างมูลค่าเพิ่มต่อยอดจากแพลตฟอร์มเดิม

บริษัทเสนอแอปพลิเคชันหรือการให้บริการหลากหลายรูปแบบ (บนหนึ่งแพลตฟอร์ม) และแอปพลิเคชันเหล่านั้นยังเชื่อมต่อกัน โดย NETBAY พยายามขยายระบบธุรกิจให้เป็นดิจิทัลมากขึ้น ดังนั้นจึงมีการขยายฐานจำนวนแอปพลิเคชันบนแพลตฟอร์มอย่างต่อเนื่อง หากทำการเปิดแอปพลิเคชันใหม่ (การบริการใหม่) บนแพลตฟอร์ม(เพื่อสนองความต้องการลูกค้า) ลูกค้าเดิมสามารถใช้แอปพลิเคชันใหม่และบริษัทสามารถดึงดูดลูกค้าใหม่ๆเพิ่มอีก การเติบโตของรายได้ของ NETBAY มาจาก 4 ปัจจัยหลักดังนี้ 1) ลูกค้าใหม่, 2) การทำธุรกรรมที่เพิ่มขึ้น, 3) การขยายโครงข่าย (ทั้งภาคเอกชนและภาครัฐ) และ 4) แอปพลิเคชันใหม่ (การขยายแพลตฟอร์ม)

### การขยายทั้งขนาดและบริการใหม่

จากการที่บริษัทต่างๆ ในทุกภาคส่วน เริ่มหันมาใช้ระบบดิจิทัลมากขึ้น เป็นโอกาสที่ดีของ NETBAY ที่จะเข้ามารองรับความต้องการดังกล่าว โดยล่าสุดบริษัทได้เปิดตัวแพลตฟอร์ม e-tax invoice & e-receipt และ e-court ซึ่งปัจจุบันอยู่ในขั้นตอนการทดลองให้ใช้บริการฟรี สำหรับแอป e-tax บริษัทกำลังรอให้กรมสรรพากรอัปเดตฮาร์ดแวร์และเซิร์ฟเวอร์ระบบหลังบ้านให้เรียบร้อย (คาดว่าจะเสร็จสิ้นในไตรมาส 4/62) และรอการประกาศในราชกิจจานุเบกษา ก่อนจะเปิดให้ใช้อย่างเป็นทางการ สำหรับระบบ e-court ทาง NETBAY อยากให้ทางสำนักงานกฎหมายและสถาบันการเงินเริ่มคุ้นชินกับตัวแพลตฟอร์มก่อน นอกจากนี้ NETBAY ยังมีแผนที่จะเปิดตัวแอป e-SME (ระบบธุรกิจดิจิทัลสำหรับธุรกิจ SME) เมื่อแพลตฟอร์มดังกล่าวเริ่มสร้างรายได้ เราคาดว่า ฐานกำไรของ NETBAY จะเติบโตมากกว่า 30% สำหรับสงครามการค้าไม่ส่งผลกระทบต่อ NETBAY โดยเราเห็นได้จากปริมาณการทำธุรกรรมที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในทุกๆไตรมาสตั้งแต่เกิดสงครามการค้าระหว่างสหรัฐ-จีน แม้ว่าปริมาณการส่งออก/นำเข้าของไทยจะลดลง

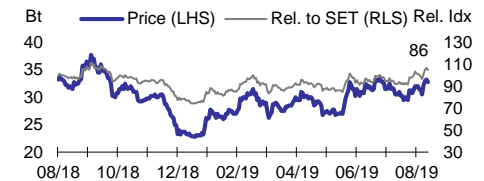
**Sector: MAI**
**NEUTRAL**

 คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**

เป้าหมายพื้นฐาน: 45.00 บาท

ราคา (28/08/62): 33.25 บาท

### Price chart

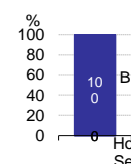


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	10.9	21.4	4.6
Absolute	5.6	21.3	(1.5)

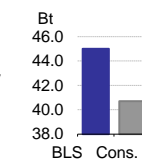
### Key statistics

Market cap	Bt6.6bn	USD0.2bn
12-mth price range	Bt22.0/Bt38.0	
12-mth avg daily volume	Bt9m	USD0.3m
# of shares (m)	200	
Est. free float (%)	49.0	
Foreign limit (%)	49.0	

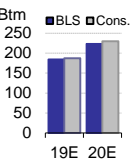
### Consensus rating



### BLS target price vs. Consensus



### Consensus rating



### Financial summary

FY Ended 31 Dec	2018	2019E	2020E	2021E
Revenues (Btm)	362	416	478	526
Net profit (Btm)	149	184	223	256
EPS (Bt)	0.74	0.92	1.12	1.28
EPS growth (%)	+29%	+23.8%	+21.0%	+15.0%
Core profit (Btm)	149	184	223	256
Core EPS (Bt)	0.74	0.92	1.12	1.28
Core EPS growth (%)	+29%	+24%	+21.0%	+15.0%
PER (x)	51.1	36.1	29.8	25.9
PBV (x)	16.1	12.9	11.9	10.9
Dividend (Bt)	0.8	0.7	0.9	1.0
Dividend yield (%)	2.0	2.2	2.7	3.1
ROE (%)	33.4	37.4	41.6	43.8

### CG/Anti-corruption



นกนต ใจแสน

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจุบันฐานด้านตลาดทุน

napon.jai@bualuang.co.th

+66 2 618 1349

## NETBAY: Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Revenue	315	362	416	478	526
Cost of sales and services	(71)	(71)	(83)	(93)	(102)
<b>Gross profit</b>	<b>244</b>	<b>291</b>	<b>333</b>	<b>385</b>	<b>424</b>
SG&A	(128)	(142)	(151)	(164)	(169)
<b>EBIT</b>	<b>116</b>	<b>149</b>	<b>182</b>	<b>221</b>	<b>255</b>
Interest expense	0	0	0	0	0
Other income/exp.	7	7	10	12	13
<b>EBT</b>	<b>123</b>	<b>156</b>	<b>193</b>	<b>233</b>	<b>268</b>
Corporate tax	(7)	(7)	(9)	(10)	(12)
<b>After-tax net profit (loss)</b>	<b>116</b>	<b>149</b>	<b>184</b>	<b>223</b>	<b>256</b>
Minority interest	0	0	0	0	0
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	0	0	0	0	0
<b>Net profit (loss)</b>	<b>116</b>	<b>149</b>	<b>184</b>	<b>223</b>	<b>256</b>
Reported EPS	0.58	0.74	0.92	1.12	1.28
<b>Fully diluted EPS</b>	<b>0.58</b>	<b>0.74</b>	<b>0.92</b>	<b>1.12</b>	<b>1.28</b>
<b>Core net profit</b>	<b>116</b>	<b>149</b>	<b>184</b>	<b>223</b>	<b>256</b>
Core EPS	0.58	0.74	0.92	1.12	1.28
<b>EBITDA</b>	<b>126</b>	<b>159</b>	<b>199</b>	<b>241</b>	<b>277</b>

### KEY RATIOS

Revenue growth (%)	15.3	14.9	15.0	15.0	10.0
Gross margin (%)	77.5	80.5	80.2	80.6	80.6
EBITDA margin (%)	40.0	44.0	47.9	50.3	52.7
Operating margin (%)	39.0	43.1	46.4	48.8	51.0
Net margin (%)	36.8	41.2	44.3	46.6	48.7
Core profit margin (%)	36.8	41.2	44.3	46.6	48.7
ROA (%)	23.1	26.0	29.2	33.0	35.3
ROCE (%)	30.4	33.4	37.4	41.6	43.8
Asset turnover (x)	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
Current ratio (x)	4.5	6.1	5.3	3.2	3.8
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)

Cash & Equivalent	33	37	42	48	87
Accounts receivable	51	60	69	87	92
Inventory	0	0	0	0	1
PP&E-net	5	37	62	85	105
Other assets	443	476	479	480	469
<b>Total assets</b>	<b>533</b>	<b>611</b>	<b>652</b>	<b>700</b>	<b>753</b>
Accounts payable	9	12	12	14	15
ST debts & current portion	0	0	0	0	0
Long-term debt	0	0	0	0	0
Other liabilities	106	126	126	126	126
<b>Total liabilities</b>	<b>115</b>	<b>139</b>	<b>139</b>	<b>140</b>	<b>142</b>
Paid-up capital	200	200	200	200	200
Share premium	115	115	115	115	115
Retained earnings	180	234	271	316	367
<b>Shareholders equity</b>	<b>418</b>	<b>472</b>	<b>514</b>	<b>559</b>	<b>611</b>
Minority interests	0	0	0	0	0
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>533</b>	<b>611</b>	<b>652</b>	<b>700</b>	<b>753</b>

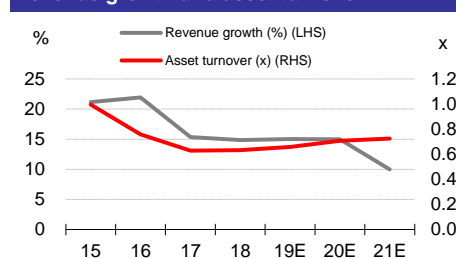
### CASH FLOW (Btm)

Net income	116	149	184	223	256
Depreciation and amortization	3	3	7	7	9
Change in working capital	(19)	(2)	(9)	(16)	9
FX, non-cash adjustment & others	5	4	0	0	(0)
<b>Cash flows from operating activities</b>	<b>105</b>	<b>154</b>	<b>181</b>	<b>214</b>	<b>274</b>
Capex (Invest)/Divest	(74)	(55)	(30)	(30)	(30)
Others	(3)	0	0	0	0
<b>Cash flows from investing activities</b>	<b>(77)</b>	<b>(54)</b>	<b>(30)</b>	<b>(30)</b>	<b>(30)</b>
Debt financing (repayment)	0	0	0	0	0
Equity financing	0	0	0	0	0
Dividend payment	(45)	(95)	(147)	(178)	(205)
Others	(3)	0	0	0	0
<b>Cash flows from financing activities</b>	<b>(45)</b>	<b>(95)</b>	<b>(147)</b>	<b>(178)</b>	<b>(205)</b>
Net change in cash	(17)	5	4	6	39
<b>Free cash flow (Btm)</b>	<b>31</b>	<b>100</b>	<b>151</b>	<b>184</b>	<b>244</b>
<b>FCF per share (Bt)</b>	<b>0.17</b>	<b>0.5</b>	<b>0.8</b>	<b>0.9</b>	<b>1.2</b>

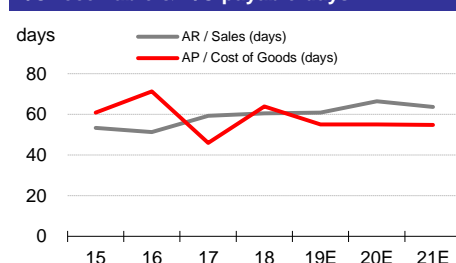
### KEY ASSUMPTIONS

e-Business revenue	212	258	297	341	375
e-Service revenue	103	103	119	137	151

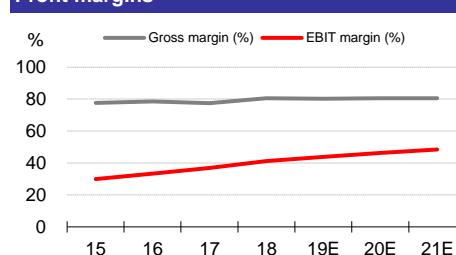
### Revenue growth and asset turnover



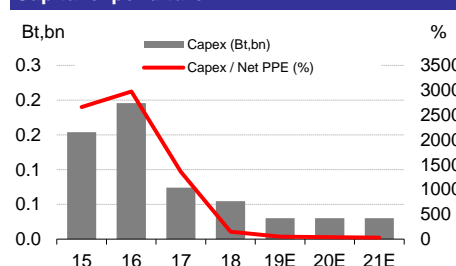
### A/C receivable & A/C payable days



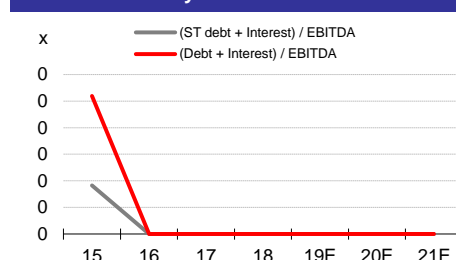
### Profit margins



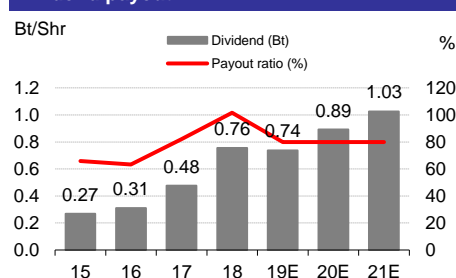
### Capital expenditure



### Debt serviceability



### Dividend payout



## NETBAY: Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
Revenue	89	91	95	95	104
Cost of sales and services	(18)	(18)	(17)	(20)	(21)
Gross profit	72	72	78	75	83
SG&A	(35)	(35)	(39)	(34)	(35)
<b>EBIT</b>	<b>37</b>	<b>38</b>	<b>40</b>	<b>41</b>	<b>48</b>
Interest expense	0	0	0	0	0
Other income/exp.	1	2	2	2	3
<b>EBT</b>	<b>38</b>	<b>39</b>	<b>42</b>	<b>43</b>	<b>50</b>
Corporate tax	(2)	(2)	(1)	(1)	(0)
After-tax net profit (loss)	36	37	40	42	50
Minority interest	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Equity earnings from affiliates	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Extra items	0	0	0	0	(5)
<b>Net profit (loss)</b>	<b>36</b>	<b>37</b>	<b>40</b>	<b>42</b>	<b>46</b>
Reported EPS	0.18	0.19	0.20	0.21	0.23
<b>Fully diluted EPS</b>	<b>0.18</b>	<b>0.19</b>	<b>0.20</b>	<b>0.21</b>	<b>0.23</b>
<b>Core net profit</b>	<b>36</b>	<b>37</b>	<b>40</b>	<b>42</b>	<b>50</b>
Core EPS	0.18	0.19	0.20	0.21	0.25
<b>EBITDA</b>	<b>39</b>	<b>40</b>	<b>43</b>	<b>45</b>	<b>53</b>

### KEY RATIOS

Gross margin (%)	80.2	79.6	82.3	78.7	79.8
EBITDA margin (%)	43.4	44.2	44.8	47.9	51.2
Operating margin (%)	42.5	43.4	43.8	45.4	48.7
Net margin (%)	40.4	41.3	42.5	44.3	44.2
Core profit margin (%)	40.4	41.3	42.5	44.3	48.5
BV (Bt)	2.0	2.2	2.3	2.6	2.0
ROE (%)	34.0	36.2	35.7	34.1	39.5
ROA (%)	26.9	27.2	27.2	27.4	31.9
Current ratio (x)	4.0	4.1	3.7	5.3	3.2
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.

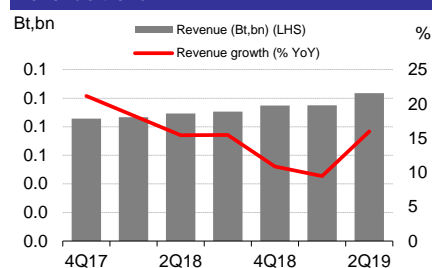
### QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	154	64	37	40	46
Accounts receivable	60	59	60	62	69
Inventory	0	0	0	0	0
PP&E-net	5	22	37	37	35
Other assets	306	428	476	481	377
<b>Total assets</b>	<b>525</b>	<b>573</b>	<b>611</b>	<b>620</b>	<b>527</b>
Accounts payable	8	28	12	10	10
ST debts & current portion	0	0	0	0	0
Long-term debt	0	0	0	0	0
Other liabilities	122	114	126	94	105
<b>Total liabilities</b>	<b>131</b>	<b>142</b>	<b>139</b>	<b>104</b>	<b>116</b>
Paid-up capital	200	200	200	200	200
Share premium	115	115	115	115	115
Retained earnings	156	193	234	276	171
<b>Shareholders equity</b>	<b>394</b>	<b>432</b>	<b>472</b>	<b>515</b>	<b>411</b>
Minority interests	0	0	0	0	0
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>525</b>	<b>573</b>	<b>611</b>	<b>620</b>	<b>527</b>

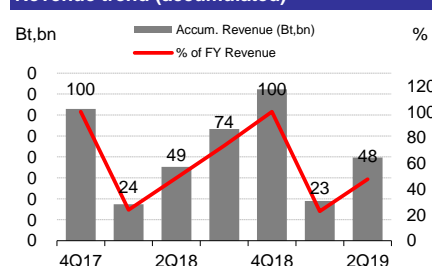
### KEY STATS

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
e-Business revenue	63	64	65	66	67
e-Service revenue	26	26	27	28	29

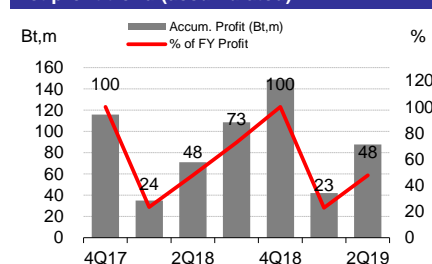
### Revenue trend



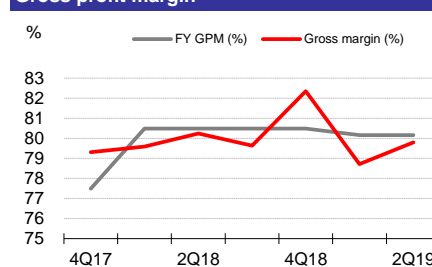
### Revenue trend (accumulated)



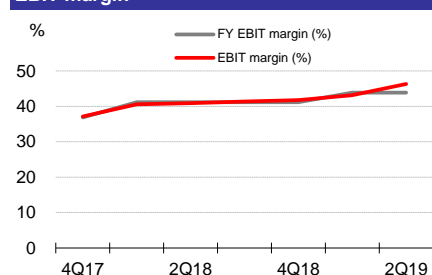
### Net profit trend (accumulated)



### Gross profit margin



### EBIT margin



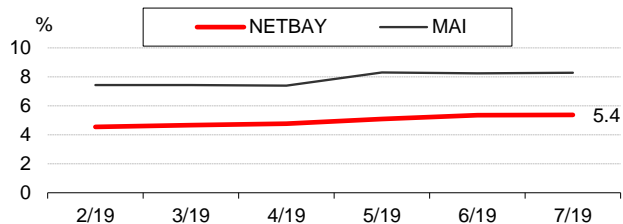
## Company profile

NETBAY's business units comprise: 1) e-Trade Finance Supply Chain (e-Customs Paperless, Customs, e-Payment, e-Manifest, etc), 2) e-Business Services (Customer Due Diligence Gateway and Electronic Transaction Reporting Gateway), and 3) Projects.

## Regional Comparisons

	Bloomberg	Price	Market Cap	PER (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div Yield (%)	
	Code	(local curr.)	(US\$ equivalent)	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
ServiceNow	NOW US	USD260.3	48,810	80.9	60.8	-135.3	860.4	29.3	18.6	44.9	40.0	0.0	0.0
Shopify	SHOP US	USD394.8	44,501	634.7	407.4	n.a.	-6.4	22.2	44.7	2.2	2.1	0.0	n.a.
Splunk	SPLK US	USD110.6	16,604	58.1	46.7	1.3	-30.3	10.8	9.0	20.7	23.3	0.0	0.0
Veeva	VEEV US	USD164.1	24,169	77.5	67.7	15.5	9.6	15.5	12.5	27.2	18.3	n.a.	n.a.
Atlassian Corporation	TEAM US	USD138.3	33,587	136.6	106.4	-97.7	-314.8	38.7	26.3	20.0	24.6	n.a.	n.a.
LogMeIn	LOGM US	USD66.4	3,285	13.1	13.5	-111.1	81.3	1.2	1.2	8.4	9.2	n.a.	n.a.
Tableau Sofeware	DATA US	USD169.5	14,828	97.5	72.3	44.2	-41.3	12.7	11.1	14.9	16.6	0.0	0.0
Medidata Solutions	MDSO US	USD91.5	5,715	49.0	43.0	-24.2	26.7	7.9	6.7	17.8	16.8	n.a.	n.a.
Proofpoint	PFPT US	USD110.6	6,202	-71.2	-109.2	-22.0	-34.8	11.1	11.1	21.9	21.1	n.a.	0.0
RealPage	RP US	USD62.2	5,889	35.4	30.1	42.0	45.8	n.a.	n.a.	14.7	15.3	n.a.	n.a.
Wix	WIX US	USD139.1	6,902	141.5	96.2	96.8	-38.2	40.4	30.8	30.4	45.4	0.0	0.0
RingCentral	RNG US	USD141.3	11,723	181.8	147.3	18.5	-3.1	32.0	28.2	20.1	20.7	n.a.	n.a.
Twilio	TWLO US	USD130.9	17,789	779.2	422.3	69.0	-20.4	4.0	4.4	-22.4	-0.6	n.a.	n.a.
Box	BOX US	USD13.8	2,142	n.a.	60.7	2.3	-17.0	31.4	20.6	2.7	55.0	n.a.	n.a.
HubSpot	HUBS US	USD198.1	8,420	141.2	110.4	-14.4	-7.1	12.9	11.8	13.4	12.6	n.a.	n.a.
Zendesk	ZEN US	USD80.1	8,884	310.3	143.7	29.4	-14.8	20.2	18.6	6.7	14.5	n.a.	n.a.
New Relic	NEWR US	USD56.3	3,289	94.6	61.1	37.8	-32.8	9.1	8.5	2.9	14.9	n.a.	n.a.
Salesforce	CRM US	USD151.8	133,155	54.8	48.9	-66.6	71.3	6.6	6.0	14.9	14.2	0.0	0.0
Workday	WDAY US	USD185.3	41,880	109.8	83.8	8.1	-10.3	16.3	13.9	22.8	21.8	0.0	0.0
Guidewire Sofeware	GWRE US	USD94.2	7,705	67.4	241.5	-160.0	160.0	5.0	5.0	8.0	4.6	n.a.	0.0
Xero	XRO AU	USD62.8	5,983	547.3	144.8	-146.8	434.8	25.3	21.4	3.6	16.5	0.0	0.0
Humanica	NETBAY TB	THB32.75	214	36.1	29.8	23.8	21.0	12.9	11.9	37.4	41.6	2.2	2.7
Netbay	HUMAN TB	THB8.40	186	35.4	25.2	29.3	40.2	4.7	4.3	13.6	17.8	1.4	1.7
<b>Simple average</b>				<b>164.1</b>	<b>102.4</b>	<b>-16.4</b>	<b>51.3</b>	<b>16.8</b>	<b>14.9</b>	<b>15.1</b>	<b>20.3</b>	<b>0.4</b>	<b>0.4</b>

### Foreign holdings



## 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 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.

AAV	ADVANC	AMATA	AOT	AP	BANPU	BCH	BCP	BCPG	BDMS	BEAUTY	BEM	BH	BJC	BTS
CBG	CENTEL	CHG	CK	CPALL	CPF	CPN	DTAC	EGCO	GLOBAL	GPSC	HANA	HMPRO	INTUCH	IRPC
IVL	KBANK	KCE	KKP	KTB	KTC	LH	MNT	PTG	PTT	PTTEP	PTTGC	QH	ROBINS	SAWAD
SCB	SCC	SPALI	SPRC	STEC	TASCO	TCAP	THANI	TISCO	TKN	TMB	TOP	TRUE	TU	WHA
WORK	ESSO	CKP	STA	BGRIM	TOA	AEONTS	GULF	MTC	OSP	BEC	BPP	GUNKUL		

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

### CG Rating

Score Range	Score Range	Description
90 – 100		Excellent
80 – 89		Very Good
70 – 79		Good
60 – 69		Satisfactory
50 – 00359		Pass
Below 50	No logo given	N/A

### Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors

- companies that have **declared** their intention to join CAC, and
- companies **certified** by CAC.

## CORPORATE GOVERNANCE REPORT DISCLAIMER

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

### Corporate Governance Report disclaimer

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

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. Bualuang Securities Public Company Limited neither confirms nor certifies the accuracy of such survey results.

“Disclaimer: The disclosure of the Anti-Corruption Progress Indicators of a listed company on the Stock Exchange of Thailand, which is assessed by the relevant institution as disclosed by the Office of the Securities and Exchange Commission, is made in order to comply with the policy and sustainable development plan for the listed companies. The relevant institution made this assessment based on the information received from the listed company, as stipulated in the form for the assessment of Anti-corruption which refers to the Annual Registration Statement (Form 56-1), Annual Report (Form 56-2), or other relevant documents or reports of such listed company. The assessment result is therefore made from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on any inside information. Since this assessment is only the assessment result as of the date appearing in the assessment result, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, Bualuang Securities Public Company Limited neither confirms, verifies, nor certifies the accuracy and completeness of the assessment result.”

## BUALUANG RESEARCH – RECOMMENDATION FRAMEWORK

### STOCK RECOMMENDATIONS

**BUY:** Expected positive total returns of 15% or more over the next 12 months.

**HOLD:** Expected total returns of between -15% and +15% over the next 12 months.

**SELL:** Expected negative total returns of 15% or more over the next 12 months.

**TRADING BUY:** Expected positive total returns of 15% or more over the next 3 months.

### SECTOR RECOMMENDATIONS

**OVERWEIGHT:** The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to outperform the relevant primary market index over the next 12 months.

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

**UNDERWEIGHT:** The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to underperform the relevant primary market index over the next 12 months.