

**อสมท** MCOT TB / MCOT.BK

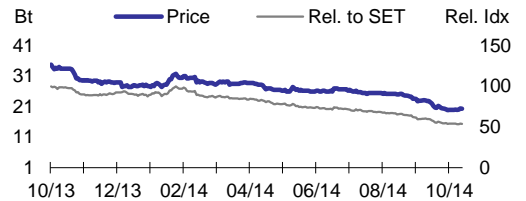
**31 ตุลาคม 2014**
**ส่องกล้องไตรมาส 3/57—กำไรสุทธิลดลง**
**ประเด็นการลงทุน**

ส่วนแบ่งเม็ดเงินโฆษณาและส่วนแบ่งผู้ชม (ซึ่งรวมทีวีดิจิทัล) ของ MCOT ได้ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ที่มีการเปิดตัวช่องทีวีดิจิทัลใหม่ของ MCOT สองช่อง (เนื่องมาจากผังรายการโดยรวมที่ยังคงอ่อนแอ) เราประเมินว่าจะส่งผลให้ปัจจัยด้านพื้นฐานของ MCOT มีแนวโน้มแย่ลง และเมื่อรวมกับรายได้สัมปทานจากทรูวิชั่นส์ที่ยังคงปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องซึ่งเป็นผลมาจากการย้ายลูกค้าของทรูวิชั่นส์จากสัมปทานของ MCOT ไปยังใบอนุญาตใหม่ที่ทรูวิชั่นส์ได้รับจาก กสทช. เราจึงคาดว่าอาจมีความเสี่ยงต่อการปรับประมาณการกำไรสุทธิปี 2557-2558 ลงจากเดิม นอกจากนี้ความเสี่ยงด้านผลการดำเนินงานยังคงมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นเนื่องจากการที่ยังคงไม่มีซีอีโอหรือซีเอฟโอซึ่งเราคาดว่าอาจต้องใช้ระยะเวลาอีก 6 เดือนกว่าจะได้บุคคลใหม่สำหรับทั้งสองตำแหน่ง เรายังคงคำแนะนำ ขาย เนื่องจากแนวโน้มผลการดำเนินงานตั้งแต่ครั้งหลังปี 2557 จนถึงปี 2558 ที่จะยังคงอ่อนแอและการขาดตำแหน่งผู้นำขององค์กร

**ส่องกล้องไตรมาส 3/57—กำไรสุทธิลดลง**

เราคาดว่ากำไรสุทธิไตรมาส 3/57 ที่ 100 ล้านบาท ลดลง 73% YoY และ 38% QoQ กำไรสุทธิที่ลดลงอย่างมากเนื่องมาจากรายได้โฆษณาที่หดตัวลง (เป็นผลจากการบริโภคโดยรวมที่ยังคงชะลอตัวและส่วนแบ่งผู้ชมของ MCOT ที่ลดลงต่อเนื่อง) รายได้สัมปทานที่ลดลงอย่างมีนัยสำคัญ (เนื่องจากการย้ายลูกค้าทรูวิชั่นส์จากสัมปทานที่มีกับ MCOT ซึ่งหมดอายุลงในเดือนก.ย.2557 ไปยังบริษัทย่อยของทรูวิชั่นส์ซึ่งได้รับใบอนุญาตจาก กสทช.) และต้นทุนบริการที่เพิ่มขึ้น (จากการบันทึกค่าตัดจำหน่ายใบอนุญาตที่ 67 ล้านบาทต่อไตรมาส และต้นทุนการผลิตที่เพิ่มขึ้น) รายได้โฆษณาทีวีในไตรมาส 3/57 มีแนวโน้มลดลง 32% YoY (และทรงตัว QoQ) ซึ่งถือว่าต่ำกว่านิลสันที่ประเมินว่าเม็ดเงินโฆษณาของ MCOT ในไตรมาส 3/57 มีแนวโน้มลดลง 17% YoY เราคาดว่าเม็ดเงินโฆษณาวีทยูมีแนวโน้มลดลง 5% YoY (แต่เพิ่มขึ้น 8% QoQ)

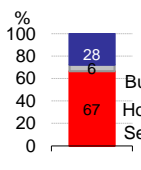
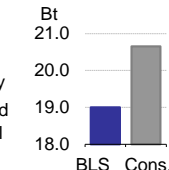
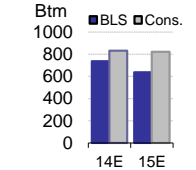
เราคาดว่าอัตราผลตอบแทนโฆษณาทีวีเฉลี่ยของ MCOT ในไตรมาส 3/57 ที่ 73% (เทียบกับ 83% ในไตรมาส 3/56 และทรงตัว QoQ) ส่วนแบ่งผู้ชมทั้งหมด (ซึ่งรวมทีวีดิจิทัล) ลดลงต่อเนื่องมาอยู่ที่ 6.0% ในไตรมาส 3/57 เทียบกับ 6.4% ในไตรมาส 2/57 และ 7.7% ในไตรมาส 3/56 ส่วนแบ่งเม็ดเงินโฆษณาของ MCOT (ซึ่งรวมทีวีดิจิทัล) ก็ลดลงเช่นกันมาอยู่ที่ 13.4% ในไตรมาส 3/57 เทียบกับ 16.3% ในไตรมาส 2/57 และ 17.8% ในไตรมาส 3/56 เราประเมินว่าส่วนแบ่งเม็ดเงินโฆษณาและส่วนแบ่งผู้ชมที่ลดลงเนื่องมาจากผังรายการทั้งอนาล็อกและดิจิทัลของ MCOT ที่ยังคงอ่อนแอ ซึ่งเราคิดว่าการปรับผังในเดือนก.ค.ที่ผ่านมาจะใช้ระยะเวลาสักพักสำหรับการพิสูจน์เรตติ้งที่ปรับเพิ่มขึ้นในภายหลังภายใต้สมมติฐานว่าถ้าเรตติ้งรายการปรับขึ้นได้จริง เราคาดว่ารายได้สัมปทานในไตรมาส 3/57 มีแนวโน้มลดลง 35% YoY และ 24% QoQ

**Sector: Media Neutral**
**คำแนะนำพื้นฐาน: ขาย**
**เป้าหมายพื้นฐาน: 19.00 บาท**
**ราคา (30/10/57): 20.30 บาท**
**Price chart**


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(10.7)	(25.0)	(51.4)
Absolute	(12.1)	(21.9)	(42.0)

**Key statistics**

Market cap	Bt13.9bn	USD0.4bn
12-mth price range	Bt19.9/Bt35.3	
12-mth avg daily volume	Bt16m	USD0.5m
# 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	18.9	21.9	23.9
PBV (x)	3.7	1.9	1.9	1.9
Dividend (Bt)	2.1	1.0	0.9	0.8
Dividend yield (%)	5.0	4.9	4.2	3.8
ROE (%)	19.2	9.8	8.9	8.2

**CG rating**

**ประสิทธิ์ สุจิรวรกุล**
**นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์**
**prasit@bualuang.co.th**
**+66 2 618 1342**

### **ส่วนแบ่งผู้ชมทั้งของอนาล็อกและดิจิทัลปรับตัวลดลง**

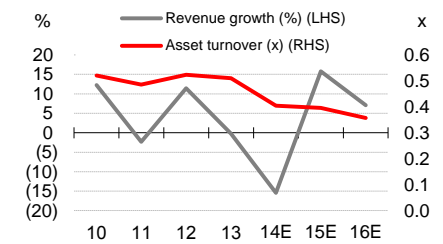
ตัวเลขใหม่ของนิลสันสำหรับส่วนแบ่งเม็ดเงินโฆษณาและส่วนแบ่งผู้ชมชี้ว่าส่วนแบ่งผู้ชมของ MCOT (ซึ่งรวมทีวีดิจิทัล) ลดลงจาก 7.1% ในเดือนเม.ย.57 เหลือ 6.6% ในเดือนก.ย.57 นอกจากนี้ ส่วนแบ่งเม็ดเงินโฆษณาของ MCOT (ซึ่งรวมทีวีดิจิทัล) ก็ลดลงเช่นกันจาก 18.4% ในเดือนเม.ย.57 เหลือ 12.3% ในเดือนก.ย.57

ส่วนแบ่งผู้ชมของช่องทีวีดิจิทัลเอสดีของ MCOT ทรงตัวอยู่ที่ 0.1% ในช่วงระหว่างเดือนก.ค.-ก.ย.57 ในขณะที่ส่วนแบ่งเม็ดเงินโฆษณาช่องทีวีดิจิทัลเอสดีของ MCOT ลดลงจาก 4.9% ในเดือนก.ค.57 มาอยู่ที่ 0.6% ในเดือนก.ย.57 (ซึ่งเป็นผลจากผังรายการทีวีดิจิทัลของ MCOT ที่ยังคงอ่อนแอ) ในทางกลับกันส่วนแบ่งเม็ดเงินโฆษณาของผู้ประกอบการทีวีดิจิทัลรายอื่น (ซึ่งไม่รวมช่องทีวีอนาล็อกรายปัจจุบัน) เพิ่มขึ้นก้าวกระโดดจาก 4.5% ในเดือนเม.ย.57 เป็น 28.3% ในเดือนก.ย.57 ซึ่งชี้ว่า MCOT สูญเสียทั้งส่วนแบ่งผู้ชมและส่วนแบ่งเม็ดเงินโฆษณาไปให้แก่ผู้ประกอบการทีวีดิจิทัลรายอื่นอย่างชัดเจน

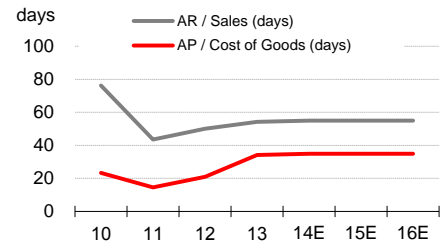
## MCOT : Financial Tables – Year

<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%

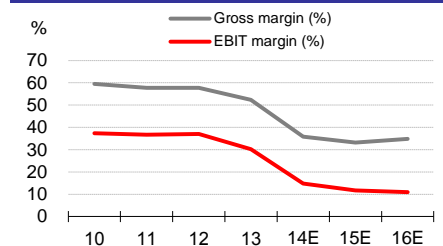
### Revenue growth and asset turnover



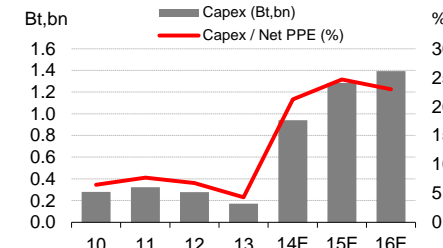
### A/C receivable & A/C payable days



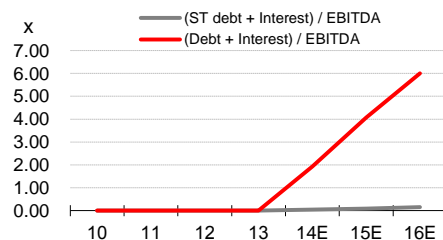
### Profit margins



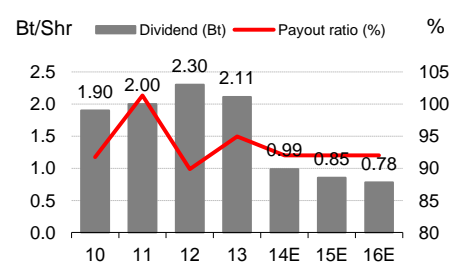
### Capital expenditure



### 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>

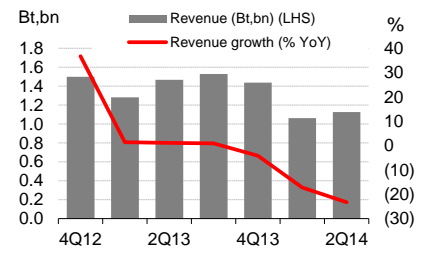
### Key statistics

	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14
Average TV loading factor (%)	82.0%	82.0%	70.0%	60.0%	73.0%
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%

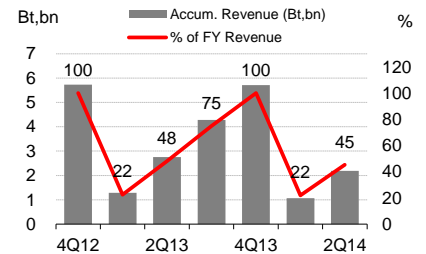
### Company profile

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.

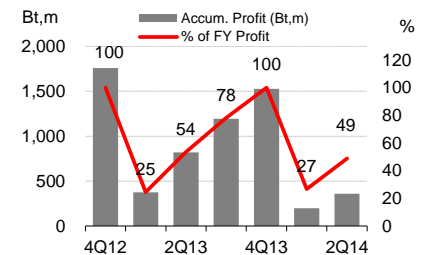
### Revenue trend



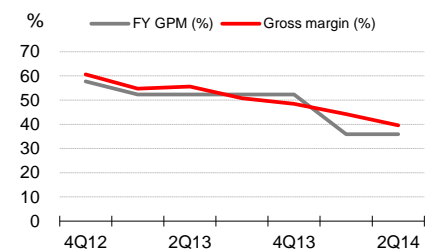
### Revenue trend (accumulated)



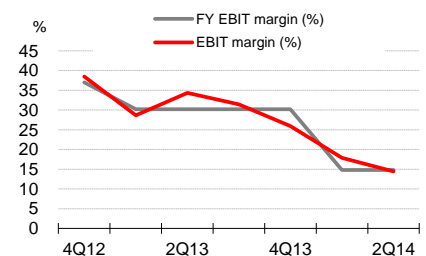
### Net profit trend (accumulated)



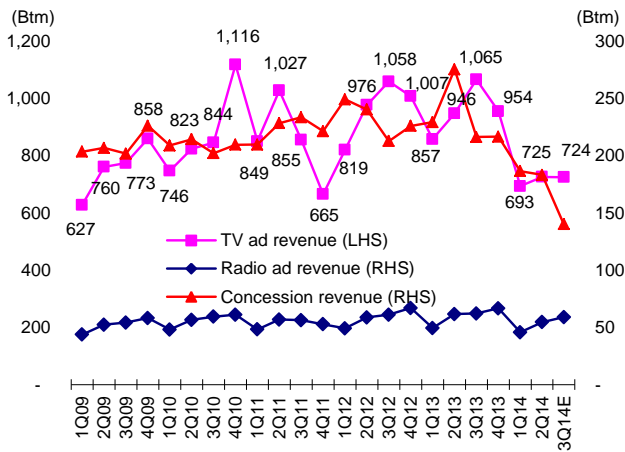
### Gross profit margin



### EBIT margin

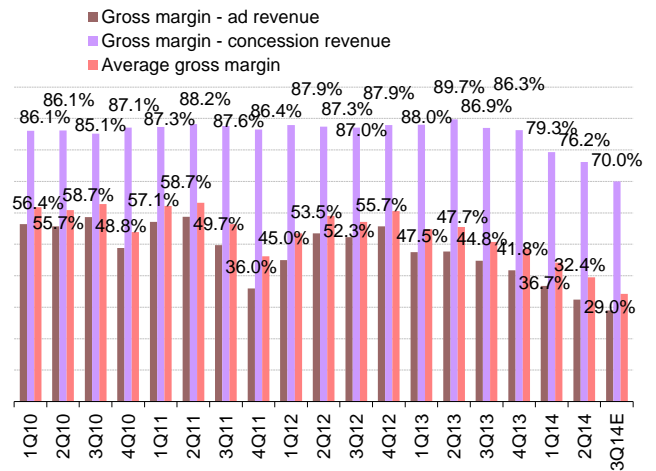


**Figure 1: Revenue breakdown, by quarter**



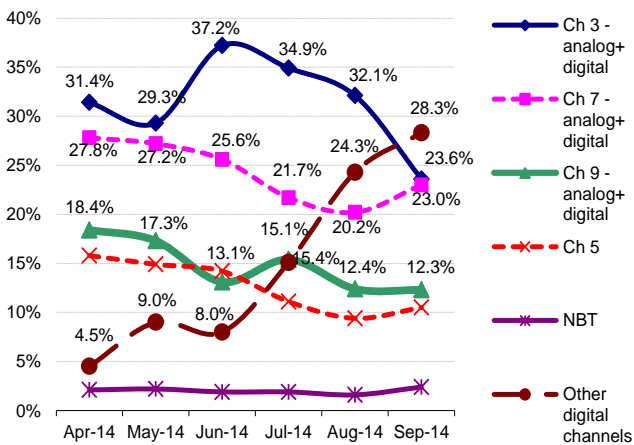
Sources: Company data, Bualuang Research

**Figure 2: Gross margin breakdown, by quarter**



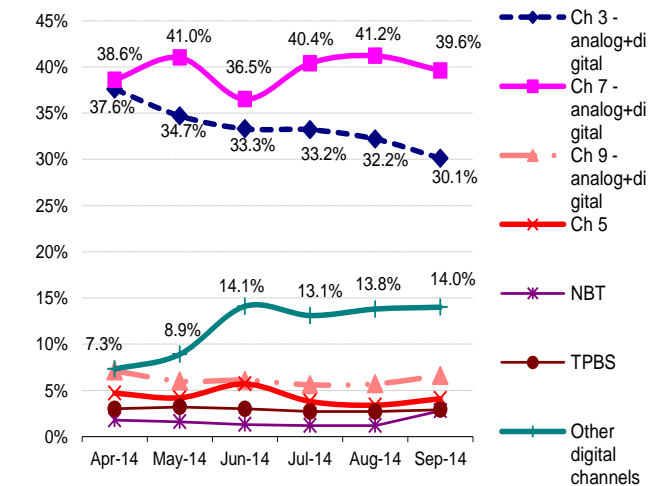
Sources: Company data, Bualuang Research

**Figure 3: Ad spend share (analog and digital), by month**



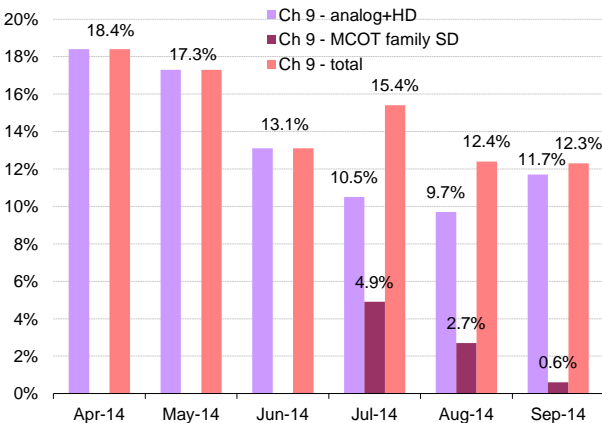
Source: The Nielsen Company

**Figure 4: Audience share (analog and digital), by month**



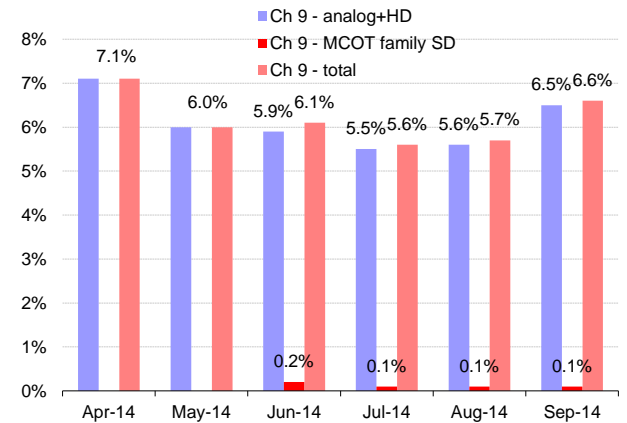
Source: The Nielsen Company

**Figure 5: MCOT's ad spend share—analog and digital**



Source: The Nielsen Company

**Figure 6: MCOT's audience share—analog and digital**



Source: The Nielsen Company

**Figure 7: 3Q14 earnings preview**

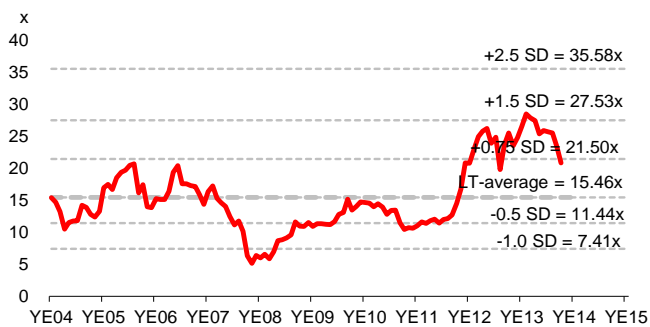
	3Q14E	3Q13	% YoY	2Q14	% QoQ	9M14E	9M13	% YoY
<b>Total revenue</b>	<b>1,100</b>	<b>1,529</b>	<b>(28.1)</b>	<b>1,126</b>	<b>(2.3)</b>	<b>3,287</b>	<b>4,279</b>	<b>(23.2)</b>
- TV	724	1,065	(32.0)	725	(0.1)	2,142	2,868	(25.3)
- Radio	235	248	(5.1)	218	8.0	636	691	(8.0)
- Concession	140	216	(35.2)	183	(23.5)	509	720	(29.3)
<b>Total cost of services</b>	<b>(723)</b>	<b>(754)</b>	<b>(4.0)</b>	<b>(681)</b>	<b>6.3</b>	<b>(1,996)</b>	<b>(1,986)</b>	<b>0.5</b>
- Cost of TV & radio	(681)	(725)	(6.1)	(637)	7.0	(1,872)	(1,902)	(1.6)
- Cost of concession	(42)	(28)	48.8	(44)	(3.7)	(124)	(84)	47.6
<b>Gross profit</b>	<b>376</b>	<b>775</b>	<b>(51.5)</b>	<b>445</b>	<b>(15.5)</b>	<b>1,291</b>	<b>2,292</b>	<b>(43.7)</b>
- TV & radio	278	588	(52.6)	306	(9.1)	906	1,657	(45.3)
- Concession	98	188	(47.8)	139	(29.7)	385	636	(39.4)
Gross margin (%)	34.2%	50.7%		39.5%		39.3%	53.6%	
- TV & radio	29.0%	44.8%		32.5%		32.6%	46.6%	
- Concession	70.0%	86.9%		76.2%		75.6%	88.3%	
SG&A	(286)	(294)	(2.9)	(283)	1.1	(848)	(940)	(9.8)
<b>EBIT</b>	<b>90</b>	<b>481</b>	<b>(81.2)</b>	<b>162</b>	<b>(44.4)</b>	<b>443</b>	<b>1,352</b>	<b>(67.3)</b>
Interest expense	(3)	(3)	7.6	(3)	(0.1)	(10)	(10)	7.0
Other income/exp.	35	50	(30.1)	46	(23.8)	132	217	(39.2)
<b>EBT</b>	<b>122</b>	<b>528</b>	<b>(76.9)</b>	<b>205</b>	<b>(40.5)</b>	<b>564</b>	<b>1,560</b>	<b>(63.8)</b>
Corporate tax	(26)	(96)	(73.3)	(49)	(48.1)	(123)	(307)	(59.8)
After-tax profit	96	432	(77.7)	156	(38.1)	441	1,253	(64.8)
Minority interest	4	(1)	n.m.	7	(44.1)	20	(2)	n.m.
Extra items	-	(56)	n.m.	-		-	(56)	n.m.
<b>Net profit</b>	<b>100</b>	<b>376</b>	<b>(73.3)</b>	<b>163</b>	<b>(38.4)</b>	<b>461</b>	<b>1,195</b>	<b>(61.4)</b>
Reported EPS	0.15	0.55	(73.3)	0.24	(38.4)	0.67	1.74	(61.4)
Fully diluted EPS	0.15	0.55	(73.3)	0.24	(38.4)	0.67	1.74	(61.4)
<b>Core net profit</b>	<b>100</b>	<b>431</b>	<b>(76.7)</b>	<b>163</b>	<b>(38.4)</b>	<b>461</b>	<b>1,251</b>	<b>(63.2)</b>
Core EPS	0.15	0.63	(76.7)	0.24	(38.4)	0.67	1.82	(63.2)
<b>EBITDA</b>	<b>300</b>	<b>618</b>	<b>(51.4)</b>	<b>355</b>	<b>(15.5)</b>	<b>985</b>	<b>1,756</b>	<b>(43.9)</b>
Gross margin (%)	34.2	50.7		39.5		39.3	53.6	
EBITDA margin (%)	27.3	40.4		31.6		30.0	41.1	
Operating margin (%)	8.2	31.5		14.4		13.5	31.6	
Net margin (%)	9.1	24.6		14.5		14.0	27.9	
Core profit margin (%)	9.1	28.2		14.5		14.0	29.2	

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

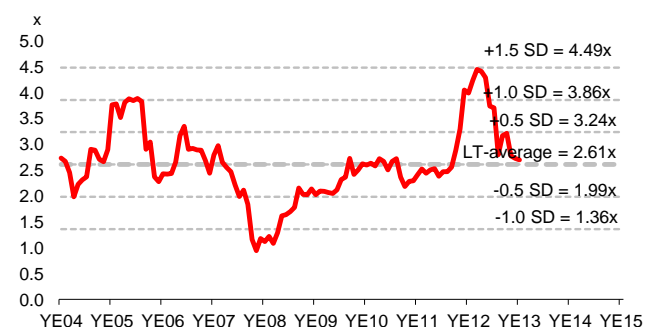
## Regional Comparisons

	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	ABSPM	PHP45.2	859	20.6	17.2	-31.5	19.0	14	12	8.4	7.4	14	14
Gma Network Inc	GMA7PM	PHP7.4	555	31.5	21.1	-27.1	60.0	n.a.	n.a.	18.7	13.3	3.5	3.5
Sun Tv Network Ltd	SUNTVIN	INR319.3	2,051	15.5	13.2	8.0	18.1	3.3	2.8	26.4	24.9	3.4	3.9
Zee Entertainment Enterprise	ZIN	INR347.4	5,438	36.6	29.9	3.1	22.8	5.9	5.0	22.2	21.1	0.7	0.9
Television Broadcasts Ltd	511HK	HKD42.5	2,397	11.5	11.1	264.9	4.2	2.0	1.9	18.4	19.4	5.8	6.0
Phoenix Satellite Television	2008 HK	HKD2.4	1,540	13.1	11.4	349.6	18.2	2.0	1.7	16.5	15.5	2.2	2.6
Nippon Television Network	9404 JP	JPY1621.0	3,911	14.0	12.8	13.9	9.7	0.7	0.7	5.8	5.5	1.9	2.0
Tokyo Broadcasting System	9401JP	JPY1163.0	2,025	19.9	19.1	-3.8	3.6	0.5	0.5	2.8	2.7	1.6	1.7
Tv Asahi Corp	9409 JP	JPY1678.0	1,665	14.3	13.0	0.3	10.4	0.6	0.6	4.5	4.5	1.8	2.0
Beijing Gehua Catv Network-A	600037 CH	CNY15.4	2,681	31.3	24.6	34.2	26.9	2.4	2.2	10.1	8.4	0.9	1.1
BEC World	BEC TB	THB47.75	2,935	22.4	24.1	-23.9	-7.0	11.6	11.4	51.2	50.8	4.1	3.9
GMM Grammy	GRAMMY TB	THB13.90	299	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	3	3	-18.8	-10.8	0.0	0.0
Major Cineplex Group	MAJOR TB	THB23.80	651	20.0	18.0	0.3	11.2	3.4	3.3	17.1	18.4	4.2	4.7
MCOT	MCOT TB	THB20.30	429	18.9	21.9	-51.8	-13.4	1.9	1.9	9.8	8.9	4.9	4.2
RS	RSTB	THB8.15	252	29.4	26.2	-32.6	1.4	4.4	4.1	16.4	16.3	1.9	2.1
VGI Global Media	VGITB	THB12.90	1,361	4.7	3.5	2.8	35.0	26.3	9.4	58.0	39.6	1.9	2.5
Workpoint Entertainment	WORK TB	THB34.25	280	103.4	57.2	-66.8	80.7	5.0	4.8	5.5	8.8	0.5	0.9
<b>Simple average</b>				<b>28.1</b>	<b>22.2</b>	<b>27.5</b>	<b>19.5</b>	<b>4.6</b>	<b>3.4</b>	<b>12.3</b>	<b>15.0</b>	<b>2.4</b>	<b>2.5</b>

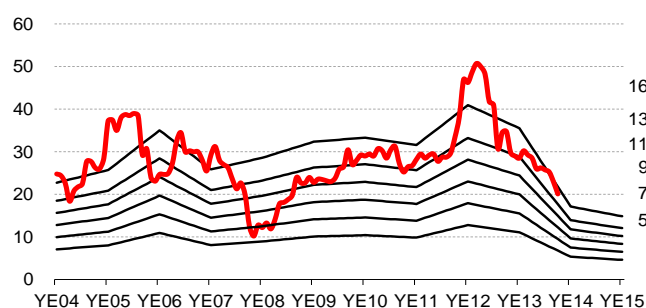
PER band versus SD (next 12 months)



PBV band versus SD (next 12 months)



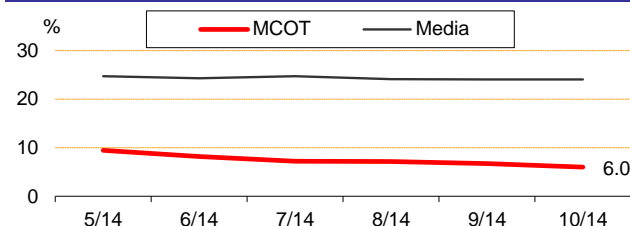
PER band and share price



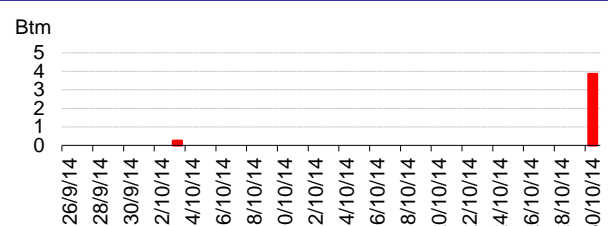
PBV band and share price



Foreign holding



Short selling activities during past four weeks



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 MAY ACT AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DWs, AND ISSUER OF STRUCTURED NOTES ON THESE SECURITIES. The company may prepare the research reports on those underlying securities. Investors should carefully read the details of the derivative warrants and structured notes 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.

Financial Advisor	Lead underwriter/ Underwriter/ Co-underwriter
TSE	BA, BGH, TSE

**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.