

อสมท MCOT TB / MCOT.BK

21 มกราคม 2559
**เงินค่าชดเชยจากการคืนคลื่น 2600 เมกะเฮิรซ์—
โอกาสเทรดตั้งเก็งกำไร**
ประเด็นการลงทุน

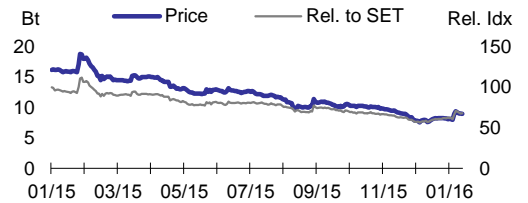
ถึงแม้ว่าจะมีประเด็นเรื่องเงินค่าชดเชยที่ได้รับจากกสทช.จากการที่ MCOT จะทำการคืนคลื่นความถี่ 2600 เมกะเฮิรซ์กลับไปยังกสทช.บางส่วน ซึ่งถือว่าเป็นปัจจัยบวกต่อ MCOT และเป็นประเด็นสำหรับโอกาสในการเทรดตั้งเก็งกำไร แต่เราประเมินว่าประเด็นเรื่องเงินชดเชยถือว่าเป็นเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นครั้งเดียว และเนื่องจากเงินชดเชยค่าคลื่นความถี่ก้อนใหญ่ที่คาดว่าจะได้รับจากกสทช.จะถูกนำไปใช้เป็นงบลงทุนสำหรับธุรกิจปัจจุบันซึ่งได้แก่ ธุรกิจทีวี และไม่ได้จ่ายเป็นเงินปันผลพิเศษคืนกลับไปให้ผู้ถือหุ้น เราจึงคิดว่ามูลค่าเพิ่มจากเงินชดเชยก้อนนี้ไม่น่าที่จะมีนัยสำคัญมากนัก เนื่องจากธุรกิจทีวีปัจจุบันของ MCOT ที่ยังคงอยู่ในภาวะอ่อนแอและไม่ประสบความสำเร็จ ปัจจุบันเรายังคงไม่เห็นว่าการคืนคลื่นปัจจุบันของ MCOT ที่จะปรับตัวดีขึ้นหรือส่งสัญญาณว่าจะดีขึ้นในอนาคตแต่อย่างใด เราปรับเปลี่ยนคำแนะนำไปเป็น "ถือ" (จาก "ขาย") เนื่องจากราคาหุ้นที่ปรับตัวลดลงอย่างมากในช่วงที่ผ่านมา และส่วนต่างระหว่างราคาหุ้นและราคาเป้าหมายที่แคบลง เราทำการปรับลดประมาณการกำไรสุทธิในปี 2558 ลงอีก 34% (เหลือ 55 ล้านบาท) และกำไรสุทธิในปี 2559 ลงอีก 42% (เหลือ 101 ล้านบาท) เพื่อสะท้อนกำไรที่ไตรมาส 4/58 ที่คาดว่าจะออกมาแย่มากและต้นทุนคอนเทนต์ที่จะเพิ่มขึ้นอีกในปี 2559

ค่าชดเชยก้อนใหญ่จากการคืนคลื่นความถี่ 2600 เมกะเฮิรซ์กลับไปยังกสทช.

MCOT ยินยอมและเต็มใจที่ทำการคืนคลื่นความถี่ 2600 เมกะเฮิรซ์ในจำนวนที่มากกว่า 60 เมกะเฮิรซ์กลับไปยังกสทช.ในช่วงครึ่งหลังของปี 2559 (จากจำนวนทั้งหมด 144 เมกะเฮิรซ์) เพื่อให้กสทช.นำกลับไปเปิดประมูลในรอบหน้าซึ่งคาดว่าจะเกิดขึ้นในช่วงครึ่งแรกของปี 2560 ซึ่งทาง MCOT คาดหวังที่จะได้รับเงินค่าชดเชยจากกสทช.ในจำนวนที่มากที่สุดแต่ประเด็นดังกล่าวคงต้องรอพบ.กสทช.ใหม่ที่จะออกมาซึ่งคาดว่าจะในช่วงกลางปี 2559 ซึ่งจะให้อำนาจกสทช.ที่จะทำการจ่ายเงินชดเชยค่าคลื่นความถี่ที่หน่วยงานรัฐหรือรัฐวิสาหกิจคืนคลื่นความถี่กลับมายังกสทช. ผู้บริหารตั้งเป้าที่จะนำเอาเงินชดเชยก้อนที่ได้รับมาจากกสทช.ไปลงทุนในคอนเทนต์ของธุรกิจทีวี หรือการเข้าซื้อกิจการของบริษัทในกลุ่มสื่อ หรือการลงทุนในบริษัทไอทีเพื่อที่จะเพิ่มศักยภาพด้านการแข่งขัน ส่วนที่เหลือของคลื่นความถี่ 2600 เมกะเฮิรซ์จะนำไปให้บริการธุรกิจบรอดแบนด์หรือพีซีทีวี ซึ่งทำสัญญา 15 ปีกับบริษัทเพลย์เวิร์ค โดย MCOT จะได้รับผลตอบแทนกลับมาในรูปของส่วนแบ่งรายได้และเพลย์เวิร์คจะเป็นผู้ลงทุนในกิจการทั้งหมด ธุรกิจพีซีทีวีกับเพลย์เวิร์คคาดว่าจะเริ่มเปิดดำเนินการได้ในปี 2559

Sector: Media—NEUTRAL

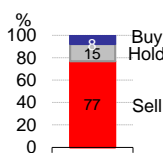
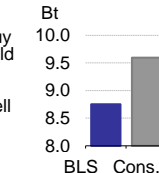
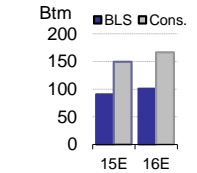
คำแนะนำพื้นฐาน: ถือ
เป้าหมายพื้นฐาน: 8.75 บาท
ราคา (20/01/2559): 8.95 บาท

Price chart


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	12.3	0.0	(26.0)
Absolute	11.1	(11.8)	(44.8)

Key statistics

Market cap	Bt6.2bn	USD0.2bn
12-mth price range	Bt7.2/Bt19.8	
12-mth avg daily volume	Bt6m	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	3,564	3,753	4,028
Net profit (Btm)	504	90	101	119
EPS (Bt)	0.73	0.13	0.15	0.17
EPS growth (%)	-67.0%	-82.1%	+11.5%	+18.3%
Core profit (Btm)	504	55	101	119
Core EPS (Bt)	0.73	0.08	0.15	0.17
Core EPS growth (%)	-68.2%	-89.2%	+84.5%	+18.3%
PER (x)	34.3	110.2	61.1	51.6
PBV (x)	2.3	1.4	0.9	0.9
Dividend (Bt)	0.6	0.1	0.1	0.1
Dividend yield (%)	2.2	0.7	1.2	1.5
ROE (%)	6.6	1.2	1.4	1.7

CG/Anti-Corruption

ประสิทธิ์ สุจิรวรรณ
นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

prasit@bualuang.co.th

+66 2 618 1342

การจ่ายเงินปันผลพิเศษมีแนวโน้มไม่น่าที่จะเกิดขึ้น

เราเชื่อว่าการคืนคลืนความถี่ 2600 เมกะเฮิรชกลับไปให้กับกสทช.บางส่วนจะต้องได้รับการอนุมัติจากผู้ถือหุ้นก่อน (ซึ่งรวมถึงกระทรวงการคลัง) เนื่องจากอยู่ในข่ายของการขายสินทรัพย์ และด้วยจุดประสงค์ที่ค่อนข้างชัดเจนว่าจะนำเอาเงินชดเชยจากการคืนคลืนความถี่ 2600 เมกะเฮิรชดังกล่าวส่วนใหญ่ใช้เป็นงบลงทุนในธุรกิจหลักปัจจุบันเพื่อให้ธุรกิจหลักมีความแข็งแกร่งมากยิ่งขึ้น การจ่ายเงินปันผลพิเศษให้กับผู้ถือหุ้นจึงไม่น่าที่จะเกิดขึ้น เราประเมินว่าเงินค่าชดเชยน่าจะอยู่ที่ประมาณ 3-6 พันล้านบาท (หรือคิดเป็นประมาณ 4-9 บาทต่อหุ้น) ภายใต้สมมติฐานว่าใช้สัดส่วน 5-10% ของราคาประเมินคลืนความถี่ 2600 เมกะเฮิรชจำนวน 60 เมกะเฮิรชซึ่งอยู่ที่ 6 หมื่นล้านบาท แต่ไม่ว่าอย่างไรก็ตาม เนื่องจากเงินจำนวนดังกล่าวจะถูกนำไปใช้เป็นเงินลงทุนในธุรกิจทีวีซึ่ง ณ ปัจจุบันไม่ประสบความสำเร็จแต่อย่างใด เราจึงประเมินว่ามูลค่าเพิ่มจากเงินค่าชดเชยดังกล่าวจึงไม่น่าที่จะสูงมากถึง 4-9 บาท/หุ้น เรายังคงไม่คำนวณประเด็นเรื่องเงินชดเชยเข้าไปในประมาณการและรอความชัดเจนที่มากขึ้นจากเรื่องดังกล่าว

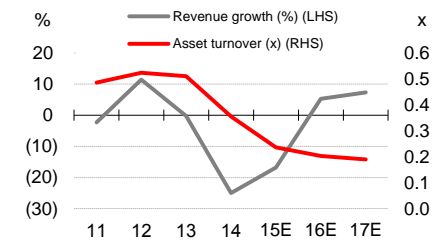
สองกล่องไตรมาส 4/58—คาดกำไรหลักลดลงอย่างมาก

เราคาดขาดทุนสุทธิ 40 ล้านบาทในไตรมาส 4/58 หรือพลิกกลับจากกำไรสุทธิ 54 ล้านบาทในไตรมาส 4/57 และกำไรสุทธิ 63 ล้านบาทในไตรมาส 3/58 ในไตรมาสนี้คาดว่าจะมีการตั้งสำรองลูกหนี้สงสัยจะสูญจำนวน 42 ล้านบาทซึ่งเกิดขึ้นเนื่องจากลูกค้า 3 รายเลื่อนการจ่ายค่าเช่าโครงข่ายทีวีดิจิตัล แต่ถ้าหากไม่รวมรายการพิเศษดังกล่าว กำไรหลักไตรมาส 4/58 อยู่เพียงแค่ 2 ล้านบาท ลดลง 96% YoY และ 68% QoQ การลดลงของกำไรหลัก YoY เนื่องจากการลดลงของรายได้โฆษณา (ทั้งธุรกิจทีวีและวิทยุ) ส่วนการลดลง QoQ เนื่องจากการเพิ่มขึ้นของค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร รายได้โฆษณาธุรกิจทีวี (ที่ไม่รวมสื่อใหม่) และธุรกิจวิทยุในไตรมาส 4/58 มีแนวโน้มลดลง 20% YoY และ 11% YoY ตามลำดับ

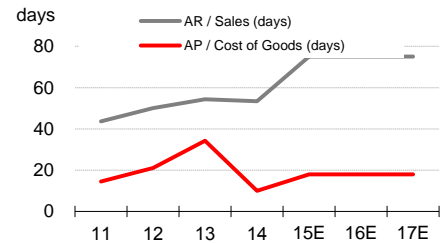
MCOT: Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Revenue	5,715	4,284	3,564	3,753	4,028
Cost of sales and services	(2,727)	(2,677)	(2,665)	(2,687)	(2,661)
Gross profit	2,989	1,607	899	1,065	1,367
SG&A	(1,264)	(1,136)	(984)	(1,006)	(1,228)
EBIT	1,725	471	(84)	60	139
Interest expense	(14)	(16)	(20)	(136)	(191)
Other income/exp.	269	170	186	214	222
EBT	1,980	625	82	138	170
Corporate tax	(396)	(144)	(41)	(50)	(63)
After-tax net profit (loss)	1,584	481	41	88	107
Minority interest	(1)	23	14	13	12
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	(56)	0	36	0	0
Net profit (loss)	1,527	504	90	101	119
Reported EPS	2.22	0.73	0.13	0.15	0.17
Fully diluted EPS	2.22	0.73	0.13	0.15	0.17
Core net profit	1,583	504	55	101	119
Core EPS	2.30	0.73	0.08	0.15	0.17
EBITDA	2,264	1,233	707	882	994
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	(0.2)	(25.0)	(16.8)	5.3	7.3
Gross margin (%)	52.3	37.5	25.2	28.4	33.9
EBITDA margin (%)	39.6	28.8	19.8	23.5	24.7
Operating margin (%)	30.2	11.0	(2.4)	1.6	3.5
Net margin (%)	26.7	11.8	2.5	2.7	3.0
Core profit margin (%)	27.7	11.8	1.5	2.7	3.0
ROA (%)	13.6	4.2	0.6	0.5	0.6
ROCE (%)	19.1	6.5	0.9	0.8	0.8
Asset turnover (x)	0.5	0.4	0.2	0.2	0.2
Current ratio (x)	3.5	2.4	4.0	3.9	3.8
Gearing ratio (x)	0.0	0.0	0.7	1.0	1.4
Interest coverage (x)	121.0	29.6	n.m.	0.4	0.7
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	4,337	3,334	5,769	5,786	5,995
Accounts receivable	850	627	732	771	828
Inventory	51	31	41	41	41
PP&E-net	3,988	3,872	4,598	6,006	7,155
Other assets	859	4,657	5,671	6,825	8,232
Total assets	11,168	12,989	17,222	19,857	22,702
Accounts payable	256	73	131	133	131
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	2,139	2,252	2,417
Total liabilities	3,208	5,534	10,068	12,684	15,497
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	2,597	2,630	2,674
Shareholders' equity	7,899	7,427	7,140	7,173	7,216
Minority interests	61	28	14	1	(11)
Total Liab.&Shareholders' equity	11,168	12,989	17,222	19,857	22,702
CASH FLOW (Btm)					
Net income	1,527	504	90	101	119
Depreciation and amortization	539	762	792	823	855
Change in working capital	41	60	(57)	(38)	(57)
FX, non-cash adjustment & others	(711)	(345)	(54)	11	23
Cash flows from operating activities	1,396	982	771	896	940
Capex (Invest)/Divest	(172)	(196)	(1,284)	(1,993)	(1,763)
Others	2,185	(1,543)	(598)	(288)	(420)
Cash flows from investing activities	2,013	(1,739)	(1,882)	(2,281)	(2,183)
Debt financing (repayment)	(5)	(6)	3,149	1,300	1,280
Equity financing	0	0	0	0	0
Dividend payment	(1,580)	(986)	(378)	(68)	(75)
Others	2,185	(1,543)	(598)	(288)	(420)
Cash flows from financing activities	(1,586)	(992)	2,771	1,232	1,205
Net change in cash	1,824	(1,750)	1,660	(152)	(39)
Free cash flow (Btm)	1,224	786	(513)	(1,097)	(823)
FCF per share (Bt)	1.8	1.1	(0.7)	(1.6)	(1.2)
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%	27.6%	26.8%	30.5%

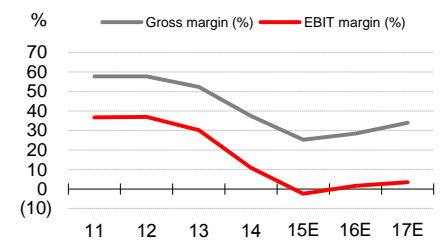
Revenue growth and asset turnover



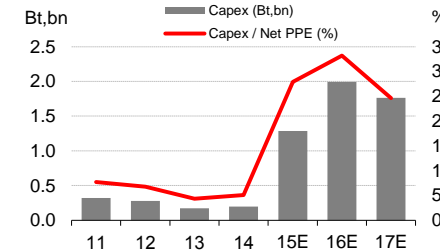
A/C receivable & A/C payable days



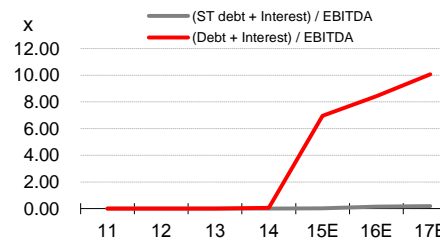
Profit margins



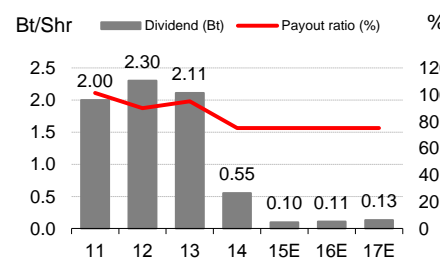
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



MCOT: Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15
Revenue	1,088	1,040	805	889	937
Cost of sales and services	(708)	(728)	(606)	(643)	(709)
Gross profit	380	312	199	246	227
SG&A	(288)	(286)	(249)	(251)	(237)
EBIT	92	26	(49)	(5)	(10)
Interest expense	(4)	(4)	(5)	(5)	(5)
Other income/exp.	30	42	83	37	36
EBT	119	64	29	28	21
Corporate tax	(28)	(19)	(6)	(12)	(17)
After-tax net profit (loss)	91	45	22	16	4
Minority interest	(1)	8	5	2	3
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	0	0	0	21	56
Net profit (loss)	90	54	27	39	63
Reported EPS	0.13	0.08	0.04	0.06	0.09
Fully diluted EPS	0.13	0.08	0.04	0.06	0.09
Core net profit	90	54	27	18	7
Core EPS	0.13	0.08	0.04	0.03	0.01
EBITDA	308	239	152	201	198

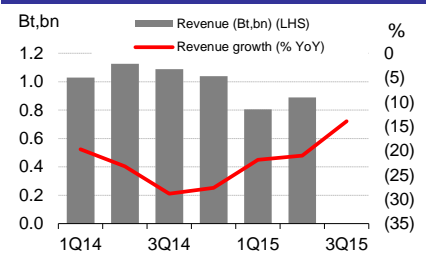
KEY RATIOS

Gross margin (%)	34.9	30.0	24.8	27.7	24.3
EBITDA margin (%)	28.3	23.0	18.8	22.6	21.1
Operating margin (%)	8.5	2.5	(6.1)	(0.5)	(1.1)
Net margin (%)	8.2	5.2	3.4	4.4	6.8
Core profit margin (%)	8.2	5.2	3.4	2.0	0.8
BV (Bt)	10.8	10.9	10.9	10.9	11.0
ROE (%)	4.9	2.9	1.5	2.1	3.4
ROA (%)	2.7	1.7	0.9	1.3	2.1
Current ratio (x)	2.0	2.4	2.5	2.4	2.3
Gearing ratio (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Interest coverage (x)	25.7	6.2	n.m.	n.m.	n.m.

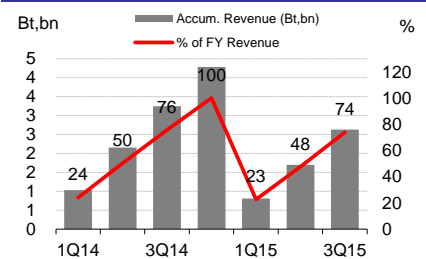
QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	3,646	3,334	3,372	2,558	2,683
Accounts receivable	668	627	530	497	729
Inventory	50	31	27	38	30
PP&E-net	3,944	2,707	2,613	2,549	2,458
Other assets	4,796	5,911	5,846	5,806	5,768
Total assets	13,487	12,989	12,804	12,028	12,053
Accounts payable	175	73	64	96	125
ST debts & current portion	16	32	33	36	36
Long-term debt	25	54	48	21	36
Other liabilities	3,693	3,637	3,565	2,942	2,794
Total liabilities	6,077	5,534	5,326	4,512	4,518
Paid-up capital	3,435	3,435	3,435	3,435	3,435
Share premium	2,831	2,885	2,912	2,953	2,975
Retained earnings	2,831	2,885	2,912	2,953	2,975
Shareholders equity	7,374	7,427	7,455	7,496	7,518
Minority interests	36	28	23	21	17
Total Liab.&Shareholders' equity	13,487	12,989	12,804	12,028	12,053
Average TV loading factor (%)	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15
Average TV loading factor (%)	84.0%	66.0%	53.0%	70.0%	62.0%
TV ad revenue (Btm)	631	548	387	418	446
Radio ad revenue (Btm)	250	279	204	240	242
Concession revenue (Btm)	121	103	112	122	116
New media & digital network rev (Btm)	87	110	101	110	132

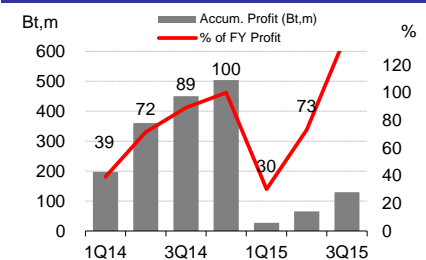
Revenue trend



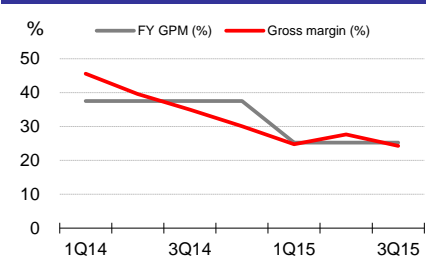
Revenue trend (accumulated)



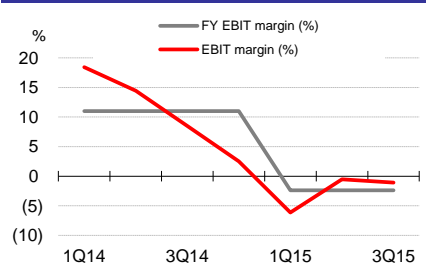
Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



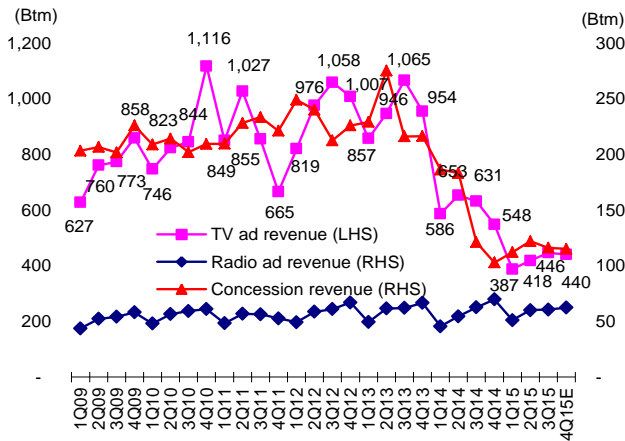
EBIT margin



Company profile

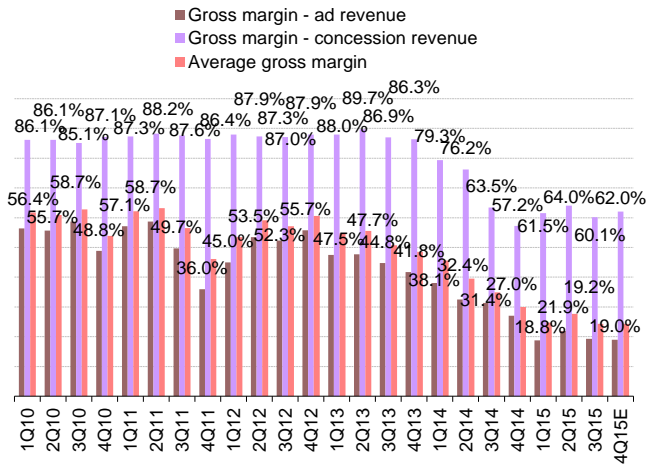
MCOT Public Company Limited (MCOT) operates a free-to-air national terrestrial TV station, ModerNine, and 62 radio stations across the country. The broadcaster also collects a percentage of the revenues generated by two TV operators that have MCOT-granted concessions—Bangkok Entertainment Public Company 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-plated concession with MCOT expired on Sept 30, 2014 while its cable-plated 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



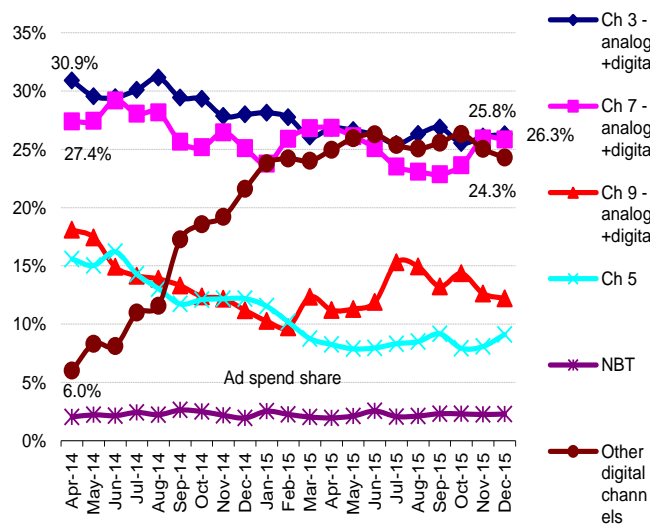
Sources: Company data, Bualuang Research

Figure 2: Gross margin breakdown, by quarter



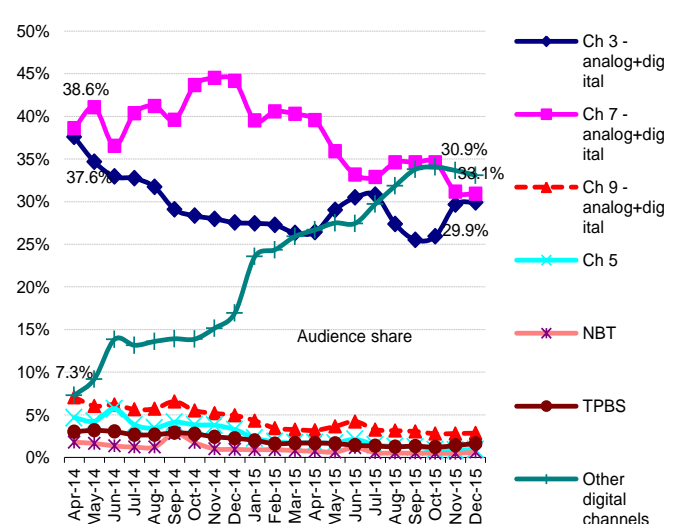
Sources: Company data, Bualuang Research

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



Source: The Nielsen Company

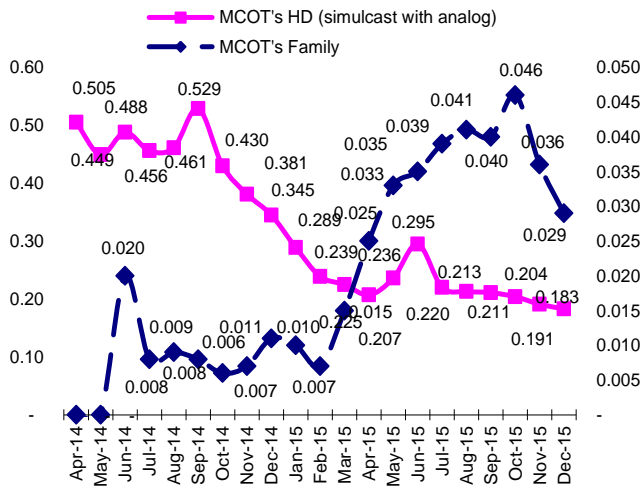
Figure 4: Audience share (analog and digital), by month



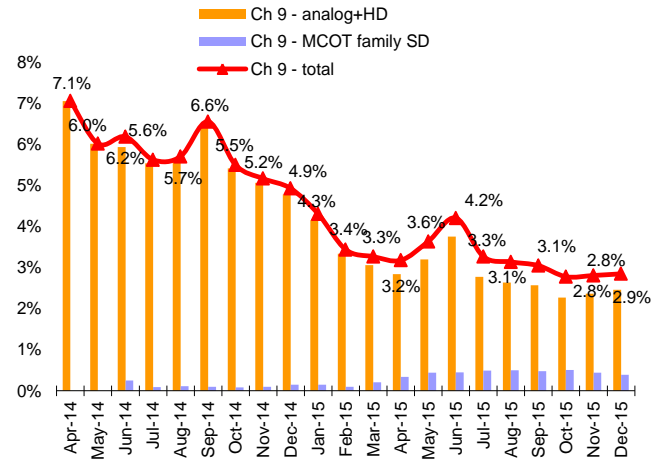
Source: The Nielsen Company

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

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



Source: The Nielsen Company



Source: The Nielsen Company

Figure 7: 4Q15 earnings preview

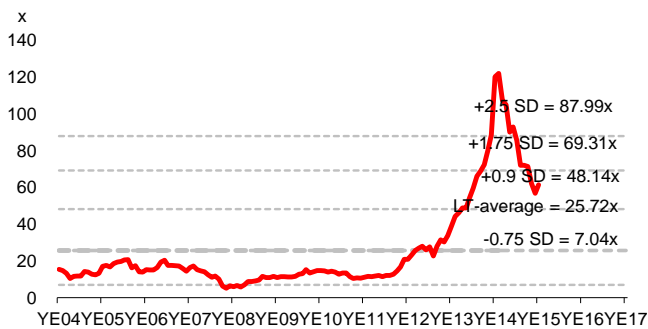
	4Q15E	4Q14	% YoY	3Q15	% QoQ	FY15E	FY14	% YoY
Total revenue	934	1,040	(10.1)	936	(0.2)	3,564	4,284	(16.8)
- TV	440	548	(19.7)	446	(1.3)	1,691	2,418	(30.1)
- New media	48	73	(34.2)	47	2.1	192	278	(30.9)
- Digital network	82	37	121.6	85	(3.5)	281	66	325.8
- Radio	249	279	(10.6)	242	3.0	935	929	0.7
- Concession	115	103	11.9	116	(0.9)	465	593	(21.6)
Total cost of services	(707)	(728)	(2.8)	(709)	(0.3)	(2,665)	(2,677)	(0.4)
- Cost of services	(664)	(683)	(2.9)	(663)	0.1	(2,489)	(2,507)	(0.7)
- Cost of concession	(44)	(44)	(1.3)	(46)	(5.0)	(177)	(170)	3.6
Gross profit	227	312	(27.3)	227	(0.2)	900	1,607	(44.0)
- TV & radio & new media	74	216	(66.0)	72	2.6	330	1,118	(70.5)
- Concession	71	58	22.0	70	1.9	288	423	(31.8)
Gross margin (%)	24.3%	30.0%		24.3%		25.2%	37.5%	
- TV & radio & new media	10.0%	24.0%		9.8%		11.7%	30.8%	
- Concession	62.0%	56.9%		60.3%		62.0%	71.3%	
SG&A	(248)	(286)	(13.4)	(237)	4.3	(984)	(1,136)	(13.4)
EBIT	(21)	26	n.m.	(10)	(104.9)	(85)	471	n.m.
Interest expense	(5)	(4)	18.3	(5)	7.7	(19)	(15)	28.6
Other income/exp.	30	42	(28.8)	36	(16.1)	186	169	9.7
EBT	4	64	n.m.	21	n.m.	82	625	(86.9)
Corporate tax	(6)	(19)	(68.4)	(17)	(64.4)	(41)	(144)	(71.2)
After-tax profit	(2)	45	n.m.	4	n.m.	41	481	(91.6)
Minority interest	4	8	(52.7)	3	21.1	14	23	(37.1)
Extra items	(42)	-	n.m.	56	n.m.	35	-	n.m.
Net profit	(40)	54	n.m.	63	n.m.	90	504	(82.2)
Reported EPS	(0.06)	0.08	n.m.	0.09	n.m.	0.13	0.73	(82.2)
Fully diluted EPS	(0.06)	0.08	n.m.	0.09	n.m.	0.13	0.73	(82.2)
Core net profit	2	54	(95.6)	7	(68.2)	55	504	(89.1)
Core EPS	0.00	0.08	(95.6)	0.01	(68.2)	0.08	0.73	(89.1)
EBITDA	189	239	(20.9)	198	(4.2)	740	1,233	(40.0)
Gross margin (%)	24.3	30.0		24.3		25.2	37.5	
EBITDA margin (%)	20.3	23.0		21.1		20.8	28.8	
Operating margin (%)	(2.2)	2.5		(1.1)		(2.4)	11.0	
Net margin (%)	(4.2)	5.2		6.8		2.5	11.8	
Core profit margin (%)	0.3	5.2		0.8		1.5	11.8	

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

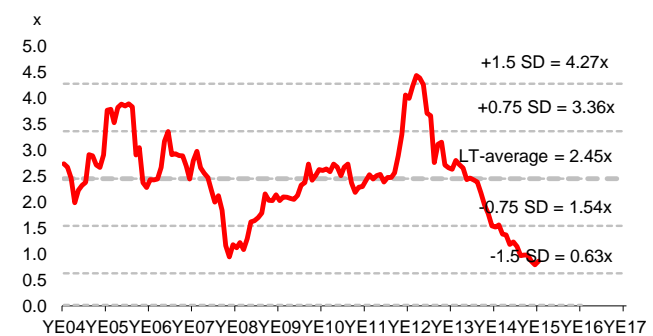
Regional Comparisons

	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	PHP55.0	978	17.2	12.4	10.2	42.7	1.7	1.5	9.7	12.6	1.4	1.7
Gma Network Inc	GMA7 PM	PHP6.3	445	15.0	11.6	102.9	31.0	n.a.	n.a.	22.7	26.8	3.9	5.1
Sun Tv Network Ltd	SUNTV IN	INR342.1	1,984	14.7	12.7	17.3	15.8	3.6	3.2	25.7	26.7	3.8	4.3
Zee Entertainment Enterprise	Z IN	INR384.3	5,432	36.4	28.7	22.5	27.8	6.4	5.5	20.7	22.2	0.7	0.8
Television Broadcasts Ltd	511 HK	HKD27.0	1,511	8.8	11.8	203.5	-25.7	1.4	1.4	15.7	12.2	9.0	9.3
Nippon Television Network	9404 JP	JPY1,992.0	4,480	14.4	13.2	15.5	8.9	0.9	0.8	6.0	6.0	1.5	1.6
Tokyo Broadcasting System	9401 JP	JPY1,691.0	2,745	28.4	27.0	-24.3	5.1	0.7	0.7	2.3	2.3	1.1	1.1
Tv Asahi Corp	9409 JP	JPY1,830.0	1,696	19.2	18.4	-6.0	4.5	0.6	0.6	3.4	3.1	2.1	2.2
Beijing Gehua Catv Network-A	600037 CH	CNY15.6	3,290	22.9	18.8	27.6	26.3	2.6	2.3	11.2	11.8	1.5	1.5
BEC World	BEC TB	THB28.00	1,545	18.0	17.4	-29.6	3.8	7.2	6.8	38.8	42.6	5.1	5.3
GMM Grammy	GRAMMY TE	THB7.80	176	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	1.6	1.6	-0.5	-5.5	0.0	0.0
Major Cineplex Group	MAJOR TB	THB28.75	708	19.0	17.8	23.7	7.0	3.8	3.6	20.6	20.9	4.5	4.8
MCOT	MCOT TB	THB8.95	170	68.1	61.1	-82.1	11.5	0.9	0.9	1.2	1.4	1.1	1.2
Plan B Media	PLANB TB	THB6.75	653	58.8	41.2	44.3	42.7	8.5	7.7	22.8	19.6	0.9	1.2
RS	RS TB	THB8.75	243	123.7	27.1	-81.2	356.2	4.9	4.5	4.0	17.6	0.5	2.2
VGI Global Media	VGI TB	THB3.66	693	32.8	26.1	-42.9	25.8	5.7	3.4	25.9	16.2	2.6	3.4
Workpoint Entertainment	WORK TB	THB41.25	475	84.3	52.4	524.9	60.9	5.4	4.7	8.5	9.9	0.6	1.0
Simple average				36.4	24.9	45.4	40.3	3.5	3.1	14.0	14.5	2.4	2.7

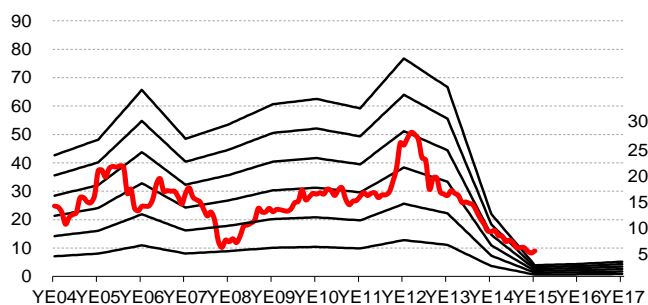
PER band versus SD (next 12 months)



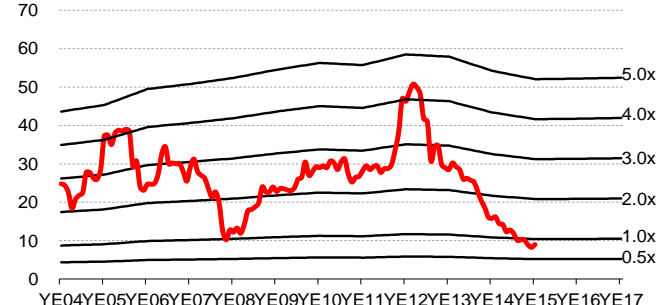
PBV band versus SD (next 12 months)



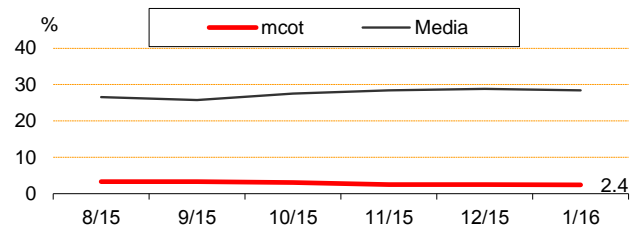
PER band and share price



PBV band and share price



Foreign holdings



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

CG Rating

Score Range	Score Range	Description
90 – 100		Excellent
80 – 89		Very Good
70 – 79		Good
60 – 69		Satisfactory
50 – 00359		Pass
Below 50	No logo given	N/A

Anti-Corruption Progress Indicator

Level	Description
5	Extended
4	Certified
3B	Established by Commitment and Policy
3A	Established by Declaration of Intent
2	Declared
1	Committed
Partially progress	Partially progress
No progress	No progress

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.