

อสมท MCOT TB / MCOT.BK

17 พฤษภาคม 2556
รายได้โฆษณาฟื้นตัวในไตรมาส 2/56
ประเด็นการลงทุน

หลังประชุมนักวิเคราะห์ผลประกอบการไตรมาส 1/56 เราเชื่อว่ากำไรสุทธิไตรมาส 1/56 มีแนวโน้มเป็นจุดต่ำสุดของปี เราคาดว่ากำไรสุทธิในช่วงครึ่งหลังของปี 2556 มีแนวโน้มฟื้นตัวอย่างชัดเจน HoH ซึ่งจะมีปัจจัยหนุนมาจากรายได้โฆษณาที่ขยายตัวเพิ่มขึ้นและเรตติ้งรายการทีวีรายการใหม่จากการปรับผังเดือนม.ค. ที่ปรับตัวดีขึ้น เราคาดว่ารายได้โฆษณามีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นในไตรมาส 2/56 เรายังคงคำแนะนำ ชื้อ จากเหตุผลได้แก่ กำไรสุทธิปี 2556 ที่ยังคงเติบโตแข็งแกร่ง อัฟไซค์จากใบอนุญาตทีวีดิจิทัลและอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลในระดับดีที่ 5-6%

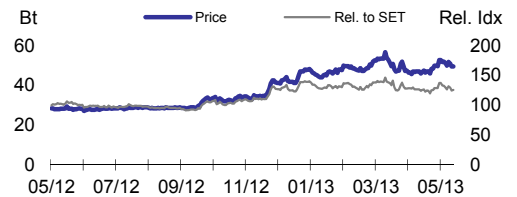
กำไรสุทธิไตรมาส 1/56 เป็นไปตามคาด

MCOT รายงานกำไรสุทธิไตรมาส 1/56 ที่ 375 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 6% YoY แต่ลดลง 22% QoQ กำไรสุทธิที่ออกมาใกล้เคียงกับประมาณการที่คาดก่อนหน้านี้ที่ 370 ล้านบาท กำไรสุทธิที่เพิ่มขึ้น YoY ได้รับานิสงค์จากรายได้โฆษณาซึ่งปรับตัวสูงขึ้นเล็กน้อยและอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลที่ลดลง ซึ่งกลบผลกระทบของค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่เพิ่มขึ้นก้าวกระโดดจากค่าใช้จ่ายด้านการตลาดและด้านอีเว้นท์ที่เพิ่มขึ้น ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเพิ่มขึ้น 27% YoY และ 1% QoQ เนื่องจากการบันทึกค่าใช้จ่ายด้านการตลาดจำนวน 45 ล้านบาทจากกิจกรรมงานสัญจรรายการทีวีใหม่ในช่วงไตรมาส 1/56

รายได้โฆษณาทีวีเพิ่มขึ้น 5% YoY (แต่ลดลง 15% QoQ) โดยมีปัจจัยหนุนจากรายได้จากรายการข่าวที่เพิ่มขึ้น รายได้โฆษณาทีวีที่เพิ่มขึ้นเพียงแค่น้อย YoY เนื่องจากการปรับผังใหม่ในเดือนม.ค. ที่ผ่านมาไม่ได้รับผลตอบรับที่ดีมากนักจากผู้ลงโฆษณา ผู้ใช้บโฆษณายังคงรอเรตติ้งของผู้ชมให้ปรับตัวเพิ่มขึ้น รายได้โฆษณาวิทยุทรงตัว YoY (และลดลง 26% QoQ) กำไรขั้นต้นโดยรวมเพิ่มขึ้น 4% YoY แต่ลดลง 23% QoQ บริษัทได้ทำการกลับรายการค่าคอมมิชชันจำนวน 30 ล้านบาทและบันทึกเป็นรายได้อื่นในงบไตรมาส 1/56 งานโครงการภาครัฐใหม่ที่เซ็นในไตรมาส 1/56 ได้แก่ งานโครงการของกรุงเทพมหานคร (200 ล้านบาท) งานโครงการของสำนักนายกรัฐมนตรี (200 ล้านบาท) และงานโครงการของกระทรวงสาธารณสุข รายได้งานโครงการภาครัฐอยู่ที่ 150 ล้านบาทในไตรมาส 1/56

คาดการณ์รายได้โฆษณาปรับตัวสูงขึ้นในไตรมาส 2/56

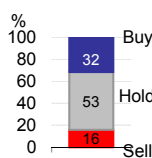
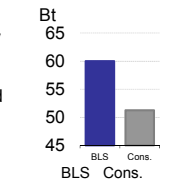
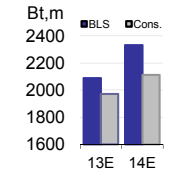
ตั้งแต่มีการปรับผังรายการในเดือนม.ค. ส่วนแบ่งผู้ชมของบริษัทปรับเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 8.6% ในเดือนมี.ค. (จาก 8% ในเดือนม.ค.) และส่วนแบ่งเม็ดเงินโฆษณาของบริษัทปรับเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 19% ในเดือนมี.ค. (จาก 15% ในเดือนม.ค.) เราคาดว่ารายได้โฆษณาในไตรมาส 2/56 มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น 20% QoQ (หรือ 5% YoY) ซึ่งจะมีปัจจัยหนุนจากอัตรายอดจองเวลาโฆษณาเฉลี่ยที่ปรับตัวสูงขึ้น (70-80% ในไตรมาส 2/56 เทียบกับ 65% ในไตรมาส 1/56) และรายได้จากงานโครงการพิเศษภาครัฐที่เพิ่มขึ้น อัตรายอดจองเวลาโฆษณาช่วงไพรม์ไทม์มีแนวโน้มสูงกว่า 100% ในไตรมาส 2/56 (เทียบกับ 90% ในเดือนมี.ค.) และอัตรายอดจองเวลาโฆษณาช่วงนอนไพรม์มีแนวโน้มสูงกว่า 50% ในไตรมาส 2/56 (เทียบกับ 40% ในเดือนมี.ค.) ถึงแม้ว่ารายได้โฆษณาไตรมาส 1/56 จะอ่อนตัวลงกว่าปกติ ผู้บริหารก็ยังคงตั้งเป้ารายได้รวมปี 2556 ไว้เท่าเดิมที่ 6.5 พันล้านบาท (เพิ่มขึ้น 13% YoY)

Sector: Media Neutral
คำแนะนำพื้นฐาน: ชื้อ
เป้าหมายพื้นฐาน: 60.00 บาท
ราคา (16/05/13): 49.50 บาท
Price chart


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	1.3	(3.1)	37.4
Absolute	7.6	3.1	75.2

Key statistics

Market cap	Bt34.0bn	USD1.1bn
12-mth price range	Bt27.0/Bt56.8	
12-mth avg daily volume	Bt40m	USD1.3m
# 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	16.3	14.6	13.3
PBV (x)	2.8	4.0	3.8	3.6
Dividend (Bt)	2.3	2.7	3.1	3.3
Dividend yield (%)	7.1	5.5	6.2	6.8
ROE (%)	22.6	25.4	26.8	27.9

CG rating

ประสิทธิ์ สุจิรวรรกุล
+662 618 1000

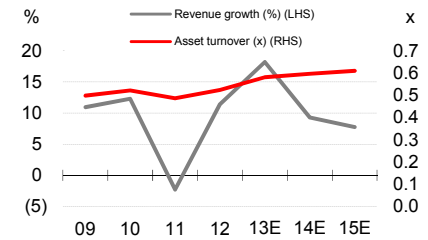
งบลงทุนใบอนุญาตสิ่งอำนวยความสะดวกดิจิทัลและใบอนุญาตโครงข่ายดิจิทัลสูงสุด 6 พันล้านบาท

บริษัทคาดงบลงทุนรวมจำนวน 6 พันล้านบาทสำหรับธุรกิจสิ่งอำนวยความสะดวกและธุรกิจโครงข่ายที่วีดิทัศน์ (ภายใต้สมมติฐานที่ไม่มีพันธมิตรร่วมทุนทางธุรกิจ) ในช่วงปี 2557-60 ซึ่งอยู่ภายใต้สมมติฐานว่า MCOT ชะการประมูลใบอนุญาตโครงข่ายที่วีดิทัศน์จำนวน 2 ใบอนุญาต แต่ไม่ว่าอย่างไรก็ตาม งบลงทุนมีแนวโน้มลดลงอย่างมีนัยสำคัญจาก 6 พันล้านบาทถ้าเป็นในกรณีที่ มีพันธมิตรร่วมทุนทางธุรกิจ (ซึ่งเราคิดว่ามีแนวโน้มที่จะเป็นไปได้สูง)

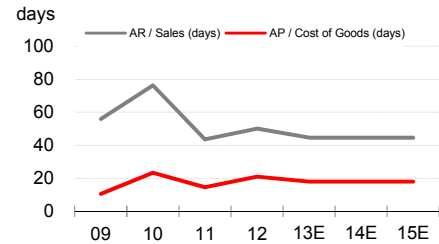
MCOT : Financial Tables – Year

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%

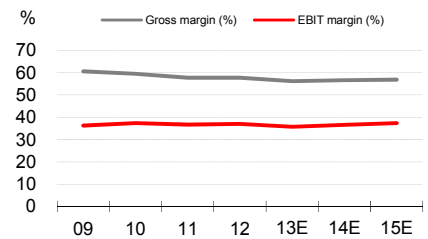
Revenue growth and asset turnover



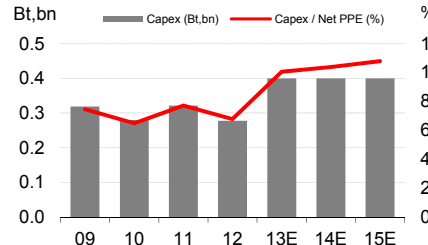
A/C receivable & A/C payable days



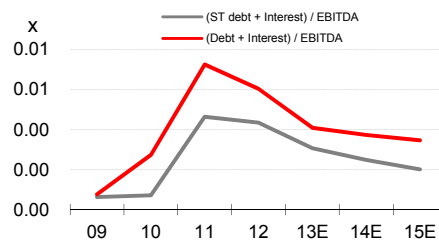
Profit margins



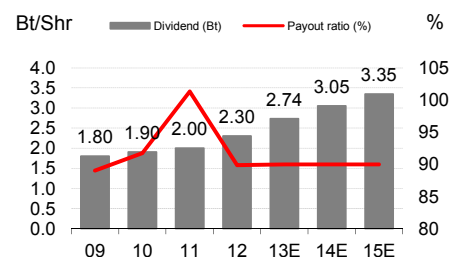
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



MCOT : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
Revenue	1,265	1,450	1,515	1,499	1,283
Cost of sales and services	(589)	(593)	(649)	(591)	(581)
Gross profit	676	857	866	908	702
SG&A	(264)	(299)	(292)	(331)	(334)
EBIT	412	558	574	577	368
Interest expense	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
Other income/exp.	47	54	39	69	105
EBT	457	609	610	644	470
Corporate tax	(101)	(163)	(129)	(159)	(95)
After-tax net profit (loss)	356	446	482	485	375
Minority interest	(1)	(3)	(2)	(4)	(0)
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)	355	443	480	481	375
Reported EPS	0.52	0.65	0.70	0.70	0.55
Fully diluted EPS	0.52	0.65	0.70	0.70	0.55
Core net profit	355	443	480	481	375
Core EPS	0.52	0.65	0.70	0.70	0.55
EBITDA	547	695	709	711	503

KEY RATIOS

Gross margin (%)	53.4	59.1	57.2	60.6	54.7
EBITDA margin (%)	43.3	47.9	46.8	47.4	39.2
Operating margin (%)	32.6	38.4	37.9	38.5	28.7
Net margin (%)	28.0	30.6	31.7	32.1	29.2
Core profit margin (%)	28.0	30.6	31.7	32.1	29.2
BV (Bt)	11.7	11.3	11.0	11.7	12.2
ROE (%)	17.8	23.0	25.6	24.1	18.0
ROA (%)	13.1	16.2	16.8	17.1	13.1
Current ratio (x)	4.3	3.1	2.4	3.2	3.7
Gearing ratio (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Interest coverage (x)	162.9	222.4	224.0	227.4	113.7

QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	4,754	4,492	4,882	4,610	4,845
Accounts receivable	618	676	735	786	655
Inventory	5	20	28	40	52
PP&E-net	4,092	4,203	4,166	4,091	4,029
Other assets	371	928	923	919	935
Total assets	10,833	10,916	11,418	11,248	11,449
Accounts payable	93	96	127	139	136
ST debts & current portion	6	6	6	6	6
Long-term debt	5	4	5	5	4
Other liabilities	1,341	1,314	1,275	1,247	1,288
Total liabilities	2,820	3,156	3,864	3,209	3,062
Paid-up capital	3,435	3,435	3,435	3,435	3,435
Share premium	3,408	3,164	2,956	3,438	3,785
Retained earnings	3,408	3,164	2,956	3,438	3,785
Shareholders equity	7,950	7,706	7,499	7,980	8,327
Minority interests	64	53	55	59	60
Total Liab.&Shareholders' equity	10,833	10,916	11,418	11,248	11,449

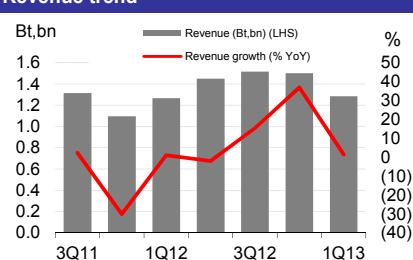
Key statistics

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
Average TV loading factor (%)	76.0%	90.0%	92.0%	80.0%	65.0%
TV ad revenue (Btm)	819	976	1,058	1,007	857
Radio ad revenue (Btm)	197	234	245	267	197
Concession revenue (Btm)	249	240	212	226	229
SG&A/sales (%)	20.8%	20.6%	19.3%	22.1%	26.1%

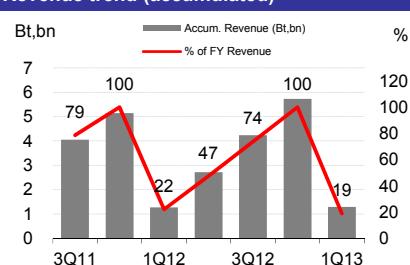
Company profile

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.

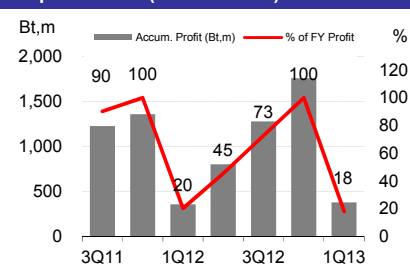
Revenue trend



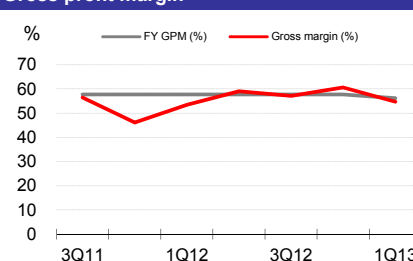
Revenue trend (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin

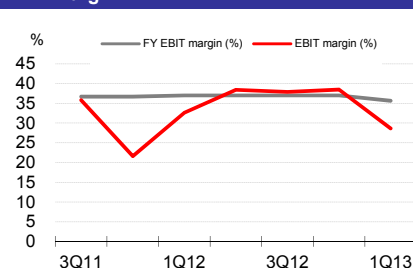


Figure 1 : 1Q13 results

FY Ended 31 Dec (Btm)	1Q13	1Q12	YoY %	4Q12	QoQ %	3M13	3M12	YoY %	3M13 vs. FY13E	
Income Statement										
Revenue	1,283	1,265	1	1,499	(14)	1,283	1,265	1	19	
Cost of sales and services	(581)	(589)	(1)	(591)	(2)	(581)	(589)	(1)	20	• Revenues was 1% below our estimate
EBITDA	503	547	(8)	711	(29)	503	547	(8)	17	
SG&A	(334)	(264)	27	(331)	1	(334)	(264)	27	24	
EBIT	368	412	(11)	577	(36)	368	412	(11)	15	• Gross profit was 4% below our model
Interest expense	(3)	(3)	28	(3)	28	(3)	(3)	28	35	
Other income/exp.	105	47	124	69	52	105	47	124	48	
Equity earnings from affiliates	0	0	nm	0	nm	0	0	nm	n.m.	
Extra items	0	0	nm	0	nm	0	0	nm	n.m.	• GM was 54.7%; our assumption was 56.6%
EBT	470	457	3	644	(27)	470	457	3	18	
Corporate tax	(95)	(101)	(6)	(159)	(40)	(95)	(101)	(6)	18	
Minority interest	(0)	(1)	(78)	(4)	(94)	(0)	(1)	(78)	2	• SG&A was 8% above our model—a one-time marketing expense
Net profit (loss)	375	355	6	481	(22)	375	355	6	18	
Reported EPS	0.55	0.52	6	0.70	(22)	0.55	0.52	6	18	
Core net profit	375	355	6	481	(22)	375	355	6	18	
Key ratios										
Gross margin (%)	54.7	53.4		60.6		54.7	53.4			• EBIT was 13% below our estimate
EBITDA margin (%)	39.2	43.3		47.4		39.2	43.3			
EBIT margin (%)	28.7	32.6		38.5		28.7	32.6			
SG&A / Revenue (%)	26.1	20.8		22.1		26.1	20.8			• One-off extra other income—the reversal of overbooked commissions
Tax rate (%)	20.1	22.1		24.7		20.1	22.1			
Net margin (%)	29.2	28.0		32.1		29.2	28.0			
Current ratio (x)	3.7	4.3		3.2		3.7	4.3			
Gearing ratio (x)	0.0	0.0		0.0		0.0	0.0			
Interest coverage (x)	113.7	162.9		n.m.		113.7	162.9			• After-tax profit was in line with our estimate
Balance Sheet										
Cash & Equivalent	4,845	4,754	2	4,610	5					
Total assets	11,449	10,833	6	11,248	2					• Net profit was in line with our estimate
ST debts & current portion	6	6	n.m.	6	(2)					
Long-term debt	4	5	n.m.	5	(21)					
Total liabilities	3,062	2,820	9	3,209	(5)					
Retained earnings	3,785	3,408	11	3,438	10					
Shareholders equity	8,327	7,950	5	7,980	4					
Minority interests	60	64	(6)	59	2					
BV (Bt)	12.2	11.7	5	11.7	4					

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

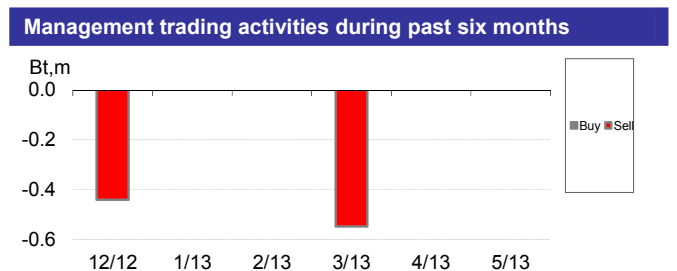
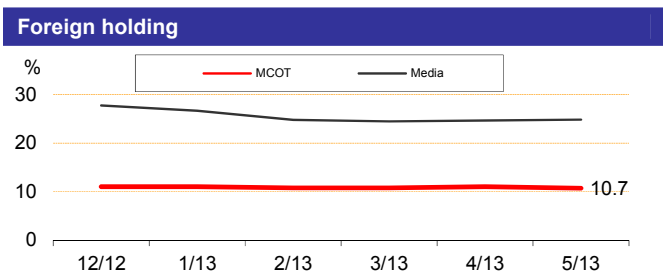
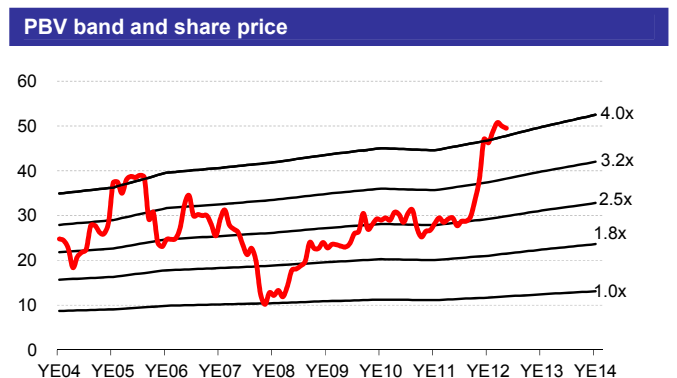
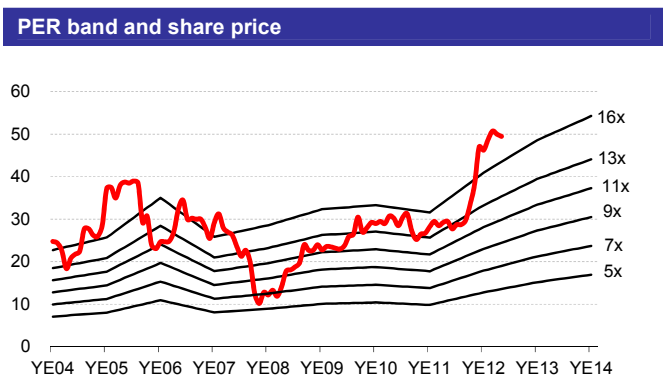
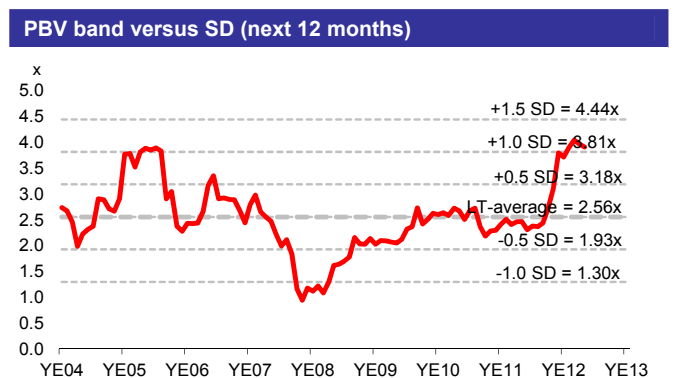
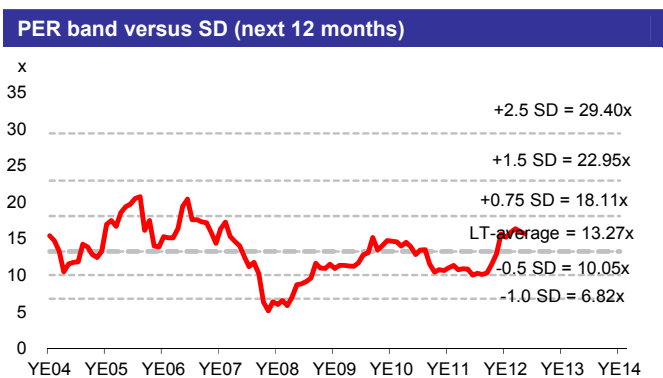
Figure 2: Revenue and gross profit breakdown

	1Q13	1Q12	% YoY	4Q12	% QoQ
Total revenue	1,283	1,265	1.4	1,499	(14.4)
- TV	857	819	4.5	1,007	(14.9)
- Radio	197	197	0.4	267	(26.1)
- Concession	229	249	(8.0)	226	1.4
Total cost of services	(581)	(589)	(1.4)	(591)	(1.8)
- Cost of TV & radio	(553)	(559)	(1.0)	(564)	(1.9)
- Cost of concession	(28)	(30)	(8.4)	(27)	0.7
Gross profit	702	676	3.9	908	(22.7)
- TV & radio	501	457	9.5	710	(29.5)
- Concession	201	219	(7.9)	198	1.5
Gross margin (%)	54.7%	53.4%		60.6%	
- TV & radio	47.5%	45.0%		55.7%	
- Concession	88.0%	87.9%		87.9%	

Source: Company data

Regional Comparisons

	Bloomberg	Price	Market Cap	PER (x)	EPS Growth (%)	PBV (x)	ROE (%)	Div Yield (%)	
	Code	(local curr.)	equivalent)	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E
Abs-Cbn Corp	ABSPM	PHP45.5	843	15.5	19.5	6.8	-5.7	16	15
Gma Network Inc	GMA7 PM	PHP9.7	791	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Sun Tv Network Ltd	SUNTVIN	INR443.0	3,193	24.6	20.6	2.2	19.1	6.4	5.7
Zee Entertainment Enterprise	ZIN	INR245.6	4,307	32.8	27.2	23.0	20.2	6.1	5.3
Television Broadcasts Ltd	511HK	HKD60.7	3,424	14.7	14.1	3.8	4.9	3.2	3.0
Phoenix Satellite Television	2008 HK	HKD3.1	1,962	15.3	13.4	19.8	15.5	2.6	2.1
Nippon Television Network	9404 JP	JPY1,834.0	4,738	16.5	15.5	7.9	6.7	10	0.9
Tokyo Broadcasting System	9401 JP	JPY1,404.0	2,618	23.1	21.5	2.3	7.9	0.7	0.6
Tv Asahi Corp	9409 JP	JPY2,074.0	2,043	19.9	18.4	15.2	8.6	0.8	0.8
Beijing Gehua Catv Network-A	600037 CH	CNY6.9	1,195	23.4	21.1	8.0	11.6	n.a.	n.a.
BEC World	BEC TB	THB68.75	4,627	23.4	20.6	22.8	13.9	14.2	12.6
GMM Grammy	GRAMMY TB	THB23.90	426	n.m.	105.6	n.m.	n.m.	3.7	3.5
Major Cineplex Group	MAJOR TB	THB24.30	726	17.4	16.8	52.8	3.8	3.2	3.1
MCOT	MCOT TB	THB49.50	1,144	16.3	14.6	18.7	11.6	4.0	3.8
VGI Global Media	VGI TB	THB142.00	1,433	30.5	24.7	53.9	23.6	20.3	17.5
Workpoint Entertainment	WORK TB	THB55.00	476	26.2	22.3	33.5	17.5	8.9	7.8
Simple average				21.4	25.0	19.3	11.6	5.5	4.9








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	Joint lead 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		MONO

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 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.

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.