



# Major Cineplex Group PCL

MAJOR TB Outperform

Target Price Bt 24.18

Price (16/06/2022) Bt 20.90

Upside % 15.69

Valuation SOTP

Sector Media & Publishing

Market Cap Btm 18,699

30-day avg turnover Btm 88.64

No. of shares on issue m 895

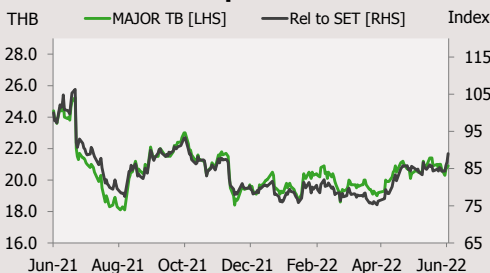
CG Scoring Excellent

Anti-Corruption Indicator Declared

## Investment fundamentals

Year end Dec 31	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>Company Financials</b>				
Revenue (Btmn)	3,010	8,844	12,910	13,584
EBITDA (Btmn)	-498	1,539	2,362	2,422
Core profit (Btmn)	-895	558	1,238	1,292
Net profit (Btmn)	1,582	685	1,365	1,418
Net EPS (Bt)	1.77	0.77	1.53	1.59
DPS (Bt)	1.60	0.77	1.53	1.59
BVPS (Bt)	8.01	8.13	8.13	8.13
Net EPS growth (%)	399.85	-56.70	99.29	3.91
ROA (%)	9.00	4.50	9.57	9.93
ROE (%)	23.17	9.48	18.77	19.51
Net D/E (x)	-0.30	-0.11	-0.15	-0.14
<b>Valuation</b>				
P/E (x)	11.82	27.30	13.70	13.18
P/BV (x)	2.61	2.57	2.57	2.57
EV/EBITDA (x)	-33.41	11.73	7.50	7.36
Dividend yield (%)	7.66	3.66	7.30	7.58

## MAJOR TB rel SET performance



Source: Bloomberg

(All figures in THB unless noted.)

**Disclaimer:** KS or its affiliates is acting or may act as the underwriter, issuer, and/or market maker of the securities mentioned in this document and/or other financial instruments related to the securities mentioned in this document, including but not limited to, bonds, debentures, derivatives warrants, and structured notes. Investors should study the information contained in the prospectus or related document before investing in the shares and other financial instruments.

## Analyst

Pisut Ngamvijitvong

pisut.n@kasikornsecurities.com

17 June 2022

Kasikorn Securities Public Company Limited

## สัญญาณที่สับสน

- ▶ สัญญาเช่าที่ MAJOR เสนอให้กับ MJLF คาดจะเพิ่มกำไรปกติในปี 2565-2567 ได้ 7-14% และราคาเป้าหมายปี 2566 เพิ่มขึ้น 9.2%
- ▶ MAJOR อาจรับรู้ผลขาดทุนจากการประเมินมูลค่าทรัพย์สินของ MJLF ใหม่และมูลค่าของ MJLF ที่มีต่อ MAJOR อาจลดลง
- ▶ "ซื้อ" ด้วย TP สิ้นปี 2566 ที่ 24.18 บาท ปัจจุบันราคาหุ้น ได้แก่ รายได้จากภาพยนตร์ที่สูงขึ้น ต้นทุนการเช่าที่ลดลงและรายได้จากคอนเทนต์ที่สูงขึ้น

## Investment highlights

- ▶ เหตุการณ์ใหม่ เมื่อวันที่ 24 มิ.ย. MJLF ซึ่ง MAJOR ถือหุ้น 33% เรียกประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้น เพื่อพิจารณาสัญญาเช่าใหม่ของ MAJOR ซึ่งเปลี่ยนโครงสร้างการเช่าจากการรับประกันขั้นต่ำ + ส่วนแบ่งรายได้เป็นส่วนแบ่งรายได้เพียงอย่างเดียวในอดีต 15% MAJOR จะต่อสัญญาเช่าอีก 15 ปี สำหรับสาขาวิชโยธิน และ 6 ปี สำหรับสาขารังสิต ทั้งนี้ สัญญาเช่าปัจจุบันจะสิ้นสุดระยะเวลาในวันที่ 30 มิ.ย.
- ▶ ข้อดี เรามีมุมมองเชิงบวกต่อสัญญาเช่าที่ MAJOR เสนอให้กับ MJLF การคำนวณของเราแสดงถึงระยะเวลาการเช่าใหม่จะเพิ่มกำไรปกติของ MAJOR ในปี 2565-2567 ขึ้น 7.1-14.3% และเพิ่มมูลค่ายุติธรรมของ MAJOR สิ้นปี 2566 ขึ้น 2.22 บาท (แผนภาพ 4) ตามแผนการเช่าปัจจุบัน MAJOR มีหน้าที่ต้องจ่ายเงินประกันขั้นต่ำในปี 2564 ที่ 172 ลบ. โดยมีอัตราเพิ่มที่ 3-5% ให้กับ MJLF และด้วยเงื่อนไขสัญญาเช่าที่ไม่เอื้อประโยชน์เช่นนี้ MAJOR จึงรายงานผลขาดทุนที่ 34-58 ลบ. ในช่วงปี 2560-2562 และขาดทุนเพิ่มขึ้นเป็น 198-204 ลบ. ในช่วงวิกฤตโควิด-19 ในปี 2563-2564 (แผนภาพ 2) หากใช้แผนการเช่าที่เสนอ คาด MAJOR จะสามารถประหยัดเงินได้ 89-100 ลบ. ในช่วงปี 2565-67 หลังหักภาษี
- ▶ ข้อเสีย ในด้านลบ เงื่อนไขการเช่าที่เสนออาจทำให้ MJLF มีมูลค่าลดลงจากแหล่งรายได้ที่ลดลง ดังนั้น MAJOR ที่ถือหุ้น 33% ใน MJLF อาจต้องรับรู้ผลขาดทุนที่ยังไม่เกิดขึ้นจากการประเมินมูลค่าสินทรัพย์ใหม่ในปี 2565 ทั้งนี้ ขนาดผลขาดทุนที่ยังไม่เกิดขึ้นจริงจะขึ้นอยู่กับสมมติฐานทางการเงินในปัจจุบันของผู้ประเมินสินทรัพย์เกี่ยวกับการต่ออายุสัญญาเช่าของ MAJOR หากผู้ประเมินตั้งสมมติฐานอายุสัญญาเช่าด้วยอัตราค่าเช่าเท่าเดิม คาดผลขาดทุนจะอยู่ระดับสูงและหักล้างกำไรสุทธิในปี 2565 แม้ว่าผลขาดทุนดังกล่าวจะไม่ใช่รายการเงินสด แต่ผลกระทบต่อราคาหุ้น MJLF ที่ลดลงจะลด upside จากค่าเช่าที่ลดลง
- ▶ ความซับซ้อน แม้เราคาดว่าผู้ถือหุ้นของ MJLF จะลงคะแนนคัดค้านแผนการเช่าที่เสนอโดย MAJOR แต่เราเชื่อว่า MAJOR มีแนวโน้มที่จะชนะการเสนอราคาเช่าพื้นที่ในภายหลัง และเนื่องจาก MAJOR จะไม่สามารถออกเสียงได้ เราจึงไม่คิดว่ากองทุนในประเทศจะลงคะแนนสนับสนุนข้อตกลงนี้ ซึ่งอาจนำไปสู่การสิ้นสุดสัญญาเช่า และหลังจากนั้นกระบวนการประกวดราคาสำหรับผู้เช่ารายใหม่จะเริ่มขึ้น เราเชื่อว่า MAJOR จะกลับมาประเมินพื้นที่และชนะการประมูลในอัตราค่าเช่าที่เอื้อประโยชน์ต่อบริษัทฯ กระบวนการทั้งหมดอาจใช้เวลาประมาณ 3 เดือน
- ▶ ยอดขายตัวหนัง ภาพยนตร์ดังไตรมาส 2/2565 รวมถึง Doctor Strange Jurassic World Fantastic Beasts และ Top Gun ได้รับเสียงตอบรับจากผู้ชม ดังนั้น รายได้ภาพยนตร์ไตรมาส 2/2565 มีแนวโน้มที่สูงกว่าไตรมาส 1/2565 และ 2/2564 แต่ยังคงต่ำกว่าระดับก่อนเกิดโควิด-19 ในขณะเดียวกัน รายได้ภาพยนตร์ระดับ second-tier คาดจะลดลง

## Valuation

- ▶ "ซื้อ" เราคงประมาณการกำไรปกติปี 2565-67 และคำแนะนำ "ซื้อ" สำหรับ MAJOR พร้อมปรับราคาเป้าหมายสิ้นปี 2566 ขึ้นเป็น 24.18 บาท ปัจจุบันตัวคูณมูลค่าหุ้น ได้แก่ 1) การฟื้นตัวของกำไรที่แข็งแกร่งในไตรมาส 2/2565 มาอยู่ใกล้เคียงกับระดับก่อนเกิดโควิด-19 2) ความคืบหน้าในการเจรจาข้อตกลงด้านเนื้อหาเกี่ยวกับแพลตฟอร์มสตรีมมิ่ง OTT และ 3) ค่าเช่าที่ลดลงจากการปรับอัตราค่าเช่ากับ MJLF เราปรับฐานราคาเป้าหมายอิงวิธีรวมส่วนธุรกิจ (SOTP) จากปลายปี 2565 เป็นปลายปี 2566 และเพิ่มราคาเป้าหมายใหม่ขึ้น 1.2% หรือจาก 23.89 บาท เป็น 24.18 บาท โดยยังคงคำนวณด้วย WACC ที่ 8.9%
- ▶ ความเสี่ยงของ ได้แก่ การฟื้นตัวของอุปสงค์ที่ล่าช้า ความล้มเหลวในการรับรู้ประโยชน์จากการฉีกก้างจากลงทุนใหม่ และการสิ้นสุดสัญญาเช่าที่สาขาวิชโยธินและรังสิต



**Fig 1 MJLF – Revenue breakdown**

Btmn	2017	2018	2019	2020	2021
MAJOR	145	150	158	166	172
Other tenants	284	249	254	127	126
Rental revenue	429	399	412	292	298
Other revenue	11	4	4	4	18
<b>Total revenue</b>	<b>440</b>	<b>403</b>	<b>416</b>	<b>296</b>	<b>316</b>

Source: Company, KS Research

**Fig 2 MAJOR – P&L of Ratchayothin and Rangsit branches**

Btmn	2017	2018	2019	2020	2021
Revenue	406	444	455	157	131
Total cost before rental cost	-312	-328	-356	-194	-157
Profit before rental cost	93	116	99	-38	-26
Rental cost to MJLF	-145	-150	-158	-166	-172
<b>Net profit (loss)</b>	<b>-52</b>	<b>-34</b>	<b>-58</b>	<b>-204</b>	<b>-198</b>

Source: Company, KS Research

**Fig 3 Comparison of MAJOR's rental charge to MJLF using two schemes**

Btmn	2017	2018	2019	2020	2021
<b>MAJOR's rental cost to MJLF</b>					
-Current scheme	145	150	158	166	172
-Proposed scheme	61	67	68	23	20
<b>Difference</b>	<b>84</b>	<b>84</b>	<b>89</b>	<b>142</b>	<b>152</b>

Source: Company, KS Research

**Fig 4 Expected rental cost saving, effect on net profit, and DCF value accretive**

Btmn	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
Total rev ex movie	7,280	10,087	10,218	10,282	10,255	10,208	10,179	10,157	10,139	10,121	10,100	10,075
% Ratchayothin and Rangsit	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Revenue from Ratchayothin and Rangsit	364	504	511	514	513	510	509	508	507	506	505	504
Rental cost to MJLF												
-Current scheme	179	187	195	203	212	221	231	241	251	262	273	285
-% of revenue	49.2%	37.1%	38.2%	39.6%	41.4%	43.4%	45.4%	47.4%	49.6%	51.8%	54.1%	56.6%
-% YoY	4.3%	4.5%	4.4%	4.2%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
-Proposed scheme	55	76	77	77	77	77	76	76	76	76	76	76
-% of revenue	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
Pre-tax rental cost saving	124	111	119	126	135	145	155	165	175	186	198	210
After-tax rental cost saving	100	89	95	101	108	116	124	132	140	149	158	168
% of net profit	14.3%	7.1%	7.6%	7.8%	8.2%	8.6%	9.0%	9.3%	9.7%	10.0%	10.4%	10.8%
<b>Effect of KS target price</b>												
WACC	8.90%											
LTG rate	2%											
Count	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Discount factor	1.00	0.92	0.84	0.77	0.71	0.65	0.60	0.55	0.51	0.46	0.43	
PV of rental cost saving	89	87	85	84	82	81	79	77	75	73	72	
PV of TV	1,098											
Sum of PV	1,983											
No of shares (m)	895											
Per share (Bt)	2.22											

Source: Company, KS Research



**Fig 5 Comparison of sequel grossing**

	Release date	Latest grossing (Btmn)	Last sequel grossing (Btmn)
The Batman	3-Mar	48.0	110
Fantastic Beasts	13-Apr	120	139
Doctor Strange	5-May	353	166
Jurassic World	9-Jun	150	365

Source: KS Research, Company

**Fig 6 Top three box office**

Movie	Grossing (Btmn)
<b>2Q22</b>	
Doctor Strange	353
Jurassic World	150
Fantastic Beasts	120
<b>1Q22</b>	
Spiderman	80
The Batman	48
One For The Road	44
<b>2Q21</b>	
Godzilla vs. Kong	72
Mortal Kombat	13
Stand By Me	9
<b>2Q19</b>	
Avengers Endgame	753
John Wick 3	144
Godzilla	119
<b>2Q18</b>	
Avengers Infinity War	477
Jurassic World	365
Brother Of The Year	175

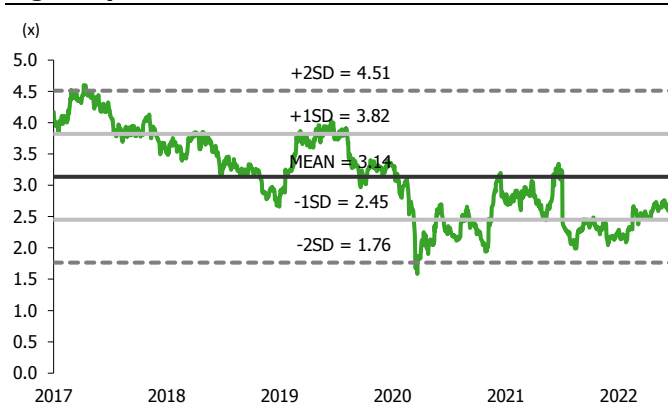
Source: KS Research, Company

**Fig 7 Valuation summary (WACC 8.9%, LTG rate 2%)**

	Btmn	Bt/share	Btmn	Bt/share	% change
PV of FCFE (2023-40E)	12,491	13.96	14,250	15.93	-12.4%
PV of TV	4,478	5.00	5,705	5.94	-15.7%
Value of firm	16,969	18.97	19,565	21.87	-13.3%
(-) net debt (cash)	-2,434	-2.72	-1,062	-1.19	128.7%
<b>Value of equity</b>	<b>19,403</b>	<b>21.69</b>	<b>20,627</b>	<b>23.06</b>	<b>-6.0%</b>
<b>Value of investment</b>	<b>MJLF</b>	<b>WORK</b>	<b>TKN</b>	<b>MJLF</b>	
Market price (Bt)	8.05	21.60	7.25	8.05	
No of shares (m)	330	442	1,380	330	
Market capitalization	2,657	9,538	10,005	2,657	
MAJOR's stake (%)	33.0%	8.2%	9.7%	33.0%	
Proportionate value for MAJOR	877	781	971	877	
% holding discount rate	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	
Net value for MAJOR	745	663	825	745	0.83
Value per MAJOR's share	0.83	0.74	0.92		
<b>Total equity value</b>	<b>21,637</b>	<b>24.18</b>	<b>21,372</b>	<b>23.89</b>	<b>1.2%</b>

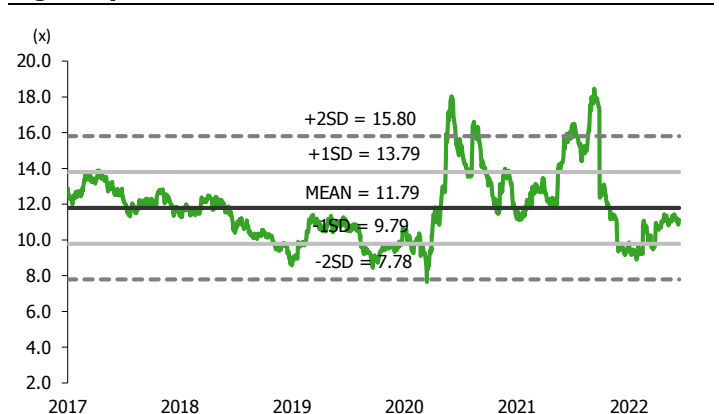
Source: Company, KS Research

**Fig 8 1 year forward PBV band**



Source: KS Research, Company

**Fig 9 1 year forward EV/EBITDA band**



Source: KS Research, Company


**Year-end 31 Dec**

Income Statement (Btmn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2023E
Revenue	3,765	3,010	8,844	12,910	13,584
Cost of sales and services	-3,164	-2,858	-6,011	-8,283	-8,808
<b>Gross Profit</b>	601	151	2,833	4,626	4,775
SG&A	-1,750	-1,899	-2,190	-3,116	-3,197
Other income	0	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	-458	2,152	917	1,784	1,852
<b>EBITDA</b>	93	-498	1,539	2,362	2,422
Interest expense	-175	-258	-110	-76	-78
Equity earnings	206	238	146	146	146
<b>EBT</b>	-633	1,894	807	1,707	1,774
Income tax	93	-354	-121	-341	-355
<b>NPAT</b>	-540	1,539	686	1,366	1,419
Minority Interest	-13	-42	1	1	1
<b>Core Profit</b>	-1,012	-895	558	1,238	1,292
Extraordinary items	485	3,662	127	127	127
FX gain (loss)	0	0	0	0	0
<b>Reported net profit</b>	-527	1,582	685	1,365	1,418

**Balance Sheet (Btmn)**

Cash & equivalents	1,557	2,014	2,985	3,169	3,106
ST investments	0	3,388	0	0	0
Accounts receivable	594	356	664	1,105	756
Inventories	118	111	125	301	128
Other current assets	294	291	294	294	294
<b>Total current assets</b>	2,563	6,160	4,068	4,870	4,284
Investment in subs & others	6,823	2,238	2,974	3,120	3,267
Fixed assets-net	5,161	4,719	3,760	3,496	3,288
Other assets	3,132	3,403	3,132	3,132	3,132
<b>Total assets</b>	17,678	16,519	13,933	14,618	13,971
Short-term debt	3,545	2,314	1,314	1,210	1,116
Accounts payable	1,395	1,443	717	1,553	861
Other current liabilities	68	1,351	68	68	68
<b>Total current liabilities</b>	5,009	5,107	2,099	2,831	2,045
Long-term debt	2,505	915	882	834	973
Other liabilities	3,538	3,211	3,538	3,538	3,538
<b>Total liabilities</b>	11,052	9,233	6,519	7,203	6,556
Paid-up capital	895	895	895	895	895
Share premium	4,056	4,056	4,056	4,056	4,056
Reserves & others, net	-15	3	-15	-15	-15
Retained earnings	1,547	2,217	2,336	2,336	2,336
Minority interests	144	117	144	144	144
<b>Total shareholders' equity</b>	6,626	7,287	7,415	7,415	7,415
<b>Total equity &amp; liabilities</b>	17,678	16,519	13,934	14,618	13,971

**Key Assumptions**

No of screen (unit)	817	819	869	909	939
Ticket count (m)	11.8	8.9	25.6	37.8	38.5
Rep ATP (Bt)	141.0	142.0	158.3	166.4	174.8
Con to box (%)	41.2%	53.5%	41.6%	39.0%	36.7%

Cashflow (Btmn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2023E
Net profit	-527	1,582	685	1,365	1,418
Depreciation & amortization	1,242	1,250	895	852	844
Change in working capital	-1,239	-2,941	-578	219	-170
Others	727	-434	-146	-146	-146
<b>CF from operation activities</b>	202	-543	855	2,289	1,946
Capital expenditure	-316	-217	-448	-588	-635
Investment in subs and affiliates	34	4,485	0	0	0
Others	0	0	0	0	0
<b>CF from investing activities</b>	-282	4,268	-448	-588	-635
Cash dividend	-313	-895	-685	-1,365	-1,418
Net proceeds from debt	978	-2,372	-1,752	-152	45
Capital raising	6	0	0	0	0
Others	0	0	0	0	0
<b>CF from financing activities</b>	671	-3,267	-2,437	-1,516	-1,373
<b>Net change in cash</b>	591	458	-2,030	184	-63

**Key Statistics & Ratios**
**Per share (Bt)**

Reported EPS	-0.590	1.768	0.765	1.526	1.585
Core EPS	-1.131	-1.000	0.624	1.384	1.444
DPS	0.000	1.600	0.765	1.526	1.585
BV	7.25	8.01	8.13	8.13	8.13
EV	26.08	18.60	20.18	19.80	19.92
Free Cash Flow	-0.13	-0.85	0.45	1.90	1.46

**Valuation analysis**

Reported P/E (x)	-35.45	11.82	27.30	13.70	13.18
Core P/E (x)	-18.48	-20.89	33.50	15.10	14.48
P/BV (x)	2.88	2.61	2.57	2.57	2.57
EV/EBITDA (x)	251.92	-33.41	11.73	7.50	7.36
Price/Cash flow (x)	92.37	-34.43	21.87	8.17	9.61
Dividend yield (%)	0.00	7.66	3.66	7.30	7.58

**Profitability ratios**

Gross margin (%)	15.97	5.02	32.03	35.84	35.16
EBITDA margin (%)	2.46	-16.55	17.40	18.30	17.83
EBIT margin (%)	-12.17	71.50	10.37	13.82	13.63
Net profit margin (%)	-14.35	51.15	7.75	10.58	10.45
ROA (%)	-3.41	9.00	4.50	9.57	9.93
ROE (%)	-8.15	23.17	9.48	18.77	19.51

**Liquidity ratios**

Current ratio (x)	0.51	1.21	1.94	1.72	2.09
Quick ratio (x)	0.43	1.13	1.74	1.51	1.89

**Leverage Ratios**

Liabilities/Equity ratio (x)	1.67	1.27	0.88	0.97	0.88
Net debt/EBITDA (x)	48.51	4.36	-0.51	-0.48	-0.42
Net debt/equity (x)	0.68	-0.30	-0.11	-0.15	-0.14
Int. coverage ratio (x)	-2.62	8.34	8.34	23.40	23.83

**Growth**

Revenue (%)	-64.80	-20.07	193.88	45.96	5.22
EBITDA (%)	-96.37	-637.70	408.92	53.53	2.54
Reported net profit (%)	-145.08	399.85	-56.70	99.29	3.91
Reported EPS (%)	-145.08	399.85	-56.70	99.29	3.91
Core profit (%)	-199.24	11.57	162.36	121.84	4.31
Core EPS (%)	-199.24	11.57	162.36	121.84	4.31

Source: Company, KS Research





### Analyst Certification

The views expressed in this research report accurately reflect the personal views of the analyst(s) about the subject security(ies) and subject company(ies); and no part of the compensation of the research analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.

### Investment Ratings

Outperform: Expected total return of 10% or more within a 12-month period  
Neutral: Expected total return between -10% and 10% within a 12-month period  
Underperform: Expected total return of -10% or worse within a 12-month period

### General Disclaimer

This document is prepared by Kasikorn Securities Public Company Limited (“KS”). This document has been prepared for individual clients of KS only and must not, either in whole or in part, be copied, photocopied or duplicated in any form or by any means or distributed to any other person. If you are not the intended recipient you must not use or disclose the information in this research in any way. If you received it in error, please immediately notify KS by return e-mail and delete the document. We do not guarantee the integrity of any e-mails or attached files and are not responsible for any changes made to them by any other person.

This document, including information, data, statements, forecasts, analysis and projections contained herein, including any expression of opinion, is based on public available information or information obtained from sources believed to be reliable, but KS does not make any representation or warranty on, assumes no responsibilities for nor guarantees the accuracy, completeness, correctness or timeliness of such information. KS accepts no obligation to correct or update the information or opinions in it. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration and they were based upon such information or sources then, and in our opinion are fair and reasonable in the circumstances prevailing at the time. The information or expressions of opinion contained herein are subject to change without notice.

Nothing in this document shall be construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities or products, or to engage in or refrain from engaging in any transaction. In preparing this document, KS did not take into account your specific investment objectives, financial situation or particular needs. This document is for your information only and is not to be taken in substitution for the exercise of your judgment. KS salespeople, traders and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to our clients that reflect opinions which are contrary to the opinions expressed in this document. Before making an investment decision on the basis of this document, you should obtain independent financial, legal or other advice and consider the appropriateness of investment in light of your particular investment needs, objectives and financial circumstances. There are risks involved in the investment in securities. KS accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, consequential or other loss (including claim for loss of profit) arising from any use of or reliance upon this document and/or further communication given in relation to this document.

Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments herein constitute a judgment as of the date of this document, and there can be no assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments. Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described in this document were based upon a number of estimates and assumptions and are inherently subject to significant uncertainties or contingencies. It can be expected that one or more of the estimates on which the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments were based will not materialize or will vary significantly from actual results. Therefore, the inclusion of the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described herein is not to be relied upon as a representation and/or warranty by KS (i) that such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments or their underlying assumptions will be achieved, or (ii) that there is an assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments stated therein.

KS along with its affiliates and/or persons associated with it may from time to time have interests in the securities mentioned in this document. KS and its associates, their directors and/or employees may have positions in, and may effect transactions in securities mentioned herein and may also perform or seek to perform broking, investment banking, advisory and other securities services for companies mentioned in this document.

### 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 companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market of Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor at <http://www.thai-iod.com/en/publications-detail.asp?id=170>. 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 data appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. KS does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.

### Structured Notes and Derivative Warrants Disclaimer

KS may be the issuer of structured notes on these securities.

KS acts as market maker and issuer of Derivative Warrants (“DWs”) on the underlying stocks listed below. Investors should carefully read the details of the DWs in the prospectus before making any investment decisions.

DWs Underlying Stocks: ADVANC, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BDMS, BEM, BGRIM, BH, CBG, CHG, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KTC, MINT, MTC, OSP, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPRC, STA, STEC, STGT, TIDLOR, TISCO, TOP, TRUE, TTB, TU, VGI, WHA.