

อสมท MCOT TB / MCOT.BK

18 พฤษภาคม 2558
ผลประกอบการแยกตามภาค
แยกตามภาค

MCOT รายงานกำไรสุทธิไตรมาส 1/58 ที่ 27 ล้านบาท ลดลง 86% YoY และ 49% QoQ กำไรออกมาแยกตามภาค ซึ่งไตรมาสนี้ถือว่าเป็นไตรมาสแรกที่ MCOT รายงานผลขาดทุนจากการดำเนินงาน 49 ล้านบาท ซึ่งขาดทุนจากการดำเนินงานถือว่าสูงกว่าคาด 973% เนื่องจากต้นทุนบริการที่สูงกว่าคาดจากธุรกิจทีวีดิจิตอล อัตรากำไรขั้นต้นในไตรมาส 1/58 ลดลงเหลือ 24.8% ซึ่งต่ำกว่าประมาณการของเราที่ 29.4% และลดลงจาก 45.5% ในไตรมาส 1/57 และ 30% ในไตรมาส 4/57 กำไรหลังหักภาษีต่ำกว่าคาด 3%

ประเด็นหลักจากผลประกอบการ

กำไรที่ปรับตัวลดลงอย่างมากเนื่องจากรายได้โฆษณาที่ลดลง (ซึ่งเป็นผลจากการบริโภคที่ชะลอตัวลง ช่วงโลว์ซีซั่นของไตรมาสแรก การแข่งขันแย่งชิงเม็ดเงินโฆษณาที่รุนแรงมากขึ้นจากช่องทีวีดิจิตอล นอกจากนี้ยังเป็นผลมาจากการที่ MCOT ยังคงสูญเสียเรตติ้งช่อง ส่วนแบ่งเม็ดเงินโฆษณาและส่วนแบ่งผู้ชมอย่างต่อเนื่อง) รายได้จากสื่อใหม่และรายได้สัมปทานที่ลดลง และการเพิ่มขึ้นของค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานของช่องทีวีดิจิตอลที่เพิ่มสูงขึ้น (ได้แก่ ต้นทุนการผลิตต้นทุนรายการ และค่าตัดจำหน่ายใบอนุญาต) บริษัททำการปรับฝั่งรายการสำหรับช่องเอชดีในเดือนมี.ค. ดังนั้นผลกระทบทางบวกบางส่วนจากการปรับฝั่งรายการใหม่สำหรับช่องเอชดีในเดือนมี.ค. นี้มีแนวโน้มที่จะสะท้อนให้เห็นในช่วงครึ่งหลังของปี 2558

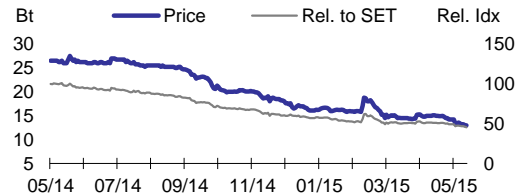
รายได้รวมลดลง 22% YoY และ 23% QoQ รายได้โฆษณาทีวี (ไม่รวมรายได้สื่อใหม่) ลดลง 34% ทั้ง YoY และ QoQ เนื่องจากช่องดาวเทียมซีแบนด์จำนวนมากที่ออกอากาศผ่านโครงข่ายทีวีดาวเทียมของ MCOT หยุดให้บริการและไม่ต่อสัญญา เม็ดเงินโฆษณาวีทียยังคงเติบโตแข็งแกร่งเพิ่มขึ้น 12% YoY แต่ลดลง 27% QoQ รายได้สัมปทานลดลง 40% YoY (แต่เพิ่มขึ้น 9% QoQ) เนื่องจากการที่ทริวี่ขึ้นสียังคงย้ายฐานลูกค้าที่อยู่ภายใต้สัมปทานที่มีกับ MCOT (อีกหนึ่งสัมปทานได้หมดอายุลงไปแล้วในเดือนก.ย. 2557) ไปยังใบอนุญาตของกสทช. บริษัททำการบันทึกรายได้ค่าเช่าโครงข่ายดิจิตอล 48 ล้านบาทในไตรมาส 1/58 เพิ่มขึ้น 30% QoQ

แนวโน้ม

เราคาดว่ากำไรสุทธิไตรมาส 2/58 ที่ 50 ล้านบาท ลดลง 69% YoY (เนื่องจากภาวะการบริโภคในประเทศที่ยังคงชะลอตัว รวมถึงยังคงไม่มีผลกระทบทางบวกจากการปรับฝั่งรายการของช่องเอชดีในไตรมาส 2/58 และเรตติ้งของช่องเอชดีและช่องแฟมิลีที่ยังคงลดลงอย่างต่อเนื่อง) แต่เพิ่มขึ้น 83% QoQ (เนื่องจากเป็นช่วงไฮซีซั่นของไตรมาสที่สอง) นอกจากนี้บริษัทยังทำการปรับฝั่งรายการใหม่สำหรับช่องแฟมิลีในช่วงเดือนเม.ย.-พ.ค. 2558 เราตั้งข้อสงสัยว่าการปรับฝั่งรายการสำหรับทั้งสองช่องจะส่งผลกระทบต่อ MCOT ในช่วงครึ่งหลังของปี 2558 หรือไม่เนื่องจากคอนเทนต์ของรายการยังคงอ่อนแอ

Sector: Media Neutral

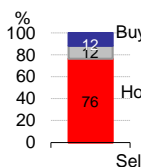
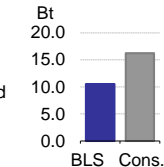
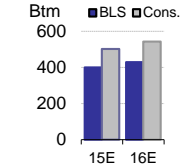
คำแนะนำพื้นฐาน: ขาย
เป้าหมายพื้นฐาน: 10.50 บาท
ราคา (15/05/58): 13.00 บาท

Price chart


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(10.4)	(24.9)	(59.0)
Absolute	(13.9)	(30.9)	(51.4)

Key statistics

Market cap	Bt8.9bn	USD0.3bn
12-mth price range	Bt12.9/Bt27.5	
12-mth avg daily volume	Bt14m	USD0.4m
# 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	2014	2015E	2016E	2017E
Revenues (Btm)	4,284	3,675	3,925	4,184
Net profit (Btm)	504	400	430	466
EPS (Bt)	0.73	0.58	0.63	0.68
EPS growth (%)	-67.0%	-20.5%	+7.3%	+8.5%
Core profit (Btm)	504	400	430	466
Core EPS (Bt)	0.73	0.58	0.63	0.68
Core EPS growth (%)	-68.2%	-20.5%	+7.3%	+8.5%
PER (x)	34.3	22.3	20.8	19.2
PBV (x)	2.3	1.2	1.2	1.2
Dividend (Bt)	0.6	0.4	0.5	0.5
Dividend yield (%)	2.2	3.4	3.6	3.9
ROE (%)	6.6	5.4	5.7	6.1

CG rating

ประสิทธิ์ สุจิรวรกุล

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

เราคาดว่ารายได้สัมปทานจากช่องทวิทัศน์จะลดลงไปแต่ละระดับขั้นต่ำสุดที่ 35 ล้านบาทต่อปี ในช่วงปี 2559-2560 เรายังคงตั้งข้อสงสัยว่า MCOT จะสามารถดึงส่วนแบ่งเม็ดเงินโฆษณาและส่วนแบ่งผู้ชมที่สูญเสียไปให้กับช่องผู้ประกอบการช่องดิจิทัลช่องอื่นๆ กลับมาได้หรือไม่ในช่วงครึ่งหลังของปี 2558

สิ่งที่เปลี่ยนแปลงไป

เรายังคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2558 ของเราไว้ไม่เปลี่ยนแปลง

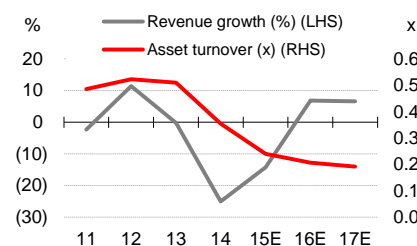
คำแนะนำ

เรายังคงคำแนะนำ ขาย เนื่องจากกำไรสุทธิที่ลดลงต่อเนื่อง รวมถึงปัจจัยพื้นฐานของ MCOT ที่ยังคงอ่อนแอ

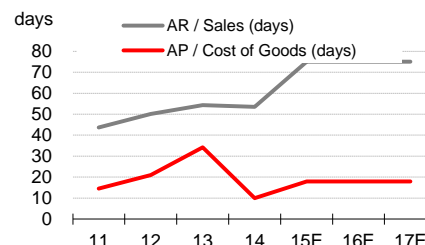
MCOT : Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Revenue	5,715	4,284	3,675	3,925	4,184
Cost of sales and services	(2,727)	(2,677)	(2,458)	(2,413)	(2,407)
Gross profit	2,989	1,607	1,217	1,513	1,778
SG&A	(1,264)	(1,136)	(823)	(997)	(1,151)
EBIT	1,725	471	394	515	626
Interest expense	(14)	(16)	(78)	(155)	(216)
Other income/exp.	269	170	177	183	190
EBT	1,980	625	492	544	600
Corporate tax	(396)	(144)	(114)	(135)	(154)
After-tax net profit (loss)	1,584	481	379	409	446
Minority interest	(1)	23	22	21	20
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	(56)	0	0	0	0
Net profit (loss)	1,527	504	400	430	466
Reported EPS	2.22	0.73	0.58	0.63	0.68
Fully diluted EPS	2.22	0.73	0.58	0.63	0.68
Core net profit	1,583	504	400	430	466
Core EPS	2.30	0.73	0.58	0.63	0.68
EBITDA	2,264	1,233	1,185	1,338	1,481
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	(0.2)	(25.0)	(14.2)	6.8	6.6
Gross margin (%)	52.3	37.5	33.1	38.5	42.5
EBITDA margin (%)	39.6	28.8	32.3	34.1	35.4
Operating margin (%)	30.2	11.0	10.7	13.1	15.0
Net margin (%)	26.7	11.8	10.9	10.9	11.1
Core profit margin (%)	27.7	11.8	10.9	10.9	11.1
ROA (%)	13.6	4.2	2.6	2.3	2.1
ROCE (%)	19.1	6.5	4.0	3.2	2.9
Asset turnover (x)	0.5	0.4	0.2	0.2	0.2
Current ratio (x)	3.5	2.4	4.1	4.3	4.4
Gearing ratio (x)	0.0	0.0	0.7	1.0	1.3
Interest coverage (x)	121.0	29.6	5.0	3.3	2.9
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	4,337	3,334	5,997	6,667	7,288
Accounts receivable	850	627	755	807	860
Inventory	51	31	37	37	37
PP&E-net	3,988	3,872	4,598	5,406	6,255
Other assets	859	4,657	5,820	7,054	8,430
Total assets	11,168	12,989	17,629	20,413	23,335
Accounts payable	256	73	121	119	119
ST debts & current portion	0	0	0	0	0
Long-term debt	4	54	4,900	7,300	9,810
Other liabilities	115	2,319	2,205	2,355	2,511
Total liabilities	3,208	5,534	10,173	12,849	15,647
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	3,357	2,885	2,908	3,037	3,181
Shareholders' equity	7,899	7,427	7,450	7,579	7,723
Minority interests	61	28	6	(15)	(35)
Total Liab.&Shareholders' equity	11,168	12,989	17,629	20,413	23,335
CASH FLOW (Btm)					
Net income	1,527	504	400	430	466
Depreciation and amortization	539	762	792	823	855
Change in working capital	41	60	(86)	(53)	(53)
FX, non-cash adjustment & others	(711)	(345)	(48)	11	13
Cash flows from operating activities	1,396	982	1,058	1,210	1,281
Capex (Invest)/Divest	(172)	(196)	(1,284)	(1,393)	(1,463)
Others	2,185	(1,543)	(756)	(373)	(388)
Cash flows from investing activities	2,013	(1,739)	(2,040)	(1,766)	(1,851)
Debt financing (repayment)	(5)	(6)	3,149	1,300	1,280
Equity financing	0	0	0	0	0
Dividend payment	(1,580)	(986)	(378)	(300)	(322)
Others	2,185	(1,543)	(756)	(373)	(388)
Cash flows from financing activities	(1,586)	(992)	2,771	1,000	958
Net change in cash	1,824	(1,750)	1,789	444	388
Free cash flow (Btm)	1,224	786	(226)	(183)	(182)
FCF per share (Bt)	1.8	1.1	(0.3)	(0.3)	(0.3)
Key assumptions	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Average TV loading factor (%)	80.0%	60.0%	65.0%	70.0%	75.0%
TV ad revenue (Btm)	3,824	2,486	1,608	1,749	1,896
Radio ad revenue (Btm)	956	930	938	939	940
Concession revenue (Btm)	936	593	317	328	340
SG&A/sales (%)	21.6%	26.2%	23.0%	22.5%	15.0%

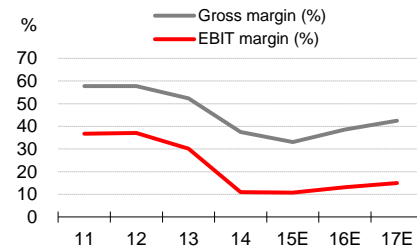
Revenue growth and asset turnover



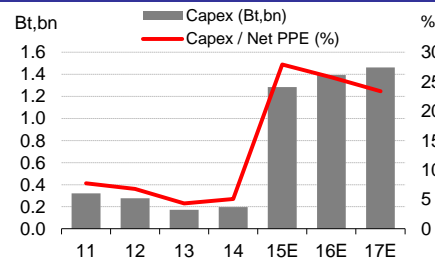
A/C receivable & A/C payable days



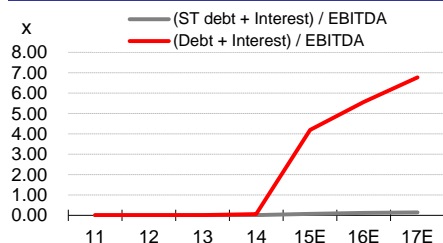
Profit margins



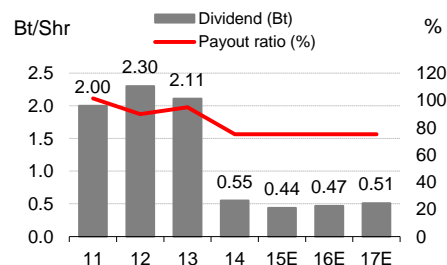
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



MCOT : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15
Revenue	1,062	1,126	1,088	1,008	805
Cost of sales and services	(593)	(681)	(708)	(696)	(606)
Gross profit	469	445	380	312	199
SG&A	(280)	(283)	(288)	(286)	(249)
EBIT	190	162	92	26	(49)
Interest expense	(3)	(3)	(4)	(4)	(5)
Other income/exp.	51	46	30	42	83
EBT	237	205	119	64	29
Corporate tax	(48)	(49)	(28)	(19)	(6)
After-tax net profit (loss)	189	156	91	45	22
Minority interest	9	7	(1)	8	5
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	0	0	0	0	0
Net profit (loss)	198	163	90	54	27
Reported EPS	0.29	0.24	0.13	0.08	0.04
Fully diluted EPS	0.29	0.24	0.13	0.08	0.04
Core net profit	198	163	90	54	27
Core EPS	0.29	0.24	0.13	0.08	0.04
EBITDA	330	355	308	239	152

KEY RATIOS

Gross margin (%)	44.2	39.5	34.9	31.0	24.8
EBITDA margin (%)	31.0	31.6	28.3	23.7	18.8
Operating margin (%)	17.9	14.4	8.5	2.6	(6.1)
Net margin (%)	18.6	14.5	8.2	5.3	3.4
Core profit margin (%)	18.6	14.5	8.2	5.3	3.4
BV (Bt)	11.9	11.0	10.8	10.9	10.9
ROE (%)	9.8	8.7	4.9	2.9	1.5
ROA (%)	5.6	4.9	2.7	1.7	0.9
Current ratio (x)	3.4	2.2	2.0	2.4	2.5
Gearing ratio (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Interest coverage (x)	55.2	46.8	25.7	6.2	n.m.

QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	3,571	3,269	3,646	3,334	3,372
Accounts receivable	676	727	668	627	530
Inventory	54	64	50	31	27
PP&E-net	4,090	4,019	3,944	2,707	2,613
Other assets	4,946	4,877	4,796	5,911	5,846
Total assets	14,199	13,344	13,487	12,989	12,804
Accounts payable	301	219	175	73	64
ST debts & current portion	6	6	16	32	33
Long-term debt	3	5	25	54	48
Other liabilities	4,524	3,746	3,693	3,637	3,565
Total liabilities	6,050	5,812	6,077	5,534	5,326
Paid-up capital	3,435	3,435	3,435	3,435	3,435
Share premium	3,555	2,955	2,831	2,885	2,912
Retained earnings	3,555	2,955	2,831	2,885	2,912
Shareholders equity	8,097	7,497	7,374	7,427	7,455
Minority interests	52	35	36	28	23
Total Liab.&Shareholders' equity	14,199	13,344	13,487	12,989	12,804

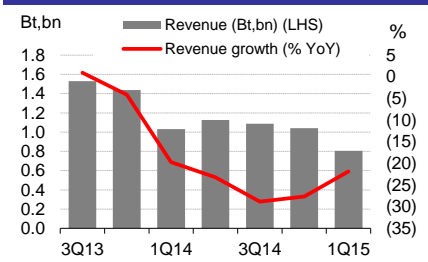
Average TV loading factor (%)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15
Average TV loading factor (%)	64.0%	75.0%	84.0%	66.0%	65.0%
TV ad revenue (Btm)	586	653	660	585	387
Radio ad revenue (Btm)	183	218	250	278	204
Concession revenue (Btm)	186	183	121	103	112
New media & digital network rev (Btm)	75	72	58	73	102

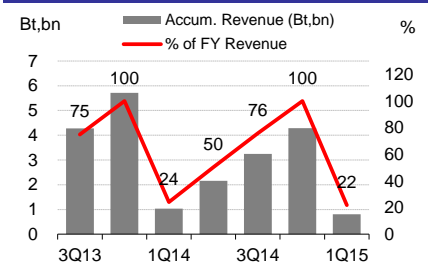
Company profile

MCOT Plc (MCOT) operates a free-to-air national terrestrial TV station, ModerNine, and 62 radio stations across the country. The broadcaster 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. In FY14, Bangkok Entertainment paid Bt191m in revenue share to MCOT. TRUE Vision runs a multichannel pay TV business over fiber-optic cable and satellite. It pays 6.5% of its revenue to MCOT. In FY14 it paid Bt382m.

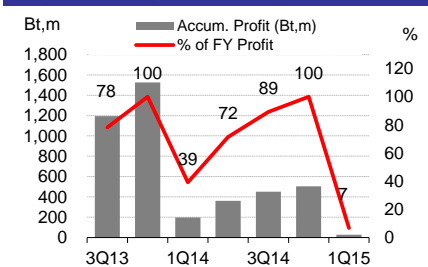
Revenue trend



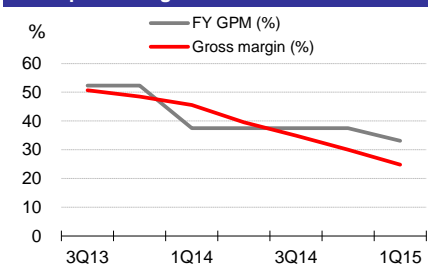
Revenue trend (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin

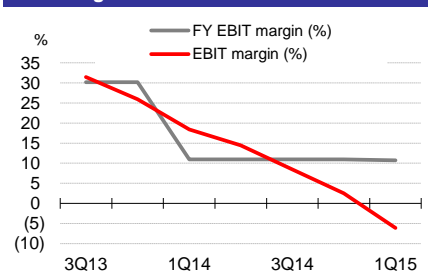


Figure 1 : 1Q15 results

FY Ended 31 Dec (Btm)	1Q15	1Q14	YoY %	4Q14	QoQ %	3M15	3M14	YoY %	3M15 vs. FY15E	
Income Statement										
Revenue	805	1,030	(22)	1,040	(23)	805	1,030	(22)	22	• Ad income was 6% above our estimate
Cost of sales and services	(606)	(561)	8	(728)	(17)	(606)	(561)	8	25	• Gross profit was 11% short of our expectation
EBITDA	152	330	(54)	239	(37)	152	330	(54)	13	
SG&A	(249)	(280)	(11)	(286)	(13)	(249)	(280)	(11)	30	• GM was 24.8%; below our assumption of 29.4%
EBIT	(49)	190	(126)	26	nm	(49)	190	nm	nm	
Interest expense	(5)	(3)	33	(4)	8	(5)	(3)	33	6	
Other income/exp.	83	51	62	42	96	83	51	62	47	
Equity earnings from affiliates	0	0	nm	0	nm	0	0	nm	nm	• The first quarter of operating loss of Bt49m, 973% deeper loss than estimated
Extra items	0	0	nm	0	nm	0	0	nm	nm	
EBT	29	237	(88)	64	(55)	29	237	(88)	6	
Corporate tax	(6)	(48)	(87)	(19)	(66)	(6)	(48)	(87)	6	
Minority interest	5	9	(43)	8	(42)	5	9	(43)	22	
Net profit (loss)	27	198	(86)	54	(49)	27	198	(86)	7	
Reported EPS	0.04	0.29	(86)	0.08	(49)	0.04	0.29	(86)	7	
Core net profit	27	198	(86)	54	(49)	27	198	(86)	7	
Key ratios										
Gross margin (%)	24.8	45.5		30.0		24.8	45.5			• After-tax profit was 3% below our estimate
EBITDA margin (%)	18.8	32.0		23.0		18.8	32.0			
EBIT margin (%)	(6.1)	18.4		2.5		(6.1)	18.4			
SG&A / Revenue (%)	30.9	27.1		27.5		30.9	27.1			• Net profit was 3% short of our estimate
Tax rate (%)	22.1	20.3		29.5		22.1	20.3			
Net margin (%)	3.4	19.2		5.2		3.4	19.2			
Current ratio (x)	2.5	3.4		2.4		2.5	3.4			
Gearing ratio (x)	0.0	0.0		0.0		0.0	0.0			
Interest coverage (x)	nm	nm		nm		nm	nm			
Balance Sheet										
Cash & Equivalent	3,372	3,571	(6)	3,334	1					
Total assets	12,804	14,199	(10)	12,989	(1)					
ST debts & current portion	33	6	nm	32	3					
Long-term debt	48	3	nm	54	(10)					
Total liabilities	5,326	6,050	(12)	5,534	(4)					
Retained earnings	2,912	3,555	(18)	2,885	1					
Shareholders equity	7,455	8,097	(8)	7,427	0					
Minority interests	23	52	(56)	28	(18)					
BV (Bt)	10.9	11.9	(8)	10.9	0					

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

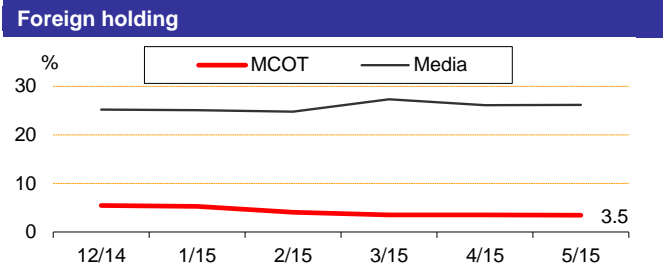
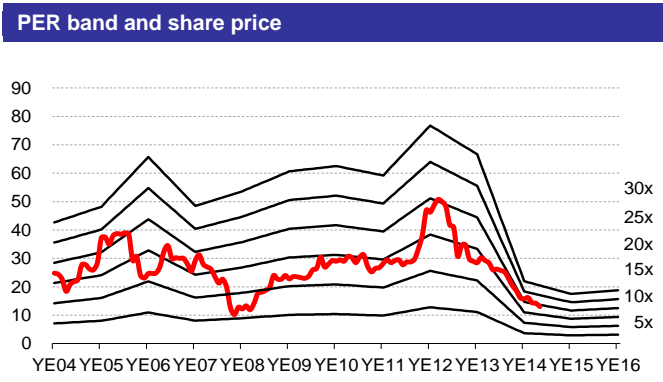
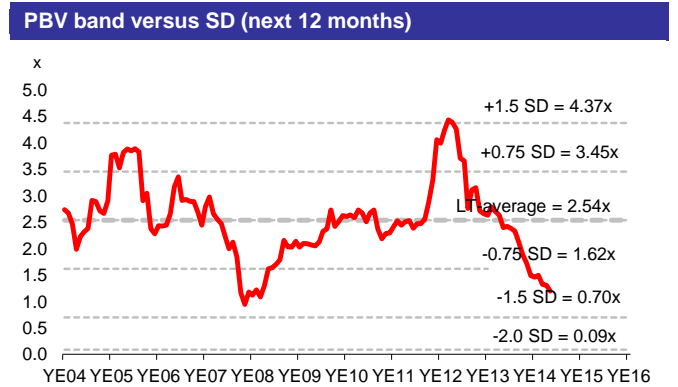
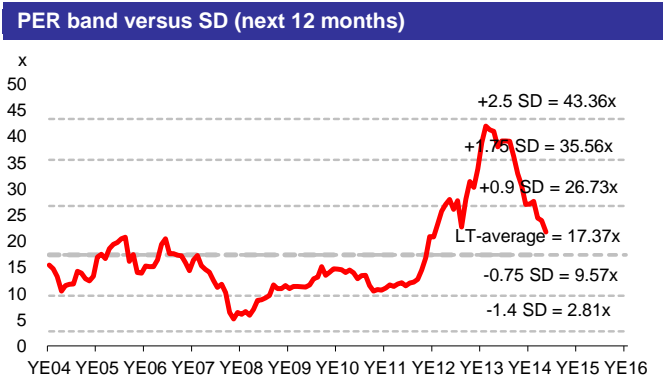
Figure 2: 1Q15 revenue and gross profit breakdown

	1Q15	1Q14	% YoY	4Q14	% QoQ
Total revenue	805	1,029	(21.8)	1,040	(22.6)
- TV	387	586	(34.0)	585	(33.8)
- New media and digital network	102	75	36.0	73	39.7
- Radio	204	182	12.1	279	(26.8)
- Concession	112	186	(39.9)	103	9.0
Total cost of services	(606)	(561)	8.0	(728)	(16.8)
- Cost of TV & radio & new media	(562)	(522)	7.7	(683)	(17.7)
- Cost of concession	(43)	(39)	12.0	(44)	(2.6)
Gross profit	199	469	(57.5)	312	(36.2)
- TV & radio & new media	131	321	(59.3)	253	(48.4)
- Concession	69	148	(53.4)	58	17.8
Gross margin (%)	24.8%	45.6%		30.0%	
- TV & radio & new media	18.8%	38.0%		27.0%	
- Concession	61.5%	79.3%		56.9%	

Source: Company data

Regional Comparisons

	Bloomberg Code	Price (local curr.)	Market Cap (US\$ equivalent)	PER (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div Yield (%)	
				2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E
Abs-Cbn Corp	ABS PM	PHP61.9	1,186	21.1	14.4	4.6	47.8	1.9	1.7	9.0	12.0	1.0	1.4
Gma Network Inc	GMA7 PM	PHP6.3	478	25.8	16.4	-44.6	73.7	n.a.	n.a.	14.2	20.7	4.1	2.4
Sun Tv Network Ltd	SUNTV IN	INR347.4	2,161	17.7	15.1	3.3	16.9	4.1	3.8	23.6	25.6	3.6	3.7
Zee Entertainment Enterprise	Z IN	INR301.1	4,564	32.3	27.9	1.6	16.3	6.1	5.3	21.4	21.2	0.8	1.0
Television Broadcasts Ltd	511 HK	HKD53.2	3,006	14.5	13.8	264.3	5.1	2.7	2.6	18.8	18.2	4.9	5.2
Phoenix Satellite Television	2008 HK	HKD3.0	1,903	26.8	21.1	199.7	27.3	2.6	2.4	10.5	12.0	1.7	1.6
Nippon Television Network	9404 JP	JPY2,187.0	4,832	16.3	14.9	22.8	8.8	1.0	0.9	6.0	6.4	1.5	1.6
Tokyo Broadcasting System	9401 JP	JPY1,581.0	2,521	25.0	23.7	3.7	5.4	0.7	0.7	2.8	3.0	1.2	1.3
Tv Asahi Corp	9409 JP	JPY2,096.0	1,905	19.2	18.4	-7.2	3.7	0.8	0.7	4.0	4.3	1.6	1.8
Beijing Gehua Catv Network-A	600037 CH	CNY31.7	5,968	42.1	31.1	35.7	34.1	4.8	4.2	11.7	13.4	0.9	1.2
BEC World	BEC TB	THB37.75	2,255	22.9	21.4	-25.3	6.8	9.5	8.8	40.7	45.0	4.0	4.3
GMM Grammy	GRAMMY TE	THB13.50	331	n.m.	26.0	n.m.	n.m.	3	3	-0.3	12.7	0.0	0.0
Major Cineplex Group	MAJOR TB	THB34.50	918	23.7	21.3	19.4	11.2	4.6	4.4	19.9	21.1	3.6	4.0
MCOT	MCOT TB	THB13.00	267	22.3	20.8	-20.5	7.3	1.2	1.2	5.4	5.7	3.4	3.6
Plan B Media	PLANB TB	THB4.88	510	42.5	29.8	44.3	42.7	6.2	5.5	22.8	19.6	1.2	1.7
RS	RS TB	THB14.00	420	35.6	18.7	8.4	90.6	7.4	6.3	22.2	37.5	1.7	3.2
VGI Global Media	VGI TB	THB4.42	906	31	22	-27.4	41.9	6.8	4.0	32.8	23.1	2.8	4.1
Workpoint Entertainment	WORK TB	THB35.50	442	58.4	50.3	676.6	16.0	4.7	4.4	10.5	9.2	0.9	1.0
Simple average				28.1	22.6	68.2	26.8	4.0	3.5	15.3	17.3	2.2	2.4



BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED (BLS) is a subsidiary of BANGKOK BANK PUBLIC COMPANY LIMITED (BBL). This document is produced based upon sources believed to be reliable but their accuracy, completeness or correctness is not guaranteed. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration to use as information for investment. Expressions of opinion contained herein are subject to change without notice. This document is not, and should not be construed as, an offer or the solicitation of an offer to buy or sell any securities. The use of any information shall be at the sole discretion and risk of the user.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED MAY BE IN RELATIONSHIP WITH THE SECURITIES IN THIS REPORT. "Opinions, projections and other information contained in this report are based upon sources believed to be accurate including the draft prospectus, but no responsibility is accepted for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. Bualuang Securities Public Company Limited may from time to time perform investment, advisory or other services for companies mentioned in this report, as well as dealing (as principal or otherwise) in, or otherwise being interested in, any securities mentioned herein, this report does not constitute a solicitation to buy or sell any securities". Investors should carefully read details in the prospectus before making investment decision.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED 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 AN 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.