

**อสมท** MCOT TB / MCOT.BK

**15 สิงหาคม 2014**
**ต่ำกว่าคาดเล็กน้อย**
**ต่ำกว่าคาดเล็กน้อย**

MCOT รายงานกำไรสุทธิไตรมาส 2/57 ที่ 163 ล้านบาท ลดลง 63% YoY และ 18% QoQ ผลประกอบการต่ำกว่าคาด 4% เนื่องจากรายได้อื่นที่ต่ำกว่าคาด และภาษีจ่ายที่สูงกว่าคาด รายได้โฆษณาธรรมและอัตราค่าโฆษณาขึ้นตามไปตามคาด อัตราค่าโฆษณาขึ้นต้นอยู่ที่ 39.5% ซึ่งต่ำกว่าประมาณการของเราที่ 40% เล็กน้อย กำไรหลังหักภาษีต่ำกว่าคาด 2%

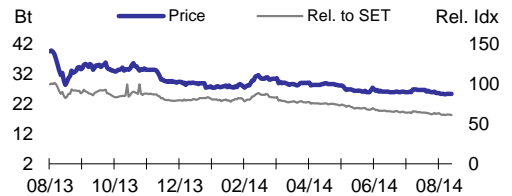
**ประเด็นหลักจากผลประกอบการ**

กำไรที่แยกลงเป็นผลมาจากรายได้โฆษณาที่หดตัวลง (ลดลง 21% YoY (แต่เพิ่มขึ้น 8% QoQ) เนื่องจากการบริโภคในประเทศที่ชะลอตัวลง ส่วนแบ่งผู้ชมรวมถึงเรตติ้งรายการที่ลดลง เม็ดเงินโฆษณาทีวี (ที่ไม่รวมสื่อใหม่) ลดลง 24% YoY แต่เพิ่มขึ้น 6% QoQ รายได้โฆษณาวีทูลลดลง 11% YoY แต่เพิ่มขึ้น 19% QoQ รายได้จากสื่อใหม่ปรับตัวลดลง 18% YoY และ 4% QoQ รายได้จากงานโครงการพิเศษภาครัฐหดตัวลงเช่นกันซึ่งเป็นผลมาจากเหตุไม่สงบทางการเมืองในช่วงไตรมาสที่ผ่านมา MCOT ไม่ได้รับรู้รายได้จากทีวีดิจิทัลแต่อย่างใดในไตรมาส 2/57

รายได้รวมลดลง 23% YoY (แต่เพิ่มขึ้น 6% QoQ) ในขณะที่ต้นทุนขายและบริการเพิ่มขึ้น 4% YoY และ 15% QoQ เนื่องจากค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับทีวีดิจิทัลเพิ่มขึ้น ซึ่งได้แก่ ค่าตัดจำหน่ายค่าใบอนุญาตของทีวีดิจิทัลทั้ง 2 ช่องและ ค่าเสื่อมราคาของสินทรัพย์สัมปทานที่เพิ่มขึ้น รายได้สัมปทานหดตัว 34% YoY และ 2% QoQ เนื่องจากทริวขึ้นสียาลูกค้าจากสัมปทาน MCOT ไปยังบริษัทย่อยใหม่ที่ขอใบอนุญาตจากสทช. ตั้งแต่ไตรมาส 1/57 เป็นต้นมา ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารสามารถควบคุมได้ดีขึ้น โดยลดลง 9% YoY แต่เพิ่มขึ้น 1% QoQ เนื่องจากค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับทีวีดิจิทัลอื่นๆ (ยกเว้นค่าตัดจำหน่ายใบอนุญาต) ไม่มากนัก

**แนวโน้ม**

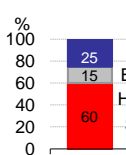
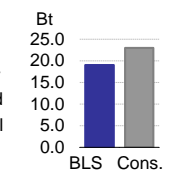
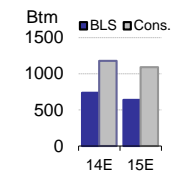
เรคาดกำไรสุทธิไตรมาส 3/57 ที่ 190 ล้านบาท ลดลง 49% YoY (แต่เพิ่มขึ้น 17% QoQ) เนื่องจากการรับรู้ค่าใบอนุญาตทีวีดิจิทัลเข้ามาเต็มทั้งไตรมาส (อาทิเช่น ค่าตัดจำหน่ายใบอนุญาต ค่าใช้จ่ายด้านการผลิตรายการโทรทัศน์ และค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานอื่นๆ ของทีวีดิจิทัล) ผลการดำเนินงานยังคงชะลอตัวลงหลังจากการปรับผังรายการใหม่ในเดือน ก.ค. 2557 และการที่ยังคงไม่มีนโยบายในการดำเนินธุรกิจที่ชัดเจน เราคาดบริษัทจะยังคงเป็นอย่างไรต่อไปจนกว่าจะสามารถหาผู้อำนวยกาคนใหม่มาแทนได้ ถึงแม้ว่าเราจะคาดว่ารายได้โฆษณาในอุตสาหกรรมมีแนวโน้มฟื้นตัวเล็กน้อยในช่วงครึ่งหลังของปี 2557 เนื่องจากเหตุความไม่สงบทางการเมืองที่คลี่คลายลง ภาพเศรษฐกิจโดยรวมที่ปรับตัวดีขึ้นและปัจจัยด้านฤดูกาล แต่เราประเมินว่าก็ยังคงมีจำนวนช่องทีวีอีกหลายช่องที่จะต้องเข้ามาแย่งเม็ดเงินโฆษณา นอกจากนี้ เราคาดว่าค่าใช้จ่ายทีวีดิจิทัลของ MCOT มีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้นจากการเปิดตัวเฟส 2 ตั้งแต่ไตรมาส 4/57 เป็นต้นไป

**Sector: Media Neutral**
**คำแนะนำพื้นฐาน: ขาย**
**เป้าหมายพื้นฐาน: 19.00 บาท**
**ราคา (13/08/57): 25.50 บาท**
**Price chart**


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(6.6)	(16.2)	(42.1)
Absolute	(5.6)	(5.6)	(36.3)

**Key statistics**

Market cap	Bt17.5bn	USD0.5bn
12-mth price range	Bt25.0/Bt41.0	
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	23.8	27.5	30.1
PBV (x)	3.7	2.4	2.4	2.4
Dividend (Bt)	2.1	1.0	0.9	0.8
Dividend yield (%)	5.0	3.9	3.3	3.1
ROE (%)	19.2	9.8	8.9	8.2

**CG rating**

**สายงานวิจัย บริษัทหลักทรัพย์บัวหลวง**
**+662 618 1000**

### **สิ่งที่เปลี่ยนแปลง**

เรายังคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2557 ของเราไม่เปลี่ยนแปลง

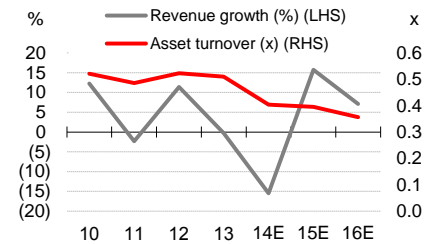
### **คำแนะนำ**

เรายังคงคำแนะนำ ขาย เนื่องจากมูลค่าส่วนผู้ถือหุ้นสุทธิที่ลดลงจากเข้ามาของแพลตฟอร์มของทีวีดิจิตัล เราปรับไปใช้ราคาเป้าหมาย ณ สิ้นปี 2558 แทนและได้ราคาเป้าหมายใหม่ซึ่งประเมินด้วยวิธี DCF ที่ 19 บาท

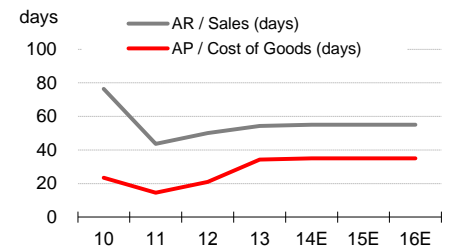
## MCOT : Financial Tables – Year

<b>PROFIT &amp; LOSS (Btm)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
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)
<b>Gross profit</b>	<b>3,307</b>	<b>2,989</b>	<b>1,734</b>	<b>1,859</b>	<b>2,086</b>
SG&A	(1,186)	(1,264)	(1,019)	(1,202)	(1,431)
<b>EBIT</b>	<b>2,121</b>	<b>1,725</b>	<b>714</b>	<b>657</b>	<b>655</b>
Interest expense	(11)	(14)	(57)	(118)	(193)
Other income/exp.	210	269	280	291	302
<b>EBT</b>	<b>2,319</b>	<b>1,980</b>	<b>937</b>	<b>830</b>	<b>765</b>
Corporate tax	(551)	(396)	(199)	(189)	(178)
<b>After-tax net profit (loss)</b>	<b>1,768</b>	<b>1,584</b>	<b>738</b>	<b>641</b>	<b>587</b>
Minority interest	(10)	(1)	(2)	(3)	(4)
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	0	(56)	0	0	0
<b>Net profit (loss)</b>	<b>1,759</b>	<b>1,527</b>	<b>736</b>	<b>638</b>	<b>583</b>
Reported EPS	2.56	2.22	1.07	0.93	0.85
<b>Fully diluted EPS</b>	<b>2.56</b>	<b>2.22</b>	<b>1.07</b>	<b>0.93</b>	<b>0.85</b>
<b>Core net profit</b>	<b>1,759</b>	<b>1,583</b>	<b>736</b>	<b>638</b>	<b>583</b>
Core EPS	2.56	2.30	1.07	0.93	0.85
<b>EBITDA</b>	<b>2,663</b>	<b>2,264</b>	<b>1,271</b>	<b>1,232</b>	<b>1,248</b>
<b>KEY RATIOS</b>					
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
<b>BALANCE SHEET (Btm)</b>					
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
<b>Total assets</b>	<b>11,248</b>	<b>11,168</b>	<b>12,748</b>	<b>15,521</b>	<b>18,076</b>
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
<b>Total liabilities</b>	<b>3,209</b>	<b>3,208</b>	<b>5,500</b>	<b>8,310</b>	<b>10,864</b>
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
<b>Shareholders' equity</b>	<b>7,980</b>	<b>7,899</b>	<b>7,186</b>	<b>7,146</b>	<b>7,142</b>
Minority interests	59	61	63	65	69
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>11,248</b>	<b>11,168</b>	<b>12,748</b>	<b>15,521</b>	<b>18,076</b>
<b>CASH FLOW (Btm)</b>					
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)
<b>Cash flows from operating activities</b>	<b>1,994</b>	<b>1,396</b>	<b>1,557</b>	<b>1,035</b>	<b>1,073</b>
Capex (Invest)/Divest	(278)	(172)	(940)	(1,284)	(1,393)
Others	(663)	2,185	212	(268)	(151)
<b>Cash flows from investing activities</b>	<b>(940)</b>	<b>2,013</b>	<b>(728)</b>	<b>(1,552)</b>	<b>(1,544)</b>
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)
<b>Cash flows from financing activities</b>	<b>(1,393)</b>	<b>(1,586)</b>	<b>149</b>	<b>872</b>	<b>713</b>
Net change in cash	(340)	1,824	978	356	243
<b>Free cash flow (Btm)</b>	<b>1,716</b>	<b>1,224</b>	<b>617</b>	<b>(249)</b>	<b>(320)</b>
<b>FCF per share (Bt)</b>	<b>2.5</b>	<b>1.8</b>	<b>0.9</b>	<b>(0.4)</b>	<b>(0.5)</b>
<b>Key assumptions</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
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%

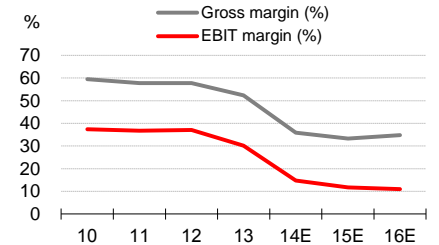
### Revenue growth and asset turnover



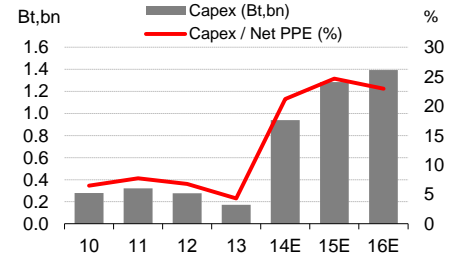
### A/C receivable & A/C payable days



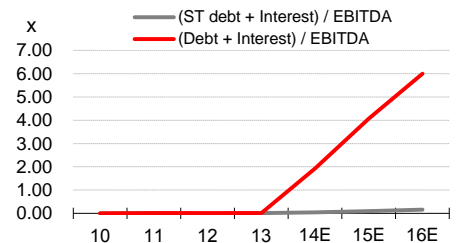
### Profit margins



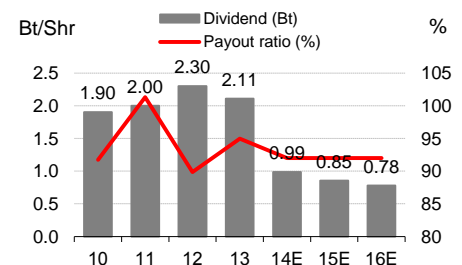
### Capital expenditure



### Debt serviceability



### Dividend payout



## MCOT : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14
Revenue	1,466	1,529	1,437	1,062	1,126
Cost of sales and services	(652)	(754)	(740)	(593)	(681)
Gross profit	814	775	697	469	445
SG&A	(311)	(294)	(324)	(280)	(283)
<b>EBIT</b>	<b>503</b>	<b>481</b>	<b>372</b>	<b>190</b>	<b>162</b>
Interest expense	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
Other income/exp.	62	50	51	51	46
<b>EBT</b>	<b>562</b>	<b>528</b>	<b>420</b>	<b>237</b>	<b>205</b>
Corporate tax	(116)	(96)	(90)	(48)	(49)
After-tax net profit (loss)	446	432	331	189	156
Minority interest	(1)	(1)	1	9	7
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	0	(56)	0	0	0
<b>Net profit (loss)</b>	<b>445</b>	<b>376</b>	<b>332</b>	<b>198</b>	<b>163</b>
Reported EPS	0.65	0.55	0.48	0.29	0.24
<b>Fully diluted EPS</b>	<b>0.65</b>	<b>0.55</b>	<b>0.48</b>	<b>0.29</b>	<b>0.24</b>
<b>Core net profit</b>	<b>445</b>	<b>431</b>	<b>332</b>	<b>198</b>	<b>163</b>
Core EPS	0.65	0.63	0.48	0.29	0.24
<b>EBITDA</b>	<b>636</b>	<b>618</b>	<b>507</b>	<b>330</b>	<b>355</b>

### KEY RATIOS

Gross margin (%)	55.5	50.7	48.5	44.2	39.5
EBITDA margin (%)	43.4	40.4	35.3	31.0	31.6
Operating margin (%)	34.3	31.5	25.9	17.9	14.4
Net margin (%)	30.3	24.6	23.1	18.6	14.5
Core profit margin (%)	30.3	28.2	23.1	18.6	14.5
BV (Bt)	11.5	11.1	11.6	11.9	11.0
ROE (%)	22.6	19.8	16.8	9.8	8.7
ROA (%)	16.4	13.4	11.9	5.6	4.9
Current ratio (x)	3.6	2.8	3.5	3.4	2.2
Gearing ratio (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Interest coverage (x)	155.6	149.1	112.5	55.2	46.8

### QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	4,616	4,897	4,337	3,571	3,269
Accounts receivable	762	793	850	676	727
Inventory	64	61	51	54	64
PP&E-net	3,918	3,810	3,988	4,090	4,019
Other assets	949	953	948	4,946	4,877
<b>Total assets</b>	<b>10,864</b>	<b>11,208</b>	<b>11,168</b>	<b>14,199</b>	<b>13,344</b>
Accounts payable	187	262	256	301	219
ST debts & current portion	7	6	6	6	6
Long-term debt	4	3	4	3	5
Other liabilities	1,259	1,268	1,435	4,524	3,746
<b>Total liabilities</b>	<b>2,949</b>	<b>3,605</b>	<b>3,208</b>	<b>6,050</b>	<b>5,812</b>
Paid-up capital	3,435	3,435	3,435	3,435	3,435
Share premium	3,336	3,026	3,357	3,555	2,955
Retained earnings	3,336	3,026	3,357	3,555	2,955
<b>Shareholders equity</b>	<b>7,879</b>	<b>7,568</b>	<b>7,899</b>	<b>8,097</b>	<b>7,497</b>
Minority interests	36	35	61	52	35
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>10,864</b>	<b>11,208</b>	<b>11,168</b>	<b>14,199</b>	<b>13,344</b>

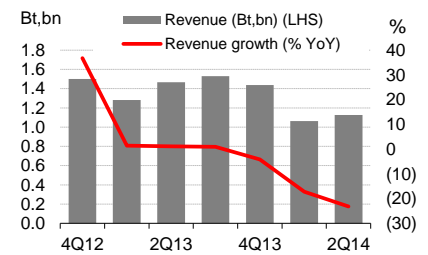
### Key statistics

	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14
Average TV loading factor (%)	82.0%	82.0%	70.0%	55.0%	57.0%
TV ad revenue (Btm)	946	1,065	954	693	725
Radio ad revenue (Btm)	246	248	266	183	218
Concession revenue (Btm)	275	216	216	186	183
SG&A/sales (%)	21.2%	19.2%	22.6%	26.3%	25.1%

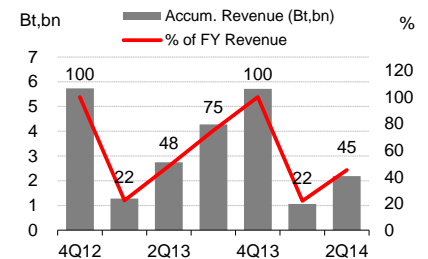
### Company profile

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 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.

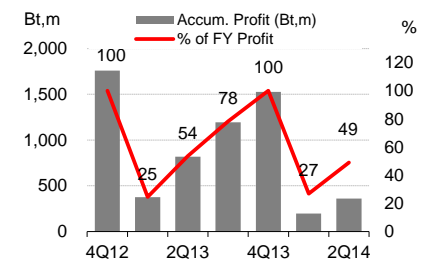
### Revenue trend



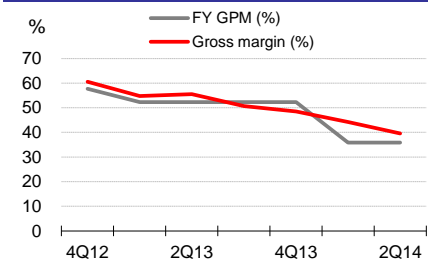
### Revenue trend (accumulated)



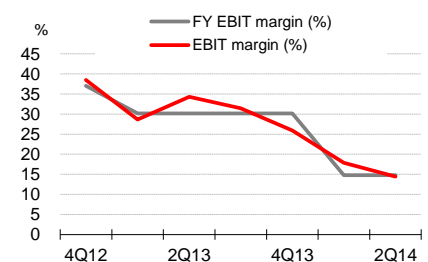
### Net profit trend (accumulated)



### Gross profit margin



### EBIT margin



**Figure 1 : 2Q14 results**

FY Ended 31 Dec (Btm)	2Q14	2Q13	YoY %	1Q14	QoQ %	6M14	6M13	YoY %	6M14 vs. FY14E
<b>Income Statement</b>									
Revenue	1,126	1,466	(23)	1,062	6	2,188	2,749	(20)	45
Cost of sales and services	(681)	(652)	4	(593)	15	(1,273)	(1,233)	3	41
EBITDA	355	636	(44)	330	8	685	1,139	(40)	54
SG&A	(283)	(311)	(9)	(280)	1	(562)	(646)	(13)	55
EBIT	162	503	(68)	190	(14)	352	871	(60)	49
Interest expense	(3)	(3)	7	(3)	1	(7)	(6)	7	n.m.
Other income/exp.	46	62	(26)	51	(10)	97	167	(42)	35
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.
<b>EBT</b>	<b>205</b>	<b>562</b>	<b>(64)</b>	<b>237</b>	<b>(14)</b>	<b>442</b>	<b>1,032</b>	<b>(57)</b>	<b>47</b>
Corporate tax	(49)	(116)	(57)	(48)	2	(97)	(210)	(54)	49
Minority interest	7	(1)	nm	9	(17)	16	(2)	nm	nm
<b>Net profit (loss)</b>	<b>163</b>	<b>445</b>	<b>(63)</b>	<b>198</b>	<b>(18)</b>	<b>360</b>	<b>819</b>	<b>(56)</b>	<b>49</b>
Reported EPS	0.24	0.65	(63)	0.29	(18)	0.52	1.19	(56)	49
<b>Core net profit</b>	<b>163</b>	<b>445</b>	<b>(63)</b>	<b>198</b>	<b>(18)</b>	<b>360</b>	<b>819</b>	<b>(56)</b>	<b>49</b>
<b>Key ratios</b>									
Gross margin (%)	39.5	55.5		44.2		41.8	55.2		
EBITDA margin (%)	31.6	43.4		31.0		31.3	41.4		
EBIT margin (%)	14.4	34.3		17.9		16.1	31.7		
SG&A / Revenue (%)	25.1	21.2		26.3		25.7	23.5		
Tax rate (%)	24.1	20.6		20.3		22.0	20.4		
Net margin (%)	14.5	30.3		18.6		16.5	29.8		
Current ratio (x)	2.2	3.6		3.4		2.2	3.6		
Gearing ratio (x)	0.0	0.0		0.0		0.0	0.0		
Interest coverage (x)	46.8	155.6		n.m.		51.0	134.6		
<b>Balance Sheet</b>									
Cash & Equivalent	3,269	4,616	(29)	3,571	(8)				
<b>Total assets</b>	<b>13,344</b>	<b>10,864</b>	<b>23</b>	<b>14,199</b>	<b>(6)</b>				
ST debts & current portion	6	7	n.m.	6	4				
Long-term debt	5	4	n.m.	3	88				
<b>Total liabilities</b>	<b>5,812</b>	<b>2,949</b>	<b>97</b>	<b>6,050</b>	<b>(4)</b>				
Retained earnings	2,955	3,336	(11)	3,555	(17)				
<b>Shareholders equity</b>	<b>7,497</b>	<b>7,879</b>	<b>(5)</b>	<b>8,097</b>	<b>(7)</b>				
Minority interests	35	36	(3)	52	(33)				
BV (Bt)	11.0	11.5	(5)	11.9	(8)				

- Ad income was 1% above our estimate
- Gross profit was in line with our expectation
- GM was 39.5%; slightly lower than our assumption of 40%
- SG&A was 4% below our model
- EBIT was 8% above our estimate
- After-tax profit was 2% below our expectation
- Net profit was 4% short of our estimate

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

Figure 2: 2Q14 revenue and gross profit breakdown

	2Q14	2Q13	% YoY	1Q14	% QoQ	1H14	1H13	% YoY
<b>Total revenue</b>	<b>1,126</b>	<b>1,467</b>	<b>(23.2)</b>	<b>1,062</b>	<b>6.1</b>	<b>2,188</b>	<b>2,750</b>	<b>(20.4)</b>
- TV	725	946	(23.4)	693	4.6	1,418	1,803	(21.3)
- Radio	218	246	(11.4)	183	19.4	401	443	(9.6)
- Concession	183	275	(33.5)	186	(1.8)	369	504	(26.7)
<b>Total cost of services</b>	<b>(681)</b>	<b>(652)</b>	<b>4.4</b>	<b>(593)</b>	<b>14.9</b>	<b>(1,273)</b>	<b>(1,233)</b>	<b>3.3</b>
- Cost of TV & radio	(637)	(624)	2.1	(554)	15.0	(1,191)	(1,177)	1.2
- Cost of concession	(44)	(28)	54.1	(39)	13.3	(82)	(56)	47.1
<b>Gross profit</b>	<b>445</b>	<b>814</b>	<b>(45.3)</b>	<b>469</b>	<b>(5.1)</b>	<b>914</b>	<b>1,517</b>	<b>(39.7)</b>
- TV & radio	306	568	(46.2)	321	(4.8)	627	1,069	(41.3)
- Concession	139	247	(43.5)	148	(5.7)	287	448	(35.9)
Gross margin (%)	39.5%	55.5%		44.2%		41.8%	55.2%	
- TV & radio	32.5%	47.7%		36.7%		34.5%	47.6%	
- Concession	76.2%	89.7%		79.3%		77.8%	88.9%	

Source: Company data

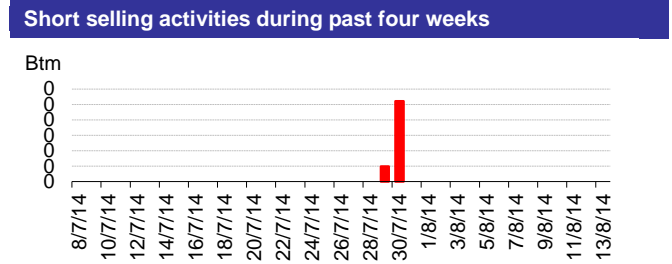
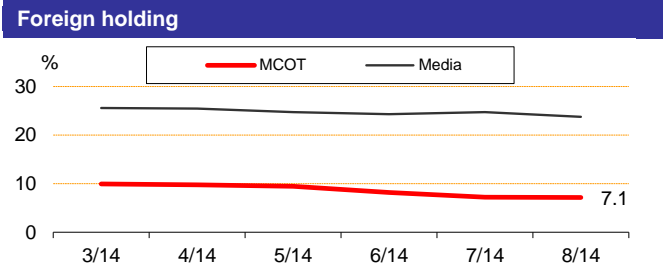
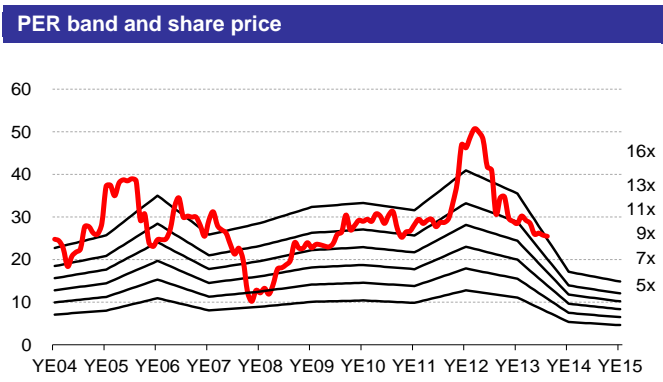
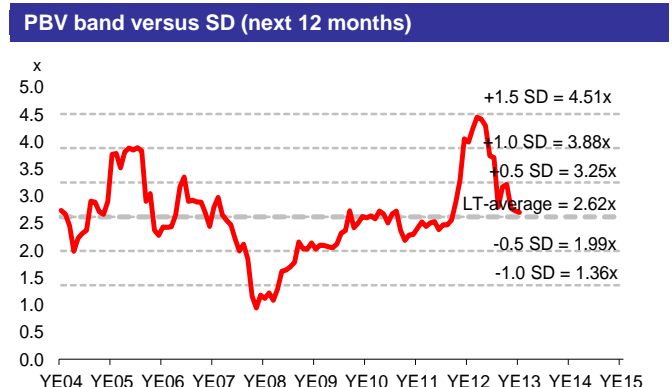
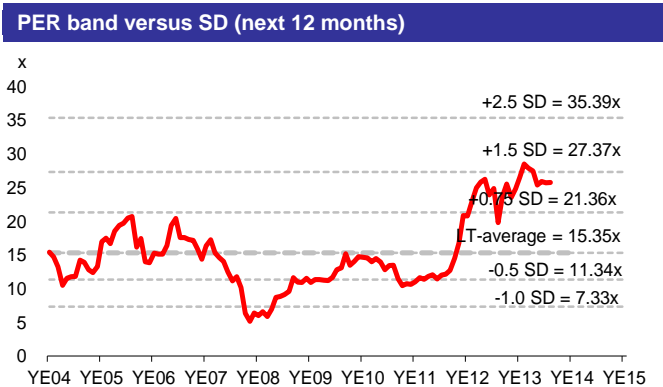
Figure 3: 2Q14 earnings before tax (EBT) and EBT margin breakdown

	2Q14	2Q13	% YoY	1Q14	% QoQ	1H14	1H13	% YoY
<b>EBT breakdown</b>								
TV	118	335	(64.7)	156	(24.2)	275	620	(55.6)
Radio	61	89	(31.5)	48	26.8	109	141	(22.9)
Concession	139	246	(43.4)	148	(5.7)	287	447	(35.8)
Others	(114)	(108)	5.0	(115)	(0.9)	(229)	(177)	29.5
<b>Total EBT</b>	<b>205</b>	<b>562</b>	<b>(63.5)</b>	<b>237</b>	<b>(13.6)</b>	<b>442</b>	<b>1,032</b>	<b>(57.1)</b>
<b>EBT margin (%)</b>								
TV	16.3%	35.5%		22.6%		19.4%	34.4%	
Radio	27.9%	36.1%		26.3%		27.2%	31.8%	
Concession	76.2%	89.5%		79.3%		77.8%	88.8%	
<b>Average EBT margin</b>	<b>18.2%</b>	<b>38.3%</b>		<b>22.3%</b>		<b>20.2%</b>	<b>37.5%</b>	

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	ABS PM	PHP37.6	729	17.3	14.4	-34.2	18.6	1.1	1.0	8.3	7.4	16	17
Gma Network Inc	GMA 7 PM	PHP7.3	558	25.5	17.7	-12.5	40.0	n.a.	n.a.	20.8	15.7	3.6	3.6
Sun Tv Network Ltd	SUNTV IN	INR373.8	2,411	17.8	14.9	10.3	18.9	3.8	3.3	26.9	25.2	2.9	3.4
Zee Entertainment Enterprise	Z IN	INR269.4	4,235	27.5	22.0	6.7	24.3	4.4	3.8	23.7	22.4	0.9	1.1
Television Broadcasts Ltd	511HK	HKD50.6	2,857	12.7	12.5	0.3	1.8	2.4	2.2	19.5	20.4	5.1	5.2
Phoenix Satellite Television	2008 HK	HKD2.8	1,786	13.0	12.0	9.9	29.3	2.1	1.9	19.8	20.0	2.5	2.8
Nippon Television Network	9404 JP	JPY1,717.0	4,423	14.9	13.6	5.5	9.7	0.8	0.8	5.8	5.5	1.8	1.9
Tokyo Broadcasting System	9401JP	JPY1,207.0	2,244	20.6	19.5	-2.9	5.2	0.5	0.5	3.0	2.7	1.5	1.6
Tv Asahi Corp	9409 JP	JPY1,817.0	1,925	15.5	13.8	0.3	13.5	0.6	0.6	4.8	4.5	1.7	1.8
Beijing Gehua Catv Network-A	600037 CH	CNY10.9	1,885	25.2	21.5	18.3	17.6	1.8	1.6	8.6	7.7	1.2	1.4
BEC World	BEC TB	THB47.25	2,958	22.2	23.9	-23.9	-7.0	11.5	11.3	51.2	50.8	4.2	3.9
GMM Grammy	GRAMMY TB	THB 15.50	309	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	4	4	-81.1	-30.5	0.0	0.0
Major Cineplex Group	MAJOR TB	THB20.60	573	17.3	16.2	0.4	6.8	2.9	2.9	17.1	17.7	4.9	5.2
MCOT	MCOT TB	THB25.50	548	23.8	27.5	-51.8	-13.4	2.4	2.4	9.8	8.9	3.9	3.3
RS	RSTB	THB8.20	258	28.4	26.3	-29.8	8.0	4.4	4.1	17.0	16.2	1.9	2.1
VGI Global Media	VGITB	THB 13.10	1,407	48	35	2.8	35.0	26.7	9.5	58.0	39.6	1.8	2.5
Workpoint Entertainment	WORK TB	THB29.00	242	87.5	48.6	-66.8	80.1	4.3	4.0	5.5	8.8	0.6	1.0
<b>Simple average</b>				<b>26.1</b>	<b>21.2</b>	<b>-10.5</b>	<b>18.0</b>	<b>4.6</b>	<b>3.4</b>	<b>12.9</b>	<b>14.3</b>	<b>2.4</b>	<b>2.5</b>





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](http://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
OTO	OTO

**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.