

อสมท MCOT TB / MCOT.BK

4 มีนาคม 2556
สูงกว่าคาด
สูงกว่าคาด

MCOT รายงานกำไรสุทธิไตรมาส 4/55 ที่ 481 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 264% YoY และทรงตัว QoQ ผลประกอบการสูงกว่าคาด 7% เนื่องจากต้นทุนบริการ (ซึ่งส่วนใหญ่เป็นต้นทุนผลิตรายการทีวี) และค่าใช้จ่ายพนักงานที่ต่ำกว่าคาด รายได้โฆษณาธรรมเป็นไปตามคาด ต้นทุนบริการรวมต่ำกว่าคาด 8% อัตรากำไรขั้นต้นอยู่ที่ 60.6% (เรคาดก่อนหน้านี้ 57%)

ประเด็นหลักจากผลประกอบการ

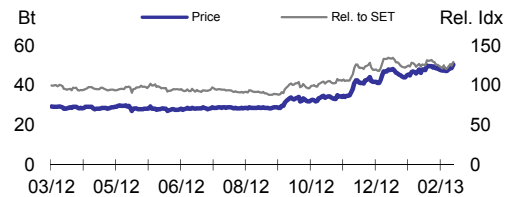
กำไรสุทธิที่เพิ่มขึ้นก้าวกระโดด YoY เนื่องจากฐานกำไรที่ต่ำมากในไตรมาส 4/54 จากเหตุการณ์น้ำท่วม รายได้โฆษณายังคงเพิ่มขึ้นในขณะที่ยอดคงค้างค่าใช้จ่ายทำได้ดีขึ้น รวมถึงได้อานิสงส์บวกจากอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลที่ปรับลดลงอีก 7% รายได้โฆษณาทีวีเติบโต 51% YoY แต่ลดลง 5% QoQ ในขณะที่รายได้โฆษณาวีทยูเพิ่มขึ้น 27% YoY และ 9% QoQ รายได้โฆษณาทีวีที่เพิ่มขึ้น YoY ได้รับปัจจัยบวกจากอัตรายอดจองเวลาโฆษณาทีวีที่เพิ่มขึ้น (80% ในไตรมาส 4/55 เทียบกับ 48% ในไตรมาส 4/54) รายได้โฆษณาวีทยูขยายตัวจากกลยุทธ์การขายซึ่งแบ่งขายตามภูมิภาค และการควบรวมกิจการรวมด้านการตลาดเข้ากับการขายโฆษณา

แนวโน้ม

ผู้บริหารคาดเม็ดเงินของอุตสาหกรรมโฆษณาโดยรวมในปี 2556 เติบโต 10% และเม็ดเงินโฆษณาเฉพาะสื่อทีวีปี 2556 ขยายตัว 12-13% บริษัทตั้งเป้ารายได้ปี 2556 เติบโต 15-17% YoY โดยมีปัจจัยผลักดันจาก 1) รายได้โฆษณาทีวีขยายตัว 20% YoY (ซึ่งไม่รวมทีวีดาวเทียม) 2) รายได้งานโครงการพิเศษภาครัฐเติบโต 60% YoY (เป็น 800 ล้านบาท) และ 3) รายได้จากทีวีดาวเทียมเติบโต 18% (เป็น 400 ล้านบาท)

บริษัทมีแผนที่จะเข้าประมูลใบอนุญาตช่องทีวีดิจิทัลจำนวน 2 ใบอนุญาตภายในไตรมาส 4/56 (ซึ่งบริษัทคาดการณ์ราคาประมูลเริ่มต้นที่ 500 ล้านบาทต่อช่อง) และตั้งเป้างบลงทุนรวมจำนวน 4-5 พันล้านบาทในช่วงปี 2556-58 โดยแบ่งเป็น 1) 1-1.5 พันล้านบาทสำหรับการเข้าประมูลใบอนุญาตช่องทีวีดิจิทัล 2 ใบอนุญาต 2) 1-1.5 พันล้านบาทสำหรับการลงทุนในโครงการที่ดิน 50 ไร่ (ภายใต้สมมติฐานของความร่วมมือทำธุรกิจกับพันธมิตร) และ 3) 1 พันล้านบาทสำหรับการลงทุนในอุปกรณ์และเครื่องส่งสัญญาณระบบดิจิทัลภายใต้สมมติฐานของความร่วมมือทำธุรกิจกับพันธมิตรทางธุรกิจ 4 ราย

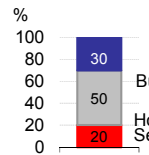
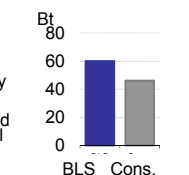
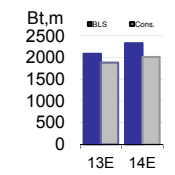
ในส่วนของโครงการที่ดิน 50 ไร่ บริษัทมีแผนที่จะสร้างมีเดียคอมเพล็กซ์ซึ่งจะมีร้านค้าปลีกและที่อยู่อาศัยรวมอยู่ด้วย ซึ่งบริษัทจะต้องหาผู้ร่วมลงทุนเพื่อมาช่วยเหลือด้านงบประมาณ บริษัทจำกัดเงินลงทุนสำหรับโครงการนี้เพียงแค่ 1-1.5 พันล้านบาทบวกด้วยที่ดิน สำหรับเงินลงทุนในโครงการดิจิทัล บริษัทวางแผนที่จะร่วมมือกับทีไอที ไทยพีบีเอส และกรมประชาสัมพันธ์สำหรับการแชร์เงินลงทุนด้านโครงการร่วมกัน รวมถึงยังอยู่ระหว่างการเจรจากับกองทัพบกเพื่อให้เข้าร่วมในโครงการนี้ด้วย ปัจจุบันบริษัทได้ทำการเซ็นเอ็มโอยูไปแล้วกับทีไอทีเพื่อเข้าใช้โครงการที่ไอที

Sector: Media Neutral
คำแนะนำพื้นฐาน: ชั่ว
เป้าหมายพื้นฐาน: 60.00 บาท
ราคา (01/03/13): 50.50 บาท
Price chart


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	1.1	5.6	37.1
Absolute	5.2	23.2	69.7

Key statistics

Market cap	Bt34.7bn	USD1.2bn
12-mth price range	Bt27.0/Bt51.5	
12-mth avg daily volume	Bt32m	USD1.1m
# of shares (m)	687	
Est. free float (%)	22.7	
Foreign limit (%)	15.0	

Consensus rating

BLS Target price vs. Consensus

BLS earnings vs. Consensus

Financial summary

FY Ended 31 Dec	2012	2013E	2014E	2015E
Revenues (Btm)	5,729	6,771	7,399	7,973
Net profit (Btm)	1,759	2,088	2,331	2,554
EPS (Bt)	2.56	3.04	3.39	3.72
EPS growth (%)	+29.7%	+18.7%	+11.6%	+9.6%
Core profit (Btm)	1,759	2,088	2,331	2,554
Core EPS (Bt)	2.56	3.04	3.39	3.72
Core EPS growth (%)	+29.7%	+18.7%	+11.6%	+9.6%
PER (x)	12.7	16.6	14.9	13.6
PBV (x)	2.8	4.1	3.8	3.7
Dividend (Bt)	2.3	2.7	3.1	3.3
Dividend yield (%)	7.1	5.4	6.0	6.6
ROE (%)	22.6	25.4	26.8	27.9

CG rating

ประสิทธิ์ สุจิรวรรณ
+662 618 1000

สิ่งที่เปลี่ยนแปลงไป

เรายังคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2556 ไว้เท่าเดิม

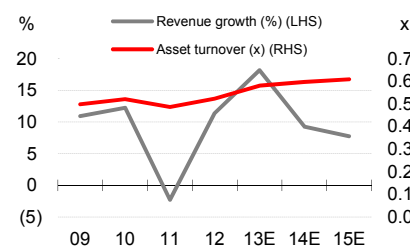
คำแนะนำ

เรายังคงคำแนะนำ **ซื้อ** จากเหตุผลได้แก่ แนวโน้มกำไรสุทธิปี 2556 ที่เติบโตแข็งแกร่ง และอัฟไซค์จากใบอนุญาตโครงข่ายทีวีดิจิทัลและใบอนุญาตช่องทีวีดิจิทัล

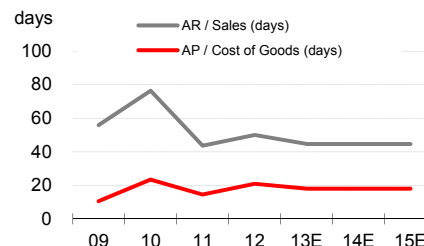
MCOT : Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Revenue	5,142	5,729	6,771	7,399	7,973
Cost of sales and services	(2,175)	(2,422)	(2,969)	(3,209)	(3,437)
Gross profit	2,967	3,307	3,803	4,190	4,536
SG&A	(1,080)	(1,186)	(1,388)	(1,480)	(1,555)
EBIT	1,888	2,121	2,415	2,710	2,981
Interest expense	(11)	(11)	(9)	(8)	(7)
Other income/exp.	170	210	220	228	236
EBT	2,047	2,319	2,626	2,930	3,210
Corporate tax	(671)	(551)	(527)	(587)	(643)
After-tax net profit (loss)	1,376	1,768	2,099	2,343	2,567
Minority interest	(20)	(10)	(11)	(12)	(13)
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	0	0	0	0	0
Net profit (loss)	1,356	1,759	2,088	2,331	2,554
Reported EPS	1.97	2.56	3.04	3.39	3.72
Fully diluted EPS	1.97	2.56	3.04	3.39	3.72
Core net profit	1,356	1,759	2,088	2,331	2,554
Core EPS	1.97	2.56	3.04	3.39	3.72
EBITDA	2,429	2,663	2,975	3,289	3,579
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	(2.3)	11.4	18.2	9.3	7.8
Gross margin (%)	57.7	57.7	56.2	56.6	56.9
EBITDA margin (%)	47.2	46.5	43.9	44.5	44.9
Operating margin (%)	36.7	37.0	35.7	36.6	37.4
Net margin (%)	26.4	30.7	30.8	31.5	32.0
Core profit margin (%)	26.4	30.7	30.8	31.5	32.0
ROA (%)	12.8	16.1	17.9	18.8	19.5
ROCE (%)	17.6	22.4	25.2	26.5	27.6
Asset turnover (x)	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
Current ratio (x)	3.6	3.2	3.1	3.1	3.1
Gearing ratio (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Interest coverage (x)	172.9	189.2	264.7	331.4	411.9
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	4,192	4,610	5,068	5,533	6,033
Accounts receivable	615	786	828	905	975
Inventory	11	40	49	53	56
PP&E-net	4,168	4,091	3,978	3,851	3,707
Other assets	723	830	1,092	1,277	1,444
Total assets	10,652	11,248	12,053	12,743	13,421
Accounts payable	87	139	146	158	169
ST debts & current portion	0	0	0	0	0
Long-term debt	6	5	3	4	5
Other liabilities	53	62	73	80	86
Total liabilities	2,994	3,209	3,495	3,722	3,931
Paid-up capital	3,435	3,435	3,435	3,435	3,435
Share premium	1,107	1,107	1,107	1,107	1,107
Retained earnings	3,053	3,438	3,946	4,397	4,854
Shareholders equity	7,595	7,980	8,488	8,940	9,396
Minority interests	63	59	69	81	94
Total Liab.&Shareholders' equity	10,652	11,248	12,053	12,743	13,421
CASH FLOW (Btm)					
Net income	1,356	1,759	2,088	2,331	2,554
Depreciation and amortization	541	542	560	579	597
Change in working capital	429	(148)	(44)	(69)	(63)
FX, non-cash adjustment & others	31	(160)	(131)	(64)	(57)
Cash flows from operating activities	2,358	1,994	2,474	2,777	3,032
Capex (Invest)/Divest	(322)	(278)	(400)	(400)	(400)
Others	(890)	(663)	(653)	(441)	(407)
Cash flows from investing activities	(1,212)	(940)	(1,053)	(841)	(807)
Debt financing (repayment)	(3)	(5)	0	0	0
Equity financing	0	0	0	0	0
Dividend payment	(1,443)	(1,374)	(1,580)	(1,880)	(2,098)
Others	(890)	(663)	(653)	(441)	(407)
Cash flows from financing activities	(1,458)	(1,393)	(1,580)	(1,880)	(2,098)
Net change in cash	(313)	(340)	(160)	56	127
Free cash flow (Btm)	2,036	1,716	2,074	2,377	2,632
FCF per share (Bt)	3.0	2.5	3.0	3.5	3.8
Key assumptions	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Average TV loading factor (%)	80.0%	83.0%	90.0%	94.0%	98.0%
TV ad revenue (Btm)	3,395	3,860	4,801	5,377	5,898
Radio ad revenue (Btm)	855	942	946	947	948
Concession revenue (Btm)	892	927	953	984	1,017
SG&A/sales (%)	21.0%	20.6%	20.5%	20.0%	19.5%

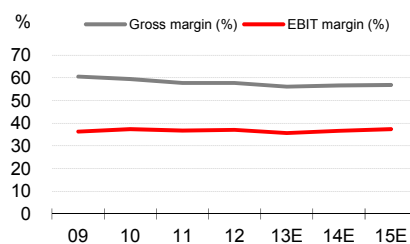
Revenue growth and asset turnover



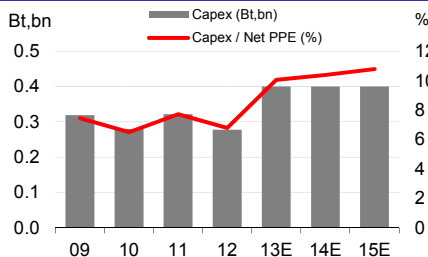
A/C receivable & A/C payable days



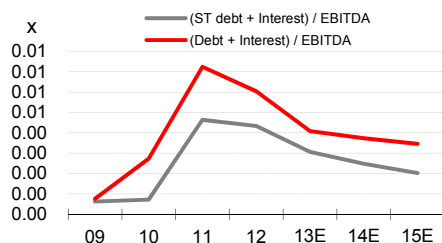
Profit margins



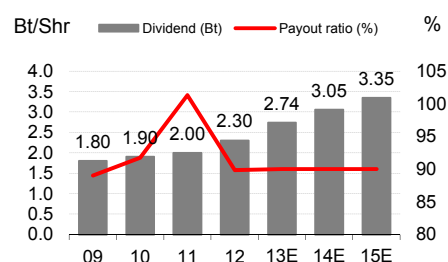
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



MCOT : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12
Revenue	1,096	1,265	1,450	1,515	1,499
Cost of sales and services	(590)	(589)	(593)	(649)	(591)
Gross profit	506	676	857	866	908
SG&A	(269)	(264)	(299)	(292)	(331)
EBIT	237	412	558	574	577
Interest expense	(2)	(3)	(3)	(3)	(3)
Other income/exp.	42	47	54	39	69
EBT	276	457	609	610	644
Corporate tax	(141)	(101)	(163)	(129)	(159)
After-tax net profit (loss)	136	356	446	482	485
Minority interest	(3)	(1)	(3)	(2)	(4)
Equity earnings from affiliates	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Extra items	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net profit (loss)	132	355	443	480	481
Reported EPS	0.19	0.52	0.65	0.70	0.70
Fully diluted EPS	0.19	0.52	0.65	0.70	0.70
Core net profit	132	355	443	480	481
Core EPS	0.19	0.52	0.65	0.70	0.70
EBITDA	373	547	695	709	711

KEY RATIOS

Gross margin (%)	46.2	53.4	59.1	57.2	60.6
EBITDA margin (%)	34.0	43.3	47.9	46.8	47.4
Operating margin (%)	21.6	32.6	38.4	37.9	38.5
Net margin (%)	12.1	28.0	30.6	31.7	32.1
Core profit margin (%)	12.1	28.0	30.6	31.7	32.1
BV (Bt)	11.1	11.7	11.3	11.0	11.7
ROE (%)	7.0	17.8	23.0	25.6	24.1
ROA (%)	5.0	13.1	16.2	16.8	17.1
Current ratio (x)	3.6	4.3	3.1	2.4	3.2
Gearing ratio (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Interest coverage (x)	95.2	162.9	222.4	224.0	227.4

QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	4,192	4,754	4,492	4,882	4,610
Accounts receivable	615	618	676	735	786
Inventory	11	5	20	28	40
PP&E-net	4,168	4,092	4,203	4,166	4,091
Other assets	813	371	928	923	919
Total assets	10,652	10,833	10,916	11,418	11,248
Accounts payable	87	93	96	127	139
ST debts & current portion	7	6	6	6	6
Long-term debt	6	5	4	5	5
Other liabilities	1,410	1,341	1,314	1,275	1,247
Total liabilities	2,994	2,820	3,156	3,864	3,209
Paid-up capital	3,435	3,435	3,435	3,435	3,435
Share premium	3,053	3,408	3,164	2,956	3,438
Retained earnings	3,053	3,408	3,164	2,956	3,438
Shareholders equity	7,595	7,950	7,706	7,499	7,980
Minority interests	63	64	53	55	59
Total Liab.&Shareholders' equity	10,652	10,833	10,916	11,418	11,248

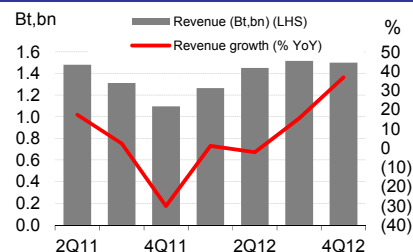
Key statistics

	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12
Average TV loading factor (%)	48.0%	76.0%	90.0%	92.0%	80.0%
TV ad revenue (Btm)	665	819	976	1,058	1,007
Radio ad revenue (Btm)	210	197	234	245	267
Concession revenue (Btm)	221	249	240	212	226
SG&A/sales (%)	24.6%	20.8%	20.6%	19.3%	22.1%

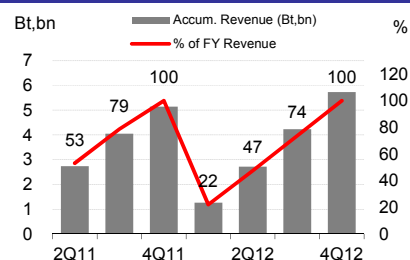
Company profile

MCOT Plc (MCOT) operates a free-to-air national terrestrial TV station, ModerNine, and 62 radio stations across the country. The firm also collects a percentage of the revenues generated by two TV operators that have MCOT-granted concessions—Bangkok Entertainment Plc (a subsidiary of BEC) and UBC (or TRUE Visions). Bangkok Entertainment operates the nationwide terrestrial TV station, Channel 3. Last year Bangkok Entertainment paid Bt173m in revenue share to MCOT. TRUE Vision runs a multi-channel pay TV business over fiber-optic cable and satellite. It pays 6.5% of its revenue to MCOT. In FY12 it paid Bt522m.

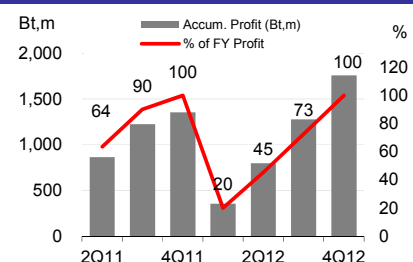
Revenue trend



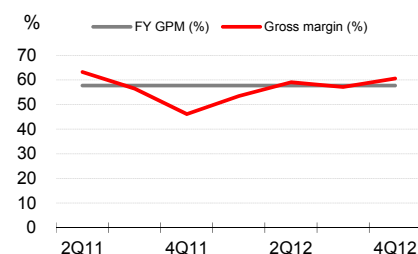
Revenue trend (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin

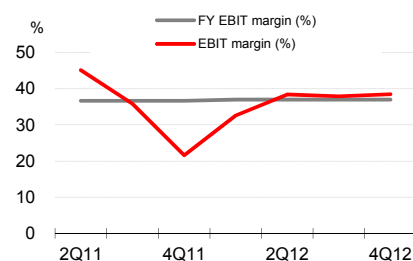


Figure 1 : 4Q12 results

FY Ended 31 Dec (Btm)	4Q12	4Q11	YoY %	3Q12	QoQ %	2012	2011	YoY %
Income Statement								
Revenue	1,499	1,096	37	1,515	(1)	5,729	5,142	11
Cost of sales and services	(591)	(590)	0	(649)	(9)	(2,422)	(2,181)	11
EBITDA	711	373	91	709	0	2,663	2,429	10
SG&A	(331)	(269)	23	(292)	13	(1,186)	(1,074)	10
EBIT	577	237	144	574	1	2,121	1,888	12
Interest expense	(3)	(2)	2	(3)	(1)	(10)	(10)	3
Other income/exp.	69	42	63	39	77	209	169	23
Equity earnings from affiliates	0	0	nm	0	nm	0	0	nm
Extra items	0	0	nm	0	nm	0	0	nm
EBT	644	276	133	610	5	2,319	2,047	13
Corporate tax	(159)	(141)	13	(129)	23	(551)	(671)	(18)
Minority interest	(4)	(3)	15	(2)	135	(10)	(20)	(52)
Net profit (loss)	481	132	264	480	0	1,759	1,356	30
Reported EPS	0.70	0.19	264	0.70	0	2.56	1.97	30
Core net profit	481	132	264	480	0	1,759	1,356	30
Key ratios								
Gross margin (%)	60.6	46.2		57.2		57.7	57.6	
EBITDA margin (%)	47.4	34.0		46.8		46.5	47.2	
EBIT margin (%)	38.5	21.6		37.9		37.0	36.7	
SG&A / Revenue (%)	22.1	24.6		19.3		20.7	20.9	
Tax rate (%)	24.7	50.9		21.1		23.8	32.8	
Net margin (%)	32.1	12.1		31.7		30.7	26.4	
Current ratio (x)	3.2	3.6		2.4		3.2	3.6	
Gearing ratio (x)	0.0	0.0		0.0		0.0	0.0	
Interest coverage (x)	227.4	95.2		n.m.		209.2	191.1	
Balance Sheet								
Cash & Equivalent	4,610	4,192	10	4,882	(6)			
Total assets	11,248	10,652	6	11,418	(1)			
ST debts & current portion	6	7	n.m.	6	(4)			
Long-term debt	5	6	n.m.	5	(17)			
Total liabilities	3,209	2,994	7	3,864	(17)			
Retained earnings	3,438	3,053	13	2,956	16			
Shareholders equity	7,980	7,595	5	7,499	6			
Minority interests	59	63	(6)	55	7			
BV (Bt)	11.7	11.1	5	11.0	6			

- Revenues was in line with our estimate
- Gross profit was 6% above our expectation
- GM was 60.6%; our assumption was 57.2%
- SG&A was 11% above our model
- EBIT was 4% above our estimate
- After-tax profit was 8% above our expectation
- Net profit was 7% above our estimate, due to lower service costs than modeled

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

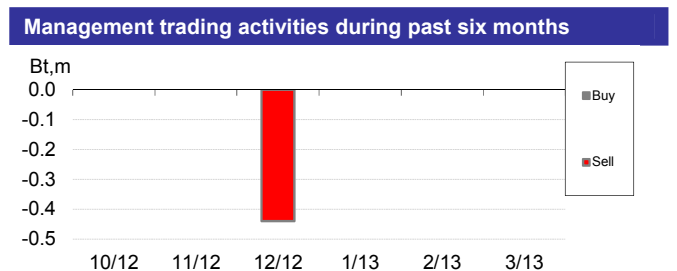
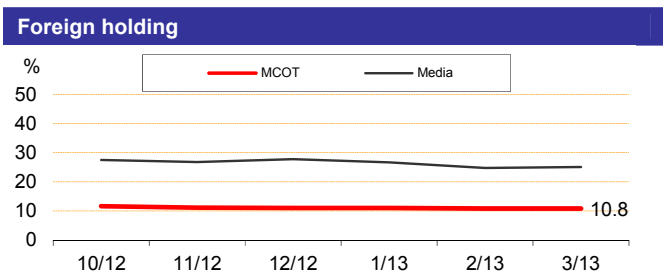
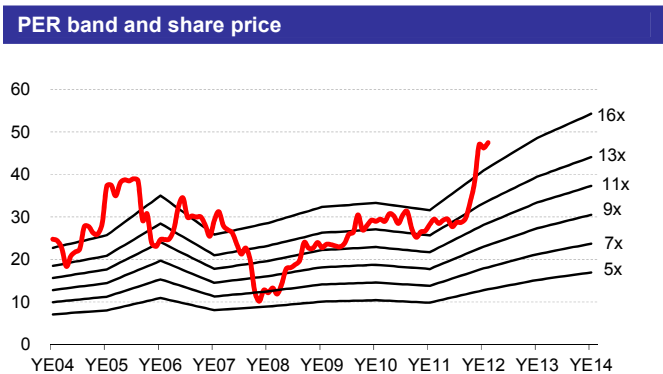
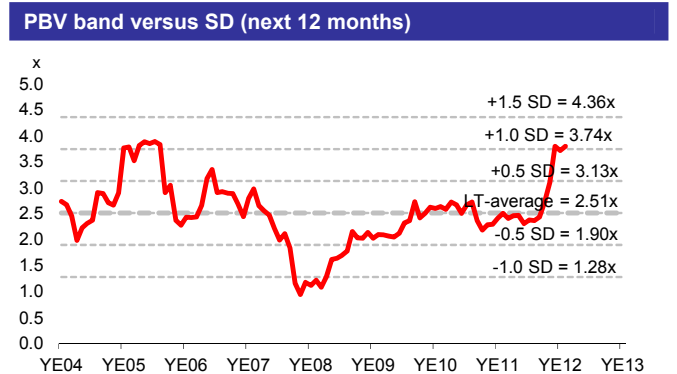
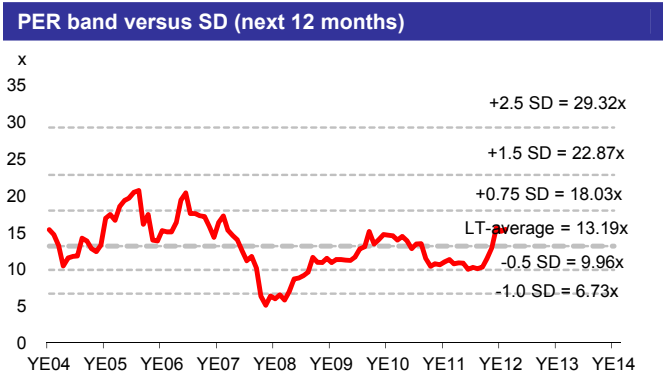
Figure 2: Revenue and gross profit breakdown

	4Q12	4Q11	% YoY	3Q12	% QoQ	FY12	FY11	% YoY
Total revenue	1,499	1,096	36.8	1,515	(1.0)	5,729	5,143	11.4
- TV	1,007	665	51.4	1,058	(4.9)	3,860	3,395	13.7
- Radio	267	210	26.8	245	9.1	942	855	10.2
- Concession	226	221	2.1	212	6.2	927	892	3.9
Total cost of services	(591)	(590)	0.1	(649)	(9.0)	(2,422)	(2,181)	11.1
- Cost of TV & radio	(564)	(560)	0.6	(622)	(9.3)	(2,307)	(2,068)	11.5
- Cost of concession	(27)	(30)	(8.7)	(28)	(0.5)	(115)	(112)	2.6
Gross profit	908	506	79.5	866	4.9	3,307	2,962	11.7
- TV & radio	710	315	125.4	681	4.3	2,495	2,182	14.3
- Concession	198	191	3.8	185	7.3	812	779	4.1
Gross margin (%)	60.6%	46.2%		57.2%		57.7%	57.6%	
- TV & radio	55.7%	36.0%		52.3%		52.0%	51.3%	
- Concession	87.9%	86.4%		87.0%		87.6%	87.4%	

Source: Company data

Regional Comparisons

	Bloomberg Code	Price (local curr.)	Market Cap (US\$ equivalent)	PER (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div Yield (%)	
				2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E
Abs-Cbn Corp	ABSPM	PHP38.3	79	19.0	14.3	-45.1	313	2.7	2.4	8.2	11.0	15	16
Gma Network Inc	GMA7 PM	PHP 10.0	826	214	18.6	30.3	10.9	4.8	4.6	23.0	25.0	6.6	3.3
Sun Tv Network Ltd	SUNTVIN	INR438.7	3,139	24.4	20.3	2.1	19.3	6.3	5.7	26.6	28.3	2.3	2.6
Zee Entertainment Enterprise	ZIN	INR220.8	3,844	29.5	24.2	23.2	214	5.5	4.8	19.3	20.3	10	12
Television Broadcasts Ltd	511HK	HKD60.1	3,394	15.3	14.6	1.8	3.0	3.5	3.2	23.7	22.8	4.0	4.2
Phoenix Satellite Television	2008 HK	HKD3.3	2,131	18.6	17.2	-1294.0	20.6	3.5	3.0	17.3	17.7	18	2.1
Nippon Television Network	9404 JP	JPY14510	4,087	15.5	13.8	2.4	12.9	0.8	0.8	5.4	5.9	2.0	2.1
Tokyo Broadcasting System	9401 JP	JPY1220.0	2,481	30.8	23.1	-40.6	310	0.6	0.6	18	2.9	10	12
Tv Asahi Corp	9409 JP	JPY1779.0	1,911	22.0	19.2	16.7	12.2	0.7	0.7	3.5	3.5	13	14
Beijing Gehua Catv Network-A	600037 CH	CNY7.1	120	25.5	23.5	6.5	7.9	n.a.	n.a.	6.0	5.8	15	17
BEC World	BEC TB	THB69.50	4,669	23.9	21.1	218	13.3	14.4	12.9	67.1	67.8	4.1	4.6
GMM Grammy	GRAMMY TB	THB23.60	420	167.7	10.2	n.m.	52.2	4.0	3.8	3.4	5.0	0.0	0.5
Major Cineplex Group	MAJOR TB	THB2150	641	18.3	16.6	28.8	9.9	2.9	2.8	16.3	17.4	5.1	5.6
MCOT	MCOT TB	THB50.50	1,166	16.6	14.9	18.7	116	4.1	3.8	25.4	26.8	5.4	6.0
VGI Global Media	VGI TB	THB 122.00	1,229	25.0	20.3	53.7	23.1	19.7	16.5	85.5	88.4	3.2	3.9
Workpoint Entertainment	WORK TB	THB50.00	432	21.6	19.0	29.5	13.8	7.8	6.9	40.0	39.3	3.5	4.0
Simple average				30.9	24.4	-75.7	18.4	5.4	4.8	23.3	24.2	2.8	2.9








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 DWs UNDERLYING STOCKS. Investors should carefully read the details of the derivative warrants in the prospectus before making investment decisions.

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

DWs Underlying Stocks	Financial Advisor	Underwriter/ Co-underwriter
ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BCP, BEC, BGH, BH, BIGC, BJC, BLA, BTS, CPALL, CPF, CPN, DTAC, EGCO, ESSO, GLOW, HMPRO, HEMRAJ, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, KBANK, KK, KTB, LH, MAKRO, MINT, PS, PTT, PTTEP, PTTGC, ROBINS, SCB, SCC, SPALI, TCAP, THAI, TISCO, TOP, TMB, TPIPL, TRUE, TUF		

Score Range	Score Range	Description
90 – 100		Excellent
80 – 89		Very Good
70 – 79		Good
60 – 69		Satisfactory
50 – 59		Pass
Below 50	No logo given	N/A

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 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.

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.