

## บีอีซี เวิลด์

### กำไรหลักสูงกว่าคาดเล็กน้อย

Media  
Neutral

EARNINGS RESULTS

**กำไรหลักสูงกว่าคาดเล็กน้อย:** กำไรสุทธิไตรมาส 4/54 สูงกว่าที่เราคาด 13% เนื่องจากสำรองภาษีเงินได้รอตัดบัญชีต่ำกว่าคาดอย่างมาก (เพียงแค่ 2 ล้านบาท เทียบกับที่เราคาดก่อนหน้านี้ที่ 60 ล้านบาท) กำไรหลักสูงกว่าคาด 3% ในขณะที่กำไรหลังหักภาษีสอดคล้องกับประมาณการของเรา

**ประเด็นหลักจากผลประกอบการ:** BEC รายงานกำไรสุทธิไตรมาส 4/54 ที่ 689 ล้านบาท หรือลดลง 23% YoY และ 30% QoQ มีการบันทึกรายการพิเศษในไตรมาสนี้ได้แก่ สำรองภาษีเงินได้รอตัดบัญชีจำนวน 2 ล้านบาท กำไรหลักในไตรมาสนี้ลดลง 18% YoY และ 30% QoQ ผลการดำเนินงานที่แยกลงเนื่องจากภาวะน้ำท่วม ส่งผลให้ลูกค้าลดลงบอโฆษณาในช่วงเดือนพ.ย.-ธ.ค. นอกจากนี้ BEC ได้ทำการปรับลดเวลาออกอากาศลงสำหรับละครทั้งก่อนข่าวและหลังข่าวรวมกันประมาณ 90 นาทีต่อวันในช่วงเดือนพ.ย.เพื่อลดต้นทุน และได้กลับมาออกอากาศเป็นปกติในเดือนธ.ค. รายได้โฆษณาในไตรมาส 4/54 ลดลงเพียงแค่ 6% YoY และ 13% QoQ และถ้าหากแยกเป็นรายเดือน รายได้โฆษณาเฉพาะของ BEC อย่างเดียวเพิ่มขึ้น 8% YoY ในเดือนธ.ค.และลดลงมากถึง 27% YoY ในเดือนพ.ย. แต่กลับมามีผลเพียง 9% YoY ในเดือนธ.ค. อาจกล่าวได้ว่ามีสัญญาณการฟื้นตัว MoM อย่างชัดเจนในเดือนธ.ค.

**แนวโน้ม:** บริษัทจะทำการปรับเพิ่มอัตราค่าโฆษณาสำหรับ 3 รายการในช่วงไพรม์ไทม์ ได้แก่ ข่าว 3 มิติ และซีรีส์ภาพยนตร์เกาหลี (จาก 290,000 บาทต่ออนาที เป็น 330,000 บาทต่ออนาที) ซึ่งจะมีผลในเดือนมี.ค.55 และเรื่องเล่าเสาร์อาทิตย์ (จาก 260,000 บาทต่ออนาที เป็น 290,000 บาทต่ออนาที) ซึ่งจะมีผลในเดือนมี.ย.55 BEC ได้ทำการเปิดตัว 4 รายการใหม่ไปแล้วในเดือนม.ค. ซึ่งสองในสี่รายการดังกล่าวมีการปรับขึ้นอัตราค่าโฆษณาโดยทางอ้อม ได้แก่ รายการชิงร้อยชิงล้าน ซึ่งจะมาแทนรายการภาพยนตร์วันอาทิตย์ (ปรับเพิ่มขึ้นจาก 200,000 บาทต่ออนาทีเป็น 350,000 บาทต่ออนาที) และรายการสปอร์ต เรนเจอร์ 2 ซึ่งจะมาแทนรายการโลกนิทาน (ปรับเพิ่มขึ้นจาก 200,000 บาทต่ออนาทีเป็น 220,000 บาทต่ออนาที)

นอกจากนี้ BEC จะเปิดตัวรายการไทยแลนด์ก็อตทาเลนต์ซีซั่น 2 ในเดือนมี.ย.55 และรายการเดอะวอยซ์ไทยแลนด์ในเดือนก.ย.55 อีกทั้งยังได้ถ่ายทอดสด 28 นัดการแข่งขันของฟุตบอลยูโรปี 2555 จากจำนวนรอบการแข่งขันทั้งหมด 31 รอบ (ในช่วงเดือนมี.ย.-ก.ค.55)

## BUALUANG RESEARCH

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

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**  
เป้าหมายพื้นฐาน: 47.00 บาท  
ราคา (16/02/12): 42.75 บาท

### Key Ratios & Statistics

Market cap	Bt85.50bn		
12-mth price range	Bt29.75/Bt46.50		
3-mth avg daily volume	Bt85.55m		
# of shares (m)	2,000.0		
Est. free float (%)	48.7		
Foreign limit (%)	49.0		
<b>Share price perf. (%)</b>	<b>1M</b>	<b>3M</b>	<b>12M</b>
Relative to SET	(8.2)	4.2	25.5
Absolute	(3.4)	17.8	38.7

### Financial summary

FY Ended 31 Dec	2010	2011	2012E	2013E
Revenues (Btm)	11,714	12,804	13,766	14,530
Net profit (Btm)	3,303	3,530	4,283	4,798
EPS (Bt)	1.65	1.77	2.14	2.40
BLS/Consensus (x)	n.a.	n.a.	1.01	1.00
EPS growth (%)	+25.4%	+6.9%	+21.3%	+12.0%
Core profit (Btm)	3,256	3,645	4,324	4,838
Core EPS (Bt)	1.63	1.82	2.16	2.42
Core EPS growth (%)	+23.6%	+12.0%	+18.6%	+11.9%
PER (x)	17.8	20.7	20.0	17.8
Core PER (x)	18.1	20.0	19.8	17.7
EV/EBITDA (x)	8.3	9.5	10.3	9.6
PBV (x)	7.5	9.8	10.2	9.3
Dividend (Bt)	1.65	1.71	2.08	2.33
Dividend yield (%)	5.6	4.7	4.9	5.4
ROE (%)	44.6	47.4	55.6	56.6
Net gearing (x)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash

CG Rating - 2011



และถ่ายทอดกีฬาโอลิมปิก (ในช่วงเดือนก.ค.-ส.ค.55) ผู้บริหารบอกเป็นนัยว่า รายได้โฆษณาเดือน ม.ค.เติบโต 8.5% YoY ในขณะที่คาดว่าเดือน ก.พ.มีแนวโน้มเติบโตในอัตราตัวเลขสองหลัก YoY

**สิ่งที่เปลี่ยนแปลงไป:** เราประเมินในเบื้องต้นว่ารายได้มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น 287 ล้านบาทต่อปีจากการปรับเพิ่มอัตราค่าโฆษณาของ 5 รายการที่ได้กล่าวไปข้างต้น ซึ่งจะหนุนกำไรสุทธิให้เพิ่มขึ้น 2% ต่อปี สำหรับในส่วนของรายการชิงร้อยชิงล้าน เราใช้สมมติฐานส่วนแบ่งรายได้ 60:40 ระหว่าง WORK กับ BEC ส่งผลให้เราปรับประมาณการกำไรสุทธิปี 2555-56 เพิ่มขึ้นอีก 2% และราคาเป้าหมายปรับเพิ่มขึ้นอีก 3% เป็น 47 บาท

**คำแนะนำ:** เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" ผลประกอบการไตรมาส 4/54 ถือว่าเป็นจุดต่ำสุดและคาดว่าจะฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งในช่วงไตรมาส 1/55

Figure 1: 4Q11 results

FY Ended 31 Dec (Btm)	4Q11	4Q10	YoY %	3Q11	QoQ %	2011	2010	YoY %
<b>Income Statement</b>								
Revenue	2,912	3,177	(8)	3,393	(14)	12,804	11,714	9
Cost of sales and services	(1,507)	(1,493)	1	(1,578)	(4)	(5,955)	(5,490)	8
EBITDA	1,452	1,742	(17)	1,945	(25)	7,121	6,462	10
SG&A	(432)	(427)	1	(387)	12	(1,650)	(1,519)	9
EBIT	974	1,257	(23)	1,429	(32)	5,199	4,705	11
Interest expense	(0)	(0)	229	(0)	(10)	(1)	(0)	nm
Other income /exp.	59	39	51	30	96	167	115	45
Equity earnings from affiliates	0	0	nm	0	nm	0	0	nm
Extra items	(2)	48	nm	0	nm	(115)	48	nm
<b>EBT</b>	<b>1,033</b>	<b>1,296</b>	<b>(20)</b>	<b>1,459</b>	<b>(29)</b>	<b>5,365</b>	<b>4,820</b>	<b>11</b>
Corporate tax	(326)	(394)	(17)	(446)	(27)	(1,621)	(1,451)	12
Minority interest	(16)	(59)	(73)	(28)	(44)	(99)	(113)	(12)
<b>Net profit (loss)</b>	<b>689</b>	<b>891</b>	<b>(23)</b>	<b>984</b>	<b>(30)</b>	<b>3,530</b>	<b>3,303</b>	<b>7</b>
Reported EPS	0.34	0.45	(23)	0.49	(30)	1.77	1.65	7
<b>Core net profit</b>	<b>691</b>	<b>844</b>	<b>(18)</b>	<b>984</b>	<b>(30)</b>	<b>3,645</b>	<b>3,256</b>	<b>12</b>
<b>Key ratios</b>								
Gross margin (%)	48.3	53.0		53.5		53.5	53.1	
EBITDA margin (%)	49.8	54.8		57.3		55.6	55.2	
EBIT margin (%)	33.4	39.6		42.1		40.6	40.2	
SG&A / Revenue (%)	14.8	13.4		11.4		12.9	13.0	
Tax rate (%)	31.6	30.4		30.6		30.2	30.1	
Net margin (%)	23.7	28.1		29.0		27.6	28.2	
Current ratio (x)	3.0	3.5		2.7		3.0	3.5	
Gearing ratio (x)	0.0	0.0		0.0		0.0	0.0	
Interest coverage (x)	nm	nm		nm		nm	nm	
<b>Balance Sheet</b>								
Cash & Equivalent	5,148	5,243	(2)	4,328	19			
<b>Total assets</b>	<b>9,849</b>	<b>9,610</b>	<b>2</b>	<b>9,253</b>	<b>6</b>			
ST debts & current portion	0	32	nm	0	nm			
Long-term debt	0	0	nm	0	nm			
<b>Total liabilities</b>	<b>2,419</b>	<b>1,794</b>	<b>35</b>	<b>2,417</b>	<b>0</b>			
Retained earnings	4,125	4,479	(8)	3,485	18			
<b>Shareholders equity</b>	<b>7,264</b>	<b>7,623</b>	<b>(5)</b>	<b>6,626</b>	<b>10</b>			
Minority interests	166	193	(14)	210	(21)			
BV (Bt)	3.7	3.9	(5)	3.4	9			

- Ad revenue was 7% higher than modeled
- Gross profit was 1% above our estimate
- SG&A was very well-contained—1% below estimate
- EBITDA fell short of our model by 3%
- After-tax profit was in line with our estimate
- Net profit was 13% above our model, due to a low deferred tax provision
- Core profit exceeded our estimate by 3%

Source: Company data

---

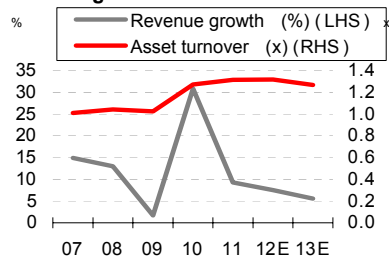
**Figure 2: Revenue and gross profit breakdown by business**

	<b>4Q11</b>	<b>4Q10</b>	<b>% YoY</b>	<b>3Q11</b>	<b>% QoQ</b>	<b>FY11</b>	<b>FY10</b>	<b>% YoY</b>
<b>Total revenue</b>	<b>2,912</b>	<b>3,177</b>	<b>(8.3)</b>	<b>3,393</b>	<b>(14.2)</b>	<b>12,804</b>	<b>11,714</b>	<b>9.3</b>
Advertising revenue	2,723	2,904	(6.2)	3,146	(13.4)	11,967	11,069	8.1
Copyright & other services	81	58	40.3	72	12.6	270	195	38.4
Concerts & shows	108	215	(49.8)	175	(38.3)	567	450	26.0
<b>Total cost of sale &amp; services</b>	<b>(1,507)</b>	<b>(1,493)</b>	<b>1.0</b>	<b>(1,578)</b>	<b>(4.5)</b>	<b>(5,955)</b>	<b>(5,490)</b>	<b>8.5</b>
Cost of sale & services	(1,421)	(1,325)	7.3	(1,411)	0.7	(5,489)	(5,100)	7.6
Cost of concert & shows	(86)	(168)	(48.7)	(167)	(48.5)	(466)	(390)	19.6
<b>Gross profit</b>	<b>1,405</b>	<b>1,684</b>	<b>(16.6)</b>	<b>1,815</b>	<b>(22.6)</b>	<b>6,849</b>	<b>6,224</b>	<b>10.0</b>
Services and sales	1,384	1,638	(15.5)	1,808	(23.5)	6,748	6,164	9.5
Concerts & shows	22	47	(53.5)	7	193.2	101	60	67.2
<b>Gross margin total (%)</b>	<b>48.3%</b>	<b>53.0%</b>		<b>53.5%</b>		<b>53.5%</b>	<b>53.1%</b>	
Gross margin services and sales (%)	49.3%	55.3%		56.2%		55.1%	54.7%	
Gross margin concerts & shows	20.1%	21.7%		4.2%		17.7%	13.4%	

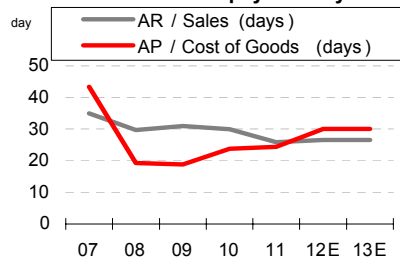
---

Source: Company data

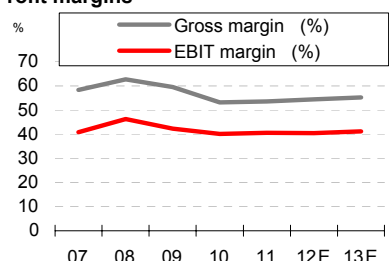
### Revenue growth and asset



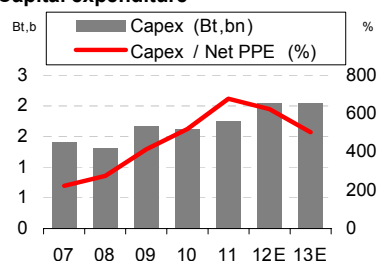
### A/C receivable & A/C payable days



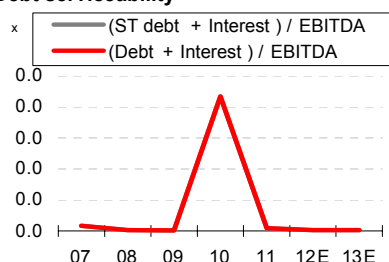
### Profit margins



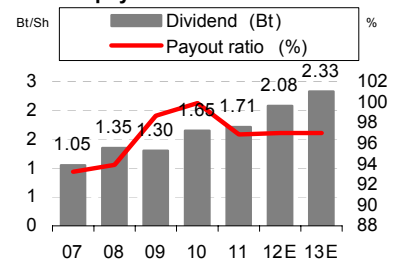
### Capital expenditure



### Debt serviceability



### Dividend payout



### Financial tables

	2009	2010	2011	2012E	2013E
<b>PROFIT &amp; LOSS (Btm)</b>					
Revenue	8,949	11,714	12,804	13,766	14,530
Cost of sales and services	(3,619)	(5,490)	(5,955)	(6,267)	(6,511)
<b>Gross profit</b>	<b>5,330</b>	<b>6,224</b>	<b>6,849</b>	<b>7,499</b>	<b>8,019</b>
SG&A	(1,550)	(1,519)	(1,650)	(1,927)	(2,034)
<b>EBIT</b>	<b>3,780</b>	<b>4,705</b>	<b>5,199</b>	<b>5,572</b>	<b>5,985</b>
Interest expense	(0)	(0)	(1)	(0)	(0)
Other income/exp.	109	115	167	182	204
<b>EBT</b>	<b>3,889</b>	<b>4,820</b>	<b>5,365</b>	<b>5,754</b>	<b>6,189</b>
Corporate tax	(1,169)	(1,451)	(1,621)	(1,323)	(1,238)
<b>After-tax profit (loss)</b>	<b>2,720</b>	<b>3,369</b>	<b>3,744</b>	<b>4,430</b>	<b>4,951</b>
Minority interest	(85)	(113)	(99)	(107)	(113)
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	0	48	(115)	(41)	(41)
<b>Net profit (loss)</b>	<b>2,635</b>	<b>3,303</b>	<b>3,530</b>	<b>4,283</b>	<b>4,798</b>
Reported EPS	1.32	1.65	1.77	2.14	2.40
Fully diluted EPS	1.32	1.65	1.77	2.14	2.40
<b>Core net profit</b>	<b>2,635</b>	<b>3,256</b>	<b>3,645</b>	<b>4,324</b>	<b>4,838</b>
Core EPS	1.32	1.63	1.82	2.16	2.42
<b>EBITDA</b>	<b>5,517</b>	<b>6,462</b>	<b>7,121</b>	<b>7,739</b>	<b>8,158</b>

	2009	2010	2011	2012E	2013E
<b>KEY RATIOS</b>					
Revenue growth (%)	1.7	30.9	9.3	7.5	5.6
Gross margin (%)	59.6	53.1	53.5	54.5	55.2
EBITDA margin (%)	61.6	55.2	55.6	56.2	56.1
Operating margin (%)	42.2	40.2	40.6	40.5	41.2
Net margin (%)	29.4	28.2	27.6	31.1	33.0
Core profit margin (%)	29.4	27.8	28.5	31.4	33.3
ROA (%)	30.2	35.9	36.3	41.0	41.8
ROCE (%)	36.2	43.5	46.2	54.0	54.5
Asset turnover (x)	1.0	1.3	1.3	1.3	1.3
Current ratio (x)	3.9	3.5	3.0	3.4	3.5
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.

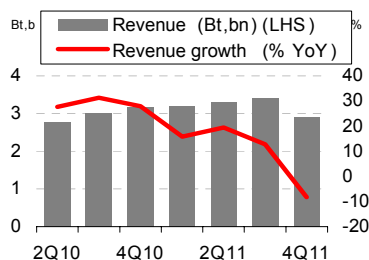
	2009	2010	2011	2012E	2013E
<b>BALANCE SHEET (Btm)</b>					
<b>Cash &amp; Equivalent</b>	<b>4,442</b>	<b>5,243</b>	<b>5,148</b>	<b>6,182</b>	<b>6,943</b>
Accounts receivable	760	960	907	1,003	1,059
Inventory	0	0	0	0	0
PP&E-net	403	312	258	329	408
Other assets	2,714	2,736	3,162	3,119	3,104
<b>Total assets</b>	<b>8,791</b>	<b>9,610</b>	<b>9,849</b>	<b>11,020</b>	<b>11,911</b>
Accounts payable	187	358	398	515	535
ST debts & current portion	0	28	0	0	0
Long-term debt	0	0	0	0	0
Other liabilities	0	0	373	401	423
<b>Total liabilities</b>	<b>1,436</b>	<b>1,794</b>	<b>2,419</b>	<b>2,597</b>	<b>2,732</b>
Paid-up capital	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
Share premium	1,167	1,167	1,167	1,167	1,167
Retained earnings	4,046	4,479	4,125	4,984	5,627
<b>Shareholders equity</b>	<b>7,189</b>	<b>7,623</b>	<b>7,264</b>	<b>8,151</b>	<b>8,794</b>
Minority interests	166	193	166	272	385
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>8,791</b>	<b>9,610</b>	<b>9,849</b>	<b>11,020</b>	<b>11,911</b>

	2009	2010	2011	2012E	2013E
<b>CASH FLOW (Btm)</b>					
Net income	2,635	3,303	3,530	4,283	4,798
Depreciation and amortization	1,737	1,757	1,922	2,167	2,173
Change in working capital	(31)	(28)	93	20	(36)
FX, non-cash adjustment & others	(128)	377	140	173	165
<b>Cash flows from operating activities</b>	<b>4,212</b>	<b>5,410</b>	<b>5,686</b>	<b>6,643</b>	<b>7,101</b>
Capex (Invest)/Divest	(1,669)	(1,625)	(1,748)	(2,050)	(2,050)
Others	1,056	21	(2,248)	(199)	(250)
<b>Cash flows from investing activities</b>	<b>(613)</b>	<b>(1,604)</b>	<b>(3,996)</b>	<b>(2,249)</b>	<b>(2,300)</b>
Debt financing (repayment)	0	0	(28)	0	0
Equity financing	0	0	0	0	0
Dividend payment	(2,500)	(2,900)	(3,600)	(3,424)	(4,155)
Others	(59)	(78)	(109)	0	0
<b>Cash flows from financing activities</b>	<b>(2,559)</b>	<b>(2,978)</b>	<b>(3,737)</b>	<b>(3,424)</b>	<b>(4,155)</b>
Net change in cash	1,040	827	(2,048)	970	646

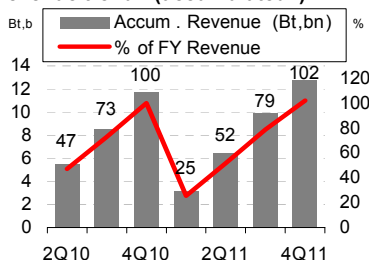
	2009	2010	2011	2012E	2013E
<b>Free cash flow (Btm)</b>	<b>2,543</b>	<b>3,784</b>	<b>3,938</b>	<b>4,593</b>	<b>5,051</b>
<b>FCF per share (Bt)</b>	<b>1.27</b>	<b>1.89</b>	<b>1.97</b>	<b>2.30</b>	<b>2.53</b>

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

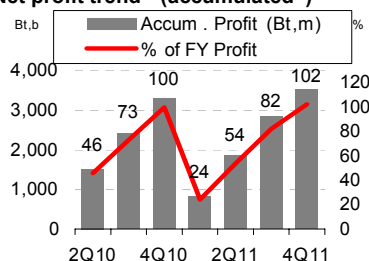
### Revenue trend



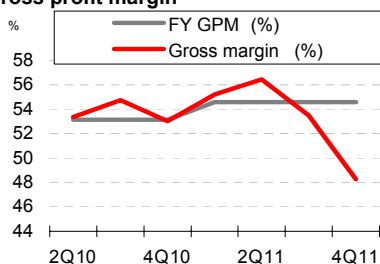
### Revenue trend (accumulated)



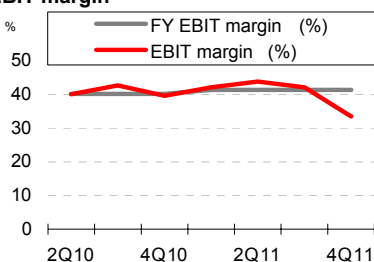
### Net profit trend (accumulated)



### Gross profit margin



### EBIT margin



### Financial tables

	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
<b>PROFIT &amp; LOSS (Btm)</b>					
Revenue	3,177	3,189	3,309	3,393	2,912
Cost of sales and services	(1,493)	(1,429)	(1,441)	(1,578)	(1,507)
<b>Gross profit</b>	<b>1,684</b>	<b>1,760</b>	<b>1,868</b>	<b>1,815</b>	<b>1,405</b>
SG&A	(427)	(415)	(416)	(387)	(432)
<b>EBIT</b>	<b>1,257</b>	<b>1,345</b>	<b>1,451</b>	<b>1,429</b>	<b>974</b>
Interest expense	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Other income/exp.	39	26	51	30	59
<b>EBT</b>	<b>1,296</b>	<b>1,371</b>	<b>1,502</b>	<b>1,459</b>	<b>1,033</b>
Corporate tax	(394)	(394)	(454)	(446)	(326)
<b>After-tax profit (loss)</b>	<b>902</b>	<b>977</b>	<b>1,049</b>	<b>1,012</b>	<b>706</b>
Minority interest	(59)	(27)	(29)	(28)	(16)
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	48	(113)	0	0	(2)
<b>Net profit (loss)</b>	<b>891</b>	<b>837</b>	<b>1,020</b>	<b>984</b>	<b>689</b>
Reported EPS	0.45	0.42	0.51	0.49	0.34
Fully diluted EPS	0.45	0.42	0.51	0.49	0.34
<b>Core net profit</b>	<b>844</b>	<b>950</b>	<b>1,020</b>	<b>984</b>	<b>691</b>
Core EPS	0.42	0.48	0.51	0.49	0.35
<b>EBITDA</b>	<b>1,742</b>	<b>1,802</b>	<b>1,922</b>	<b>1,945</b>	<b>1,452</b>

### KEY RATIOS

	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
Gross margin (%)	53.0	55.2	56.4	53.5	48.3
EBITDA margin (%)	54.8	56.5	58.1	57.3	49.8
Operating margin (%)	39.6	42.2	43.9	42.1	33.4
Net margin (%)	28.1	26.3	30.8	29.0	23.7
Core profit margin (%)	26.6	29.8	30.8	29.0	23.7
BV (Bt)	3.9	3.2	3.7	3.4	3.7
ROE (%)	46.8	53.8	56.3	59.4	37.9
ROA (%)	37.1	29.9	41.9	42.5	28.0
Current ratio (x)	3.5	1.7	3.3	2.7	3.0
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>5,243</b>	<b>6,538</b>	<b>5,233</b>	<b>4,328</b>	<b>5,148</b>
Accounts receivable	960	1,040	914	960	907
Inventory	0	0	0	0	0
PP&E-net	312	284	277	263	258
Other assets	2,962	3,111	3,101	3,455	3,367
<b>Total assets</b>	<b>9,610</b>	<b>11,210</b>	<b>9,743</b>	<b>9,253</b>	<b>9,849</b>
Accounts payable	358	523	366	394	398
ST debts & current portion	32	0	0	0	0
Long-term debt	0	0	0	0	0
Other liabilities	0	354	362	370	373
<b>Total liabilities</b>	<b>1,794</b>	<b>4,835</b>	<b>2,317</b>	<b>2,417</b>	<b>2,419</b>
Paid-up capital	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
Share premium	1,167	1,167	1,167	1,167	1,167
Retained earnings	4,479	3,081	4,101	3,485	4,125
<b>Shareholders equity</b>	<b>7,623</b>	<b>6,227</b>	<b>7,249</b>	<b>6,626</b>	<b>7,264</b>
Minority interests	193	148	177	210	166
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>9,610</b>	<b>11,210</b>	<b>9,743</b>	<b>9,253</b>	<b>9,849</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, HMPRO, ESSO, KBANK, KK, KTB, IRPC, IVL, LH, PS, PTT, PTTGP, PTTGC, SCB, SCC, STA, TCAP, THAI, TISCO, TPIPL, TRUE, TOP, 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.