

อสมท MCOT TB / MCOT.BK

4 มีนาคม 2556
เป้าหมายได้รวมของบริษัทปี 2557 ดูสูงเกินไป
ประเด็นการลงทุน

หลังประชุมนักวิเคราะห์ เราคาดว่าธุรกิจทีวีดิจิตอลมีแนวโน้มเป็นตัวจุดกำไรสุทธิของ MCOT ในปี 2557 แต่ไม่ว่าอย่างไรก็ตามรายได้จากธุรกิจใหม่ ได้แก่ การขายกล่องแปลงสัญญาณทีวีดิจิตอล และการให้เช่าโครงข่ายดิจิตอล มีแนวโน้มที่จะเข้ามาช่วยลดผลกระทบของต้นทุนทีวีดิจิตอลที่มีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น เราประเมินว่า MCOT ยังคงเป็นหุ้นที่ให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลในระดับสูงถึง 7.3% ในปี 2557 เรายังคงไม่คำนวณผลกระทบจากธุรกิจทีวีดิจิตอลเข้าไปในประมาณการแต่อย่างใด เรายังคงคำแนะนำ **ซื้อ** เก็งกำไร

ผลประกอบการไตรมาส 4/56—ต่ำกว่าคาด 26%

MCOT รายงานกำไรสุทธิไตรมาส 4/56 ที่ 332 ล้านบาท ลดลง 31% YoY และ 12% QoQ ถ้าไม่รวมรายการสำรองค่าใช้จ่ายคดีไร้สัมในไตรมาส 3/56 จำนวน 56 ล้านบาท กำไรหลักไตรมาส 4/56 ถือว่าลดลง 23% QoQ กำไรสุทธิต่ำกว่าคาด 26% เนื่องจากรายได้ที่ต่ำกว่าคาดในขณะที่ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารสูงกว่าคาด รายได้ต่ำกว่าคาด 7% เนื่องจากรายได้โฆษณาทีวีที่ต่ำกว่าคาด

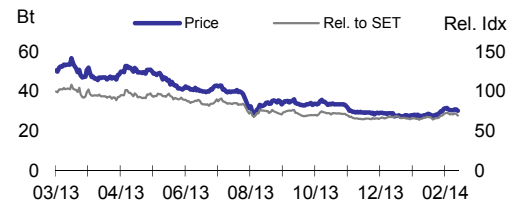
รายได้โฆษณาทีวีลดลง 4% YoY และ 10% QoQ รายได้จากสื่อใหม่ลดลง 15% YoY ในขณะที่รายได้โฆษณาวิทยุทรงตัว YoY หนุนโดยการจัดอีเวนต์ทางการตลาดร่วมกับการขายนาฬิกาโฆษณา ส่วนต้นทุนบริการเพิ่มขึ้นก้าวกระโดด 25% YoY เนื่องจากการหันมาทำรายการที่ผลิตเองมากขึ้น

เป้าหมายได้รวมปี 2557 ที่ 6.7 พันล้านบาทดูสูงเกินไป

บริษัทตั้งเป้าหมายได้ปี 2557 ที่ 6.7 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 17% YoY ซึ่งมีปัจจัยหนุนจากรายได้จากธุรกิจที่เป็นกิจการกระจายเสียงจำนวน 6.2 พันล้านบาท และรายได้จากธุรกิจที่ไม่ใช่กิจการกระจายเสียงจำนวน 500 ล้านบาท ในส่วนของธุรกิจที่เป็นกิจการกระจายเสียง เป้าหมายได้ธุรกิจทีวี (ที่รวมงานโครงการพิเศษภาครัฐและธุรกิจทีวีดิจิตอล) อยู่ที่ 3.6 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 3% และส่วนที่เหลือจากรายได้โฆษณาวิทยุ (900 ล้านบาท ลดลง 6%), รายได้สัมปทาน (970 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 4%) รายได้สื่อใหม่ (400 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 18%) และรายได้จากการให้เช่าโครงข่ายทีวีดิจิตอลหรือมัลติ (100 ล้านบาท) ในส่วนของธุรกิจที่ไม่ใช่กิจการกระจายเสียง บริษัทตั้งเป้าหมายลดขายกล่องแปลงสัญญาณดิจิตอลทีวีที่ 1 ล้านกล่องภายใน 2 ปี (6 แสนกล่องในปี 2557 และที่เหลือในปี 2558)

เราเชื่อว่าเป้าหมายได้รวมปี 2557 ของผู้บริหารถือว่าสูงเกินไป เนื่องจากปัจจัยเรื่องการบริหารโภคภายในประเทศที่ยังคงชะลอตัวลง และบรรยากาศทางการเมืองที่ไม่เอื้ออำนวยต่อการชิงบโฆษณา รวมถึงการเปิดตัวของช่องทีวีดิจิตอลใหม่อีก 24 ช่อง (โดย 22 ช่องใหม่จะมาแข่งขันกับ MCOT เพื่อแย่งส่วนแบ่งผู้ชมและส่วนแบ่งโฆษณา) เราประมาณการรายได้ปี 2557 ของเราที่ 6.4 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 12% YoY และกำไรสุทธิปี 2557 ที่ 1.65 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 8% YoY

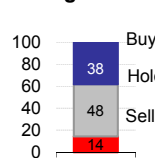
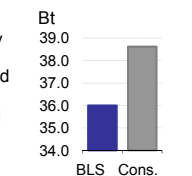
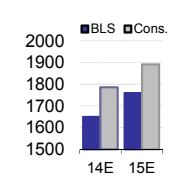
Sector: Media Neutral
คำแนะนำพื้นฐาน: ซื้อ เก็งกำไร

เป้าหมายพื้นฐาน: 36.00 บาท
ราคา (28/02/14): 30.25 บาท
Price chart


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	4.8	3.3	(23.0)
Absolute	9.0	-	(37.0)

Key statistics

Market cap	Bt20.8bn	USD0.6bn
12-mth price range	Bt27.0/Bt56.8	
12-mth avg daily volume	Bt34m	USD1.0m
# 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	2013	2014E	2015E	2016E
Revenues (Btm)	5,715	6,388	7,182	7,809
Net profit (Btm)	1,527	1,649	1,759	1,879
EPS (Bt)	2.22	2.40	2.56	2.73
EPS growth (%)	-13.2%	+8.0%	+6.7%	+6.8%
Core profit (Btm)	1,583	1,649	1,759	1,879
Core EPS (Bt)	2.30	2.40	2.56	2.73
Core EPS growth (%)	-10.0%	+4.2%	+6.7%	+6.8%
PER (x)	19.2	12.6	11.8	11.1
PBV (x)	3.7	2.5	2.5	2.4
Dividend (Bt)	2.1	2.2	2.4	2.5
Dividend yield (%)	5.0	7.3	7.8	8.3
ROE (%)	19.2	20.6	21.4	22.2

CG rating

ประสิทธิ์ สุจิรวรรณ
+662 618 1000

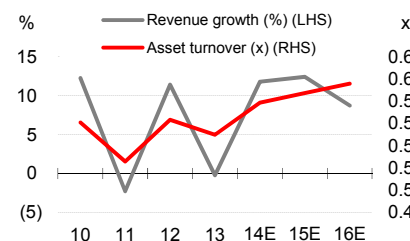
ออกอากาศช่องอนุโลมคู่ขนานกับช่องดิจิทัลในช่วงเดือนเม.ย.-มิ.ย.

MCOT ตั้งเป้าที่จะออกอากาศรายการของโมเดิร์นไนน์ทีวี (อนุโลม) คู่ขนานกับช่องทีวีดิจิทัล ในช่วงระหว่างเดือนเม.ย.-มิ.ย.2557 และหลังจากนั้นค่อยเปลี่ยนเนื้อหาบนช่องทีวีดิจิทัลในช่วงเดือน ก.ค.-ธ.ค.2557 และในเดือนม.ค.2558 ช่องเอสดีทีแอลของ MCOT จะสร้างเนื้อหาที่แตกต่างจากช่อง อนุโลมอย่างสิ้นเชิง นอกจากนี้ทาง MCOT ยังคาดว่าจะปรับเพิ่มอัตราค่าโฆษณาให้สูงขึ้นจากเดิม สำหรับการออกอากาศรายการบนทั้งช่องอนุโลมและช่องดิจิทัล และตั้งเป้าให้ถึงจุดคุ้มทุนภายใน 2-3 ปี (แต่เราคาดว่าอาจต้องใช้ระยะเวลา 4-5 ปีกว่าจะถึงจุดคุ้มทุน เนื่องจากปัจจัยการแข่งขันที่รุนแรงสำหรับการแย่งชิงเม็ดเงินโฆษณาทีวีจากผู้เล่นรายใหม่ในอุตสาหกรรมโทรทัศน์)

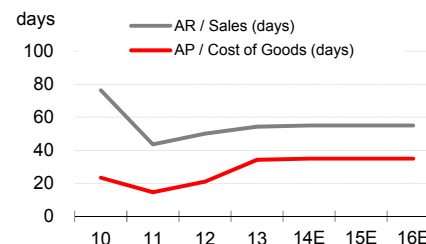
MCOT : Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Revenue	5,729	5,715	6,388	7,182	7,809
Cost of sales and services	(2,422)	(2,727)	(3,232)	(3,735)	(4,074)
Gross profit	3,307	2,989	3,156	3,447	3,735
SG&A	(1,186)	(1,264)	(1,346)	(1,493)	(1,625)
EBIT	2,121	1,725	1,810	1,954	2,109
Interest expense	(11)	(14)	(21)	(34)	(46)
Other income/exp.	210	269	280	291	302
EBT	2,319	1,980	2,068	2,211	2,365
Corporate tax	(551)	(396)	(418)	(449)	(482)
After-tax net profit (loss)	1,768	1,584	1,651	1,762	1,883
Minority interest	(10)	(1)	(2)	(3)	(4)
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	0	(56)	0	0	0
Net profit (loss)	1,759	1,527	1,649	1,759	1,879
Reported EPS	2.56	2.22	2.40	2.56	2.73
Fully diluted EPS	2.56	2.22	2.40	2.56	2.73
Core net profit	1,759	1,583	1,649	1,759	1,879
Core EPS	2.56	2.30	2.40	2.56	2.73
EBITDA	2,663	2,264	2,367	2,529	2,702
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	11.4	(0.2)	11.8	12.4	8.7
Gross margin (%)	57.7	52.3	49.4	48.0	47.8
EBITDA margin (%)	46.5	39.6	37.0	35.2	34.6
Operating margin (%)	37.0	30.2	28.3	27.2	27.0
Net margin (%)	30.7	26.7	25.8	24.5	24.1
Core profit margin (%)	30.7	27.7	25.8	24.5	24.1
ROA (%)	16.1	13.6	13.9	13.4	13.4
ROCE (%)	22.4	19.1	19.5	18.7	18.7
Asset turnover (x)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
Current ratio (x)	3.2	3.5	3.2	3.0	2.9
Gearing ratio (x)	0.0	0.0	0.1	0.2	0.2
Interest coverage (x)	189.2	121.0	84.9	56.9	45.4
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	4,610	4,337	4,432	4,612	4,869
Accounts receivable	786	850	963	1,082	1,177
Inventory	40	51	54	62	68
PP&E-net	4,091	3,988	4,689	5,176	5,247
Other assets	830	859	1,169	1,384	1,548
Total assets	11,248	11,168	12,546	13,698	14,404
Accounts payable	139	256	310	358	391
ST debts & current portion	0	0	0	0	0
Long-term debt	5	4	800	1,400	1,600
Other liabilities	62	115	160	180	195
Total liabilities	3,209	3,208	4,386	5,292	5,733
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	3,438	3,357	3,556	3,798	4,059
Shareholders equity	7,980	7,899	8,098	8,340	8,601
Minority interests	59	61	63	65	69
Total Liab.&Shareholders' equity	11,248	11,168	12,546	13,698	14,404
CASH FLOW (Btm)					
Net income	1,759	1,527	1,649	1,759	1,879
Depreciation and amortization	542	539	557	575	593
Change in working capital	(148)	41	(61)	(80)	(68)
FX, non-cash adjustment & others	(160)	(711)	(135)	(117)	(91)
Cash flows from operating activities	1,994	1,396	2,009	2,136	2,313
Capex (Invest)/Divest	(278)	(172)	(1,200)	(1,000)	(600)
Others	(663)	2,185	(293)	(278)	(226)
Cash flows from investing activities	(940)	2,013	(1,493)	(1,278)	(826)
Debt financing (repayment)	(5)	(5)	799	600	200
Equity financing	0	0	0	0	0
Dividend payment	(1,374)	(1,580)	(1,450)	(1,517)	(1,618)
Others	(663)	2,185	(293)	(278)	(226)
Cash flows from financing activities	(1,393)	(1,586)	(651)	(917)	(1,418)
Net change in cash	(340)	1,824	(134)	(59)	69
Free cash flow (Btm)	1,716	1,224	809	1,136	1,713
FCF per share (Bt)	2.5	1.8	1.2	1.7	2.5
Key assumptions	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Average TV loading factor (%)	83.0%	80.0%	85.0%	90.0%	190.0%
TV ad revenue (Btm)	3,860	3,824	4,181	4,499	4,999
Radio ad revenue (Btm)	942	956	957	958	959
Concession revenue (Btm)	927	936	967	999	1,032
SG&A/sales (%)	20.4%	21.6%	21.5%	22.5%	22.6%

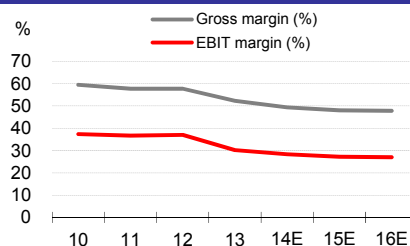
Revenue growth and asset turnover



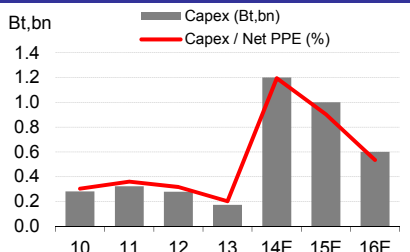
A/C receivable & A/C payable days



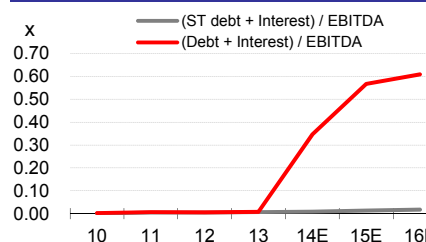
Profit margins



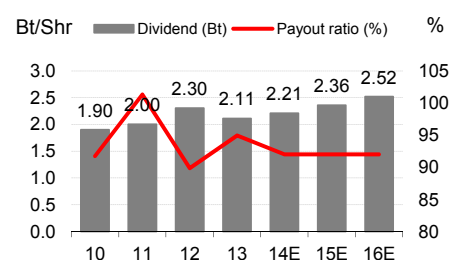
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



MCOT : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13
Revenue	1,499	1,283	1,466	1,529	1,437
Cost of sales and services	(591)	(581)	(652)	(754)	(740)
Gross profit	908	702	814	775	697
SG&A	(331)	(334)	(311)	(294)	(324)
EBIT	577	368	503	481	372
Interest expense	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
Other income/exp.	69	105	62	50	51
EBT	644	470	562	528	420
Corporate tax	(159)	(95)	(116)	(96)	(90)
After-tax net profit (loss)	485	375	446	432	331
Minority interest	(4)	(0)	(1)	(1)	1
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	0	0	0	(56)	0
Net profit (loss)	481	375	445	376	332
Reported EPS	0.70	0.55	0.65	0.55	0.48
Fully diluted EPS	0.70	0.55	0.65	0.55	0.48
Core net profit	481	375	445	431	332
Core EPS	0.70	0.55	0.65	0.63	0.48
EBITDA	711	503	636	618	507

KEY RATIOS

Gross margin (%)	60.6	54.7	55.5	50.7	48.5
EBITDA margin (%)	47.4	39.2	43.4	40.4	35.3
Operating margin (%)	38.5	28.7	34.3	31.5	25.9
Net margin (%)	32.1	29.2	30.3	24.6	23.1
Core profit margin (%)	32.1	29.2	30.3	28.2	23.1
BV (Bt)	11.7	12.2	11.5	11.1	11.6
ROE (%)	24.1	18.0	22.6	19.8	16.8
ROA (%)	17.1	13.1	16.4	13.4	11.9
Current ratio (x)	3.2	3.7	3.6	2.8	3.5
Gearing ratio (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Interest coverage (x)	227.4	113.7	155.6	149.1	112.5

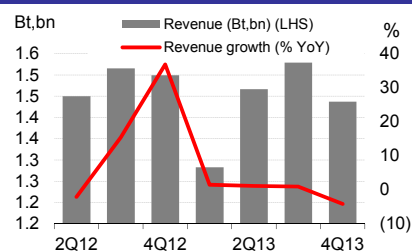
QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	4,610	4,845	4,616	4,897	4,337
Accounts receivable	786	655	762	793	850
Inventory	40	52	64	61	51
PP&E-net	4,091	4,029	3,918	3,810	3,988
Other assets	919	935	949	953	948
Total assets	11,248	11,449	10,864	11,208	11,168
Accounts payable	139	136	187	262	256
ST debts & current portion	6	6	7	6	6
Long-term debt	5	4	4	3	4
Other liabilities	1,247	1,288	1,259	1,268	1,435
Total liabilities	3,209	3,062	2,949	3,605	3,208
Paid-up capital	3,435	3,435	3,435	3,435	3,435
Share premium	3,438	3,785	3,336	3,026	3,357
Retained earnings	3,438	3,785	3,336	3,026	3,357
Shareholders equity	7,980	8,327	7,879	7,568	7,899
Minority interests	59	60	36	35	61
Total Liab.&Shareholders' equity	11,248	11,449	10,864	11,208	11,168
Key statistics	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13
Average TV loading factor (%)	80.0%	68.0%	82.0%	82.0%	70.0%
TV ad revenue (Btm)	1,007	857	946	1,065	954
Radio ad revenue (Btm)	267	197	246	248	266
Concession revenue (Btm)	226	229	275	216	216
SG&A/sales (%)	22.1%	26.1%	21.2%	19.2%	22.6%

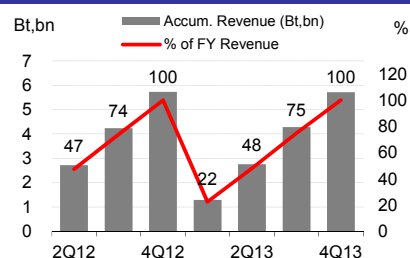
Company profile

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 Bt182m 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 FY13 it paid Bt595m.

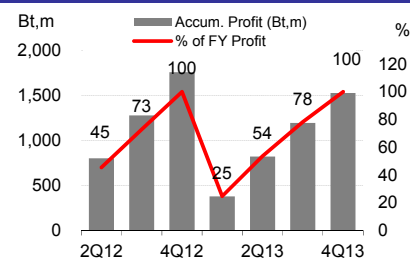
Revenue trend



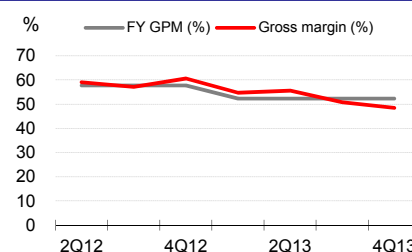
Revenue trend (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin

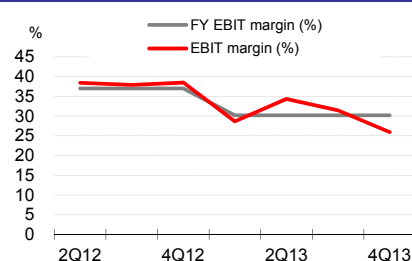


Figure 1 : 4Q13 results

FY Ended 31 Dec (Btm)	4Q13	4Q12	YoY %	3Q13	QoQ %	2013	2012	YoY %
Income Statement								
Revenue	1,437	1,499	(4)	1,529	(6)	5,715	5,729	(0)
Cost of sales and services	(740)	(591)	25	(754)	(2)	(2,727)	(2,422)	13
EBITDA	507	711	(29)	618	(18)	2,264	2,663	(15)
SG&A	(324)	(331)	(2)	(294)	10	(1,264)	(1,186)	7
EBIT	372	577	(35)	481	(23)	1,725	2,121	(19)
Interest expense	(3)	(3)	30	(3)	3	(13)	(10)	28
Other income/exp.	51	69	(26)	50	2	268	209	29
Equity earnings from affiliates	0	0	nm	0	nm	0	0	nm
Extra items	0	0	nm	(56)	nm	(56)	0	nm
EBT	420	644	(35)	528	(20)	1,980	2,319	(15)
Corporate tax	(90)	(159)	(44)	(96)	(7)	(396)	(551)	(28)
Minority interest	1	(4)	(136)	(1)	nm	(1)	(10)	(91)
Net profit (loss)	332	481	(31)	376	(12)	1,527	1,759	(13)
Reported EPS	0.48	0.70	(31)	0.55	(12)	2.22	2.56	(13)
Core net profit	332	481	(31)	431	(23)	1,583	1,759	(10)
Key ratios								
Gross margin (%)	48.5	60.6		50.7		52.3	57.7	
EBITDA margin (%)	35.3	47.4		40.4		39.6	46.5	
EBIT margin (%)	25.9	38.5		31.5		30.2	37.0	
SG&A / Revenue (%)	22.6	22.1		19.2		22.1	20.7	
Tax rate (%)	21.3	24.7		18.2		20.0	23.8	
Net margin (%)	23.1	32.1		24.6		26.7	30.7	
Current ratio (x)	3.5	3.2		2.8		3.5	3.2	
Gearing ratio (x)	0.0	0.0		0.0		0.0	0.0	
Interest coverage (x)	112.5	227.4		n.m.		132.6	209.2	
Balance Sheet								
Cash & Equivalent	4,337	4,610	(6)	4,897	(11)			
Total assets	11,168	11,248	(1)	11,208	(0)			
ST debts & current portion	6	6	n.m.	6	2			
Long-term debt	4	5	n.m.	3	34			
Total liabilities	3,208	3,209	(0)	3,605	(11)			
Retained earnings	3,357	3,438	(2)	3,026	11			
Shareholders equity	7,899	7,980	(1)	7,568	4			
Minority interests	61	59	3	35	72			
BV (Bt)	11.6	11.7	(1)	11.1	5			

- Revenues was 7% below our model
- Gross profit was 8% below our expectation, due to higher production costs
- SG&A was 27% above our model
- After-tax profit was 28% below our expectation
- Net profit was 26% below our estimate

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

Figure 2: Revenue and gross profit breakdown

	4Q13	4Q12	% YoY	3Q13	% QoQ	FY13	FY12	% YoY
Total revenue	1,437	1,500	(4.2)	1,529	(6.0)	5,715	5,729	(0.2)
- TV	954	1,007	(5.2)	1,065	(10.4)	3,822	3,860	(1.0)
- Radio	266	267	(0.5)	248	7.3	957	942	1.6
- Concession	216	226	(4.2)	216	0.1	936	927	1.0
Total cost of services	(740)	(591)	25.3	(754)	(1.7)	(2,727)	(2,422)	12.6
- Cost of TV & radio	(711)	(564)	26.1	(725)	(2.0)	(2,613)	(2,307)	13.3
- Cost of concession	(30)	(27)	8.4	(28)	5.1	(114)	(115)	(1.4)
Gross profit	697	908	(23.3)	775	(10.2)	2,989	3,307	(9.6)
- TV & radio	509	711	(28.3)	588	(13.3)	2,166	2,495	(13.2)
- Concession	187	198	(5.9)	188	(0.6)	823	812	1.3
Gross margin (%)	48.5%	60.6%		50.7%		52.3%	57.7%	
- TV & radio	41.7%	55.8%		44.8%		45.3%	52.0%	
- Concession	86.3%	87.9%		86.9%		87.9%	87.6%	

Source: Company data

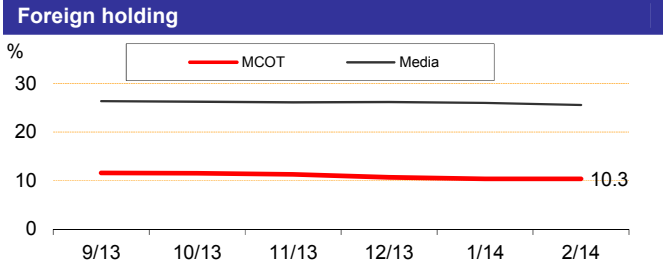
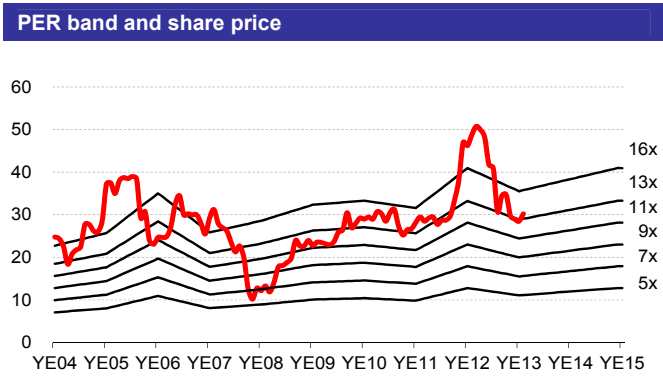
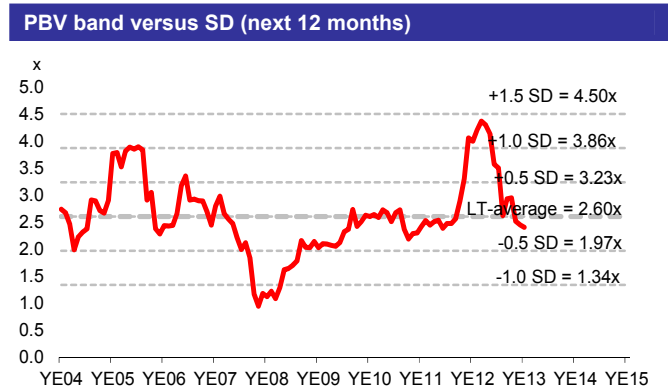
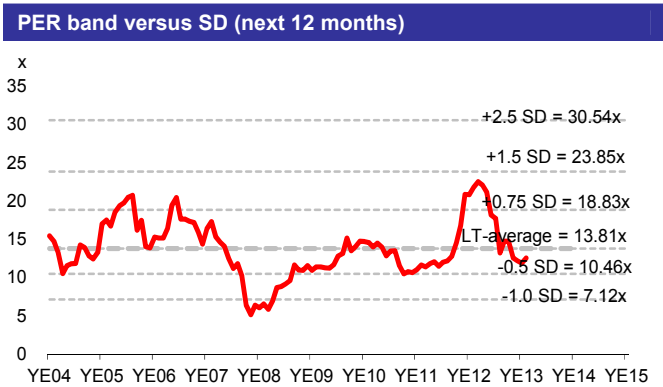
Figure 3: Earnings before tax (EBT) and EBT margin breakdown

	4Q13	4Q12	% YoY	3Q13	% QoQ	FY13	FY12	% YoY
EBT breakdown								
TV	289	437	(33.9)	302	(4.4)	1,210	1,638	(26.1)
Radio	89	105	(15.5)	86	3.7	316	310	1.9
Concession	131	198	(33.8)	244	(46.1)	823	812	1.3
Others	(89)	(97)	8.6	(104)	14.3	(369)	(441)	16.3
Total EBT	420	644	(34.7)	528	(20.4)	1,980	2,319	(14.6)
EBT margin (%)								
TV	30.3%	43.4%		28.4%		31.7%	42.4%	
Radio	33.5%	39.4%		34.6%		33.0%	32.9%	
Concession	60.7%	87.9%		112.8%		87.9%	87.6%	
Average EBT margin	29.3%	42.9%		34.5%		34.6%	40.5%	

Source: Company data

Regional Comparisons

	Bloomberg Code	Price (local curr.)	Market Cap (US\$ equivalent)	PER (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div Yield (%)	
				2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E
Abs-Cbn Corp	ABSPM	PHP29.0	556	15.6	12.8	-8.1	25.4	10	10	6.5	7.5	15	15
Gma Network Inc	GMA7 PM	PHP8.4	629	23.2	18.2	5.9	27.8	n.a.	n.a.	19.7	23.2	n.a.	n.a.
Sun Tv Network Ltd	SUNTV IN	INR370.6	2,365	16.4	14.0	13.3	17.1	4.3	3.9	26.9	27.9	3.2	3.7
Zee Entertainment Enterprise	Z IN	INR268.7	4,179	24.9	20.6	17.7	20.0	4.9	4.1	21.9	22.7	11	13
Television Broadcasts Ltd	511HK	HKD48.0	2,706	12.3	11.9	12	3.4	2.4	2.3	20.1	19.5	5.3	5.5
Phoenix Satellite Television	2008 HK	HKD2.8	1,829	12.3	10.9	15.0	13.0	2.4	2.1	13.3	13.0	2.5	2.8
Nippon Television Network	9404 JP	JPY1,693.0	4,376	13.8	13.2	7.6	3.2	0.8	0.8	5.9	6.2	2.0	2.0
Tokyo Broadcasting System	9401JP	JPY1,130.0	2,108	20.6	18.7	7.2	10.8	0.5	0.5	2.8	3.0	15	17
Tv Asahi Corp	9409 JP	JPY1,947.0	1,919	15.0	13.5	10.2	12.8	0.7	0.7	4.9	5.3	15	17
Beijing Gehua Catv Network-A	600037 CH	CNY8.5	1,461	24.9	23.3	12.2	8.7	15	n.a.	6.9	n.a.	11	17
BEC World	BEC TB	THB50.50	3,106	17.2	15.8	5.2	8.6	10.2	9.2	64.5	64.7	5.4	5.9
GMM Grammy	GRAMMY TB	THB 17.10	335	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	4	4	-39.0	-34.5	0.0	0.0
Major Cineplex Group	MAJOR TB	THB 13.40	502	15.2	13.4	2.1	13.5	2.6	2.5	17.4	19.0	5.6	6.3
MCOT	MCOT TB	THB30.25	639	12.6	11.8	8.0	6.7	2.5	2.5	20.6	21.4	7.3	7.8
VGI Global Media	VGI TB	THB 11.00	1,161	25.8	22.4	16.5	15.3	17.4	15.8	70.6	74.1	3.4	3.9
Workpoint Entertainment	WORK TB	THB27.25	215	16.9	14.0	38.2	21.1	4.6	4.0	29.9	32.0	4.6	5.5
Simple average				17.8	15.6	10.5	13.8	4.0	3.8	18.6	20.7	3.1	3.4








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. (Please file information: www.blswarrant.com)

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.

Financial Advisor	Lead underwriter/ Underwriter/ Co-underwriter
PCSGH	PCSGH

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.