

อสมท

Media
Neutral

คาดการณ์ไรสุทธิไตรมาส 2/54 แข็งแกร่ง

ประเด็นการลงทุน: เราทำการปรับผลกำไรหลักสำหรับปี 2554-55 ลดลง 5% และลดลง 6% ตามลำดับเพื่อสะท้อนค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานรวมถึงค่าใช้จ่ายด้านการขายและบริหารที่เพิ่มสูงขึ้น การบันทึกค่าใช้จ่ายด้านที่ปรึกษาเพิ่มเติม รวมถึงการปรับเพิ่มเงินเดือนพนักงานในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ และการบันทึกค่าใช้จ่ายจากธุรกิจสื่อใหม่ที่สูงขึ้นในปี 2555 ความเสี่ยงระยะยาวของ MCOT จะมาจากค่าใช้จ่ายด้านกฎระเบียบที่จะเพิ่มขึ้นภายหลังจากที่กสทช. ถูกจัดตั้งขึ้น โดยหุ้นที่เราชอบที่สุดในกลุ่มสื่อยังคงเป็น BEC

คาดการณ์ไรสุทธิไตรมาส 2/54 แข็งแกร่ง: เราคาดการณ์ไรสุทธิไตรมาส 2/54 ที่ 430 ล้านบาท หรือเพิ่มขึ้น 17% YoY และ 18% QoQ โดยได้รับแรงหนุนจาก 1) ช่วงไฮซีซั่นของไตรมาสสอง 2) งบโฆษณาซึ่งเกี่ยวข้องกับการเลือกตั้ง 3) รายได้โฆษณาทีวีที่เพิ่มสูงขึ้นและรายได้โฆษณาวิทยุที่ทรงตัวแข็งแกร่ง 4) ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่ยังควบคุมได้ในระดับดี

รายได้โฆษณาแข็งแกร่งในไตรมาส 2/54: รายได้โฆษณาทีวีมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น 12% YoY และ 15% QoQ (ซึ่งถือว่าสูงกว่าตัวเลขของนิลสันที่รายงานว่าจะเพิ่มขึ้น 9% YoY) โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอัตรา稼องเวลาโฆษณาทีวีที่เพิ่มขึ้นและการปรับขึ้นอัตราค่าโฆษณา โดยอัตรา稼องเวลาโฆษณาเฉลี่ยมีแนวโน้มอยู่ที่ 100% ในไตรมาส 2/54 เทียบกับ 95% ในไตรมาส 1/54 และ 113% ในไตรมาส 2/53 สำหรับอัตรา稼องเวลาโฆษณาช่วงไพรม์ไทม์คาดว่าจะอยู่ในช่วง 100-110% และช่วงนอกไพรม์ไทม์อยู่ที่ 90-95% นอกจากนี้ MCOT ได้ทำการปรับขึ้นอัตราค่าโฆษณา 5-25% สำหรับรายการไพรม์ไทม์ 14 รายการ ซึ่งมีผลตั้งแต่เดือนม.ค.2554 รายได้วิทยุมีแนวโน้มทรงตัว YoY เราคาดว่ารายได้จากสื่อใหม่จะเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 50 ล้านบาทในไตรมาส 2/54 (จาก 25 ล้านบาทในไตรมาส 1/54) นอกจากนี้ยังมีงาน 4 อีเวนต์ในไตรมาสนี้ ได้แก่ ถนนเทคโนโลยี, ไฟฟ้า โคลัมเบีย 2554, ไฟฟ้า เม็กซิโก 2554 และไฟฟ้า เยอรมัน 2554 รวมถึงมีรายการตามช่วงฤดูกาล ได้แก่ เดอะ สตาร์ และ เดอะ เทรนเนอร์

ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานเพิ่มสูงขึ้นในไตรมาส 3/54: แม้ว่าจะควบคุมค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานได้ดีในไตรมาส 2/54 แต่ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารอาจเพิ่มขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ เนื่องจาก (1) ค่าใช้จ่ายด้านที่ปรึกษาเพิ่มเติมรวมกันประมาณ 100 ล้านบาท (สำหรับโครงการระบบ ERP โครงการปรับปรุงโครงสร้างภายในองค์กร) และ (2) การปรับขึ้นเงินเดือนพนักงานอีก 5% (คาดการณ์ที่น้อยกว่า 100 ล้านบาท) นอกจากนี้ เราคาดว่าค่าใช้จ่ายธุรกิจสื่อใหม่จะมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นในปี 2555

BUALUANG RESEARCH

ประสิทธิ์ สัจจวรกุล
prasit@bualuang.co.th
+662 618 1342

คำแนะนำพื้นฐาน: **ถือ**
เป้าหมายพื้นฐาน: **32.00 บาท**
ราคา (08/08/11): **29.75 บาท**

Key Ratios & Statistics

Market cap	Bt20.44bn
12-mth price range	Bt25.50/Bt32.50
3-mth avg daily volume	Bt23.41m
# of shares (m)	687.1
Est. free float (%)	22.7
Foreign limit (%)	15.0

Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	1.8	(3.8)	(10.9)
Absolute	0.8	(3.3)	12.3

Financial summary

FY Ended 31 Dec	2010	2011E	2012E	2013E
Revenues (Btm)	5,546	5,965	6,434	6,593
Net profit (Btm)	1,423	1,855	1,767	1,882
EPS (Bt)	2.07	2.70	2.57	2.74
BLS/Consensus (x)	n.a.	1.10	1.01	n.a.
EPS growth (%)	+2.4%	+30.4%	-4.8%	+6.5%
Core profit (Btm)	1,672	1,572	1,767	1,882
Core EPS (Bt)	2.43	2.29	2.57	2.74
Core EPS growth (%)	+27.3%	-6.0%	+12.4%	+6.5%
PER (x)	12.4	11.0	11.6	10.9
Core PER (x)	10.6	13.0	11.6	10.9
EV/EBITDA (x)	5.1	5.9	5.2	4.8
PBV (x)	2.3	2.5	2.4	2.3
Dividend (Bt)	1.90	2.40	2.29	2.44
Dividend yield (%)	7.4	8.1	7.7	8.2
ROE (%)	18.9	23.5	21.5	22.3
Net gearing (x)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash

CG Rating - 2010



Company profile

MCOT Plc (MCOT) operates a free-to-air national terrestrial TV station, ModerNine, and 62 radio stations across the country. The firm also collects a percentage of the revenues generated by two TV operators that have MCOT-granted concessions—Bangkok Entertainment Plc (a subsidiary of BEC) and UBC (or TRUE Visions). Bangkok Entertainment operates the nationwide terrestrial TV station, Channel 3. Last year Bangkok Entertainment paid Bt157m in revenue share to MCOT. TRUE Vision runs a multi-channel pay TV business over fiber-optic cable and satellite. It pays 6.5% of its revenue to MCOT. In FY10 it paid Bt529m.

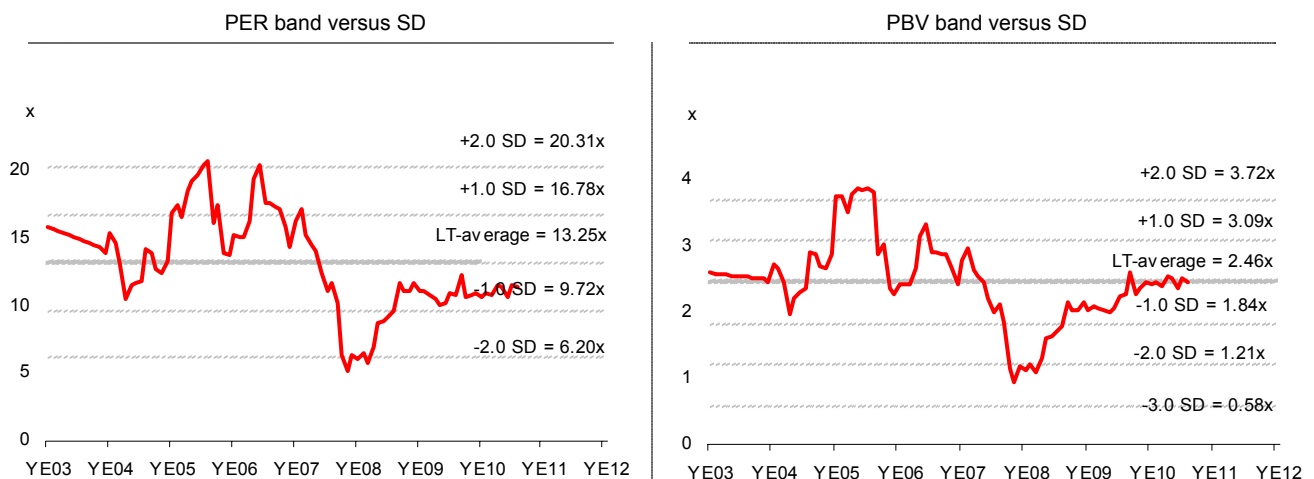
ปรับลดประมาณการกำไรหลักปี 2554-2555 ลง: เนื่องจาก MCOT ดัดสินใจบันทึกรายได้ 405 ล้านบาทจาก BEC (สำหรับการต่อสัญญา 10 ปีของ BEC จนถึงปี 2563) ซึ่งเป็นรายได้ที่ทำการบินหักเพียงครั้งเดียวในไตรมาส 3/54 เราจึงปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิปี 2554 ขึ้นอีก 12% แต่อย่างไรก็ตาม เราทำการปรับลดประมาณการกำไรหลักปี 2554-2555 ลง 5% และ 6% ตามลำดับ เพื่อสะท้อนค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้น นอกจากนี้ยังมีความเสี่ยงด้านกฎระเบียบในระยะยาวกับโครงสร้างรายได้และค่าใช้จ่ายในอนาคต ดังนั้นเราทำปรับลดราคาเป้าหมายลงอีก 18% มาอยู่ที่ 32 บาท ซึ่งประเมินตามวิธี DCF

Figure 1: 2Q11 earnings preview

	2Q11E	2Q10	% YoY	1Q11	% QoQ	1H11E	1H10	% YoY
Total revenue	1,423	1,319	7.8	1,252	13.7	2,674	2,466	8.4
- TV	978	873	12.0	849	15.1	1,827	1,619	12.8
- Radio	235	232	1.2	193	21.8	428	424	0.8
- Concession	210	214	(1.9)	209	0.3	419	423	(0.8)
Total cost of services	(511)	(498)	2.6	(473)	8.2	(984)	(937)	5.0
- Cost of TV & radio	(485)	(469)	3.5	(446)	8.8	(931)	(878)	6.0
- Cost of concession	(26)	(30)	(11.6)	(27)	(1.4)	(53)	(59)	(9.9)
Gross profit	911	821	11.0	779	17.0	1,690	1,529	10.5
- TV & radio	728	636	14.3	596	22.0	1,324	1,165	13.6
- Concession	184	184	(0.3)	183	0.5	366	364	0.7
SG&A	(306)	(306)	(0.2)	(267)	14.4	(573)	(538)	6.5
EBIT	605	514	17.7	512	18.3	1,117	991	12.7
Interest expense	(2)	(0)	n.m.	(2)	(16.4)	(4)	(2)	104.8
Other income/exp.	30	24	22.6	25	17.8	55	38	44.1
EBT	633	539	17.6	535	18.5	1,168	1,028	13.7
Corporate tax	(196)	(167)	17.5	(168)	17.2	(364)	(296)	22.8
After-tax profit	437	372	17.6	367	19.0	804	731	9.9
Minority interest	(7)	(5)	48.9	(3)	158.4	(10)	(9)	8.5
Net profit	430	367	17.2	364	18.0	794	723	10.0
Reported EPS	0.63	0.53	17.2	0.53	18.0	1.16	1.05	10.0
Fully diluted EPS	0.63	0.53	17.2	0.53	18.0	1.16	1.05	10.0
Core net profit	430	367	17.2	364	18.0	794	723	10.0
Core EPS	0.63	0.53	17.2	0.53	18.0	1.16	1.05	10.0
EBITDA	737	635	16.1	643	14.6	1,381	1,233	12.0
Gross margin (%)	64.1	62.2		62.2		63.2	62.0	
EBITDA margin (%)	51.8	48.2		51.4		51.6	50.0	
Operating margin (%)	42.6	39.0		40.9		41.8	40.2	
Net margin (%)	30.2	27.8		29.1		29.7	29.3	
Core profit margin (%)	30.2	27.8		29.1		29.7	29.3	

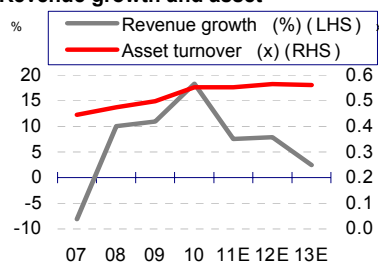
Sources: Company data and Bualuang Research estimates

Figure 2: Band comparisons versus SD

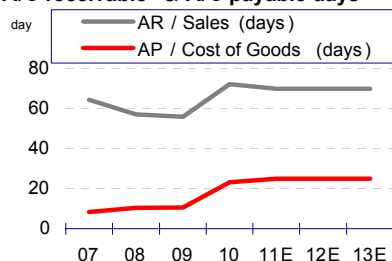


Sources: Company data, SET, and Bualuang Research estimates

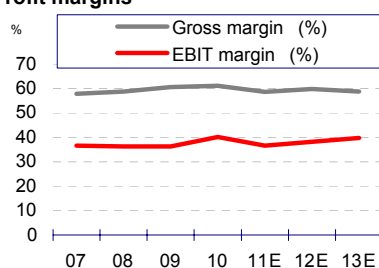
Revenue growth and asset



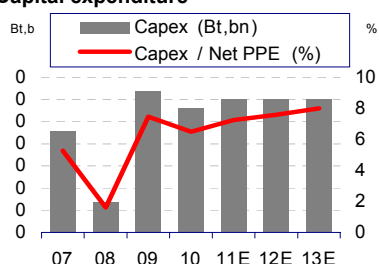
A/C receivable & A/C payable days



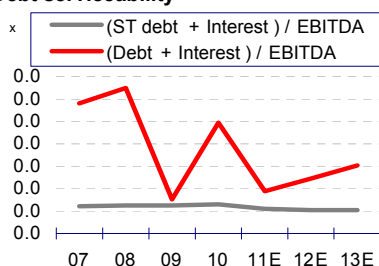
Profit margins



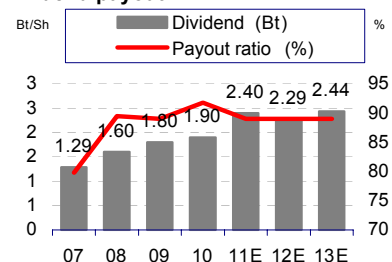
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



	2009	2010	2011E	2012E	2013E
PROFIT & LOSS (Btm)					
Revenue	4,688	5,546	5,965	6,434	6,593
Cost of sales and services	(1,846)	(2,155)	(2,469)	(2,592)	(2,721)
Gross profit	2,842	3,391	3,496	3,842	3,872
SG&A	(1,140)	(1,166)	(1,312)	(1,383)	(1,253)
EBIT	1,702	2,225	2,183	2,459	2,619
Interest expense	(1)	(1)	(1)	(2)	(2)
Other income/exp.	68	93	98	103	108
EBT	1,769	2,317	2,280	2,560	2,726
Corporate tax	(452)	(622)	(684)	(768)	(818)
After-tax profit (loss)	1,317	1,695	1,596	1,792	1,908
Minority interest	(4)	(23)	(24)	(25)	(26)
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	76	(249)	284	0	0
Net profit (loss)	1,389	1,423	1,855	1,767	1,882
Reported EPS	2.02	2.07	2.70	2.57	2.74
Fully diluted EPS	2.02	2.07	2.70	2.57	2.74
Core net profit	1,313	1,672	1,572	1,767	1,882
Core EPS	1.91	2.43	2.29	2.57	2.74
EBITDA	2,185	2,723	2,698	2,991	3,169

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	10.9	18.3	7.6	7.9	2.5
Gross margin (%)	60.6	61.1	58.6	59.7	58.7
EBITDA margin (%)	46.6	49.1	45.2	46.5	48.1
Operating margin (%)	36.3	40.1	36.6	38.2	39.7
Net margin (%)	29.6	25.7	31.1	27.5	28.5
Core profit margin (%)	28.0	30.1	26.3	27.5	28.5
ROA (%)	14.8	14.2	17.2	15.5	16.0
ROCE (%)	18.9	18.8	23.3	21.3	22.0
Asset turnover (x)	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
Current ratio (x)	4.5	3.3	3.3	3.3	3.4
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.

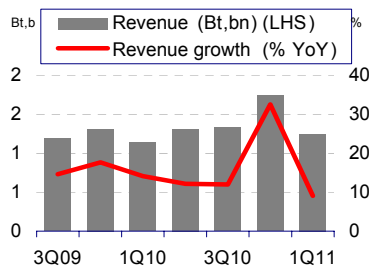
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	3,646	3,871	4,596	4,785	5,287
Accounts receivable	719	1,101	1,144	1,234	1,265
Inventory	4	4	5	5	5
PP&E-net	4,272	4,307	4,136	3,951	3,751
Other assets	96	111	307	448	497
Total assets	9,693	10,389	11,232	11,541	11,949
Accounts payable	54	137	169	178	186
ST debts & current portion	0	0	0	0	0
Long-term debt	0	5	1	2	3
Other liabilities	15	21	30	32	33
Total liabilities	2,202	2,725	2,994	3,162	3,234
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	2,914	3,066	3,615	3,731	4,040
Shareholders' equity	7,457	7,608	8,157	8,273	8,582
Minority interests	34	56	80	106	132
Total Liab.&Shareholders' equity	9,693	10,389	11,232	11,541	11,949

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
CASH FLOW (Btm)					
Net income	1,389	1,423	1,855	1,767	1,882
Depreciation and amortization	483	498	515	532	549
Change in working capital	(52)	(299)	(12)	(82)	(22)
FX, non-cash adjustment & others	(94)	156	16	(37)	5
Cash flows from operating activities	1,726	1,777	2,374	2,180	2,414
Capex (Invest)/Divest	(319)	(280)	(300)	(300)	(300)
Others	(41)	(839)	(225)	(242)	(108)
Cash flows from investing activities	(360)	(1,119)	(525)	(542)	(408)
Debt financing (repayment)	(0)	(1)	0	0	0
Equity financing	0	0	0	0	0
Dividend payment	(1,100)	(1,272)	(1,305)	(1,651)	(1,572)
Others	(1)	(1)	0	0	0
Cash flows from financing activities	(1,101)	(1,273)	(1,305)	(1,651)	(1,572)
Net change in cash	265	(615)	544	(13)	433

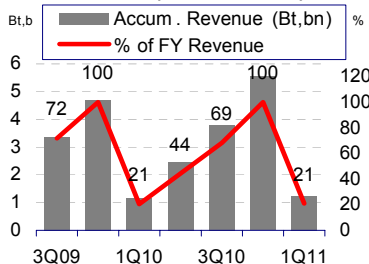
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
Free cash flow (Btm)	1,408	1,498	2,074	1,880	2,114
FCF per share (Bt)	2.05	2.18	3.02	2.74	3.08

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

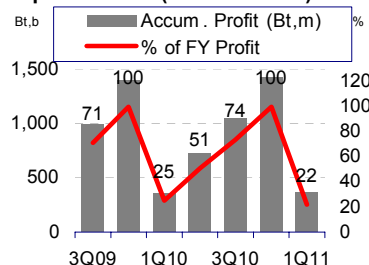
Revenue trend



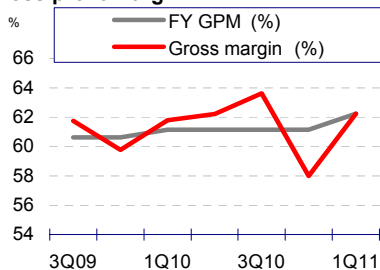
Revenue trend (accumulated)



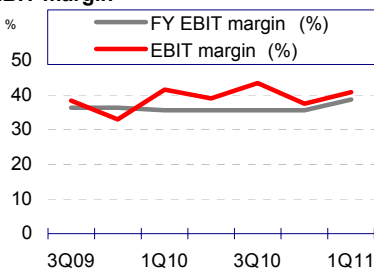
Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin



Financial tables

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11
PROFIT & LOSS (Btm)					
Revenue	1,147	1,319	1,334	1,746	1,252
Cost of sales and services	(438)	(498)	(485)	(733)	(473)
Gross profit	709	821	849	1,013	779
SG&A	(232)	(306)	(269)	(358)	(267)
EBIT	477	514	580	654	512
Interest expense	(2)	(0)	(0)	2	(2)
Other income/exp.	14	24	19	34	25
EBT	489	539	598	691	535
Corporate tax	(129)	(167)	(146)	(179)	(168)
After-tax profit (loss)	360	372	452	512	367
Minority interest	(4)	(5)	(7)	(8)	(3)
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	0	0	(119)	(130)	0
Net profit (loss)	356	367	326	374	364
Reported EPS	0.52	0.53	0.47	0.54	0.53
Fully diluted EPS	0.52	0.53	0.47	0.54	0.53
Core net profit	356	367	445	504	364
Core EPS	0.52	0.53	0.65	0.73	0.53
EBITDA	598	635	704	786	643

KEY RATIOS

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11
Gross margin (%)	61.8	62.2	63.6	58.0	62.2
EBITDA margin (%)	52.1	48.2	52.8	45.1	51.4
Operating margin (%)	41.6	39.0	43.4	37.5	40.9
Net margin (%)	31.0	27.8	24.4	21.4	29.1
Core profit margin (%)	31.0	27.8	33.4	28.9	29.1
BV (Bt)	11.4	10.9	11.4	11.3	11.8
ROE (%)	18.2	19.7	16.8	19.5	18.1
ROA (%)	14.2	14.9	13.0	14.2	13.6
Current ratio (x)	5.1	4.0	4.6	3.3	3.7
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.

BALANCE SHEET (Btm)

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11
Cash & Equivalent	3,772	3,368	4,010	3,871	3,978
Accounts receivable	788	823	827	1,101	1,148
Inventory	4	12	4	4	5
PP&E-net	4,309	4,338	4,277	4,307	4,285
Other assets	144	179	185	328	334
Total assets	9,999	9,866	10,029	10,517	10,740
Accounts payable	61	79	85	137	134
ST debts & current portion	0	1	1	3	5
Long-term debt	0	1	0	5	6
Other liabilities	1,061	1,032	984	986	969
Total liabilities	2,156	2,375	2,205	2,781	2,637
Paid-up capital	3,435	3,435	3,435	3,435	3,435
Share premium	3,263	2,907	3,233	3,139	3,504
Retained earnings	3,263	2,907	3,233	3,139	3,504
Shareholders equity	7,805	7,449	7,775	7,682	8,046
Minority interests	38	42	49	54	57
Total Liab.&Shareholders' equity	9,999	9,866	10,029	10,517	10,740

Sources: Company data, Bualuang Research

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED – DISCLAIMER

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 ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF ADVANC DERIVATIVE WARRANTS. Investors should carefully read the details of the derivative warrants in the prospectus before making investment decisions.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF AOT DERIVATIVE WARRANTS. Investors should carefully read the details of the derivative warrants in the prospectus before making investment decisions.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF BANPU DERIVATIVE WARRANTS. Investors should carefully read the details of the derivative warrants in the prospectus before making investment decisions.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF BAY DERIVATIVE WARRANTS. Investors should carefully read the details of the derivative warrants in the prospectus before making investment decisions.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF BCP DERIVATIVE WARRANTS. Investors should carefully read the details of the derivative warrants in the prospectus before making investment decisions.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF CPALL DERIVATIVE WARRANTS. Investors should carefully read the details of the derivative warrants in the prospectus before making investment decisions.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF CPF DERIVATIVE WARRANTS. Investors should carefully read the details of the derivative warrants in the prospectus before making investment decisions.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DTAC DERIVATIVE WARRANTS. Investors should carefully read the details of the derivative warrants in the prospectus before making investment decisions.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF ESSO DERIVATIVE WARRANTS. Investors should carefully read the details of the derivative warrants in the prospectus before making investment decisions.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF KBANK DERIVATIVE WARRANTS. Investors should carefully read the details of the derivative warrants in the prospectus before making investment decisions.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF KTB DERIVATIVE WARRANTS. Investors should carefully read the details of the derivative warrants in the prospectus before making investment decisions.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF IRPC DERIVATIVE WARRANTS. Investors should carefully read the details of the derivative warrants in the prospectus before making investment decisions.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF IVL DERIVATIVE WARRANTS. Investors should carefully read the details of the derivative warrants in the prospectus before making investment decisions.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF LH DERIVATIVE WARRANTS. Investors should carefully read the details of the derivative warrants in the prospectus before making investment decisions.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF PTT DERIVATIVE WARRANTS. Investors should carefully read the details of the derivative warrants in the prospectus before making investment decisions.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF PTTEP DERIVATIVE WARRANTS. Investors should carefully read the details of the derivative warrants in the prospectus before making investment decisions.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF SCB DERIVATIVE WARRANTS. Investors should carefully read the details of the derivative warrants in the prospectus before making investment decisions.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF SCC DERIVATIVE WARRANTS. Investors should carefully read the details of the derivative warrants in the prospectus before making investment decisions.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF SSI DERIVATIVE WARRANTS. Investors should carefully read the details of the derivative warrants in the prospectus before making investment decisions.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF STA DERIVATIVE WARRANTS. Investors should carefully read the details of the derivative warrants in the prospectus before making investment decisions.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF THAI DERIVATIVE WARRANTS. Investors should carefully read the details of the derivative warrants in the prospectus before making investment decisions.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF TRUE DERIVATIVE WARRANTS. Investors should carefully read the details of the derivative warrants in the prospectus before making investment decisions.






BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF TOP DERIVATIVE WARRANTS. Investors should carefully read the details of the derivative warrants in the prospectus before making investment decisions.

This research report was prepared by Bualuang Securities Public Company Limited and refers to research prepared by Morgan Stanley. Morgan Stanley does not warrant or guarantee the accuracy or completeness of its research reports. Morgan Stanley reserves copyright and other proprietary rights in the material reproduced in this report. Morgan Stanley is under no obligation to inform Bualuang Securities or you if the views or information referred to or reproduced in this research report change.

Corporate Governance Report disclaimer

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association (“IOD”) regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not base on inside information.

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. Bualuang Securities Public Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

Score Range	Number of Logo	Description
90 – 100		Excellent
80 – 89		Very Good
70 – 79		Good
60 – 69		Satisfactory
50 – 59		Pass
Below 50	No logo given	N/A

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.