

เมเจอร์ ซีเนเพล็กซ์ กรุ๊ป

พรีวิวงบไตรมาส 2/55 – กำไรสุทธิ
ลดลง

Media
Neutral

ประเด็นการลงทุน: เราเชื่อว่ากำไรสุทธิไตรมาส 2/55 ที่มีแนวโน้มลดลงเป็นเพียงแค่ผลกระทบระยะสั้น ผลการดำเนินงานครึ่งปีหลังมีแนวโน้มฟื้นตัวซึ่งจะได้รับปัจจัยหนุนจากหน้าหนังที่แข็งแกร่งมากขึ้น และการรับรู้รายได้ที่เพิ่มขึ้นจากสาขาเมกะบางนา เรายังคงคำแนะนำ **ซื้อ** เนื่องจากผลการดำเนินงานที่มีแนวโน้มฟื้นตัวในช่วงครึ่งปีหลังและราคาหุ้น ณ ปัจจุบันที่ยังคงถูก

รายได้บ็อกซ์ออฟฟิศไตรมาส 2/55 ลดลง: รายได้บ็อกซ์ออฟฟิศหรือหนังทำเงินสิบอันดับแรกของไทยช่วงเดือนเม.ย-มิ.ย. 2555 อยู่ที่ 1.1 พันล้านบาท ลดลง 12% YoY แต่เพิ่มขึ้น 27% QoQ สาเหตุที่ลดลง YoY เนื่องจากฐานตัวเลขรายได้ที่สูงมากในไตรมาส 2/54 โดยในไตรมาส 2/55 มีภาพยนตร์เพียงแค่ 2 เรื่องเท่านั้นที่ทำรายได้เกิน 100 ล้านบาทต่อเรื่องได้แก่ Battleship (148 ล้านบาท) และ The Avengers (252 ล้านบาท) ในขณะที่ในไตรมาส 2/54 มีภาพยนตร์จำนวน 4 เรื่องที่ทำรายได้สูงกว่า 100 ล้านบาทต่อเรื่องได้แก่ ตำนานสมเด็จพระนเรศวรภาค 3 (201 ล้านบาท) The Fast & Furious ภาค 5 (148 ล้านบาท) ลัดดาแลนด์ (114 ล้านบาท) และ Pirates ภาค 4 (108 ล้านบาท) นอกจากนี้ในไตรมาสนี้ภาพยนตร์เรื่อง MIB 3 ทำรายได้ไปเพียงแค่ 80 ล้านบาทซึ่งถือว่าไม่ได้สูงมากอย่างที่คาดก่อนหน้านี้ ในขณะที่ภาพยนตร์เรื่อง G.I. Joe ภาค 2 เลื่อนไปฉายในปี 2556 แทน เราคาดรายได้ตัวหนังของ MAJOR สำหรับไตรมาส 2/55 ที่ 910 ล้านบาท ลดลง 15% YoY แต่เพิ่มขึ้น 13% QoQ

คาดกำไรสุทธิไตรมาส 2/55 ลดลงมาก: เราคาดผลกำไรสุทธิไตรมาส 2/55 ที่ 205 ล้านบาท หรือลดลง 30% YoY และ 12% QoQ (ซึ่งถือว่าลดลงมากกว่าที่เคยคาดการณ์ก่อนหน้านี้ที่ 250-260 ล้านบาทเนื่องจากรายได้ตัวหนังลดลงมากกว่าคาด) หากไม่รวมรายการพิเศษที่บันทึกในไตรมาส 1/55 และไตรมาส 2/54 กำไรหลักไตรมาส 2/55 มีแนวโน้มลดลง 26% YoY (แต่เพิ่มขึ้น 27% QoQ) เนื่องจากรายได้ตัวหนังบวกรายการและเครื่องดื่มที่ลดลงมากถึง 15% YoY รวมถึงรายได้โบว์ลิงที่ลดลงจากการปิดโบว์ลิงที่สาขาพระราม 3

รายได้โฆษณายังคงแข็งแกร่งในไตรมาส 2/55: เราคาดว่ารายได้โฆษณาในโรงภาพยนตร์มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น 8% YoY เราคาดกำไรขั้นต้นสำหรับธุรกิจตัวหนังบวกรายการและเครื่องดื่มมีแนวโน้มลดลง 17% YoY ในขณะที่กำไรขั้นต้นสำหรับธุรกิจโบว์ลิงมีแนวโน้มลดลง 9% YoY

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**
เป้าหมายพื้นฐาน: 24.50 บาท
ราคา (26/07/12): 18.40 บาท

Key Ratios & Statistics

Market cap	Bt 6.28bn		
12-mth price range	Bt 10.30/Bt 21.70		
12-mth avg daily volume	Bt 6102m		
# of shares (m)	884.5		
Est. free float (%)	53.5		
Foreign limit (%)	49.0		
Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	2.1	(4.1)	7.6
Absolute	4.0	(7.1)	12.2

Financial summary

FY Ended 31 Dec	2011	2012E	2013E	2014E
Revenues (Btm)	6,730	7,373	7,949	8,568
Net profit (Btm)	782	1,029	1,130	1,211
EPS (Bt)	0.90	1.17	1.28	1.37
BLS/Consensus (x)	n.a.	1.09	1.05	n.a.
EPS growth (%)	-0.7%	+29.7%	+9.8%	+7.1%
Core profit (Btm)	727	957	1,130	1,211
Core EPS (Bt)	0.84	1.09	1.28	1.37
Core EPS growth (%)	+15.3%	+29.7%	+18.1%	+7.1%
PER (x)	15.9	15.8	14.4	13.4
Core PER (x)	17.1	17.0	14.4	13.4
EV/EBITDA (x)	8.4	8.3	7.5	6.7
PBV (x)	2.1	2.5	2.4	2.3
Dividend (Bt)	0.82	1.08	1.19	1.27
Dividend yield (%)	5.7	5.9	6.4	6.9
ROE (%)	13.7	16.8	17.6	18.4
Net gearing (x)	0.4	0.2	0.1	(0.1)

CG Rating - 2011



Company profile

MAJOR is Thailand's leading cinema operator with an overwhelming 75% market share. The firm now styles itself as a "lifestyle entertainment services" provider with bowling & karaoke and other services, including space for lease, on-screen advertising, a "lifestyle neighborhood mall" through its 24% holding in Siam Future Development (SF) and film distribution via its 66% stakes in M-Picture (MPIC). Movie ticket sales are the main income source—48% of consolidated 1Q12 revenue.

ในส่วนกำไรขั้นต้นสำหรับทั้งธุรกิจเช่าพื้นที่และโฆษณาในโรงภาพยนตร์มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นประมาณ 7-10% YoY บริษัทได้ทำการควบคุมค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารในไตรมาส 2/55 ได้เป็นอย่างดีถึงแม้ว่าจะมีต้นทุนค่าไฟและมีการปรับค่าแรงขั้นต่ำเพิ่มขึ้นในไตรมาส 2/55 รวมถึงค่าใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้นจากสาขาเมกะบางนาตั้งแต่เดือนพ.ค.ก็ตาม

หน้าหนังครึ่งปีหลังแข็งแกร่งมากขึ้น: เราคาดรายได้ตัวหนังและผลกำไรสุทธิสำหรับครึ่งปีหลังมีแนวโน้มฟื้นตัว ซึ่งจะได้รับปัจจัยบวกจากหนังทำเงินจำนวน 9 เรื่องในครึ่งปีหลัง ได้แก่ The Amazing Spider-Man (ทำรายได้รวม 142 ล้านบาท), The Dark Knight Rises (ทำรายได้ไปแล้ว 55 ล้านบาทจนถึงวันที่ 22 ก.ค.), Total Recall, The Bourne Legacy, Resident Evil 5, Bond 23, The Twilight 4.2, ตำนานสมเด็จพระนเรศวรภาค 5 และ The Hobbit รวมถึงต้นทุนส่วนแบ่งรายได้หนัง (film hire) สำหรับโรงภาพยนตร์ในต่างจังหวัดที่มีแนวโน้มลดลงอีก 2% ซึ่งจะเริ่มเห็นผลกระทบทางบวกตั้งแต่เดือนมิ.ย.2555 เป็นต้นไป และรายได้จากสาขาเมกะบางนาที่จะเพิ่มสูงขึ้นในช่วงครึ่งปีหลัง

Figure 1: 2Q12 earnings preview

P&L (Btm)	2Q12E	2Q1	% YoY	1Q12	% QoQ	1H12E	1H11	% YoY
Total revenue	1,818	1,988	(8.5)	1,667	9.1	3,485	3,459	0.8
Cost of sales & services	(1,192)	(1,285)	(7.2)	(1,135)	5.0	(2,327)	(2,240)	3.9
Gross profit	626	703	(10.9)	532	17.8	1,158	1,219	(5.0)
SG&A	(382)	(378)	1.0	(388)	(1.7)	(770)	(715)	7.6
EBIT	244	325	(24.9)	143	70.4	388	503	(22.9)
Interest expense	(35)	(35)	1.3	(35)	0.2	(71)	(74)	(4.5)
Other income/exp.	35	29	20.5	41	(14.6)	76	55	37.1
EBT	244	320	(23.6)	149	63.6	393	485	(18.9)
Corporate tax	(63)	(76)	(16.8)	(41)	56.6	(104)	(116)	(10.7)
After-tax profit	181	243	(25.7)	109	66.3	289	368	(21.4)
Minority interest	(6)	(6)	5.0	(4)	70.8	(10)	(15)	(36.1)
Equity earnings	30	40	(25.6)	56	(46.1)	86	86	(0.4)
Extra items	-	15	n.m.	72	n.m.	72	46	55.4
Net profit	205	293	(30.2)	233	(12.1)	437	486	(10.0)
Reported EPS	0.23	0.34	(31.1)	0.26	(12.1)	0.50	0.57	(12.4)
Fully diluted EPS	0.23	0.34	(31.1)	0.26	(12.1)	0.50	0.57	(12.4)
Core net profit	205	278	(26.3)	161	27.2	365	439	(16.8)
Core EPS	0.23	0.32	(27.3)	0.18	27.2	0.41	0.51	(19.0)
EBITDA	574	576	(0.3)	436	31.6	1,011	1,016	(0.5)
KEY RATIOS								
Gross margin (%)	34.4	35.4		31.9		33.2	35.2	
EBITDA margin (%)	31.6	29.0		26.2		29.0	29.4	
Operating margin (%)	13.4	16.4		8.6		11.1	14.5	
Net margin (%)	11.3	14.7		14.0		12.6	14.0	
Core profit margin (%)	11.3	14.0		9.6		10.5	12.7	

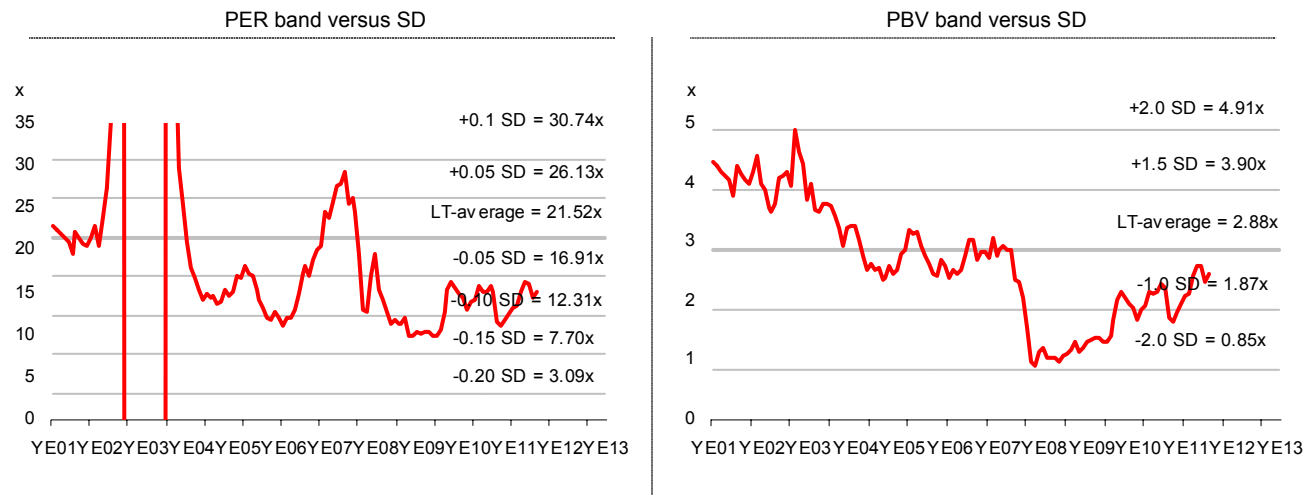
Sources: Company data, Bualuang Research estimates

Figure 2: Revenue and gross margin breakdown

	2Q12E	2Q11	% YoY	1Q12	% QoQ	1H12E	1H11	% YoY
Ticket sales	910	1,070	(15.0)	804	13.2	1,714	1,774	(3.4)
Food & beverages	218	256	(14.5)	196	11.3	415	432	(3.9)
Bowling & karaoke	113	118	(3.9)	101	11.6	214	224	(4.5)
Space rentals & utility	117	112	4.0	129	(9.6)	246	221	11.3
Advertising & sponsorship	205	190	8.2	169	21.1	374	333	12.3
Sales of VCD and DVD	255	242	5.2	267	(4.4)	522	474	10.2
Total revenue	1,818	1,988	(8.5)	1,667	9.1	3,485	3,459	0.8
Ticket sales	191	234	(18.5)	161	18.8	352	391	(10.0)
Food & beverages	138	163	(15.7)	122	12.5	260	279	(6.7)
Bowling & karaoke	34	37	(8.5)	28	22.0	62	69	(10.9)
Space rentals & utility	29	27	9.6	31	(5.6)	60	67	(10.2)
Advertising & sponsorship	178	167	7.1	137	29.7	316	298	5.9
Sales of VCD and DVD	56	75	(25.6)	52	7.0	109	114	(5.1)
Total gross profit	626	703	(10.9)	532	17.8	1,158	1,219	(5.0)

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

Figure 3: Valuation multiples versus SD



Sources: Company data, SET, and Bualuang Research estimates

Figure 4: Thailand box office revenues, April-June 2012 versus April-June 2011

Thailand box office revenue (Btm)	April-June 2012	April-June 2011	% YoY
Top ten movies	1,050	1,198	(12.4)
Thailand box office revenue (Btm)	April-June 2012	Jan-Mar 2012	% QoQ
Top ten movies	1,050	827	27.0

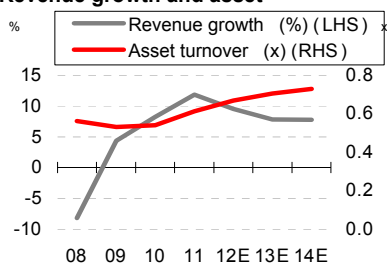
April 2012		May 2012		June 2012	
Battleship	139	The Avengers	253	Snow White and the Huntsman	82
Wrath of the Titans	46	Men in Black 3	58	Madagascar 3: Europe's Most Wanted	45
Titanic 3D	23	Dark Shadows	35	I Miss You รักฉันอย่าคิดถึงฉัน	42
มะหมา 2	23	The Cabins in the Woods	22	The Amazing Spider-Man	40
The Hunger Games	22	American Reunion	18	Prometheus	40
ปล้นระยยะ 2 อียัยยยะ	15	Battleship	9	อันธพาล	27
Lockout	14	Lockout	7	Men in Black 3	22
Home ความรัก ความสุข	3	Street Dance 2	7	Piranha 3DD	10
The Cold Light of Day	10	คน-โลก-จิต	5	Chernobyl Diaries	10
Safe (2012)	8	Iron Sky	4	ATM	2
Top 5	253	Top 5	385	Top 5	248
Top 10	313	Top 10	18	Top 10	319

April 2011		May 2011		June 2011	
ตำนานสมเด็จพระนเรศวรมหาราช	180	Fast & Furious 5	146	X-Men: First Class	76
World Invasion: Battle	53	ลัดดาแลนด์	114	Transformers 3: Dark of the Moon	70
Source Code	30	Pirates of the Caribbean 4	92	Teen Lantern	41
ศาสตร์	24	Thriller	68	Kung Fu Panda 2	32
io	21	Kung Fu Panda	36	Super 8	29
SuckSeed ห่วยขั้นเทพ	15	Priest	26	3D Sex and Zen: Extreme	25
Hop	11	The Hangover 2	14	ใหม่กะหม่า โดนกะโดน	16
Scream 4	7	ขอบคุณที่รักกัน	10	สมอลลรัฐ กุณว	14
จ๊กกะแห่สน	5	Drive Angry 3D	6	Pirates of the Caribbean	1
หนังผี	3	Something Borrowed	5	The Hangover 2	12
Top 5	308	Top 5	456	Top 5	248
Top 10	349	Top 10	516	Top 10	333

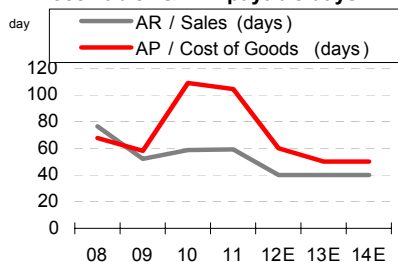
January 2012		February 2012		March 2012	
ATM เอลรัก..เอลเรอ	115	วาเลนไทน์ สวีตตี้	57	John Carter	70
ส.ค.ส.สวีทตี้	64	Ghost Rider: Spirit Vengeance	1	The Hunger Games	42
Real Steel	55	Journey 2: The Mysterious Island	39	Wrath of the Titans	30
Underworld: Awakening	50	ATM เอลรัก..เอลเรอ	32	407 เทียบินผี	27
The Darkes Hour	16	Safe House	12	Mirror Mirror	22
Mission Impossible	13	Man on a Legend	8	Chronicle	17
รักเวียเฮีย!	13	Underworld: Awakening	7	This Means War	14
ปัญญา เรณู 2	12	ไม่ได้ขอให้มารัก	6	รักสุดหิน	14
Contraband	8	The Melody รักท่านองนี่	6	Act of Valor	14
The Girl with the	7	Jack and Jill	4	เม่นาค 3D	13
Top 5	300	Top 5	181	Top 5	191
Top 10	353	Top 10	212	Top 10	262

Sources: www.manager.co.th, www.boxofficemojo.com and Bualuang research estimates

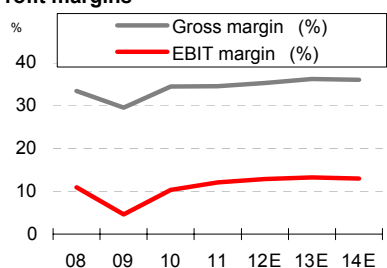
Revenue growth and asset



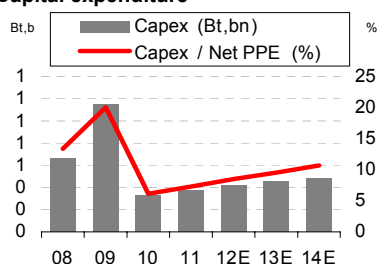
A/C receivable & A/C payable days



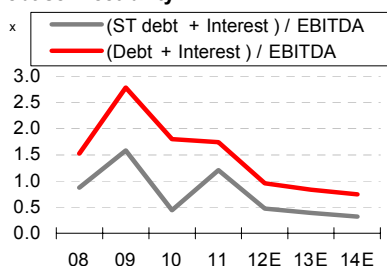
Profit margins



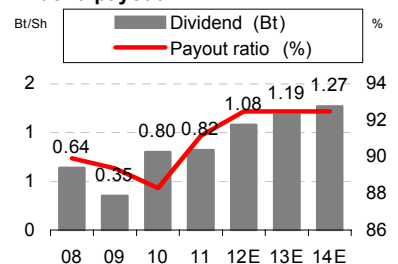
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



Financial tables

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
PROFIT & LOSS (Btm)					
Revenue	6,018	6,730	7,373	7,949	8,568
Cost of sales and services	(3,944)	(4,405)	(4,768)	(5,070)	(5,483)
Gross profit	2,074	2,325	2,605	2,879	3,085
SG&A	(1,452)	(1,511)	(1,659)	(1,828)	(1,971)
EBIT	622	814	946	1,051	1,114
Interest expense	(138)	(144)	(135)	(114)	(106)
Other income/exp.	131	129	150	165	181
EBT	614	799	961	1,102	1,190
Corporate tax	(126)	(218)	(192)	(187)	(202)
After-tax profit (loss)	489	581	769	915	987
Minority interest	(15)	(21)	(25)	(25)	(25)
Equity earnings from affiliates	136	166	213	241	248
Extra items	152	55	72	0	0
Net profit (loss)	762	782	1,029	1,130	1,211
Reported EPS	0.91	0.90	1.17	1.28	1.37
Fully diluted EPS	0.86	0.89	1.17	1.28	1.37
Core net profit	610	727	957	1,130	1,211
Core EPS	0.73	0.84	1.09	1.28	1.37
EBITDA	1,796	1,798	2,077	2,239	2,362

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	8.2	11.8	9.6	7.8	7.8
Gross margin (%)	34.5	34.5	35.3	36.2	36.0
EBITDA margin (%)	29.8	26.7	28.2	28.2	27.6
Operating margin (%)	10.3	12.1	12.8	13.2	13.0
Net margin (%)	12.7	11.6	14.0	14.2	14.1
Core profit margin (%)	10.1	10.8	13.0	14.2	14.1
ROA (%)	6.8	7.1	9.3	10.0	10.3
ROCE (%)	8.5	8.8	11.8	13.4	14.2
Asset turnover (x)	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7
Current ratio (x)	0.8	0.6	0.8	1.0	1.4
Gearing ratio (x)	0.5	0.5	0.3	0.3	0.2
Interest coverage (x)	4.5	5.7	7.0	9.2	10.5

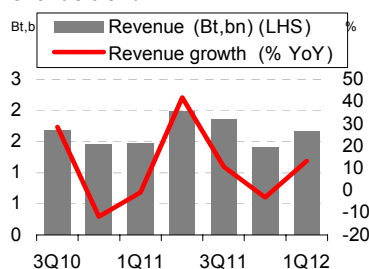
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	251	511	753	1,171	2,017
Accounts receivable	967	1,090	808	871	939
Inventory	135	154	156	166	180
PP&E-net	5,406	5,181	4,952	4,721	4,485
Other assets	1,778	1,714	1,733	1,528	1,049
Total assets	11,020	10,988	11,085	11,489	11,988
Accounts payable	1,178	1,261	784	695	751
ST debts & current portion	656	2,020	850	750	650
Long-term debt	2,434	967	1,000	1,000	1,000
Other liabilities	897	459	811	1,192	1,457
Total liabilities	5,347	4,931	4,568	4,768	5,077
Paid-up capital	882	882	882	882	882
Share premium	3,840	3,840	3,840	3,840	3,840
Retained earnings	603	1,308	1,614	1,792	1,957
Shareholders equity	5,536	5,900	6,335	6,514	6,679
Minority interests	137	157	182	207	232
Total Liab.&Shareholders' equity	11,020	10,988	11,085	11,489	11,988

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
CASH FLOW (Btm)					
Net income	762	782	1,029	1,130	1,211
Depreciation and amortization	1,174	984	1,132	1,188	1,248
Change in working capital	423	(59)	(197)	(162)	(25)
FX, non-cash adjustment & others	(855)	(305)	498	(323)	(180)
Cash flows from operating activities	1,505	1,402	2,462	1,834	2,254
Capex (Invest)/Divest	(330)	(378)	(420)	(450)	(480)
Others	(846)	114	55	82	214
Cash flows from investing activities	(1,177)	(264)	(365)	(368)	(266)
Debt financing (repayment)	(195)	(548)	(1,137)	(100)	(100)
Equity financing	0	0	0	0	0
Dividend payment	(463)	(888)	(723)	(952)	(1,046)
Others	(0)	556	0	0	0
Cash flows from financing activities	(658)	(879)	(1,860)	(1,052)	(1,146)
Net change in cash	(330)	259	237	413	842

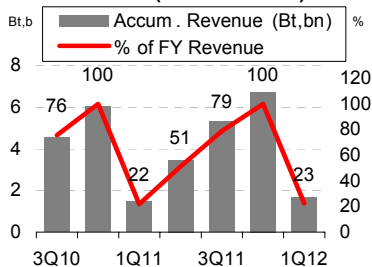
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Free cash flow (Btm)	1,174	1,024	2,042	1,384	1,774
FCF per share (Bt)	1.33	1.16	2.32	1.57	2.01

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

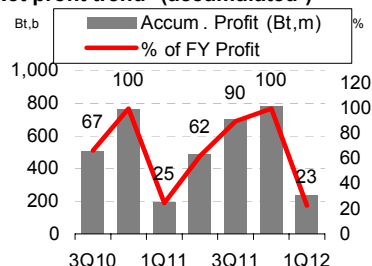
Revenue trend



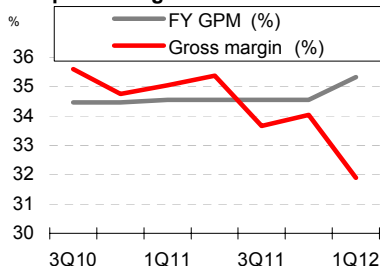
Revenue trend (accumulated)



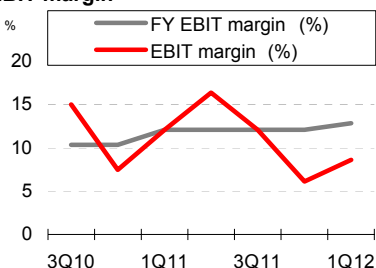
Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin



Financial tables

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
PROFIT & LOSS (Btm)					
Revenue	1,470	1,988	1,856	1,416	1,667
Cost of sales and services	(955)	(1,285)	(1,231)	(934)	(1,135)
Gross profit	515	703	625	482	532
SG&A	(338)	(378)	(401)	(395)	(388)
EBIT	178	325	224	87	143
Interest expense	(39)	(35)	(35)	(35)	(35)
Other income/exp.	26	29	40	33	41
EBT	165	320	229	85	149
Corporate tax	(40)	(76)	(77)	(24)	(41)
After-tax profit (loss)	125	243	153	60	109
Minority interest	(9)	(6)	(1)	(4)	(4)
Equity earnings from affiliates	46	40	54	26	56
Extra items	31	15	10	(2)	72
Net profit (loss)	193	293	215	81	233
Reported EPS	0.23	0.34	0.24	0.09	0.26
Fully diluted EPS	0.22	0.33	0.24	0.09	0.26
Core net profit	162	278	205	82	161
Core EPS	0.19	0.32	0.23	0.09	0.18
EBITDA	440	576	449	333	436

KEY RATIOS

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
Gross margin (%)	35.0	35.4	33.7	34.0	31.9
EBITDA margin (%)	29.9	29.0	24.2	23.5	26.2
Operating margin (%)	12.1	16.4	12.1	6.1	8.6
Net margin (%)	13.1	14.7	11.6	5.7	14.0
Core profit margin (%)	11.0	14.0	11.0	5.8	9.6
BV (Bt)	6.5	6.9	6.8	6.9	7.2
ROE (%)	13.7	19.6	14.8	5.5	15.1
ROA (%)	7.2	10.5	7.8	2.9	8.2
Current ratio (x)	0.8	1.0	1.0	0.6	0.6
Gearing ratio (x)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Interest coverage (x)	4.6	9.3	6.4	2.5	4.1

BALANCE SHEET (Btm)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12
Cash & Equivalent	460	849	751	511	900
Accounts receivable	664	731	711	1,090	1,080
Inventory	136	141	147	154	149
PP&E-net	5,347	5,259	5,148	5,181	5,222
Other assets	3,683	3,747	3,807	3,815	3,790
Total assets	10,655	11,151	11,041	10,988	11,383
Accounts payable	524	746	608	1,261	1,343
ST debts & current portion	568	484	615	2,020	2,035
Long-term debt	2,507	2,503	2,493	967	958
Other liabilities	471	466	464	459	450
Total liabilities	4,896	5,030	5,069	4,931	5,058
Paid-up capital	882	882	882	882	882
Share premium	3,840	3,840	3,840	3,840	3,840
Retained earnings	1,046	1,103	939	1,019	1,252
Shareholders' equity	5,614	5,970	5,825	5,900	6,165
Minority interests	145	151	147	157	160
Total Liab.&Shareholders' equity	10,655	11,151	11,041	10,988	11,383

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 IS OR MAY BE A CO-UNDERWRITER IN RESPECT OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING ("IPO") OF SECURITIES OF SRIRACHA CONSTRUCTION PUBLIC COMPANY LIMITED. "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, BEC, BGH, BH, BIGC, BJC, BLA, BTS, CPALL, CPF, DTAC, EGCO, ESSO, GLOW, HMPRO, HEMRAJ, INTUCH, IRPC, IVL, KBANK, KTB, LH, MINT, PS, PTT, PTTEP, PTTGC, SCB, SCC, SPALI, STA, TCAP, THAI, TISCO, TOP, TMB, 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 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.

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.