

อสมท MCOT TB / MCOT.BK

1 สิงหาคม 2014
ปรับลดคำแนะนำเป็น ขาย
ประเด็นการลงทุน

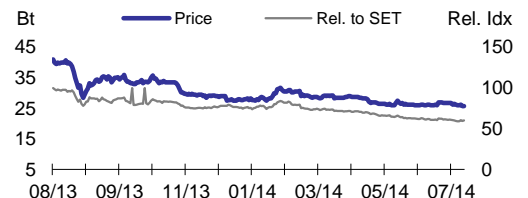
เราปรับลดคำแนะนำหุ้น MCOT จาก ถือ เป็น ขาย เนื่องจากส่วนแบ่งกลุ่มผู้ชมของบริษัทที่ยังคงอ่อนแอและเรตติ้งรายการที่ยังคงลดลงต่อเนื่อง การปรับลดความคาดหวังต่อรายได้และกำไรสุทธิในช่วงปี 2557-2558 เนื่องจากรวมบของแพลตฟอร์มใบอนุญาตทีวีดิจิทัลเข้ามาในประมาณการของเรา รวมถึงมูลค่าหุ้น ณ ปัจจุบันที่แพงมากที่อัตราส่วน PER ในปี 2557 ที่ 24 เท่าและอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลไม่โดดเด่นเพียงแค่ว่า 4% ในปี 2557 การเกิดของแพลตฟอร์มทีวีดิจิทัลจะส่งผลให้มูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้นสุทธิของ MCOT ลดลง 7 บาทต่อหุ้น เราคาดว่าผลการดำเนินงานของบริษัทจะยังคงชะลอตัวต่อเนื่องไปยิ่งไตรมาส 3/57 หลังจากการปรับผังรายการใหม่อีกครั้งในเดือนก.ค. 2557 ผู้อำนวยการของบริษัทลาออกจากรายการก่อนที่จะมีการทำรัฐประหารและซีเอฟโอก็เพิ่งจะลาออกไปไม่นาน โดยทั้งสองตำแหน่งยังว่างอยู่ ดังนั้นเราคาดว่าผลการดำเนินงานของ MCOT จะยังคงไม่ฟื้นตัวจนกว่าจะมีผู้อำนวยการคนใหม่เข้ามากำหนดทิศทางองค์กร

คาดการณ์กำไรสุทธิไตรมาส 2/57 แฉลง

เราคาดการณ์กำไรสุทธิไตรมาส 2/57 ที่ 170 ล้านบาท ลดลง 62% YoY และ 14% QoQ กำไรสุทธิที่แฉลง YoY เนื่องจากรายได้โฆษณาที่หดตัวลงอย่างมากซึ่งเป็นผลจากการบริโภคในประเทศที่ชะลอตัว และเรตติ้งรายการและส่วนแบ่งกลุ่มผู้ชมที่ลดลง รายได้จากงานโครงการพิเศษภาครัฐลดลงเช่นกัน นอกจากนี้รายได้สัมปทานมีแนวโน้มลดลงเนื่องจากการย้ายลูกค้าของทรูวิชั่นส์จากสัมปทานของ MCOT ไปยังบริษัทของทรูที่ได้รับใบอนุญาตจากกสทช. ซึ่งเริ่มทำมาแล้วตั้งแต่ไตรมาส 1/57 รวมถึงต้นทุนบริการที่เพิ่มสูงขึ้นจากค่าตัดจำหน่ายค่าประมูลคลื่นความถี่ทีวีดิจิทัลซึ่งได้เริ่มรับรู้ไปแล้วตั้งแต่วันที่ 25 เม.ย. 2557 หรือตั้งแต่วันที่บริษัทได้รับใบอนุญาตดิจิทัลอย่างเป็นทางการจากกสทช. ให้ตั้งข้อสังเกตว่าไม่มีผลกระทบทางบวกจากเม็ดเงินโฆษณาที่เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญจากเทศกาลฟุตบอลโลกในช่วงเดือนพ.ค.-มิ.ย. 2557 แต่อย่างใด

เราคาดว่ารายได้สำหรับทุกธุรกิจปรับตัวลดลง YoY โดยรายได้โฆษณาทีวีมีแนวโน้มลดลง 25% YoY แต่เพิ่มขึ้น 2% QoQ (นี้ล้นรายงานรายได้โฆษณาของ MCOT ในไตรมาส 2/57 ลดลงเพียงแค่ว่า 6% YoY) เราคาดว่าอัตราผลตอบแทนของเวลาโฆษณาทีวีเฉลี่ยอยู่ที่ 57% ในไตรมาส 2/57 (เทียบกับ 82% ในไตรมาส 2/56 และ 55% ในไตรมาส 1/57) ส่วนแบ่งผู้ชมเฉลี่ยของ MCOT ลดลงเหลือ 7.1% ในไตรมาส 2/57 จาก 7.5% ในไตรมาส 1/57 เนื่องจากเรตติ้งรายการที่ลดลงอย่างต่อเนื่อง

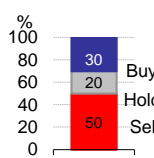
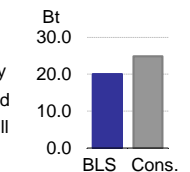
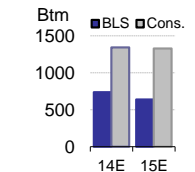
เราคาดว่ารายได้โฆษณาวีทียูมีแนวโน้มลดลง 10% YoY (แต่เพิ่มขึ้น 21% QoQ) ในขณะที่รายได้สัมปทานมีแนวโน้มลดลง 35% YoY และ 4% QoQ ประมาณการกำไรสุทธิไตรมาส 2/57 ของเราได้สะท้อนค่าตัดจำหน่ายค่าประมูลคลื่นความถี่ทีวีดิจิทัลจำนวน 48 ล้านบาทสำหรับใบอนุญาตทีวีดิจิทัลทั้ง 2 ใบอนุญาตในไตรมาส 2/57 (โดย MCOT ชนะประมูลช่องวไรต์เอชดีที่ 3.34 พันล้านบาทและช่องเด็กที่ 660 ล้านบาท)

Sector: Media Neutral
คำแนะนำพื้นฐาน: ขาย
เป้าหมายพื้นฐาน: 20.00 บาท
ราคา (31/07/57): 25.75 บาท
Price chart


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(3.0)	(15.8)	(45.7)
Absolute	(1.9)	(9.6)	(40.1)

Key statistics

Market cap	Bt17.7bn	USD0.6bn
12-mth price range	Bt25.5/Bt42.8	
12-mth avg daily volume	Bt19m	USD0.6m
# 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	4,833	5,594	5,991
Net profit (Btm)	1,527	736	638	583
EPS (Bt)	2.22	1.07	0.93	0.85
EPS growth (%)	-13.2%	-51.8%	-13.4%	-8.6%
Core profit (Btm)	1,583	736	638	583
Core EPS (Bt)	2.30	1.07	0.93	0.85
Core EPS growth (%)	-10.0%	-53.5%	-13.4%	-8.6%
PER (x)	19.2	24.0	27.7	30.4
PBV (x)	3.7	2.4	2.5	2.5
Dividend (Bt)	2.1	1.0	0.9	0.8
Dividend yield (%)	5.0	3.8	3.3	3.0
ROE (%)	19.2	9.8	8.9	8.2

CG rating

สายงานวิจัย บริษัทหลักทรัพย์บัวหลวง
+662 618 1000

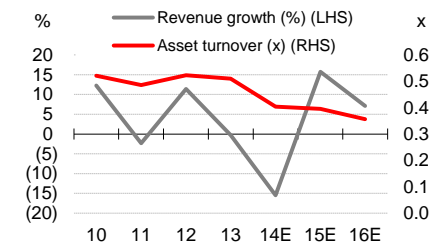
ปรับลดประมาณการรายได้และกำไรสุทธิปี 2557

เราปรับลดประมาณการรายได้ปี 2557 ลงอีก 16% เหลือ 4.8 พันล้านบาท และปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2557 ลงอีก 41% เหลือ 736 ล้านบาท เพื่อสะท้อนรายได้รวมในช่วงครึ่งแรกของปี 2557 ที่ต่ำกว่าคาด และการรวมใบอนุญาตของช่องทีวีดิจิตอลสองช่องเข้ามาในประมาณการ รวมถึงผลกระทบของการเกิดของแพลตฟอร์มทีวีดิจิตอลต่อธุรกิจช่องอนาล็อกของ MCOT ด้วย ส่งผลให้ราคาเป้าหมาย ณ สิ้นปี 2557 ของเราปรับลดลง 30% เหลือ 20 บาท เราประเมินมูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้นสุทธิมีแนวโน้มลดลง 7 บาทต่อหุ้นจากการเกิดของแพลตฟอร์มทีวีดิจิตอล โดยแบ่งเป็นมูลค่าเพิ่มจากช่องทีวีดิจิตอลสองช่องคิดเป็น 11 บาทต่อหุ้น (6.50 บาทต่อหุ้นสำหรับช่องเอชดีทีวีและ 4.50 บาทต่อหุ้นสำหรับช่องเด็ก) ซึ่งจะถูกกลบด้วยผลกระทบของมูลค่าของช่องอนาล็อกที่มีแนวโน้มลดลงอีก 18 บาทต่อหุ้น เราประเมินว่ารายได้ของทีวีดิจิตอลจะยังคงไม่มีนัยสำคัญจนกว่าจะถึงปี 2558 เมื่อนั้ลสันเริ่มวัดเรตติ้งและประกาศผลของเรตติ้งรายการทีวีดิจิตอล

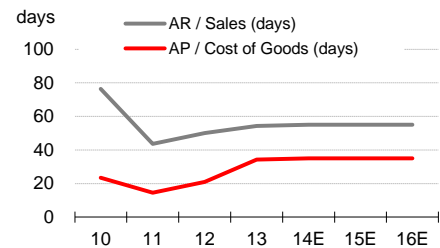
MCOT : Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Revenue	5,729	5,715	4,833	5,594	5,991
Cost of sales and services	(2,422)	(2,727)	(3,099)	(3,735)	(3,905)
Gross profit	3,307	2,989	1,734	1,859	2,086
SG&A	(1,186)	(1,264)	(1,019)	(1,202)	(1,431)
EBIT	2,121	1,725	714	657	655
Interest expense	(11)	(14)	(57)	(118)	(193)
Other income/exp.	210	269	280	291	302
EBT	2,319	1,980	937	830	765
Corporate tax	(551)	(396)	(199)	(189)	(178)
After-tax net profit (loss)	1,768	1,584	738	641	587
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	736	638	583
Reported EPS	2.56	2.22	1.07	0.93	0.85
Fully diluted EPS	2.56	2.22	1.07	0.93	0.85
Core net profit	1,759	1,583	736	638	583
Core EPS	2.56	2.30	1.07	0.93	0.85
EBITDA	2,663	2,264	1,271	1,232	1,248
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	11.4	(0.2)	(15.4)	15.8	7.1
Gross margin (%)	57.7	52.3	35.9	33.2	34.8
EBITDA margin (%)	46.5	39.6	26.3	22.0	20.8
Operating margin (%)	37.0	30.2	14.8	11.7	10.9
Net margin (%)	30.7	26.7	15.2	11.4	9.7
Core profit margin (%)	30.7	27.7	15.2	11.4	9.7
ROA (%)	16.1	13.6	6.2	4.5	3.5
ROCE (%)	22.4	19.1	8.4	5.9	4.4
Asset turnover (x)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
Current ratio (x)	3.2	3.5	4.1	4.0	4.0
Gearing ratio (x)	0.0	0.0	0.3	0.7	1.0
Interest coverage (x)	189.2	121.0	12.5	5.6	3.4
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	4,610	4,337	5,078	5,663	6,025
Accounts receivable	786	850	728	843	903
Inventory	40	51	52	62	65
PP&E-net	4,091	3,988	4,429	5,200	6,064
Other assets	830	859	1,501	2,657	3,852
Total assets	11,248	11,168	12,748	15,521	18,076
Accounts payable	139	256	297	358	374
ST debts & current portion	0	0	0	0	0
Long-term debt	5	4	2,400	4,900	7,300
Other liabilities	62	115	121	140	150
Total liabilities	3,209	3,208	5,500	8,310	10,864
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	2,644	2,604	2,600
Shareholders' equity	7,980	7,899	7,186	7,146	7,142
Minority interests	59	61	63	65	69
Total Liab.&Shareholders' equity	11,248	11,168	12,748	15,521	18,076
CASH FLOW (Btm)					
Net income	1,759	1,527	736	638	583
Depreciation and amortization	542	539	557	575	593
Change in working capital	(148)	41	163	(64)	(46)
FX, non-cash adjustment & others	(160)	(711)	101	(113)	(56)
Cash flows from operating activities	1,994	1,396	1,557	1,035	1,073
Capex (Invest)/Divest	(278)	(172)	(940)	(1,284)	(1,393)
Others	(663)	2,185	212	(268)	(151)
Cash flows from investing activities	(940)	2,013	(728)	(1,552)	(1,544)
Debt financing (repayment)	(5)	(5)	1,599	1,550	1,300
Equity financing	0	0	0	0	0
Dividend payment	(1,374)	(1,580)	(1,450)	(678)	(587)
Others	(663)	2,185	212	(268)	(151)
Cash flows from financing activities	(1,393)	(1,586)	149	872	713
Net change in cash	(340)	1,824	978	356	243
Free cash flow (Btm)	1,716	1,224	617	(249)	(320)
FCF per share (Bt)	2.5	1.8	0.9	(0.4)	(0.5)
Key assumptions	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Average TV loading factor (%)	83.0%	80.0%	60.0%	65.0%	70.0%
TV ad revenue (Btm)	3,860	3,824	2,804	3,090	3,359
Radio ad revenue (Btm)	942	956	779	780	781
Concession revenue (Btm)	927	936	967	999	1,032
SG&A/sales (%)	20.4%	21.6%	21.0%	21.0%	21.0%

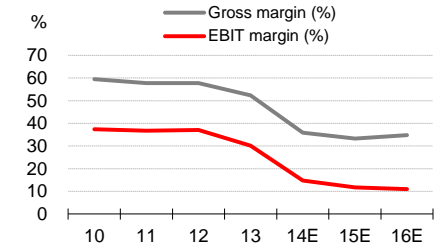
Revenue growth and asset turnover



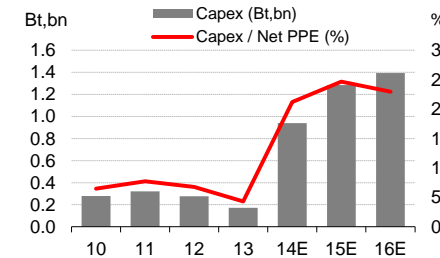
A/C receivable & A/C payable days



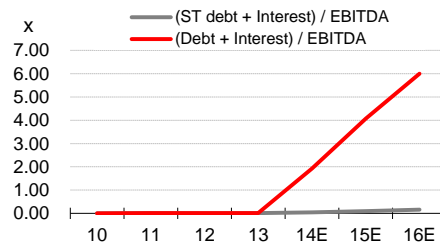
Profit margins



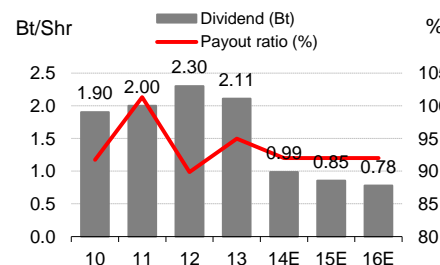
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



MCOT : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14
Revenue	1,283	1,466	1,529	1,437	1,062
Cost of sales and services	(581)	(652)	(754)	(740)	(593)
Gross profit	702	814	775	697	469
SG&A	(334)	(311)	(294)	(324)	(280)
EBIT	368	503	481	372	190
Interest expense	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
Other income/exp.	105	62	50	51	51
EBT	470	562	528	420	237
Corporate tax	(95)	(116)	(96)	(90)	(48)
After-tax net profit (loss)	375	446	432	331	189
Minority interest	(0)	(1)	(1)	1	9
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	0	0	(56)	0	0
Net profit (loss)	375	445	376	332	198
Reported EPS	0.55	0.65	0.55	0.48	0.29
Fully diluted EPS	0.55	0.65	0.55	0.48	0.29
Core net profit	375	445	431	332	198
Core EPS	0.55	0.65	0.63	0.48	0.29
EBITDA	503	636	618	507	330

KEY RATIOS

Gross margin (%)	54.7	55.5	50.7	48.5	44.2
EBITDA margin (%)	39.2	43.4	40.4	35.3	31.0
Operating margin (%)	28.7	34.3	31.5	25.9	17.9
Net margin (%)	29.2	30.3	24.6	23.1	18.6
Core profit margin (%)	29.2	30.3	28.2	23.1	18.6
BV (Bt)	12.2	11.5	11.1	11.6	11.9
ROE (%)	18.0	22.6	19.8	16.8	9.8
ROA (%)	13.1	16.4	13.4	11.9	5.6
Current ratio (x)	3.7	3.6	2.8	3.5	3.4
Gearing ratio (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Interest coverage (x)	113.7	155.6	149.1	112.5	55.2

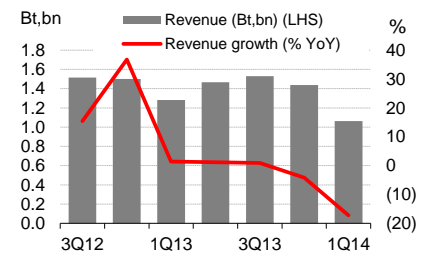
QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	4,845	4,616	4,897	4,337	3,571
Accounts receivable	655	762	793	850	676
Inventory	52	64	61	51	54
PP&E-net	4,029	3,918	3,810	3,988	4,090
Other assets	935	949	953	948	4,946
Total assets	11,449	10,864	11,208	11,168	14,199
Accounts payable	136	187	262	256	301
ST debts & current portion	6	7	6	6	6
Long-term debt	4	4	3	4	3
Other liabilities	1,288	1,259	1,268	1,435	4,524
Total liabilities	3,062	2,949	3,605	3,208	6,050
Paid-up capital	3,435	3,435	3,435	3,435	3,435
Share premium	3,785	3,336	3,026	3,357	3,555
Retained earnings	3,785	3,336	3,026	3,357	3,555
Shareholders equity	8,327	7,879	7,568	7,899	8,097
Minority interests	60	36	35	61	52
Total Liab.&Shareholders' equity	11,449	10,864	11,208	11,168	14,199
Key statistics	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14
Average TV loading factor (%)	68.0%	82.0%	82.0%	70.0%	55.0%
TV ad revenue (Btm)	857	946	1,065	954	693
Radio ad revenue (Btm)	197	246	248	266	183
Concession revenue (Btm)	229	275	216	216	186
SG&A/sales (%)	26.1%	21.2%	19.2%	22.6%	26.3%

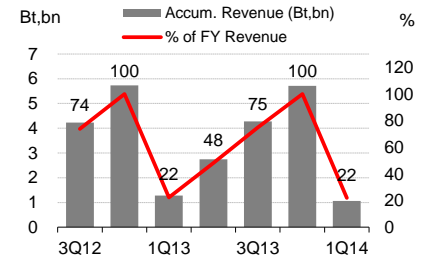
Company profile

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.

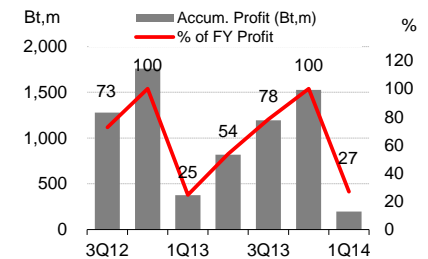
Revenue trend



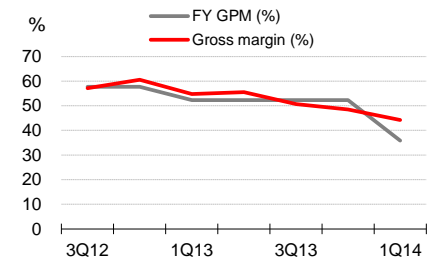
Revenue trend (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin

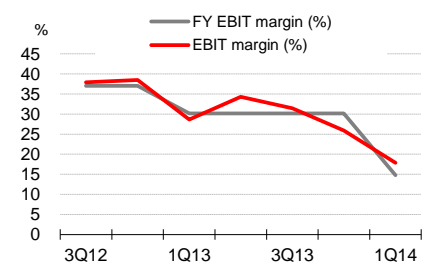
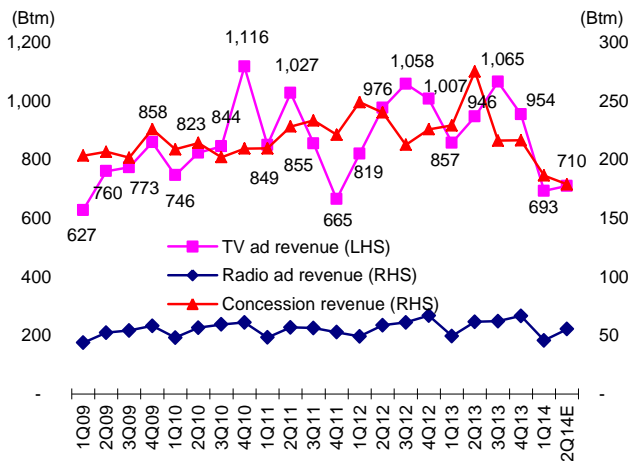
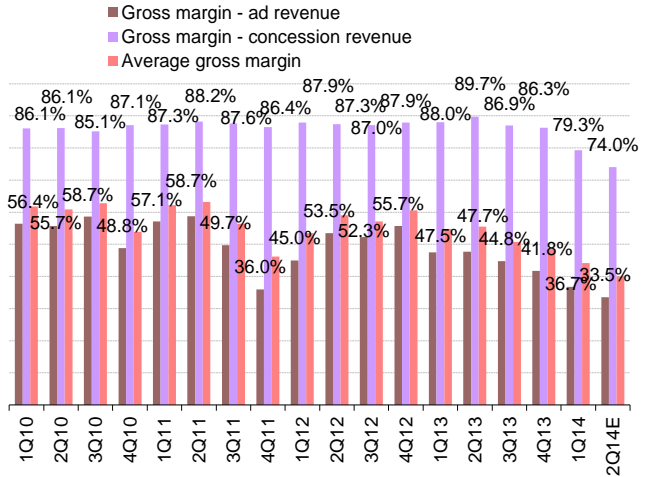


Figure 1: Revenue breakdown, quarterly



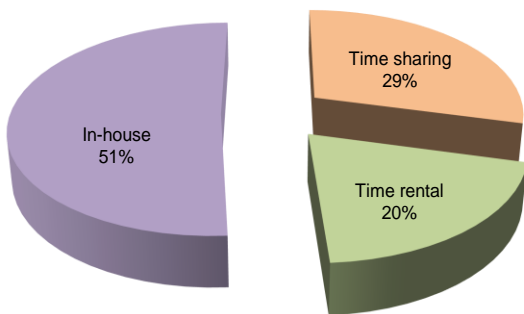
Sources: Company data, Bualuang Research

Figure 2: Gross margin breakdown, quarterly



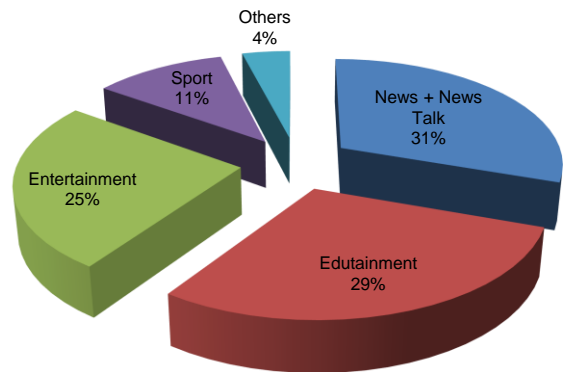
Sources: Company data, Bualuang Research

Figure 3: MCOT's programming guidance for FY13



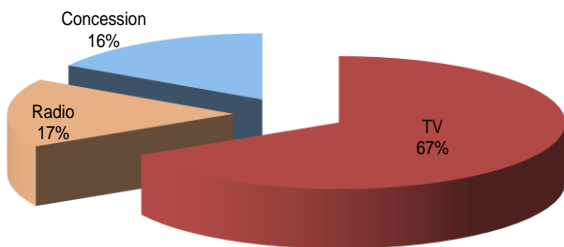
Source: Company data

Figure 4: MCOT's current program categories



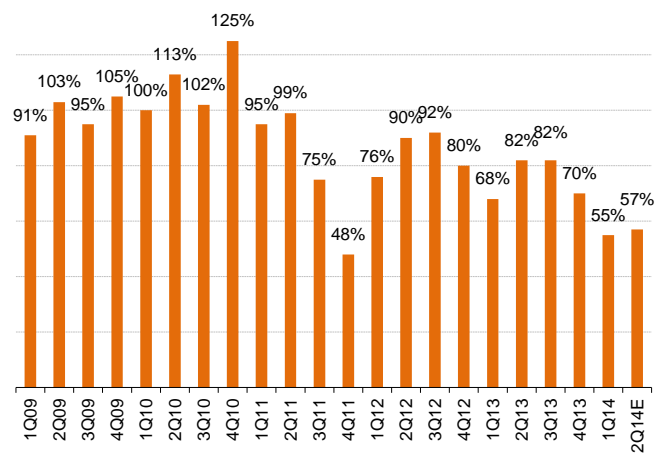
Source: Company data

Figure 5: Revenue breakdown, FY13



Sources: Company data, Bualuang Research

Figure 6: MCOT's average TV loading factor



Sources: Company data, Bualuang Research

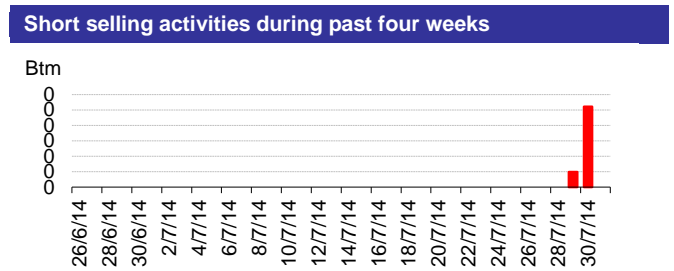
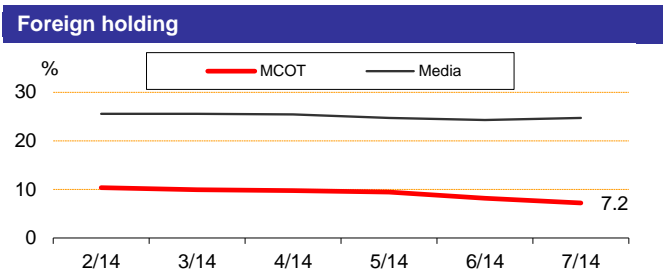
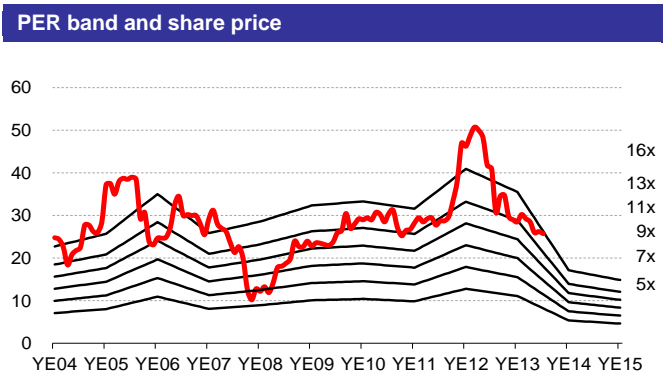
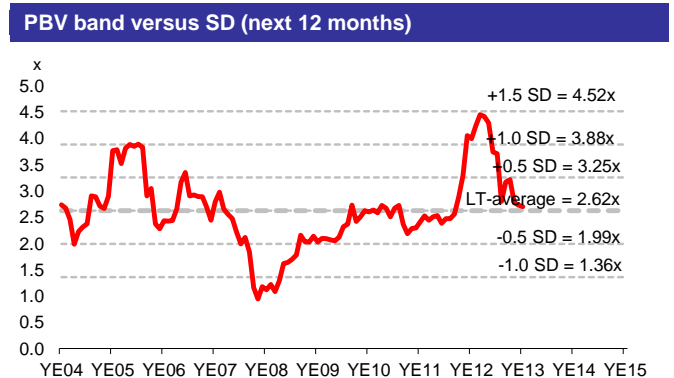
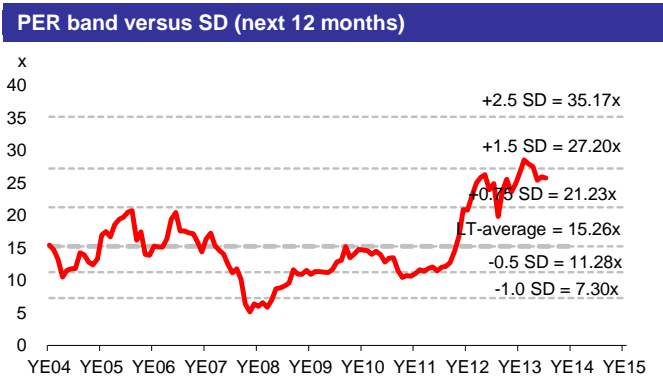
Figure 7: 2Q14 earnings preview

	2Q14E	2Q13	% YoY	1Q14	% QoQ	1H14E	1H13	% YoY
Total revenue	1,110	1,467	(24.4)	1,062	4.5	2,171	2,750	(21.0)
- TV	710	946	(25.0)	693	2.4	1,402	1,803	(22.2)
- Radio	221	246	(10.0)	183	21.3	404	443	(8.9)
- Concession	179	275	(35.0)	186	(4.0)	365	504	(27.6)
Total cost of services	(666)	(652)	2.1	(593)	12.3	(1,258)	(1,233)	2.1
- Cost of TV & radio	(619)	(624)	(0.7)	(554)	11.7	(1,173)	(1,177)	(0.3)
- Cost of concession	(46)	(28)	64.2	(39)	20.7	(85)	(56)	52.1
Gross profit	444	814	(45.5)	469	(5.3)	913	1,517	(39.8)
- TV & radio	312	568	(45.1)	321	(3.0)	633	1,069	(40.8)
- Concession	132	247	(46.4)	148	(10.5)	280	448	(37.5)
Gross margin (%)	40.0%	55.5%		44.2%		42.1%	55.2%	
- TV & radio	33.5%	47.7%		36.7%		35.1%	47.6%	
- Concession	74.0%	89.7%		79.3%		76.7%	88.9%	
SG&A	(294)	(311)	(5.5)	(280)	5.2	(574)	(646)	(11.2)
EBIT	150	503	(70.2)	190	(20.9)	340	871	(61.0)
Interest expense	(3)	(3)	6.7	(3)	0.4	(7)	(6)	6.4
Other income/exp.	53	62	(14.4)	51	4.0	104	167	(37.7)
EBT	200	562	(64.5)	237	(15.9)	437	1,032	(57.7)
Corporate tax	(41)	(116)	(64.7)	(48)	(15.0)	(89)	(210)	(57.7)
After-tax profit	159	446	(64.4)	189	(16.1)	348	821	(57.6)
Minority interest	11	(1)	n.m.	9	27.6	20	(2)	n.m.
Extra items	-	-		-		-	-	
Net profit	170	445	(61.8)	198	(14.2)	367	819	(55.2)
Reported EPS	0.25	0.65	(61.8)	0.29	(14.2)	0.53	1.19	(55.2)
Fully diluted EPS	0.25	0.65	(61.8)	0.29	(14.2)	0.53	1.19	(55.2)
Core net profit	170	445	(61.8)	198	(14.2)	367	819	(55.2)
Core EPS	0.25	0.65	(61.8)	0.29	(14.2)	0.53	1.19	(55.2)
EBITDA	295	636	(53.6)	330	(10.5)	625	1,139	(45.2)
Gross margin (%)	40.0	55.5		44.2		42.1	55.2	
EBITDA margin (%)	26.6	43.4		31.0		28.8	41.4	
Operating margin (%)	13.5	34.3		17.9		15.6	31.7	
Net margin (%)	15.3	30.3		18.6		16.9	29.8	
Core profit margin (%)	15.3	30.3		18.6		16.9	29.8	

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

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	ABS PM	PHP37.7	735	17.3	14.5	-34.2	18.6	1.1	1.0	8.3	7.4	16	16
Gma Network Inc	GMA7 PM	PHP7.4	568	25.9	18.0	-12.5	40.0	n.a.	n.a.	20.8	15.7	3.5	3.5
Sun Tv Network Ltd	SUNTV IN	INR424.8	2,788	19.4	16.5	14.8	17.3	4.2	3.7	27.4	26.2	2.6	3.0
Zee Entertainment Enterprise	Z IN	INR290.7	4,650	29.6	23.6	7.2	24.4	4.8	4.1	23.6	22.3	0.8	1.0
Television Broadcasts Ltd	511HK	HKD50.2	2,837	12.6	12.4	0.3	1.8	2.4	2.2	19.5	20.4	5.2	5.3
Phoenix Satellite Television	2008 HK	HKD2.7	1,735	12.6	11.7	9.9	29.3	2.1	1.8	19.8	20.0	2.6	2.9
Nippon Television Network	9404 JP	JPY1,764.0	4,527	15.3	14.1	4.8	9.4	0.8	0.8	5.8	5.5	1.8	1.8
Tokyo Broadcasting System	9401JP	JPY1,204.0	2,230	20.5	19.4	-2.9	5.2	0.5	0.5	3.0	2.7	1.5	1.6
Tv Asahi Corp	9409 JP	JPY1,833.0	1,935	15.6	13.9	0.3	13.5	0.6	0.6	4.8	4.5	1.6	1.8
Beijing Gehua Catv Network-A	600037 CH	CNY10.6	1,828	24.5	20.9	18.3	17.6	1.7	1.6	8.6	7.7	1.2	1.4
BEC World	BEC TB	THB50.00	3,106	21.2	20.1	-15.5	5.4	11.5	10.6	55.3	58.2	4.4	4.6
GMM Grammy	GRAMMY TB	THB15.60	308	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	4	4	-81.1	-30.5	0.0	0.0
Major Cineplex Group	MAJOR TB	THB19.80	546	19.1	15.6	-12.5	22.5	2.9	2.8	15.1	17.9	4.5	5.5
MCOT	MCOT TB	THB25.75	550	24.0	27.7	-51.8	-13.4	2.4	2.5	9.8	8.9	3.8	3.3
RS	RSTB	THB7.40	231	25.7	23.8	-29.8	8.0	4.0	3.7	17.0	16.2	2.1	2.3
VGI Global Media	VGITB	THB12.90	1,375	47.0	34.8	2.8	35.0	26.3	9.4	58.0	39.6	1.9	2.5
Workpoint Entertainment	WORK TB	THB28.75	238	86.8	48.2	-66.8	80.1	4.2	4.0	5.5	8.8	0.6	1.0
Simple average				26.1	20.9	-10.5	19.7	4.6	3.3	13.0	14.8	2.3	2.5



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

Score Range

90 – 100
80 – 89
70 – 79
60 – 69
50 – 59
Below 50

Score Range






No logo given

Description

Excellent
Very Good
Good
Satisfactory
Pass
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.