

อสมท MCOT TB / MCOT.BK

17 พฤศจิกายน 2014
ต่ำกว่าคาด
ต่ำกว่าคาด

MCOT รายงานกำไรสุทธิไตรมาส 3/57 ที่ 90 ล้านบาท ลดลง 76% YoY และ 45% QoQ ผลประกอบการออกมาต่ำกว่าคาด 11% เนื่องจากรายได้อื่นๆ ที่ต่ำกว่าคาดและค่าใช้จ่ายภาษีที่สูงกว่าคาด รายได้โฆษณา รวมและกำไรขั้นต้นเป็นไปตามคาด กำไรหลังหักภาษีต่ำกว่าคาด 2%

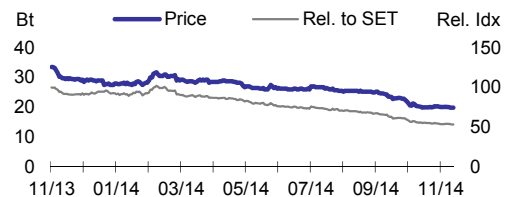
ประเด็นหลักจากผลประกอบการ

กำไรที่ปรับตัวลดลงอย่างมากเป็นผลมาจากรายได้โฆษณาที่หดตัวลง (ลดลง 33% YoY และ 1% QoQ) เนื่องจากภาวะการบริโภคในประเทศที่ชะลอตัวลงและการที่ MCOT สูญเสียส่วนแบ่งเม็ดเงินโฆษณาทีวีให้แก่ทีวีช่องอื่นๆ รายได้โฆษณาทีวี (ที่ไม่รวมสื่อใหม่) ลดลง 32% YoY แต่เพิ่มขึ้น 1% QoQ รายได้โฆษณาวีทยูเพิ่มขึ้น 1% YoY และ 15% QoQ รายได้จากสื่อใหม่อยู่ที่ 58 ล้านบาทในไตรมาส 3/57 ลดลง 35% YoY และ 19% QoQ MCOT รับรู้รายได้จากช่องทีวีดิจิทัลเพียงเล็กน้อยเท่านั้นจากช่อง MCOT แฟมิลีเอสดีในไตรมาส 3/57

รายได้รวมลดลง 29% YoY และ 3% QoQ ในขณะที่ต้นทุนขายและบริการลดลงเพียง 6% YoY (และเพิ่มขึ้น 4% QoQ) ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานในไตรมาสนี้ยังคงอยู่ในระดับสูงเนื่องจากค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับทีวีดิจิทัลที่เพิ่มสูงขึ้น ซึ่งได้แก่ ต้นทุนผลิตรายการ ต้นทุนค่าใบอนุญาตประกอบธุรกิจรายปีและค่ากองทุนสาธารณะรายปี ค่าตัดจำหน่ายค่าใบอนุญาตของทีวีดิจิทัลทั้งสองช่อง จำนวน 67 ล้านบาทต่อไตรมาส รายได้สัมปทานลดลงมากถึง 44% YoY และ 34% QoQ เนื่องจากทีวีชั้นสี่ย้ายลูกค้าจากหนึ่งในสัญญาสัมปทานที่มีกับ MCOT (สัมปทานดังกล่าวหมดอายุลงไปแล้วในเดือนก.ย. 2557) ไปยังบริษัทใหม่ที่กลุ่มทรูขอใบอนุญาตจาก กสทช. บริษัทบันทึกรายได้สุทธิจากการขายกล่องรับสัญญาณทีวีดิจิทัลจำนวน 50,000 กล่องจำนวน 7 ล้านบาท และรายได้ในส่วนของค่าเช่าโครงข่ายทีวีดิจิทัลจำนวน 28 ล้านบาทในไตรมาส 3/57

แนวโน้ม

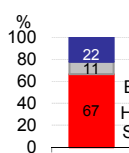
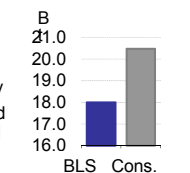
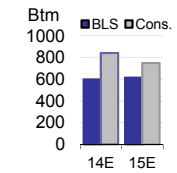
เราคาดว่าไตรมาส 4/57 ที่ 150 ล้านบาท ลดลง 55% YoY (แต่เพิ่มขึ้น 67% QoQ) เนื่องจากค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจทีวีดิจิทัลเพิ่มสูงขึ้น (จากการเปิดตัวของ MCOT แฟมิลีเอสดีเฟส 2 ในเดือนต.ค. 2557) รายได้โฆษณาที่ยังคงลดลงเนื่องจากภาวะอุตสาหกรรมโฆษณาที่ยังคงอ่อนแอต่อเนื่อง การสูญเสียส่วนแบ่งเม็ดเงินโฆษณาอย่างต่อเนื่องและรายได้ที่ลดลงอย่างต่อเนื่องจากสัมปทานที่เหลือของทีวีชั้นสี่ ทีวีชั้นสี่ยังคงที่จะทำการย้ายฐานลูกค้าออกจากสัมปทานที่มีกับ MCOT ไปยังใบอนุญาตใหม่ เนื่องจากค่าธรรมเนียมใบอนุญาตถูกกว่าส่วนแบ่งรายได้ที่ทีวีชั้นสี่จ่ายให้ MCOT เราใช้สมมติฐานยอดขายกล่องรับสัญญาณทีวีดิจิทัลที่ 5-6 แสนกล่องในไตรมาส 4/57 แต่รายได้จากส่วนดังกล่าวก็ยังคงไม่เพียงพอที่จะชดเชยผลกระทบจากรายได้โฆษณาและรายได้สัมปทานที่ยังคงมีแนวโน้มลดลง

Sector: Media Neutral
คำแนะนำพื้นฐาน: ขาย
เป้าหมายพื้นฐาน: 18.00 บาท
ราคา (14/11/57): 19.70 บาท
Price chart


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(8.0)	(24.6)	(52.5)
Absolute	(6.2)	(22.7)	(41.2)

Key statistics

Market cap	Bt13.5bn	USD0.4bn
12-mth price range	Bt19.6/Bt33.8	
12-mth avg daily volume	Bt15m	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	4,449	4,714	4,870
Net profit (Btm)	1,527	599	615	641
EPS (Bt)	2.22	0.87	0.89	0.93
EPS growth (%)	-13.2%	-60.8%	+2.7%	+4.2%
Core profit (Btm)	1,583	599	615	641
Core EPS (Bt)	2.30	0.87	0.89	0.93
Core EPS growth (%)	-10.0%	-62.2%	+2.7%	+4.2%
PER (x)	19.2	22.6	22.0	21.1
PBV (x)	3.7	1.9	1.9	1.9
Dividend (Bt)	2.1	0.8	0.8	0.9
Dividend yield (%)	5.0	4.1	4.2	4.4
ROE (%)	19.2	8.0	8.7	9.0

CG rating

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

สิ่งที่เปลี่ยนแปลงไป

เราทำการปรับประมาณการกำไรสุทธิในปี 2557 ลงอีก 19% เหลือ 599 ล้านบาท และปรับประมาณการกำไรสุทธิปี 2558 ลงอีก 4% เหลือ 615 ล้านบาทเพื่อสะท้อนกำไรสุทธิไตรมาส 3/57 ที่อ่อนแอกว่าคาด และการคาดการณ์รายได้สัมปทานในปี 2558 ที่มีแนวโน้มลดลงมากกว่าที่คาดก่อนหน้านี้ ราคาเป้าหมายซึ่งประเมินด้วยวิธี DCF ณ สิ้นปี 2558 ของเราปรับลดลงอีก 5% มาอยู่ที่ 18 บาท

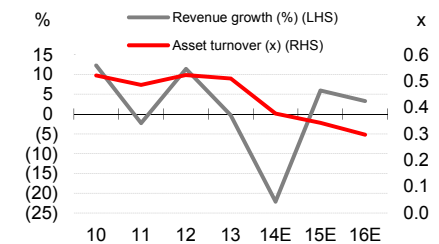
คำแนะนำ

เรายังคงคำแนะนำ ขาย เนื่องจากผลการดำเนินงานของ MCOT ที่จะยังคงอ่อนแอต่อเนื่อง

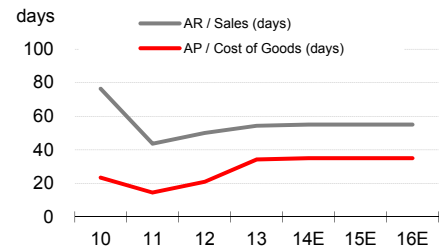
MCOT : Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Revenue	5,729	5,715	4,449	4,714	4,870
Cost of sales and services	(2,422)	(2,727)	(2,682)	(2,994)	(2,886)
Gross profit	3,307	2,989	1,767	1,720	1,984
SG&A	(1,186)	(1,264)	(1,155)	(1,017)	(1,195)
EBIT	2,121	1,725	612	703	789
Interest expense	(11)	(14)	(33)	(94)	(155)
Other income/exp.	210	269	180	186	193
EBT	2,319	1,980	759	795	827
Corporate tax	(551)	(396)	(158)	(178)	(183)
After-tax net profit (loss)	1,768	1,584	600	618	645
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	599	615	641
Reported EPS	2.56	2.22	0.87	0.89	0.93
Fully diluted EPS	2.56	2.22	0.87	0.89	0.93
Core net profit	1,759	1,583	599	615	641
Core EPS	2.56	2.30	0.87	0.89	0.93
EBITDA	2,663	2,264	1,169	1,278	1,382
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	11.4	(0.2)	(22.2)	6.0	3.3
Gross margin (%)	57.7	52.3	39.7	36.5	40.7
EBITDA margin (%)	46.5	39.6	26.3	27.1	28.4
Operating margin (%)	37.0	30.2	13.8	14.9	16.2
Net margin (%)	30.7	26.7	13.5	13.0	13.2
Core profit margin (%)	30.7	27.7	13.5	13.0	13.2
ROA (%)	16.1	13.6	5.1	4.5	3.9
ROCE (%)	22.4	19.1	6.9	5.7	4.8
Asset turnover (x)	0.5	0.5	0.4	0.3	0.3
Current ratio (x)	3.2	3.5	4.4	4.7	4.9
Gearing ratio (x)	0.0	0.0	0.3	0.7	1.0
Interest coverage (x)	189.2	121.0	18.4	7.5	5.1
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	4,610	4,337	5,033	5,858	6,356
Accounts receivable	786	850	670	710	734
Inventory	40	51	45	50	48
PP&E-net	4,091	3,988	4,429	5,200	6,064
Other assets	830	859	1,386	2,393	3,515
Total assets	11,248	11,168	12,454	15,149	17,683
Accounts payable	139	256	257	287	277
ST debts & current portion	0	0	0	0	0
Long-term debt	5	4	2,400	4,900	7,300
Other liabilities	62	115	111	118	122
Total liabilities	3,209	3,208	5,344	7,971	10,426
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	2,506	2,570	2,645
Shareholders' equity	7,980	7,899	7,048	7,112	7,187
Minority interests	59	61	63	65	69
Total Liab.&Shareholders' equity	11,248	11,168	12,454	15,149	17,683
CASH FLOW (Btm)					
Net income	1,759	1,527	599	615	641
Depreciation and amortization	542	539	557	575	593
Change in working capital	(148)	41	188	(15)	(32)
FX, non-cash adjustment & others	(160)	(711)	159	(37)	(20)
Cash flows from operating activities	1,994	1,396	1,502	1,137	1,182
Capex (Invest)/Divest	(278)	(172)	(940)	(1,284)	(1,393)
Others	(663)	2,185	337	(107)	(73)
Cash flows from investing activities	(940)	2,013	(603)	(1,391)	(1,466)
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)	(551)	(565)
Others	(663)	2,185	337	(107)	(73)
Cash flows from financing activities	(1,393)	(1,586)	149	999	735
Net change in cash	(340)	1,824	1,048	745	451
Free cash flow (Btm)	1,716	1,224	562	(147)	(211)
FCF per share (Bt)	2.5	1.8	0.8	(0.2)	(0.3)
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	2,420	2,657	2,796
Radio ad revenue (Btm)	942	956	779	780	781
Concession revenue (Btm)	927	936	967	487	393
SG&A/sales (%)	20.4%	21.6%	26.0%	21.0%	21.0%

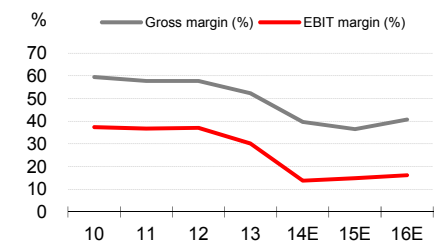
Revenue growth and asset turnover



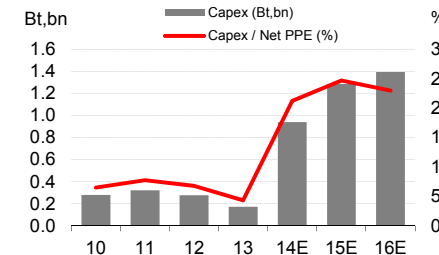
A/C receivable & A/C payable days



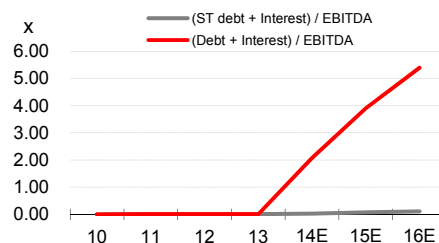
Profit margins



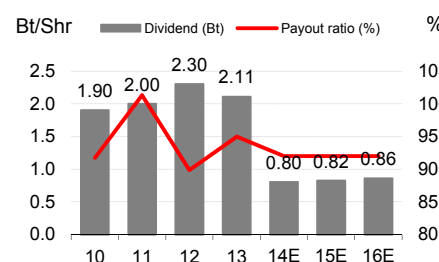
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



MCOT : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14
Revenue	1,529	1,437	1,062	1,126	1,088
Cost of sales and services	(754)	(740)	(593)	(681)	(708)
Gross profit	775	697	469	445	380
SG&A	(294)	(324)	(280)	(283)	(288)
EBIT	481	372	190	162	92
Interest expense	(3)	(3)	(3)	(3)	(4)
Other income/exp.	50	51	51	46	30
EBT	528	420	237	205	119
Corporate tax	(96)	(90)	(48)	(49)	(28)
After-tax net profit (loss)	432	331	189	156	91
Minority interest	(1)	1	9	7	(1)
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	(56)	0	0	0	0
Net profit (loss)	376	332	198	163	90
Reported EPS	0.55	0.48	0.29	0.24	0.13
Fully diluted EPS	0.55	0.48	0.29	0.24	0.13
Core net profit	431	332	198	163	90
Core EPS	0.63	0.48	0.29	0.24	0.13
EBITDA	618	507	330	355	308

KEY RATIOS

Gross margin (%)	50.7	48.5	44.2	39.5	34.9
EBITDA margin (%)	40.4	35.3	31.0	31.6	28.3
Operating margin (%)	31.5	25.9	17.9	14.4	8.5
Net margin (%)	24.6	23.1	18.6	14.5	8.2
Core profit margin (%)	28.2	23.1	18.6	14.5	8.2
BV (Bt)	11.1	11.6	11.9	11.0	10.8
ROE (%)	19.8	16.8	9.8	8.7	4.9
ROA (%)	13.4	11.9	5.6	4.9	2.7
Current ratio (x)	2.8	3.5	3.4	2.2	2.0
Gearing ratio (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Interest coverage (x)	149.1	112.5	55.2	46.8	25.7

QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	4,897	4,337	3,571	3,269	3,646
Accounts receivable	793	850	676	727	668
Inventory	61	51	54	64	50
PP&E-net	3,810	3,988	4,090	4,019	3,944
Other assets	953	948	4,946	4,877	4,796
Total assets	11,208	11,168	14,199	13,344	13,487
Accounts payable	262	256	301	219	175
ST debts & current portion	6	6	6	6	16
Long-term debt	3	4	3	5	25
Other liabilities	1,268	1,435	4,524	3,746	3,693
Total liabilities	3,605	3,208	6,050	5,812	6,077
Paid-up capital	3,435	3,435	3,435	3,435	3,435
Share premium	3,026	3,357	3,555	2,955	2,831
Retained earnings	3,026	3,357	3,555	2,955	2,831
Shareholders equity	7,568	7,899	8,097	7,497	7,374
Minority interests	35	61	52	35	36
Total Liab.&Shareholders' equity	11,208	11,168	14,199	13,344	13,487

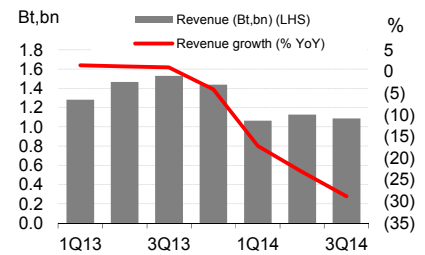
Key statistics

	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14
Average TV loading factor (%)	68.0%	70.0%	64.0%	75.0%	84.0%
TV ad revenue (Btm)	1,065	954	693	725	718
Radio ad revenue (Btm)	248	266	183	218	250
Concession revenue (Btm)	216	216	186	183	121
SG&A/sales (%)	19.2%	22.6%	26.3%	25.1%	26.5%

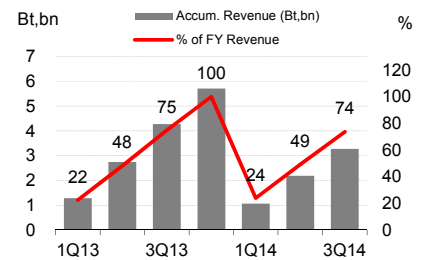
Company profile

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.

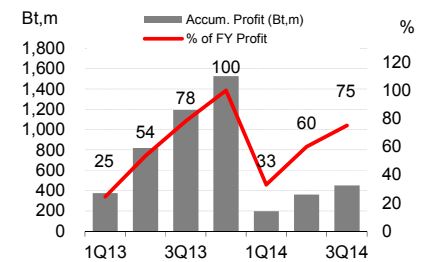
Revenue trend



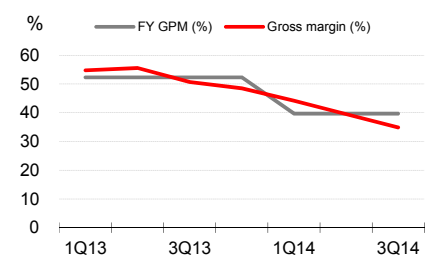
Revenue trend (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin

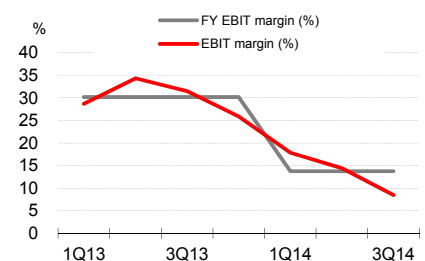


Figure 1 : 3Q14 results

FY Ended 31 Dec (Btm)	3Q14	3Q13	YoY %	2Q14	QoQ %	9M14	9M13	YoY %	9M14 vs. FY14E	
Income Statement										
Revenue	1,088	1,529	(29)	1,126	(3)	3,276	4,278	(23)	74	• Ad income was 1% above our estimate
Cost of sales and services	(708)	(754)	(6)	(681)	4	(1,981)	(1,986)	(0)	74	• Concession revenue undershot our model by 14%
EBITDA	308	618	(50)	355	(13)	993	1,756	(43)	85	• Gross profit was 1% above our expectation
SG&A	(288)	(294)	(2)	(283)	2	(850)	(940)	(10)	74	• GM was 34.9%; slightly higher than our assumption of 34.2%
EBIT	92	481	(81)	162	(43)	444	1,352	(67)	73	• EBIT was 2% above our estimate
Interest expense	(4)	(3)	11	(3)	3	(10)	(10)	8	nm	• After-tax profit was 6% weaker than assumed, due to high tax expenses
Other income/exp.	30	50	(40)	46	(34)	127	217	(41)	71	• Net profit was 11% short of our estimate
Equity earnings from affiliates	0	0	nm	0	nm	0	0	nm	nm	
Extra items	0	(56)	nm	0	nm	0	(56)	nm	nm	
EBT	119	528	(78)	205	(42)	561	1,560	(64)	74	
Corporate tax	(28)	(96)	(71)	(49)	(44)	(125)	(307)	(59)	79	
Minority interest	(1)	(1)	nm	7	nm	14	(2)	nm	nm	
Net profit (loss)	90	376	(76)	163	(45)	450	1,195	(62)	75	
Reported EPS	0.13	0.55	(76)	0.24	(45)	0.66	1.74	(62)	75	
Core net profit	90	431	(79)	163	(45)	450	1,251	(64)	75	
Key ratios										
Gross margin (%)	34.9	50.7		39.5		39.5	53.6			
EBITDA margin (%)	28.3	40.4		31.6		30.3	41.1			
EBIT margin (%)	8.5	31.5		14.4		13.6	31.6			
SG&A / Revenue (%)	26.5	19.2		25.1		26.0	22.0			
Tax rate (%)	23.3	18.2		24.1		22.3	19.7			
Net margin (%)	8.2	24.6		14.5		13.7	27.9			
Current ratio (x)	2.0	2.8		2.2		2.0	2.8			
Gearing ratio (x)	0.0	0.0		0.0		0.0	0.0			
Interest coverage (x)	25.7	149.1		n.m.		42.4	139.5			
Balance Sheet										
Cash & Equivalent	3,646	4,897	(26)	3,269	12					
Total assets	13,487	11,208	20	13,344	1					
ST debts & current portion	16	6	n.m.	6	181					
Long-term debt	25	3	n.m.	5	369					
Total liabilities	6,077	3,605	69	5,812	5					
Retained earnings	2,831	3,026	(6)	2,955	(4)					
Shareholders equity	7,374	7,568	(3)	7,497	(2)					
Minority interests	36	35	3	35	4					
BV (Bt)	10.8	11.1	(3)	11.0	(2)					

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

Figure 2: 3Q14 revenue and gross profit breakdown

	3Q14	3Q13	% YoY	2Q14	% QoQ	9M14	9M13	% YoY
Total revenue	1,089	1,529	(28.8)	1,126	(3.3)	3,277	4,279	(23.4)
- TV	718	1,065	(32.6)	725	(1.0)	2,136	2,868	(25.5)
- Radio	250	248	0.8	218	14.7	651	691	(5.9)
- Concession	121	216	(44.0)	183	(33.9)	490	720	(31.9)
Total cost of services	(708)	(754)	(6.0)	(681)	4.0	(1,981)	(1,986)	(0.2)
- Cost of TV & radio	(664)	(725)	(8.4)	(637)	4.3	(1,855)	(1,902)	(2.5)
- Cost of concession	(44)	(28)	56.1	(44)	0.9	(126)	(84)	50.1
Gross profit	380	775	(51.0)	445	(14.6)	1,294	2,292	(43.5)
- TV & radio	304	588	(48.3)	306	(0.7)	931	1,657	(43.8)
- Concession	77	188	(59.0)	139	(44.8)	364	636	(42.7)
Gross margin (%)	34.9%	50.7%		39.5%		39.5%	53.6%	
- TV & radio	31.4%	44.8%		32.5%		33.4%	46.6%	
- Concession	63.6%	86.9%		76.2%		74.3%	88.3%	

Source: Company data

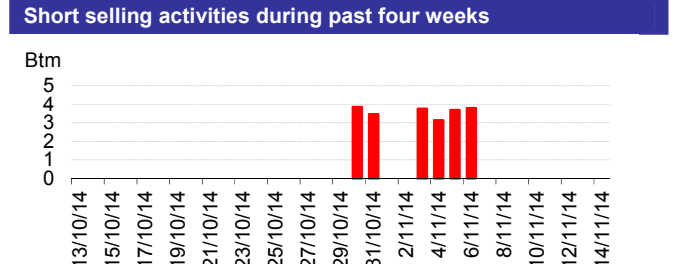
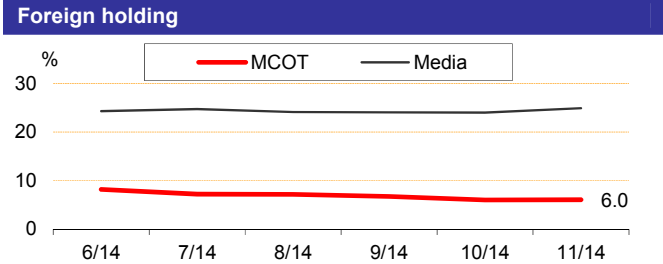
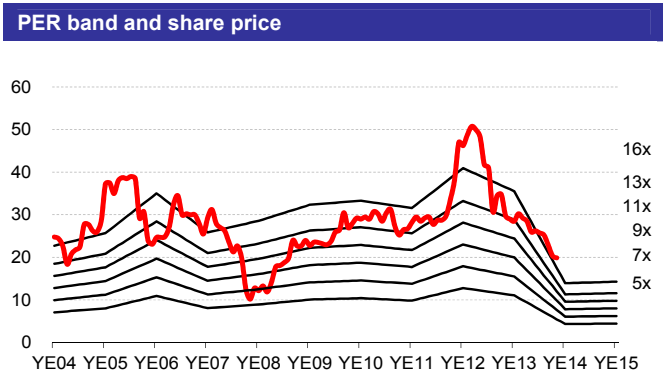
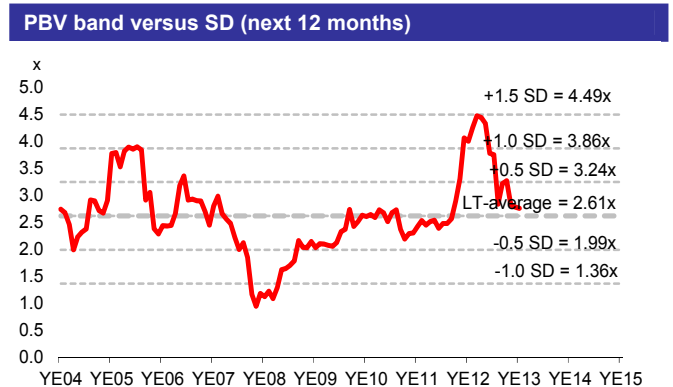
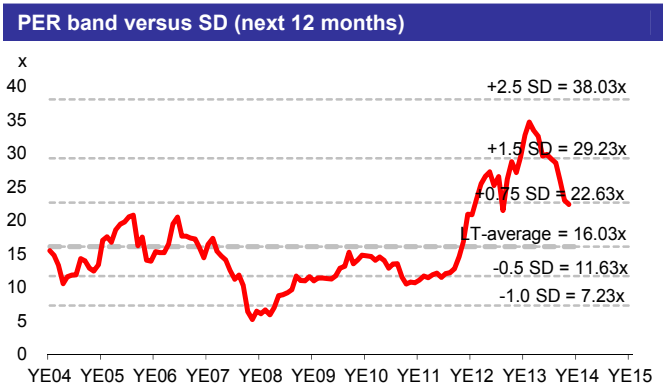
Figure 3: 3Q14 earnings before tax (EBT) and EBT margin breakdown

	3Q14	3Q13	% YoY	2Q14	% QoQ	9M14	9M13	% YoY
EBT breakdown								
TV	59	302	(80.5)	118	(50.4)	334	922	(63.8)
Radio	94	86	9.9	61	55.0	203	227	(10.5)
Concession	76	244	(68.6)	139	(45.1)	364	691	(47.4)
Others	(111)	(104)	7.2	(114)	(2.5)	(340)	(280)	21.2
Total EBT	119	528	(77.5)	205	(42.1)	561	1,560	(64.0)
EBT margin (%)								
TV	8.2%	28.4%		16.3%		15.6%	32.1%	
Radio	37.7%	34.6%		27.9%		31.2%	32.8%	
Concession	63.2%	112.8%		76.2%		74.2%	96.0%	
Average EBT margin	10.9%	34.5%		18.2%		17.1%	36.4%	

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	PHP45.0	852	20.5	17.1	-315	19.0	14	12	8.4	7.4	14	14
Gma Network Inc	GMA7 PM	PHP6.9	516	29.4	19.7	-27.1	60.0	n.a.	n.a.	18.7	13.3	3.8	3.8
Sun Tv Network Ltd	SUNTVIN	INR316.6	2,023	16.9	13.6	4.3	17.5	3.3	2.9	25.5	24.0	3.3	3.8
Zee Entertainment Enterprise	Z IN	INR376.2	5,859	39.8	32.6	2.5	22.6	6.5	5.3	22.3	21.2	0.7	0.8
Television Broadcasts Ltd	511HK	HKD43.6	2,460	118	113	264.9	4.2	2.1	2.0	18.4	19.4	5.6	5.9
Phoenix Satellite Television	2008 HK	HKD2.8	1,830	15.5	13.5	349.6	18.2	2.3	2.1	16.5	15.5	19	2.2
Nippon Television Network	9404 JP	JPY1728.0	3,919	15.0	13.7	5.1	10.0	0.8	0.8	5.8	5.5	18	19
Tokyo Broadcasting System	9401JP	JPY1413.0	2,313	22.2	22.4	5.6	-2.1	0.6	0.6	2.8	2.8	13	14
Tv Asahi Corp	9409JP	JPY2,000.0	1,866	17.1	15.5	-0.1	115	0.7	0.7	4.6	4.5	15	16
Beijing Gehua Catv Network-A	600037 CH	CNY14.7	2,550	29.4	23.0	36.4	27.5	2.3	2.1	10.1	8.4	0.9	1.2
BEC World	BEC TB	THB50.75	3,093	23.3	25.6	-22.0	-9.3	12.2	12.1	52.2	50.4	4.0	3.6
GMM Grammy	GRAMMY TB	THB13.80	291	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	3	3	-63.6	-9.4	0.0	0.0
Major Cineplex Group	MAJOR TB	THB25.75	698	20.5	17.6	6.1	16.3	3.6	3.5	18.0	20.0	4.1	4.8
MCOT	MCOT TB	THB19.70	413	22.6	22.0	-60.8	2.7	19	19	8.0	8.7	4.1	4.2
RS	RSTB	THB8.80	269	20.3	26.6	5.5	-23.7	4.6	4.3	25.2	16.6	2.7	2.1
VGI Global Media	VGITB	THB12.00	1,255	48	38	-5.6	26.9	24.6	8.8	53.4	34.4	18	2.3
Workpoint Entertainment	WORKTB	THB40.00	324	120.9	54.4	-66.9	122.2	5.9	3.9	5.5	9.2	0.4	0.9
Simple average				29.5	22.9	29.1	20.2	4.7	3.4	13.6	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 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, CBG, TSE

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.