

อสมท MCOT TB / MCOT.BK

30 ตุลาคม 2558
ปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2558-59 ลงจากเดิม
ประเด็นการลงทุน

เรายังไม่มั่นใจว่าการปรับผังรายการครั้งใหม่ในเดือนก.ย. การรีแบรนด์ช่องและการเข้ามาของทีเอ็มผู้บริหารชุดใหม่จะสามารถช่วยกระตุ้นเรตติ้งและรายได้โฆษณาสำหรับสองช่อง รวมถึงการปรับโครงสร้างต้นทุนโดยรวมเพื่อลดต้นทุนการดำเนินงานของทั้งองค์กรจะส่งผลบวกในช่วงไตรมาส 4/58 จนถึงปี 2559 ได้หรือไม่ เราคาดว่าจะต้องใช้ระยะเวลาถึงจะเห็นผลกระทบทางบวกที่ชัดเจนดังกล่าว และเราเชื่อว่า MCOT ยังคงอยู่ในสถานะที่ยากที่จะกลับมาทางซิงเรตติ้งและส่วนแบ่งตลาดกลับคืนมาได้ภายใต้ภาวะที่การแข่งขันของธุรกิจทีวีดิจิตอลรุนแรงมากขึ้น เราทำการปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2558-59 ลงจากเดิมเนื่องจากความคาดหวังที่ลดลงต่อประมาณการของเรา และปรับเปลี่ยนไปใช้ราคาเป้าหมายใหม่ ณ สิ้นปี 2559 แทนที่ 8.75 บาท เรายังคงคำแนะนำ ขาย

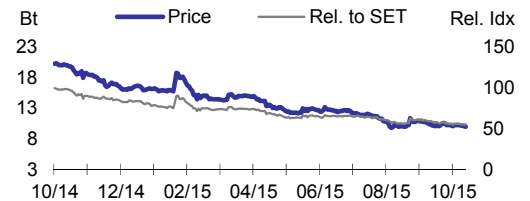
สองกล่องไตรมาส 3/58—กำไรหลักลดลงอย่างมาก

เราคาดกำไรสุทธิไตรมาส 3/58 อยู่ที่ 64 ล้านบาท ลดลง 29% YoY แต่เพิ่มขึ้น 64% QoQ หากไม่รวมรายการพิเศษในไตรมาสนี้ได้แก่ การกลับรายการตั้งสำรองสำหรับกรณีพิพาทคดีไร่ส้ม 56 ล้านบาท กำไรหลักมีแนวโน้มออกมาเพียงแค่ว่า 8 ล้านบาท ลดลง 91% YoY และ 57% QoQ ตัวเลขประมาณการใหม่สำหรับกำไรหลักในครั้งนี้ถือว่าต่ำกว่าเดิมที่เราคาดก่อนหน้านี้ที่ 29 ล้านบาทเนื่องจากต้นทุนบริการที่มีแนวโน้มเพิ่มสูงกว่าที่คาด ผลกำไรสุทธิที่ลดลงอย่างมากเนื่องจากรายได้โฆษณาที่ลดลงอย่างมาก (การบริโภคในประเทศที่ยังคงอ่อนตัวลง การแข่งขันที่รุนแรงมากขึ้นสำหรับการช่วงชิงเม็ดเงินโฆษณาในกลุ่มผู้ประกอบการทีวีดิจิตอล และการสูญเสียส่วนแบ่งตลาดอย่างต่อเนื่องถึงแม้ว่าจะมีรายได้งานโครงการภาครัฐเข้ามาเพิ่มขึ้นในไตรมาสนี้ก็ตาม) รวมถึงรายได้วิทยุที่ลดลงและต้นทุนการดำเนินงานที่ยังคงอยู่ในระดับสูง (เนื่องจากการปรับผังรายการและการรีแบรนด์ช่องในเดือนก.ย.)

บริษัทได้ทำสัญญางานประชาสัมพันธ์กับหน่วยงานภาครัฐแห่งหนึ่งมูลค่า 40 ล้านบาทในไตรมาส 3/58 ซึ่งจำนวน 10 ล้านบาทบันทึกเป็นรายได้ในไตรมาส 3/58 เราคาดว่ารายได้ที่มีแนวโน้มลดลง 30% YoY แต่เพิ่มขึ้น 5% QoQ ในขณะที่รายได้วิทยุลดลง 3% YoY แต่เพิ่มขึ้น 1% QoQ รายได้สัมปทานเริ่มมีแนวโน้มทรงตัว (ลดลง 1% YoY และ 2% QoQ) รายได้จากให้เช่าโครงข่ายทีวีดิจิตอลมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นก้าวกระโดด 159% YoY และ 14% QoQ เนื่องจากการได้ลูกค้าหน่วยงานภาครัฐรายใหม่เข้ามาในเดือนก.ค. เราคาดอัตรากำไรขั้นต้นที่ 23% ในไตรมาส 3/58 เทียบกับ 34.9% ในไตรมาส 3/57 และ 27.6% ในไตรมาส 2/58

Sector: Media—NEUTRAL

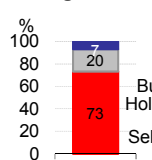
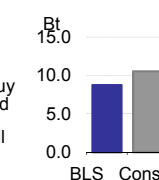
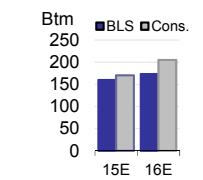
คำแนะนำพื้นฐาน: ขาย
เป้าหมายพื้นฐาน: 8.75 บาท
ราคา (29/10/58): 10.00 บาท

Price chart


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(6.9)	(14.0)	(39.8)
Absolute	(3.8)	(16.0)	(51.0)

Key statistics

Market cap	Bt6.9bn	USD0.2bn
12-mth price range	Bt9.8/Bt20.4	
12-mth avg daily volume	Bt8m	USD0.2m
# 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	3,578	3,753	4,028
Net profit (Btm)	504	160	173	193
EPS (Bt)	0.73	0.23	0.25	0.28
EPS growth (%)	-67.0%	-68.3%	+8.4%	+11.4%
Core profit (Btm)	504	83	173	193
Core EPS (Bt)	0.73	0.12	0.25	0.28
Core EPS growth (%)	-68.2%	-83.5%	+108.4%	+11.4%
PER (x)	34.3	43.0	39.6	35.6
PBV (x)	2.3	1.0	0.9	0.9
Dividend (Bt)	0.6	0.2	0.2	0.2
Dividend yield (%)	2.2	1.7	1.9	2.1
ROE (%)	6.6	2.2	2.4	2.6

CG rating


ประสิทธิ์ สุจิรวรกุล

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

prasit@bualuang.co.th

+66 2 618 1342

ปรับลดผลกำไรสุทธิปี 2558-59 ลงจากเดิม

เราทำการปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2558 ลงอีก 19% (เหลือ 160 ล้านบาท) และปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2558 ลงอีก 31% (เหลือ 83 ล้านบาท) เพื่อสะท้อนความคาดหวังต่อประมาณการกำไรสุทธิไตรมาส 3/58 ที่ลดลง นอกจากนี้เราทำการปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2559 ลงอีก 18% (เหลือ 173 ล้านบาท) เพื่อสะท้อนการฟื้นตัวของรายได้ที่มีแนวโน้มช้ากว่าที่คาด และต้นทุนการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้นมากกว่าที่คาดเช่นกันสำหรับในปี 2559 เรายังคงไม่มั่นใจต่อผลกระทบเชิงบวกจากการปรับผังรายการและการทำรีแบรนด์ช่องในเดือนก.ย.ที่ผ่านมา รวมถึงทีมผู้บริหารใหม่ต่อรายได้ในช่วงไตรมาส 4/58 จนถึงปี 2559 รวมถึงการควบคุมต้นทุนการดำเนินงานให้ลดลงจากเดิมในปี 2559 จากการปรับโครงสร้างบุคลากรภายในองค์กร

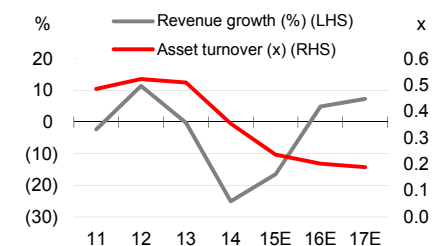
เรตติ้งช่องเอชดีย่อตัวลงเล็กน้อยในช่วงเดือนส.ค.-ก.ย. 2558

เรตติ้งเฉลี่ย (ผู้ชมอายุ 4 ปีขึ้นไปทั่วประเทศ) ของช่องเอชดีของ MCOT (ที่ออกอากาศคู่ขนานกับช่องอนาล็อก) ลดลงจาก 0.22 ในเดือนก.ค. มาอยู่ที่ 0.211 ในเดือนก.ย. ในขณะที่เรตติ้งของช่องแฟมิลียังคงทรงตัวที่ประมาณ 0.04 ในช่วงเดือนก.ค.-ก.ย. 2558 สิ่งนี้แสดงให้เห็นว่าการปรับผังรายการของเอชดีในเดือนมี.ค. และช่องแฟมิลีในเดือนพ.ค. ที่ผ่านมายังคงไม่ประสบผลสำเร็จที่จะเพิ่มเรตติ้งอย่างยั่งยืนในระยะยาว ทั้งนี้การปรับผังรายการใหม่ในเดือนก.ย. ยังคงต้องรอพิสูจน์กันต่อไปว่าจะสามารถเพิ่มเรตติ้งในช่วงไตรมาส 4/58 และปี 2559 ได้หรือไม่

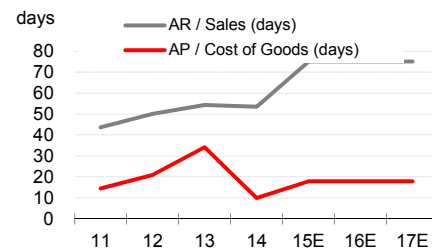
MCOT: Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Revenue	5,715	4,284	3,578	3,753	4,028
Cost of sales and services	(2,727)	(2,677)	(2,638)	(2,618)	(2,590)
Gross profit	2,989	1,607	940	1,135	1,438
SG&A	(1,264)	(1,136)	(998)	(1,006)	(1,228)
EBIT	1,725	471	(57)	129	210
Interest expense	(14)	(16)	(50)	(136)	(191)
Other income/exp.	269	170	196	225	234
EBT	1,980	625	89	219	252
Corporate tax	(396)	(144)	(27)	(67)	(79)
After-tax net profit (loss)	1,584	481	61	152	173
Minority interest	(1)	23	22	21	20
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	(56)	0	77	0	0
Net profit (loss)	1,527	504	160	173	193
Reported EPS	2.22	0.73	0.23	0.25	0.28
Fully diluted EPS	2.22	0.73	0.23	0.25	0.28
Core net profit	1,583	504	83	173	193
Core EPS	2.30	0.73	0.12	0.25	0.28
EBITDA	2,264	1,233	734	952	1,064
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	(0.2)	(25.0)	(16.5)	4.9	7.3
Gross margin (%)	52.3	37.5	26.3	30.2	35.7
EBITDA margin (%)	39.6	28.8	20.5	25.4	26.4
Operating margin (%)	30.2	11.0	(1.6)	3.4	5.2
Net margin (%)	26.7	11.8	4.5	4.6	4.8
Core profit margin (%)	27.7	11.8	2.3	4.6	4.8
ROA (%)	13.6	4.2	1.1	0.9	0.9
ROCE (%)	19.1	6.5	1.6	1.3	1.2
Asset turnover (x)	0.5	0.4	0.2	0.2	0.2
Current ratio (x)	3.5	2.4	4.1	4.3	4.3
Gearing ratio (x)	0.0	0.0	0.7	1.0	1.3
Interest coverage (x)	121.0	29.6	n.m.	1.0	1.1
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	4,337	3,334	5,828	6,474	7,002
Accounts receivable	850	627	735	771	828
Inventory	51	31	40	40	39
PP&E-net	3,988	3,872	4,598	5,406	6,255
Other assets	859	4,657	5,683	6,809	8,208
Total assets	11,168	12,989	17,297	19,928	22,784
Accounts payable	256	73	130	129	128
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	2,147	2,252	2,417
Total liabilities	3,208	5,534	10,082	12,680	15,494
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	2,667	2,720	2,783
Shareholders' equity	7,899	7,427	7,209	7,263	7,326
Minority interests	61	28	6	(15)	(35)
Total Liab.&Shareholders' equity	11,168	12,989	17,297	19,928	22,784
CASH FLOW (Btm)					
Net income	1,527	504	160	173	193
Depreciation and amortization	539	762	792	823	855
Change in working capital	41	60	(60)	(37)	(58)
FX, non-cash adjustment & others	(711)	(345)	(60)	1	15
Cash flows from operating activities	1,396	982	831	961	1,006
Capex (Invest)/Divest	(172)	(196)	(1,284)	(1,393)	(1,463)
Others	2,185	(1,543)	(611)	(259)	(412)
Cash flows from investing activities	2,013	(1,739)	(1,895)	(1,652)	(1,875)
Debt financing (repayment)	(5)	(6)	3,149	1,300	1,280
Equity financing	0	0	0	0	0
Dividend payment	(1,580)	(986)	(378)	(120)	(130)
Others	2,185	(1,543)	(611)	(259)	(412)
Cash flows from financing activities	(1,586)	(992)	2,771	1,180	1,150
Net change in cash	1,824	(1,750)	1,707	489	281
Free cash flow (Btm)	1,224	786	(453)	(432)	(457)
FCF per share (Bt)	1.8	1.1	(0.7)	(0.6)	(0.7)
Key assumptions	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Average TV loading factor (%)	80.0%	60.0%	50.0%	55.0%	60.0%
TV ad revenue (Btm)	3,824	2,486	1,511	1,577	1,740
Radio ad revenue (Btm)	956	930	938	939	940
Concession revenue (Btm)	936	593	317	328	340
SG&A/sales (%)	22.1%	26.5%	27.9%	26.8%	30.5%

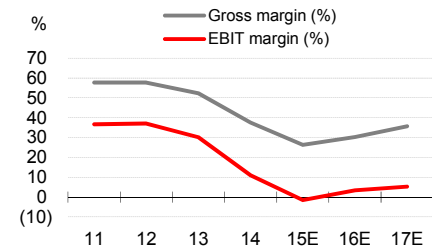
Revenue growth and asset turnover



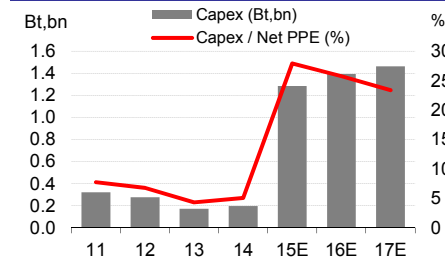
A/C receivable & A/C payable days



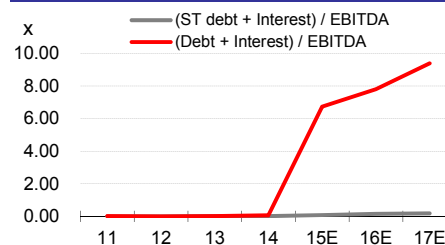
Profit margins



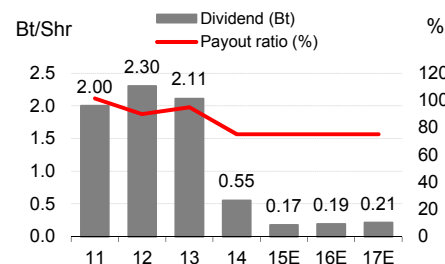
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



MCOT: Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15
Revenue	1,126	1,088	1,040	805	889
Cost of sales and services	(681)	(708)	(728)	(606)	(643)
Gross profit	445	380	312	199	246
SG&A	(283)	(288)	(286)	(249)	(251)
EBIT	162	92	26	(49)	(5)
Interest expense	(3)	(4)	(4)	(5)	(5)
Other income/exp.	46	30	42	83	37
EBT	205	119	64	29	28
Corporate tax	(49)	(28)	(19)	(6)	(12)
After-tax net profit (loss)	156	91	45	22	16
Minority interest	7	(1)	8	5	2
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	0	0	0	0	21
Net profit (loss)	163	90	54	27	39
Reported EPS	0.24	0.13	0.08	0.04	0.06
Fully diluted EPS	0.24	0.13	0.08	0.04	0.06
Core net profit	163	90	54	27	18
Core EPS	0.24	0.13	0.08	0.04	0.03
EBITDA	355	308	239	152	201

KEY RATIOS

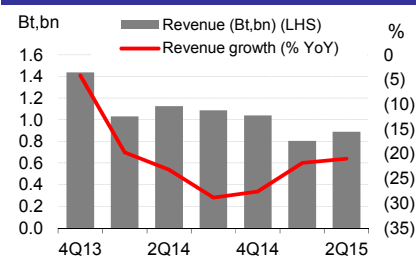
Gross margin (%)	39.5	34.9	30.0	24.8	27.7
EBITDA margin (%)	31.6	28.3	23.0	18.8	22.6
Operating margin (%)	14.4	8.5	2.5	(6.1)	(0.5)
Net margin (%)	14.5	8.2	5.2	3.4	4.4
Core profit margin (%)	14.5	8.2	5.2	3.4	2.0
BV (Bt)	11.0	10.8	10.9	10.9	10.9
ROE (%)	8.7	4.9	2.9	1.5	2.1
ROA (%)	4.9	2.7	1.7	0.9	1.3
Current ratio (x)	2.2	2.0	2.4	2.5	2.4
Gearing ratio (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Interest coverage (x)	46.8	25.7	6.2	n.m.	n.m.

QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

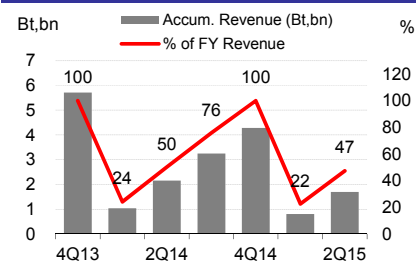
Cash & Equivalent	3,269	3,646	3,334	3,372	2,558
Accounts receivable	727	668	627	530	497
Inventory	64	50	31	27	38
PP&E-net	4,019	3,944	2,707	2,613	2,549
Other assets	4,877	4,796	5,911	5,846	5,806
Total assets	13,344	13,487	12,989	12,804	12,028
Accounts payable	219	175	73	64	96
ST debts & current portion	6	16	32	33	36
Long-term debt	5	25	54	48	21
Other liabilities	3,746	3,693	3,637	3,565	2,942
Total liabilities	5,812	6,077	5,534	5,326	4,512
Paid-up capital	3,435	3,435	3,435	3,435	3,435
Share premium	2,955	2,831	2,885	2,912	2,953
Retained earnings	2,955	2,831	2,885	2,912	2,953
Shareholders equity	7,497	7,374	7,427	7,455	7,496
Minority interests	35	36	28	23	21
Total Liab.&Shareholders' equity	13,344	13,487	12,989	12,804	12,028

Average TV loading factor (%)	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15
Average TV loading factor (%)	75.0%	84.0%	66.0%	53.0%	70.0%
TV ad revenue (Btm)	653	631	548	387	418
Radio ad revenue (Btm)	218	250	279	204	240
Concession revenue (Btm)	183	121	103	112	122
New media & digital network rev (Btm)	72	87	110	101	110

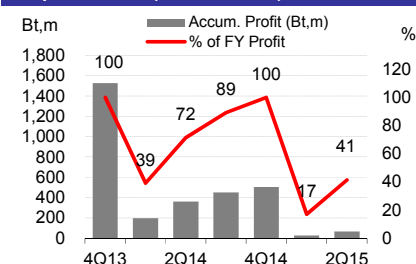
Revenue trend



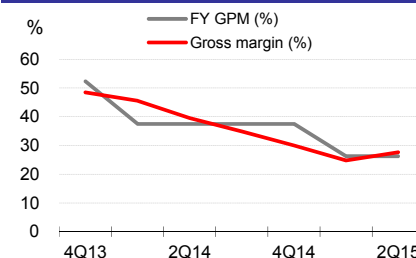
Revenue trend (accumulated)



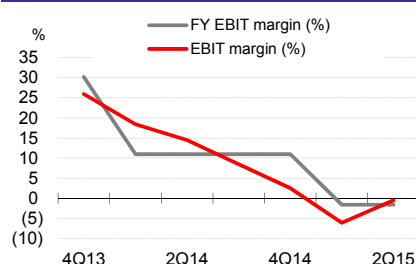
Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



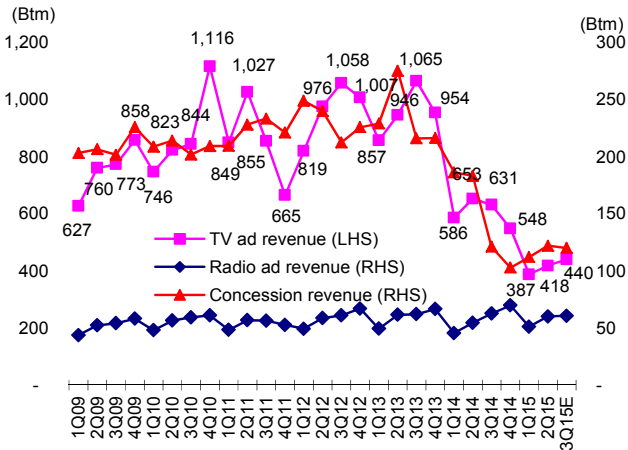
EBIT margin



Company profile

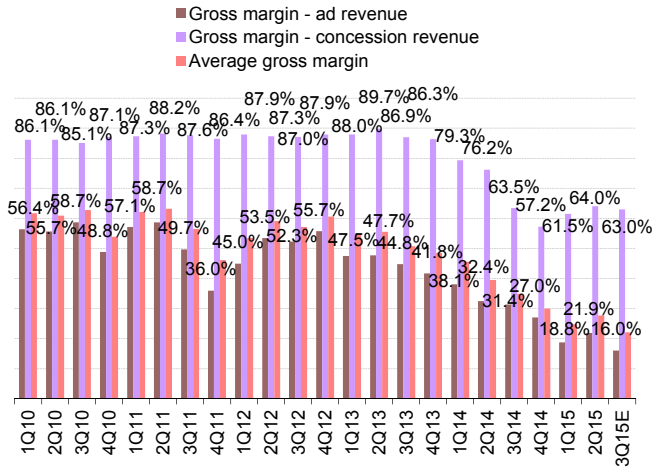
MCOT Public Company Limited (MCOT) operates a free-to-air national terrestrial TV station, ModerNine, and 62 radio stations across the country. The broadcaster also collects a percentage of the revenues generated by two TV operators that have MCOT-granted concessions—Bangkok Entertainment Public Company Limited (a subsidiary of BEC) and TRUE Visions. Bangkok Entertainment operates the nationwide terrestrial TV station, Channel 3. In FY14, it paid Bt191m in revenue share to MCOT. TRUE Visions 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. For True Visions, its satellite-platformed concession with MCOT expired on Sept 30, 2014 while its cable-platformed concession with MCOT will expire on Dec 31, 2019. MCOT won two digital TV licenses from the NBTC in Dec 2013—HD Channel (Bt3.34bn) and Family Channel (Bt660m).

Figure 1: Revenue breakdown, by quarter



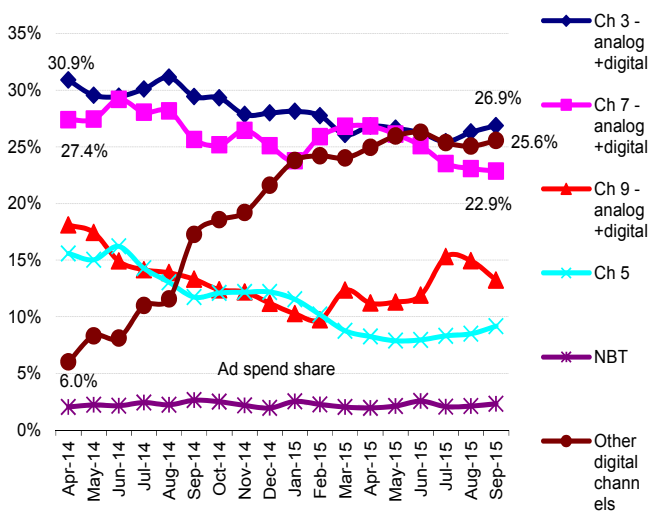
Sources: Company data, Bualuang Research

Figure 2: Gross margin breakdown, by quarter



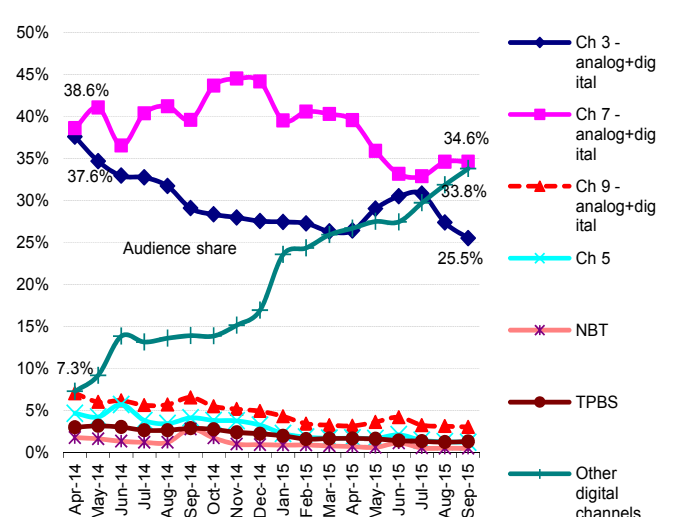
Sources: Company data, Bualuang Research

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



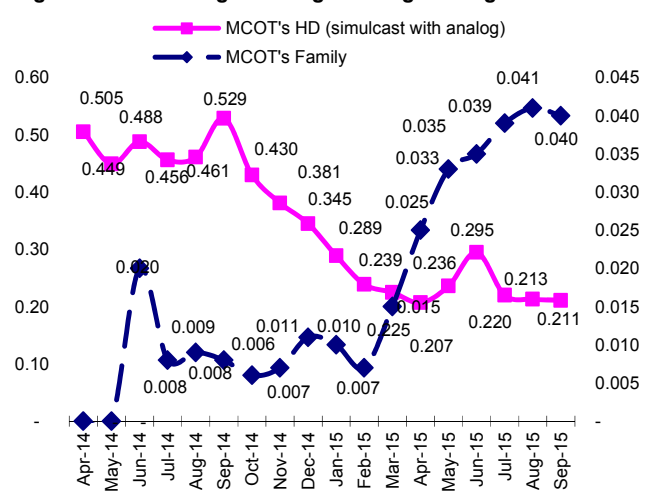
Source: The Nielsen Company

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



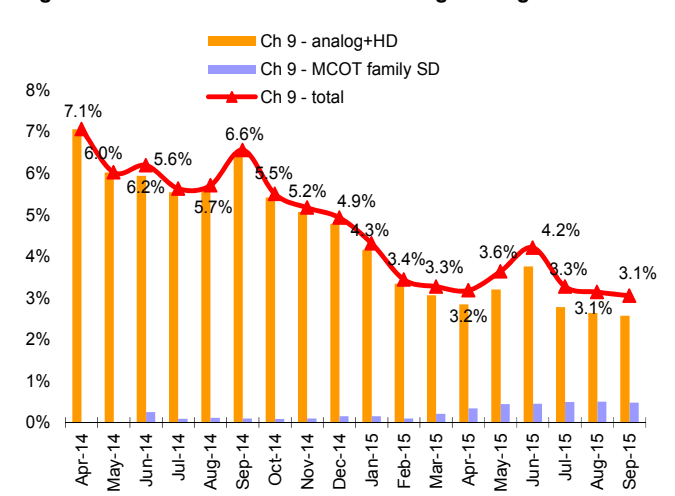
Source: The Nielsen Company

Figure 5: MCOT's digital rating— analog and digital



Source: The Nielsen Company

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



Source: The Nielsen Company

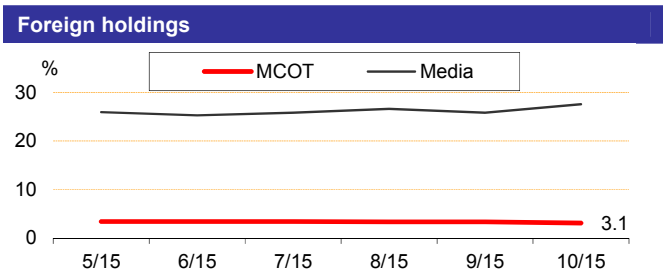
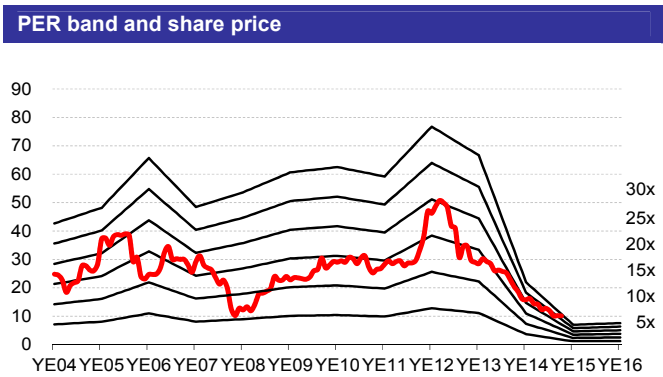
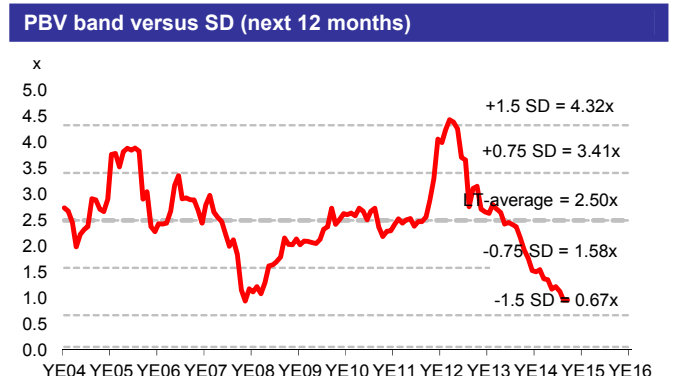
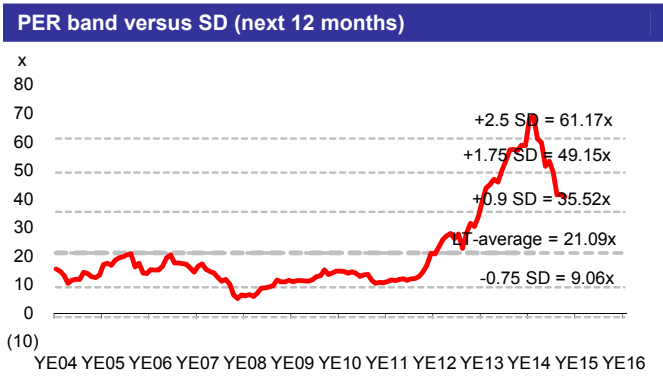
Figure 7: 3Q15 earnings preview

	3Q15E	3Q14	% YoY	2Q15	% QoQ	9M15E	9M14	% YoY
Total revenue	925	1,089	(15.1)	890	3.9	2,619	3,244	(19.3)
- TV	440	631	(30.3)	418	5.3	1,245	1,870	(33.4)
- New media	48	58	(17.2)	44	9.1	145	205	(29.3)
- Digital network	75	29	158.6	66	13.6	189	29	551.7
- Radio	242	250	(3.2)	240	0.8	686	650	5.5
- Concession	120	121	(0.8)	122	(1.6)	354	490	(27.8)
Total cost of services	(721)	(708)	1.8	(643)	12.0	(1,969)	(1,950)	1.0
- Cost of TV & radio & new media	(676)	(664)	1.8	(600)	12.8	(1,838)	(1,823)	0.8
- Cost of concession	(44)	(44)	0.8	(44)	1.4	(131)	(126)	4.1
Gross profit	204	380	(46.2)	246	(16.9)	650	1,294	(49.8)
- TV & radio & new media	54	275	(80.4)	102	(47.5)	238	902	(73.6)
- Concession	76	77	(1.8)	78	(3.3)	223	364	(38.8)
Gross margin (%)	22.1%	34.9%		27.6%		24.8%	39.9%	
- TV & radio & new media	7.4%	29.3%		14.6%		11.5%	33.1%	
- Concession	63.0%	63.6%		64.1%		62.9%	74.3%	
SG&A	(241)	(288)	(16.5)	(251)	(4.0)	(740)	(850)	(13.0)
EBIT	(36)	92	n.m.	(5)	(693.2)	(90)	444	n.m.
Interest expense	(5)	(4)	39.7	(5)	6.7	(14)	(10)	36.1
Other income/exp.	40	30	32.9	37	8.0	160	127	25.8
EBT	(1)	119	n.m.	28	n.m.	56	561	(90.1)
Corporate tax	0	(28)	n.m.	(12)	n.m.	(18)	(125)	(85.3)
After-tax profit	(1)	91	n.m.	16	n.m.	37	436	(91.5)
Minority interest	9	(1)	n.m.	2	300.2	16	14	11.3
Extra items	56	-	n.m.	21	166.7	77	-	n.m.
Net profit	64	90	(28.4)	39	65.4	130	450	(71.1)
Reported EPS	0.09	0.13	(28.4)	0.06	65.4	0.19	0.66	(71.1)
Fully diluted EPS	0.09	0.13	(28.4)	0.06	65.4	0.19	0.66	(71.1)
Core net profit	8	90	(90.9)	18	(54.2)	53	450	(88.2)
Core EPS	0.01	0.13	(90.9)	0.03	(54.2)	0.08	0.66	(88.2)
EBITDA	174	308	(43.6)	201	(13.5)	527	993	(47.0)
Gross margin (%)	22.1	34.9		27.6		24.8	39.9	
EBITDA margin (%)	18.8	28.3		22.6		20.1	30.6	
Operating margin (%)	(3.9)	8.5		(0.5)		(3.4)	13.7	
Net margin (%)	6.9	8.2		4.4		5.0	13.9	
Core profit margin (%)	0.9	8.2		2.0		2.0	13.9	

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

Regional Comparisons

	Bloomberg	Price	Market Cap	PER (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div Yield (%)	
	Code	(local curr.)	(US\$ equivalent)	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E
Abs-Cbn Corp	ABS PM	PHP65.2	1,180	20.1	14.4	13.8	41.5	2.0	1.8	10.1	12.8	1.2	1.4
Gma Network Inc	GMA7 PM	PHP7.4	527	20.8	15.8	69.1	37.1	n.a.	n.a.	20.5	24.4	3.4	3.4
Sun Tv Network Ltd	SUNTV IN	INR377.0	2,273	16.5	14.2	14.4	16.5	4.0	3.6	25.2	26.5	3.4	3.9
Zee Entertainment Enterprise	Z IN	INR415.7	6,109	38.8	30.8	23.3	26.8	7.0	6.0	20.9	22.4	0.6	0.8
Television Broadcasts Ltd	511 HK	HKD28.7	1,619	9.2	10.7	207.1	-13.3	1.5	1.4	15.5	14.6	8.8	9.2
Phoenix Satellite Television	2008 HK	HKD1.9	1,220	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Nippon Television Network	9404 JP	JPY2,097.0	4,574	15.6	14.3	11.6	9.3	0.9	0.9	5.8	6.1	1.5	1.6
Tokyo Broadcasting System	9401 JP	JPY1,778.0	2,799	31.1	28.6	-27.9	8.8	0.7	0.7	2.3	2.5	1.0	1.0
Tv Asahi Corp	9409 JP	JPY2,033.0	1,824	21.3	20.4	-5.9	4.6	0.7	0.7	3.4	3.5	2.0	1.9
Beijing Gehua Catv Network-A	600037 CH	CNY23.3	4,283	33.2	25.3	30.6	31.9	3.9	3.4	11.2	12.3	1.2	1.4
BEC World	BEC TB	THB31.00	1,738	21.8	20.9	-35.6	4.4	8.2	7.8	36.1	40.6	4.2	4.4
GMM Grammy	GRAMMY TE	THB11.50	264	632.0	44.5	n.m.	1319.0	2.3	2.3	0.5	6.5	0.0	1.3
Major Cineplex Group	MAJOR TB	THB30.75	769	21.2	19.0	19.1	11.1	4.1	3.9	19.9	21.0	4.1	4.5
MCOT	MCOT TB	THB10.00	193	43.0	39.6	-68.3	8.4	1.0	0.9	2.2	2.4	1.7	1.9
Plan B Media	PLANB TB	THB6.30	617	54.9	38.5	44.3	42.7	8.0	7.1	22.8	19.6	0.9	1.3
RS	RS TB	THB11.40	322	104.1	32.3	-70.9	222.2	6.3	5.7	6.3	19.0	0.6	1.9
VGI Global Media	VGI TB	THB3.56	685	32.6	26.1	-44.0	24.8	5.5	3.3	25.4	15.8	2.7	3.5
Workpoint Entertainment	WORK TB	THB43.00	503	71.4	59.8	669.4	19.5	5.6	4.9	10.4	9.0	0.8	0.8
Simple average				69.9	26.8	53.1	106.8	3.8	3.4	14.0	15.2	2.2	2.6








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
SPRC	SPRC, TFG

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 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.

"Disclaimer: The disclosure of the Anti-Corruption Progress Indicators of a listed company on the Stock Exchange of Thailand, which is assessed by the relevant institution as disclosed by the Office of the Securities and Exchange Commission, is made in order to comply with the policy and sustainable development plan for the listed companies. The relevant institution made this assessment based on the information received from the listed company, as stipulated in the form for the assessment of Anti-corruption which refers to the Annual Registration Statement (Form 56-1), Annual Report (Form 56-2), or other relevant documents or reports of such listed company. The assessment result is therefore made from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on any inside information. Since this assessment is only the assessment result as of the date appearing in the assessment result, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, [] Securities Company Limited does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of the assessment 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.