

อสมท MCOT TB / MCOT.BK

13 พฤษภาคม 2559
แนวโน้มยังแย่ แย่ ปรับลดประมาณการลงอีกจากเดิม
แย่ที่สุดโดยพลิกเป็นขาดทุนสุทธิอย่างมากตั้งแต่ก่อตั้งบริษัท

MCOT รายงานขาดทุนสุทธิไตรมาส 1/59 ที่ 147 ล้านบาท พลิกกลับจากกำไรสุทธิไตรมาส 1/58 ที่ 16 ล้านบาท และเนื่องจากการเปลี่ยนแปลงมาตรฐานบัญชีใหม่สำหรับใบอนุญาตทีวีดิจิตอล MCOT จึงทำการบันทึกค่าใช้จ่ายพิเศษสุทธิจำนวน 6 ล้านบาทในไตรมาส 1/59 และจำนวน 11 ล้านบาทในไตรมาส 1/58 ถ้าไม่รวมรายการพิเศษดังกล่าว ขาดทุนหลักอยู่ที่ 141 ล้านบาทในไตรมาส 1/59 เทียบกับกำไรหลักที่ 27 ล้านบาทในไตรมาส 1/58 และ 5 ล้านบาทในไตรมาส 4/58 และเนื่องจากบริษัททำการปรับปรุงและให้เฉพาะงบไตรมาส 1/58 ย้อนหลังเท่านั้น เราจึงไม่สามารถที่จะเปรียบเทียบอัตราการเติบโตของกำไรสุทธิ QoQ ได้เนื่องจากไม่มีข้อมูลงบการเงินไตรมาส 4/58 ที่ทำการปรับปรุงใหม่ ขาดทุนสุทธิและขาดทุนหลักสูงกว่าคาด 304% และ 364% ตามลำดับ เนื่องจากรายได้โฆษณาที่ต่ำกว่าคาด และต้นทุนบริการที่สูงกว่าคาด รายได้โฆษณาต่ำกว่าคาด 10% ในขณะที่ต้นทุนบริการสูงกว่าคาด 17% บริษัทรายงานขาดทุนจากการดำเนินงาน 198 ล้านบาท (ที่ไม่รวมรายได้อื่น) ซึ่งถือว่าขาดทุนติดต่อกัน 5 ไตรมาส

ประเด็นหลักผลกระทบต่อประกอบการ

ผลการดำเนินงานที่แยกลงอย่างมากเนื่องจากรายได้โฆษณาทีวีที่ลดลงอย่างมาก (จากภาวะการบริโภคและการใช้เม็ดเงินโฆษณาที่อ่อนตัวลงต่อเนื่อง และการแข่งขันแย่งชิงเม็ดเงินโฆษณาที่รุนแรงมากขึ้นระหว่างผู้ประกอบการทีวีดิจิตอล) รายได้โฆษณาวิทยุและรายได้จากสื่อใหม่ที่ลดลง และต้นทุนบริการที่เพิ่มขึ้น บริษัทยังคงควบคุมค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารได้เป็นอย่างดีตั้งแต่ไตรมาส 1/58 เป็นต้นมา การปรับผังรายการในช่วงครึ่งปีแรกก.ย. ไม่ส่งผลกระทบต่อรายได้หรือเรตติ้งรายการในช่วงครึ่งแรกของปี 2559 แต่อย่างใด ดังนั้นเราจึงคาดเพียงแต่การปรับผังรายการย่อยๆ นับตั้งแต่บัดนี้เป็นต้นไป

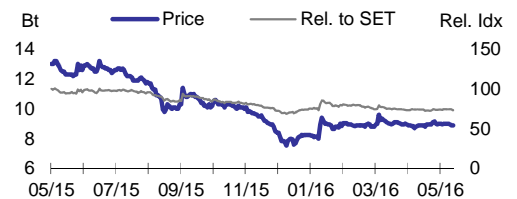
รายได้รวมลดลง 13% YoY และ 26% QoQ รายได้โฆษณาทีวีลดลง 35% YoY และ 42% QoQ รายได้จากสื่อใหม่ลดลง 6% YoY (แต่เพิ่มขึ้น 2% QoQ) เนื่องจากลูกค้าเข้าช่องสัญญาณซีแบนด์ลดลง รายได้โฆษณาวิทยุลดลง 5% YoY และ 25% QoQ รายได้สัมปทานเพิ่มขึ้น 5% YoY และ 3% QoQ รายได้จากค่าเช่าโครงข่ายทีวีดิจิตอลเพิ่มขึ้น 77% YoY จากลูกค้ารายใหม่

แนวโน้ม

เรายังคงคาดการณ์ผลการดำเนินงานไตรมาส 2/59 เป็นขาดทุนหลัก 30 ล้านบาท เทียบกับกำไรหลัก 18 ล้านบาทในไตรมาส 2/58 (แต่ขาดทุนลดลง 79% QoQ) เนื่องจากภาวะการบริโภคที่ยังคงอ่อนตัว การแข่งขันของเม็ดเงินโฆษณาทีวีดิจิตอลที่ยังคงรุนแรง และต้นทุนบริการที่ปรับตัวสูงขึ้น (โดยเฉพาะต้นทุนด้านการผลิตและรายการทีวี)

Sector: Media – NEUTRAL

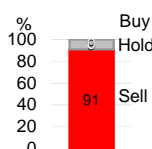
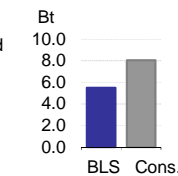
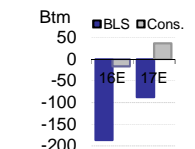
คำแนะนำพื้นฐาน: ขาย
เป้าหมายพื้นฐาน: 5.50 บาท
ราคา (12/05/59): 8.90 บาท

Price chart


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	0.1	(10.2)	(28.7)
Absolute	1.1	(0.6)	(34.6)

Key statistics

Market cap	Bt6.1bn	USD0.2bn
12-mth price range	Bt7.2/Bt13.4	
12-mth avg daily volume	Bt3m	USD0.1m
# 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	2015	2016E	2017E	2018E
Revenues (Btm)	3,572	3,084	3,729	4,014
Net profit (Btm)	58	(187)	(88)	(22)
EPS (Bt)	0.08	(0.27)	(0.13)	(0.03)
EPS growth (%)	-86.0%	n.m.	+53.0%	+75.5%
Core profit (Btm)	57	(163)	(76)	(19)
Core EPS (Bt)	0.08	(0.24)	(0.11)	(0.03)
Core EPS growth (%)	-88.8%	n.m.	+53.2%	+75.2%
PER (x)	172.1	n.m.	n.m.	n.m.
PBV (x)	1.3	0.9	0.9	0.9
Dividend (Bt)	0.1	0.0	0.0	0.0
Dividend yield (%)	0.6	0.0	0.0	0.0
ROE (%)	0.8	(2.6)	(1.2)	(0.3)

CG/Anti-Corruption

ประสิทธิ์ สุจิรวรกุล

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์
prasit@bualuang.co.th

+66 2 618 1342

สิ่งที่เปลี่ยนแปลง

เนื่องจากผลขาดทุนในไตรมาส 1/59 ออกมาสูงกว่าที่เราคาดอย่างมาก เราจึงทำการปรับประมาณการสำหรับปี 2559 จากเดิมที่เป็นกำไรสุทธิ 77 ล้านบาทไปเป็นขาดทุนสุทธิ 187 ล้านบาท เพื่อสะท้อนรายได้โฆษณาทีวีที่ลดลงมากกว่าที่คาด (เราปรับรายได้รวมลดลงอีก 17% มาอยู่ที่ 3.08 พันล้านบาท) และปรับราคาเป้าหมายลดลงจากเดิมอีก 37% (เหลือ 5.50 บาท)

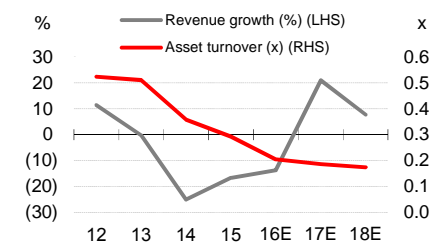
คำแนะนำ

เราปรับลดคำแนะนำของ MCOT จาก ถือ กลับไปเป็น ขาย เรามองว่ามีโอกาสเพียงเล็กน้อยเท่านั้นที่ผลประกอบการปี 2559 จะพลิกกลับมาเป็นกำไรสุทธิ จากเหตุผลของคอนเทนต์ที่ยังคงแยกจากผู้ประกอบการที่วีดิทัศน์รายอื่นๆ ดันทุนบริการที่ยังคงอยู่ในระดับสูง ภาวะการแข่งขันแย่งชิงเม็ดเงินโฆษณาที่ยังคงรุนแรง และยังคงไม่มีสัญญาณการฟื้นตัวของเม็ดเงินโฆษณาในช่วงครึ่งแรกของปี 2559 ถึงแม้ว่าจะมีปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นจากประเด็นเรื่องการได้รับเงินค่าชดเชยจากกสทช. ในอนาคตสำหรับการคืนคลื่นความถี่ 2600 เมกะเฮิรตซ์บางส่วนกลับไปให้กับกสทช. เพื่อเปิดประมูลใหม่ แต่เราคิดว่าประเด็นดังกล่าวยังคงไม่มีความคืบหน้า ซึ่งต้องรอการผ่านร่างพรบ.กสทช. ฉบับใหม่เป็นกฎหมายเสียก่อน

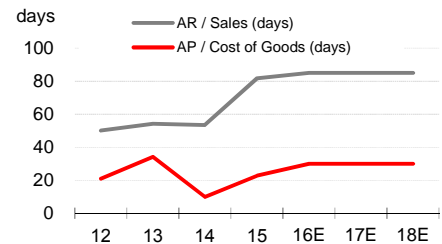
MCOT: Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Revenue	4,284	3,572	3,084	3,729	4,014
Cost of sales and services	(2,677)	(2,680)	(2,614)	(2,717)	(2,868)
Gross profit	1,607	892	470	1,013	1,147
SG&A	(1,136)	(995)	(802)	(1,168)	(1,265)
EBIT	471	(102)	(332)	(156)	(118)
Interest expense	(16)	(20)	(90)	(140)	(185)
Other income/exp.	170	191	219	228	238
EBT	625	69	(203)	(67)	(65)
Corporate tax	(144)	(27)	27	(21)	35
After-tax net profit (loss)	481	42	(176)	(88)	(30)
Minority interest	23	14	13	12	11
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	(91)	1	(24)	(12)	(3)
Net profit (loss)	413	58	(187)	(88)	(22)
Reported EPS	0.60	0.08	(0.27)	(0.13)	(0.03)
Fully diluted EPS	0.60	0.08	(0.27)	(0.13)	(0.03)
Core net profit	504	57	(163)	(76)	(19)
Core EPS	0.73	0.08	(0.24)	(0.11)	(0.03)
EBITDA	1,223	709	507	714	782
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	(25.0)	(16.6)	(13.7)	20.9	7.6
Gross margin (%)	37.5	25.0	15.2	27.1	28.6
EBITDA margin (%)	28.6	19.9	16.5	19.1	19.5
Operating margin (%)	11.0	(2.9)	(10.8)	(4.2)	(2.9)
Net margin (%)	9.6	1.6	(6.1)	(2.4)	(0.5)
Core profit margin (%)	11.8	1.6	(5.3)	(2.0)	(0.5)
ROA (%)	3.5	0.5	(1.2)	(0.4)	(0.1)
ROCE (%)	5.4	0.8	(1.7)	(0.6)	(0.1)
Asset turnover (x)	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
Current ratio (x)	2.5	2.4	4.5	3.9	3.9
Gearing ratio (x)	0.0	0.0	1.0	1.4	1.8
Interest coverage (x)	29.6	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	3,334	2,532	5,840	5,749	6,234
Accounts receivable	627	800	718	868	935
Inventory	31	26	27	29	30
PP&E-net	3,872	3,580	5,041	6,246	7,227
Other assets	4,488	4,334	6,523	8,188	9,521
Total assets	12,746	11,642	18,503	21,505	24,403
Accounts payable	73	167	215	223	236
ST debts & current portion	32	35	0	0	0
Long-term debt	54	30	7,300	9,810	12,460
Other liabilities	2,226	1,552	1,388	1,678	1,806
Total liabilities	5,381	4,260	11,376	14,478	17,409
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	2,794	2,813	2,571	2,483	2,462
Shareholders' equity	7,336	7,355	7,113	7,026	7,004
Minority interests	28	26	13	1	(10)
Total Liab.&Shareholders' equity	12,746	11,642	18,503	21,505	24,403
CASH FLOW (Btm)					
Net income	413	58	(187)	(88)	(22)
Depreciation and amortization	753	811	840	869	900
Change in working capital	60	(74)	128	(143)	(56)
FX, non-cash adjustment & others	(244)	(504)	(33)	51	17
Cash flows from operating activities	982	292	748	690	840
Capex (Invest)/Divest	(196)	(266)	(1,993)	(1,763)	(1,568)
Others	(1,543)	(262)	399	(684)	(308)
Cash flows from investing activities	(1,739)	(528)	(1,594)	(2,447)	(1,876)
Debt financing (repayment)	(6)	(26)	4,449	1,280	1,350
Equity financing	0	0	0	0	0
Dividend payment	(986)	(206)	(55)	0	0
Others	(1,543)	(262)	399	(684)	(308)
Cash flows from financing activities	(992)	(223)	4,394	1,280	1,350
Net change in cash	(1,750)	(459)	3,548	(477)	314
Free cash flow (Btm)	786	26	(1,245)	(1,073)	(728)
FCF per share (Bt)	1.1	0.0	(1.8)	(1.6)	(1.1)
Key assumptions	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Average TV loading factor (%)	60.0%	50.0%	40.0%	43.0%	47.0%
TV ad revenue (Btm)	2,486	1,270	1,177	1,547	1,785
Radio ad revenue (Btm)	930	945	946	835	836
Concession revenue (Btm)	593	525	328	340	353
SG&A/sales (%)	26.5%	27.8%	26.0%	31.3%	31.5%

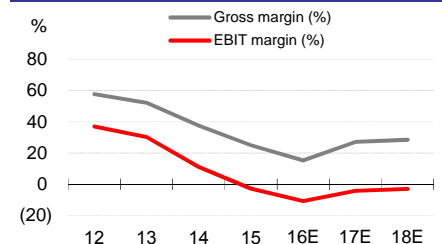
Revenue growth and asset turnover



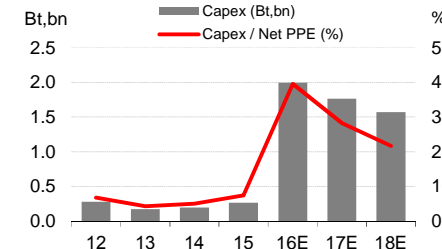
A/C receivable & A/C payable days



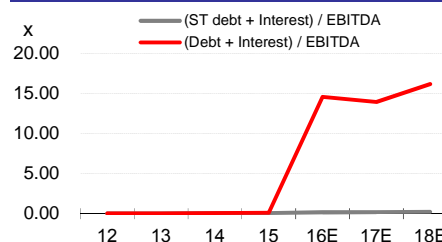
Profit margins



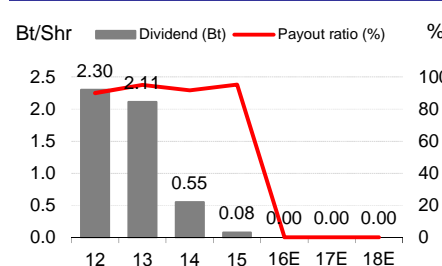
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



MCOT: Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16
Revenue	805	889	937	941	697
Cost of sales and services	(609)	(643)	(709)	(718)	(664)
Gross profit	196	246	227	223	34
SG&A	(249)	(251)	(237)	(258)	(232)
EBIT	(53)	(5)	(10)	(35)	(198)
Interest expense	(5)	(5)	(5)	(4)	(3)
Other income/exp.	83	37	36	34	23
EBT	25	28	21	(5)	(178)
Corporate tax	(4)	(12)	(17)	6	32
After-tax net profit (loss)	22	16	4	1	(146)
Minority interest	5	2	3	4	5
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	(11)	21	56	(65)	(6)
Net profit (loss)	16	39	63	(60)	(147)
Reported EPS	0.02	0.06	0.09	(0.09)	(0.21)
Fully diluted EPS	0.02	0.06	0.09	(0.09)	(0.21)
Core net profit	27	18	7	5	(141)
Core EPS	0.04	0.03	0.01	0.01	(0.20)
EBITDA	148	201	198	162	15

KEY RATIOS

Gross margin (%)	24.3	27.7	24.3	23.7	4.9
EBITDA margin (%)	18.4	22.6	21.1	17.2	2.1
Operating margin (%)	(6.5)	(0.5)	(1.1)	(3.7)	(28.4)
Net margin (%)	2.0	4.4	6.8	(6.4)	(21.1)
Core profit margin (%)	3.3	2.0	0.8	0.5	(20.2)
BV (Bt)	10.9	10.9	11.0	10.7	10.5
ROE (%)	0.8	2.1	3.4	(3.3)	(8.2)
ROA (%)	0.5	1.3	2.1	(2.1)	(5.1)
Current ratio (x)	2.5	2.4	2.3	2.4	2.3
Gearing ratio (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Interest coverage (x)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.

QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

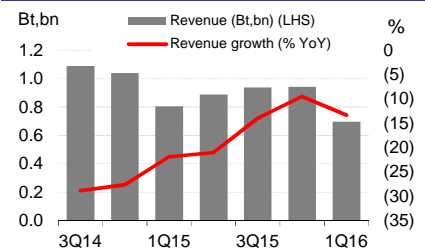
Cash & Equivalent	3,372	2,558	2,683	2,532	2,563
Accounts receivable	530	497	729	800	731
Inventory	27	38	30	26	24
PP&E-net	2,613	2,549	2,458	2,416	2,342
Other assets	5,846	5,806	5,768	5,513	5,486
Total assets	12,804	12,028	12,053	11,642	11,480
Accounts payable	64	96	125	167	114
ST debts & current portion	33	36	36	35	35
Long-term debt	48	21	36	30	26
Other liabilities	3,565	2,942	2,794	2,696	2,693
Total liabilities	5,326	4,512	4,518	4,260	4,282
Paid-up capital	3,435	3,435	3,435	3,435	3,435
Share premium	2,912	2,953	2,975	2,813	2,631
Retained earnings	2,912	2,953	2,975	2,813	2,631
Shareholders equity	7,455	7,496	7,518	7,355	7,174
Minority interests	23	21	17	26	24
Total Liab.&Shareholders' equity	12,804	12,028	12,053	11,642	11,480

Average TV loading factor (%)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16
Average TV loading factor (%)	53.0%	70.0%	62.0%	65.0%	45.0%
TV ad revenue (Btm)	387	418	446	427	250
Radio ad revenue (Btm)	204	240	242	257	194
Concession revenue (Btm)	112	122	116	115	118
New media & digital network rev (Btm)	102	110	132	142	136

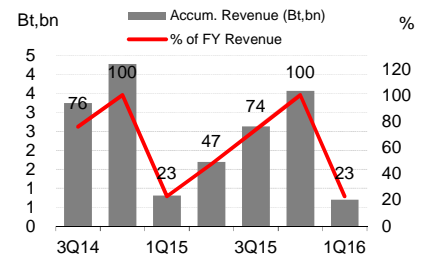
Company profile

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 FY15, it paid Bt201m 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 FY15, it paid Bt264m. 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).

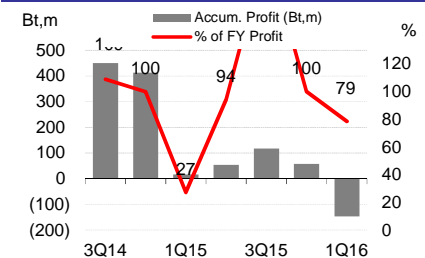
Revenue trend



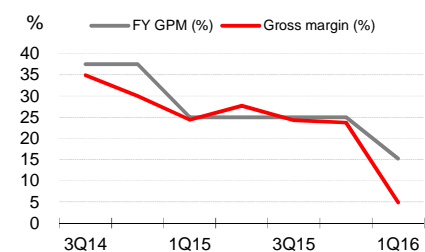
Revenue trend (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin

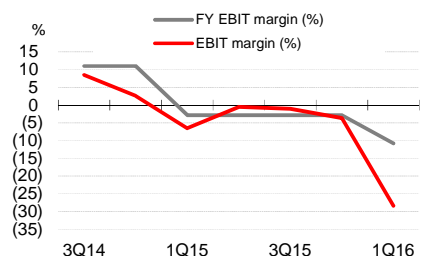


Figure 1 : 1Q16 results

FY Ended 31 Dec (Btm)	1Q16	1Q15	YoY %	4Q15	QoQ %	3M16	3M15	YoY %	3M16 vs. FY16E
Income Statement									
Revenue	697	805	(13)	941	(26)	697	805	(13)	23
Cost of sales and services	(664)	(609)	9	(718)	(8)	(664)	(609)	9	25
EBITDA	15	148	(90)	162	(91)	15	148	(90)	nm
SG&A	(232)	(249)	(7)	(258)	(10)	(232)	(249)	(7)	29
EBIT	(198)	(53)	(276)	(35)	(467)	(198)	(53)	(276)	nm
Interest expense	(3)	(5)	(24)	(4)	(22)	(3)	(5)	(24)	nm
Other income/exp.	23	83	(72)	34	(32)	23	83	(72)	nm
Equity earnings from affiliates	0	0	nm	0	nm	0	0	nm	nm
Extra items	(6)	(11)	(45)	(65)	nm	(6)	(11)	nm	25
EBT	(178)	25	nm	(5)	nm	(178)	25	nm	nm
Corporate tax	32	(4)	nm	6	nm	32	(4)	nm	nm
Minority interest	5	5	4	4	37	5	5	4	39
Net profit (loss)	(147)	16	nm	(60)	(145)	(147)	16	nm	nm
Reported EPS	(0.21)	0.02	nm	(0.09)	(145)	-0.21	0.02	nm	nm
Core net profit	(141)	27	nm	5	nm	(141)	27	nm	nm
Key ratios									
Gross margin (%)	4.9	24.3		23.7		4.9	24.3		
EBITDA margin (%)	2.1	18.4		17.2		2.1	18.4		
EBIT margin (%)	(28.4)	(6.5)		(3.7)		(28.4)	(6.5)		
SG&A / Revenue (%)	33.2	30.9		27.4		33.2	30.9		
Tax rate (%)	18.0	14.5		118.5		18.0	14.5		
Net margin (%)	(21.1)	2.0		(6.4)		(21.1)	2.0		
Current ratio (x)	2.3	2.5		2.4		2.3	2.5		
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	2,563	3,372	(24)	2,532	1				
Total assets	11,480	12,804	(10)	11,642	(1)				
ST debts & current portion	35	33	nm	35	0				
Long-term debt	26	48	nm	30	(15)				
Total liabilities	4,282	5,326	(20)	4,260	1				
Retained earnings	2,631	2,912	(10)	2,813	(6)				
Shareholders equity	7,174	7,455	(4)	7,355	(2)				
Minority interests	24	23	3	26	(11)				
BV (Bt)	10.5	10.9	(4)	10.7	(2)				

- Ad income was 10% short of estimate
- Service costs overshoot our model by 17%
- Gross profit undershot our expectation by 81%
- GM hit the historical low of 4.9%; lower than our assumption of 24%
- The fifth quarter in a row of operating loss amounted to Bt198m
- An extra item—Bt6m in 1Q16 and Bt11m in 1Q15, which arose from a change in accounting practices for digital TV licenses
- Net and core losses undershot our model by 304% and 364%, respectively

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

Figure 2: 1Q16 revenue and gross profit breakdown

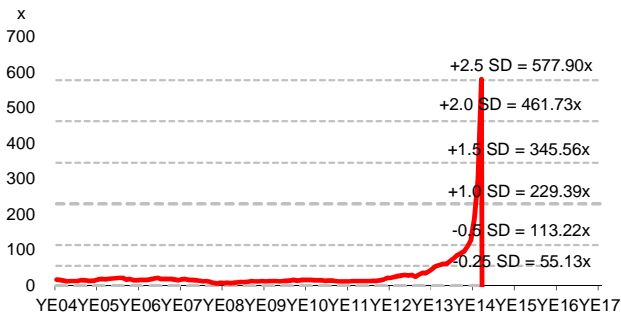
	1Q16	1Q15	% YoY	4Q15	% QoQ
Total revenue	698	805	(13.3)	941	(25.8)
- TV	250	387	(35.4)	427	(41.5)
- New media	51	54	(5.6)	50	2.0
- Digital network	85	48	77.1	92	(7.6)
- Radio	194	204	(4.9)	257	(24.5)
- Concession	118	112	5.4	115	2.6
Total cost of services	(664)	(609)	9.0	(718)	(7.6)
- Cost of services	(617)	(566)	9.1	(672)	(8.1)
- Cost of concession	(46)	(43)	6.8	(46)	(0.8)
Gross profit	34	196	(82.7)	223	(84.8)
- TV & radio & new media	(122)	79	n.m.	62	n.m.
- Concession	72	69	4.4	69	4.9
Gross margin (%)	4.8%	24.3%		23.7%	
- TV & radio & new media	-24.7%	12.3%		8.5%	
- Concession	60.9%	61.5%		59.6%	

Source: Company data

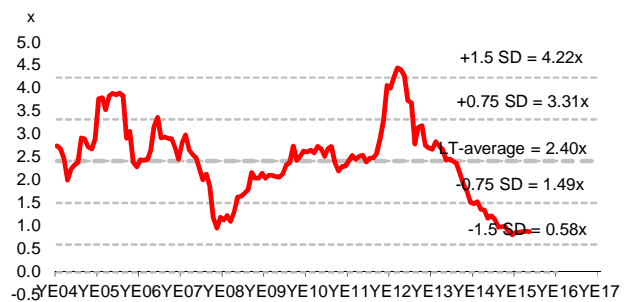
Regional Comparisons

	Bloomberg Code	Price (local curr.)	Market Cap (US\$ equivalent)	PER (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div Yield (%)	
				2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E
Abs-Cbn Corp	ABS PM	PHP54.0	984	11.1	14.1	46.0	-21.6	1.5	1.4	13.5	9.8	1.5	2.4
Gma Network Inc	GMA7 PM	PHP6.8	489	11.9	16.1	35.6	-23.7	n.a.	n.a.	28.9	21.3	5.9	6.0
Sun Tv Network Ltd	SUNTV IN	INR381.8	2,253	16.5	14.5	16.0	13.8	4.0	3.6	25.4	26.2	3.3	3.8
Zee Entertainment Enterprise	Z IN	INR447.5	6,436	34.5	27.9	42.9	24.3	6.5	5.6	21.9	23.1	0.7	0.8
Television Broadcasts Ltd	511 HK	HKD29.0	1,637	16.0	15.5	79.4	3.5	1.7	1.7	10.5	11.4	8.8	8.8
Nippon Television Network	9404 JP	JPY1,779.0	4,307	12.5	11.8	18.2	6.6	0.8	0.7	6.2	6.2	1.9	1.9
Tokyo Broadcasting System	9401 JP	JPY1,441.0	2,519	22.3	21.8	-22.2	2.2	0.6	0.6	2.4	2.2	1.3	1.2
Tv Asahi Corp	9409 JP	JPY1,728.0	1,721	16.7	15.4	-8.1	8.7	0.6	0.6	3.6	3.7	2.3	2.3
Beijing Gehua Catv Network-A	600037 CH	CNY15.1	3,218	24.0	20.4	7.9	16.9	1.7	1.6	7.7	8.1	1.4	1.6
BEC World	BEC TB	THB24.20	1,370	17.5	16.6	-7.3	5.6	5.9	5.7	35.0	36.3	5.3	5.5
GMM Grammy	GRAMMY TB	THB9.35	217	n.m.	30.0	n.m.	n.m.	4.3	3.7	-14.0	14.9	0.0	2.7
Major Cineplex Group	MAJOR TB	THB31.75	802	21.7	19.6	11.6	10.6	4.1	3.9	19.5	20.6	4.0	4.5
MCOT	MCOT TB	THB8.90	173	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	0.9	0.9	-2.6	-1.2	0.0	0.0
Plan B Media	PLANB TB	THB6.50	645	40.2	35.1	41.8	14.5	7.4	6.6	19.4	19.9	1.2	1.4
RS	RS TB	THB12.10	336	41.9	28.6	138.1	46.5	6.6	6.0	16.4	22.2	1.4	2.1
VGI Global Media	VGI TB	THB4.46	867	32	30	29.0	6.8	16.2	15.3	52.7	53.3	2.9	3.0
Workpoint Entertainment	WORK TB	THB38.00	449	53.0	41.5	82.4	27.7	5.0	4.7	10.0	11.9	3.0	3.9
Simple average				24.8	22.4	34.1	9.5	4.2	3.9	15.1	17.1	2.6	3.1

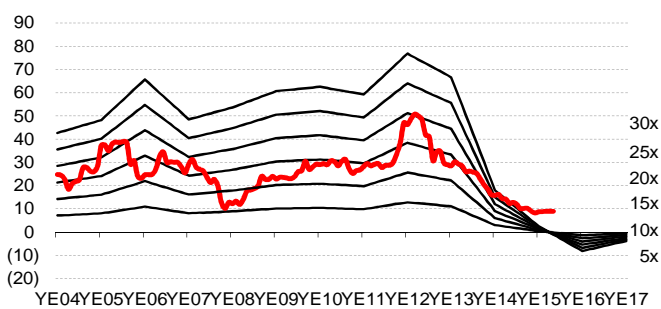
PER band versus SD (next 12 months)



PBV band versus SD (next 12 months)



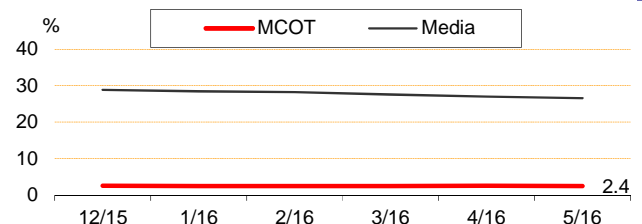
PER band and share price



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 neither confirms nor certifies 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.