

## Media (Digital TV)

### Action

เราแนะนำ BUY หุ้น GRAMMY (TP 20 บาท), RS (TP 17.2 บาท) และ TVT\* (TP 3.44 บาท) คาดผลประกอบการอยู่ในช่วง Turnaround และมีโอกาสเติบโตก้าวกระโดดจากทีวีดิจิทัล เช่นเดียวกับ WORK (TP 45 บาท) แต่ราคาหุ้นยังไม่สะท้อน ช้อขายที่ Forward PE16F เพียง 17-26 เท่า (ยกเว้น GRAMMY ยังขาดทุน) ต่ำกว่า WORK ที่ช้อขายกันที่กว่า 43 เท่า เราประเมินช่วงปลายปี FY15 ที่ราคาหุ้นยังถูกกดดันจากความผิดหวังผลประกอบการปี FY15F เป็นจังหวะที่ดีในการเข้าสะสมก่อนที่ผลประกอบการจะกลับมาฟื้นตัวโดดเด่นในปี FY16F ทั้งนี้ หุ้น GRAMMY, RS และ TVT\* มีความเสี่ยงจากสถานการณ์เศรษฐกิจในประเทศที่ยังเปราะบางอาจทำให้เจ้าของสินค้าและบริการชะลอการใช้งบประมาณยาวนานกว่าคาด

### Catalysts

ภาวะเศรษฐกิจในประเทศมีแนวโน้มฟื้นตัวจากเมกะโปรเจกต์ภาครัฐ, กลุ่มธุรกิจยานยนต์และสื่อสารมีแนวโน้มใช้งบประมาณเพิ่มขึ้น และสถานการณ์ทีวีดิจิทัลมีเสถียรภาพมากขึ้น

### Anchor themes

เม็ดเงินโฆษณามีแนวโน้มไหลเข้าสู่ทีวีดิจิทัลช่องใหม่ตามพฤติกรรมผู้ชมที่หันมารับชมมากขึ้น เราคาดผู้ให้บริการทีวีดิจิทัลช่องใหม่ที่มีเรตติ้งสูงจะมีผลประกอบการเติบโตโดดเด่น

## คาดการณ์หุ้นตัวโดดเด่น แต่ราคาหุ้นยังไม่สะท้อน

### เม็ดเงินโฆษณาปี FY16F มีแนวโน้มฟื้นตัว 5% y-y ในรอบ 4 ปี

จากในช่วงปี FY13-15 เม็ดเงินโฆษณาทรงตัวอยู่ที่ 1.1-1.2 แสนล้านบาท เนื่องจากได้รับผลกระทบจากสถานการณ์ความวุ่นวายทางการเมืองในประเทศในช่วงปี FY13-14 และการเปลี่ยนผ่านระบบทีวีจากอนาล็อกเป็นดิจิทัลในช่วงปี FY14-15 ขณะที่ปี FY16F อุตสาหกรรมสื่อโฆษณามีปัจจัยบวกจาก (1) เศรษฐกิจในประเทศมีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้นจากการลงทุนเมกะโปรเจกต์ของภาครัฐ โดย Nomura คาด GDP ปี FY16F เติบโต 2.5% y-y (2) กลุ่มธุรกิจยานยนต์และสื่อสารมีแนวโน้มใช้งบประมาณมากขึ้นเพื่อประชาสัมพันธ์ข้อมูลใหม่แก่ลูกค้า (อัตราภาษีใหม่) และทำการตลาดบริการใหม่ (4G) และ (3) สถานการณ์ทีวีดิจิทัลมีความชัดเจนและทำให้เอเจนซีกล้าใช้งบประมาณมากขึ้น

### สถานการณ์ทีวีดิจิทัลในปีที่ 3 มีความพร้อมมากขึ้น

หลังจากในช่วง 2 ปีแรก (FY14-15) มีความไม่แน่นอนทำให้เอเจนซียังไม่มั่นใจในการใช้งบประมาณ เช่น ปัญหาของ 3 จอตา และโครงข่ายภาคพื้นดินบางเจ้ายังไม่พร้อมนักช่วงเริ่มแรก, การแจกคู่มือสนับสนุนล่าช้า และประกาศเรียกชองเบอร์เดียวกันทุกแพลตฟอร์มเพิ่งบังคับใช้ช่วงปลายปี FY15 เป็นต้น ขณะที่ปี FY16F ไม่มีความไม่แน่นอนข้างต้นแล้ว เราคาดเม็ดเงินโฆษณามีแนวโน้มไหลเข้าสู่ทีวีดิจิทัลช่องใหม่ที่มีเรตติ้งสูงง่ายขึ้น โดยเฉพาะชองยอดนิยมน้อย Workpoint TV, Ch8, One HD และ GMM25 เป็นต้น เราคาดเม็ดเงินโฆษณาทีวีดิจิทัลยอดนิยมนปี FY16F เติบโตกว่า 67% y-y

### คาดการณ์รายปี FY16F กลุ่ม Media (Digital TV) ฟื้นตัวกว่า 73% y-y

จากผู้เล่นรายใหม่ (GRAMMY, RS, WORK และ TVT\*) พลิกจากขาดทุน -544 ล้านบาท เป็นกำไร 697 ล้านบาท และผู้เล่นรายเดิม (BEC และ MCOT) ฟื้นตัว 19% y-y เป็น 3.6 พันล้านบาท โดยผู้เล่นรายใหม่ผลประกอบการฟื้นตัวจากการเติบโตของทีวีดิจิทัลช่องใหม่ยอดนิยมน (Workpoint TV, Ch8, One HD และ GMM25) และผู้เล่นรายเดิมผลประกอบการฟื้นตัวจากฐานต่ำในปีก่อนที่เกิดจากการปรับฐานกำไรหลังเกิดทีวีดิจิทัล ทั้งนี้ เราคาด RS เป็นผู้เล่นรายใหม่ที่กำไรปกติปี FY16F ฟื้นตัวโดดเด่นที่สุดกว่า 1,112% y-y เป็น 372 ล้านบาท

### ปลายปี FY15 จังหวะดีเข้าลงทุน GRAMMY, RS และ TVT\*

เราแนะนำ Bullish กลุ่ม Media (Digital TV) โดยประเมินราคาหุ้นที่ยังไม่ฟื้นตัวในช่วงปลายปี FY15 เป็นโอกาสเข้าลงทุนโดยคาดหวังปัจจัยบวกการฟื้นตัวของกำไรปกติโดดเด่นกว่า 73% y-y ในปี FY16F ปัจจุบันหุ้นกลุ่ม Media (Digital TV) ช้อขายที่ Forward PE16F เพียง 17-26 เท่า (ยกเว้น WORK 43 เท่า และ GRAMMY ยังขาดทุน) ต่ำกว่าค่า PE ที่ควรจะเป็นที่ 30 เท่า (อิงจาก PE กลุ่ม Media ช่วงที่มีความคาดหวังการเติบโตจากทีวีดาวเทียมในช่วงปี FY13) และต่ำกว่า Forward PE16F หุ้น WORK ที่มีความคาดหวังการเติบโตจากทีวีดิจิทัลเช่นกัน โดยเราเลือก GRAMMY, RS และ TVT\* เป็นหุ้น Top pick ของกลุ่มฯ

## Investment Research and Investor Services

17 December 2015

Rating

Maintained

**BULLISH**

### IRIS analyst

Dithanop Vattanawakin

Analyst Registration No. 18576

dithanop.vattanawakin@th.nomura.com

02 638 5791, 02 287 6791

Stock	Rating	TP (THB)	Close Price	Upside / Downside
GRAMMY	BUY	20.00	9.40	+113%
TVT *	BUY	3.44	1.81	+90%
MCOT	BUY	14.50	7.95	+82%
RS	BUY	17.20	9.75	+76%
BEC	NEUTRAL	32.50	29.50	+10%
WORK	NEUTRAL	45.00	43.50	+3%

Source: CNS IRIS estimate, \* mai

## Core-Investment view

## Media (Digital TV): BULLISH, Top picks : GRAMMY, RS, TVT\*

CNS มีมุมมองบวกต่อกลุ่ม Media (Digital TV) โดยมีปัจจัยบวกและปัจจัยเสี่ยง ดังนี้

- **คาดเม็ดเงินโฆษณาปี FY16F เพิ่มขึ้น 5% y-y ครั้งแรกในรอบ 4 ปี** จาก (1) เศรษฐกิจในประเทศฟื้นตัวจากการเร่งลงทุนเมกะโปรเจกต์ของภาครัฐ (2) กลุ่มธุรกิจยานยนต์และสื่อสารมีแนวโน้มใช้โฆษณาเพิ่มขึ้น และ (3) สถานการณ์ทีวีดิจิทัลมีความชัดเจนมากขึ้นทำให้เอเจนซีโฆษณามั่นใจในการใช้โฆษณามากขึ้น
- **สถานการณ์ทีวีดิจิทัลมีความชัดเจนขึ้น** ประกอบด้วย (1) เริ่มบังคับใช้ประกาศเบอร์เดียวทุกแพลตฟอร์มตั้งแต่ปลายปี FY15 (2) โครงข่ายภาคพื้นดินครอบคลุม 80-90% ครบถ้วนทั่วประเทศ (3) แจกคู่มือ 14 ล้านฉบับเสร็จสิ้นแล้ว (4) เริ่มต้นปี FY16F ด้วยส่วนแบ่งผู้ชมราว 40% เมื่อเทียบกับช่องอนาล็อกเดิม และ (5) เริ่มต้นปี FY16F ด้วยส่วนแบ่งเม็ดเงินโฆษณาราว 30% เมื่อเทียบกับช่องอนาล็อกเดิม
- **CPRP ยังต่ำกว่าช่องอนาล็อกเดิม 2-4 เท่า** หมายถึง ราคาค่าโฆษณาทีวีดิจิทัลช่องใหม่/เรตติ้ง ยังต่ำกว่าช่องอนาล็อกเดิม 2-4 เท่าตัว โดย ณ สิ้นปี FY15 ราคา CPRP ช่องทีวีดิจิทัลใหม่ยอคนิยม (Workpoint TV, Ch8, One HD และ GMM25) อยู่ที่ 2-5 หมื่นบาท เทียบกับช่องอนาล็อกเดิม (3HD และ MCOT HD) อยู่ที่ 5 หมื่น – 2 แสนบาท
- **คาดเม็ดเงินโฆษณาช่องทีวีดิจิทัลยอคนิยมปี FY16F เติบโต 67% y-y** เป็น 7.3 พันล้านบาท ตามเรตติ้งที่เพิ่มขึ้น โดยมีอันดับเรตติ้งอยู่ที่ 3, 4, 6 และ 13 ตามลำดับ (จากฟรีทีวี 27 ช่อง) จากปี FY15F คาดเม็ดเงินโฆษณาเติบโต 206% y-y อยู่ที่ 4.4 พันล้านบาท ทั้งนี้ แม้ช่องทีวีดิจิทัลของ GRAMMY จะมีเรตติ้งไม่สูงแต่มีรายได้ค่าโฆษณาสูงจากการขาย Tie-in
- **คาดกำไรปกติปี FY16F กลุ่มฯ เพิ่มขึ้นโดดเด่น 73% y-y** เป็น 4.3 พันล้านบาท จาก (1) กลุ่มผู้เล่นรายใหม่ (GRAMMY, RS, WORK และ TVT\*) พลิกจากขาดทุนเป็นกำไรจากการเติบโตก้าวกระโดดต่อเนื่องของทีวีดิจิทัลช่องใหม่ และ (2) กลุ่มผู้เล่นรายเดิม (BEC และ MCOT) คาดกำไรฟื้นตัว 19% y-y จากการปรับฐานกำไรรับการแข่งขันที่สูงขึ้นในปีก่อน
- **ราคาหุ้นในกลุ่มฯ ยังไม่สะท้อนการฟื้นตัวและโอกาสเติบโตจากธุรกิจทีวีดิจิทัล** ซื้อขายที่ PE16F ราว 17-26 เท่า (ยกเว้น WORK 43 เท่า และ GRAMMY ไม่มีค่า PE เนื่องจากยังขาดทุน) หากเทียบกับค่า PE ของกลุ่มฯ ในช่วงที่มีความคาดหวังโอกาสเติบโตจากทีวีดาวเทียมอยู่ที่กว่า 30 เท่า หรือเทียบกับ WORK ที่กำลังถูกคาดหวังการเติบโตจากทีวีดิจิทัลมีค่า PE16E อยู่ที่ 43 เท่า
- **ปัจจัยเสี่ยง** (1) เศรษฐกิจในประเทศยังมีความเปราะบางอาจทำให้เม็ดเงินโฆษณาชะลอตัวนานกว่าคาด (2) การแข่งขันสูงอาจทำให้ผู้ประกอบการมีต้นทุนค่าคอนเทนต์รายการทีวีสูงกว่าคาด และ (3) การเปลี่ยนแปลงของเรตติ้งหลังมีผู้ให้บริการสำรวจรายใหม่ (คาดปี FY17)

แนะนำ BULLISH กลุ่ม Media (Digital TV) เพราะ

1. **คาดเม็ดเงินโฆษณาปี FY16F เพิ่มขึ้น 5% y-y เป็น 1.3 แสนล้านบาท**
2. **สถานการณ์ทีวีดิจิทัลมีความชัดเจนกว่าช่วง 2 ปีแรกมาก**
3. **CPRP (Cost per rating point) ทีวีดิจิทัลช่องใหม่ยังต่ำกว่าช่องทีวีอนาล็อกเดิม 2-4 เท่าตัว**
4. **คาดเม็ดเงินโฆษณาทีวีดิจิทัลยอคนิยมปี FY16F เติบโต 67% y-y**
5. **คาดกำไรปกติกลุ่มฯ ปี FY16F เพิ่มขึ้นโดดเด่นกว่า 73% y-y โดยเฉพาะกลุ่มผู้เล่นช่องใหม่**
6. **ราคาหุ้นในกลุ่มฯ ยังไม่สะท้อนซื้อขายที่ PE ต่ำกว่าช่วงที่คาดหวังการเติบโตจากทีวีดาวเทียม**
7. **ปัจจัยเสี่ยง เศรษฐกิจในประเทศ, การแข่งขัน และการเปลี่ยนแปลงเรตติ้ง**

## Exhibit 1: Forecast and Valuation

	Norm profit (THBmn)			Norm Growth (%)			PER(X)	PBV(X)	EV/EBITDA	DiY (%)	TP16F	Mkt price	% Upside	Rating
	FY14	FY15F	FY16F	FY14	FY15F	FY16F	FY16F	FY16F	FY16F	FY16F	(THB)	(THB)	/downside	
<b>DTV</b>	<b>2,862</b>	<b>2,464</b>	<b>4,266</b>	<b>-56%</b>	<b>-14%</b>	<b>73%</b>								<b>BULLISH</b>
<b>ผู้ประกอบการช่องอนาล็อกรายเดิม</b>														
BEC	4,415	2,974	3,241	-21%	-33%	9%	18.2	6.1	12.0	4.4%	32.50	29.50	10%	NEUTRAL
MCOT	504	34	327	-67%	-93%	862%	16.6	0.7	2.8	4.8%	14.50	7.95	82%	BUY
<b>ผู้ประกอบการทีวีดิจิทัลช่องใหม่และผู้ผลิตคอนเทนต์</b>														
GRAMMY	-2,265	-884	-186	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	2.6	22.0	0.0%	20.00	9.40	113%	BUY
RS	153	31	372	-61%	-80%	1,112%	26.4	5.5	14.0	3.0%	17.20	9.75	76%	BUY
WORK	21	267	420	-92%	1,182%	57%	43.2	6.0	22.7	1.6%	45.00	43.50	3%	NEUTRAL
TVT*	34	42	92	-39%	23%	118%	16.5	2.1	9.7	4.4%	3.44	1.81	90%	BUY

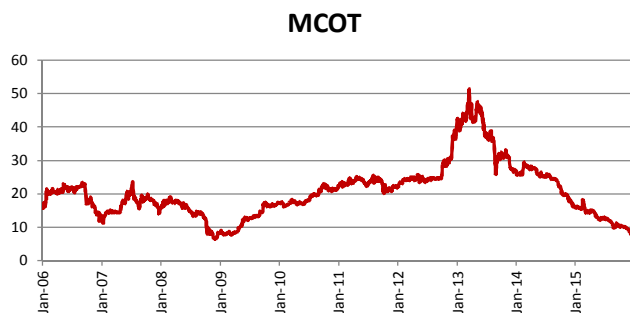
Source: CNS IRIS estimate, \* mai

**Exhibit 2. BEC's stock price (THB)**



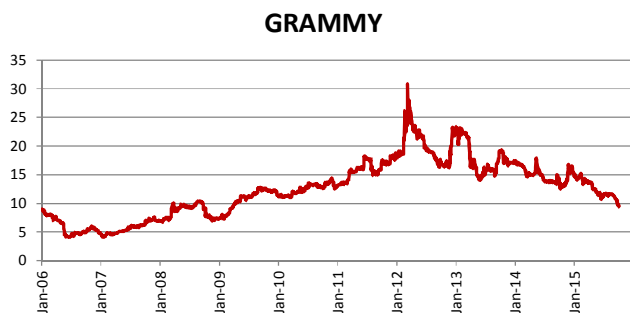
Source: Bloomberg, CNS

**Exhibit 3. MCOT's stock price (THB)**



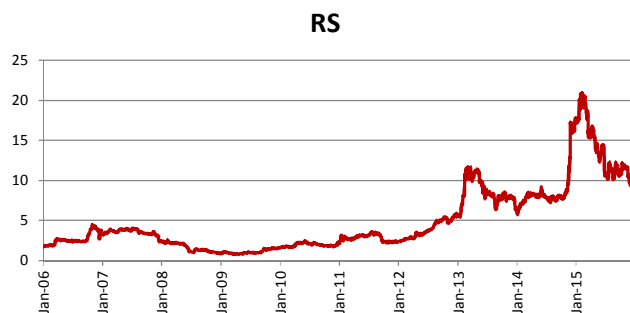
Source: Bloomberg, CNS

**Exhibit 4. GRAMMY's stock price (THB)**



Source: Bloomberg, CNS

**Exhibit 5. RS's stock price (THB)**



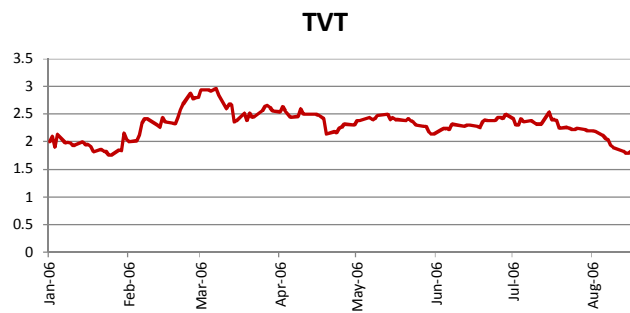
Source: Bloomberg, CNS

**Exhibit 6. WORK's stock price (THB)**



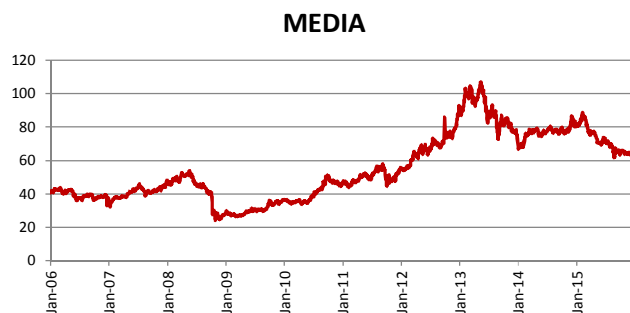
Source: Bloomberg, CNS

**Exhibit 7. TVT's stock price (THB)**



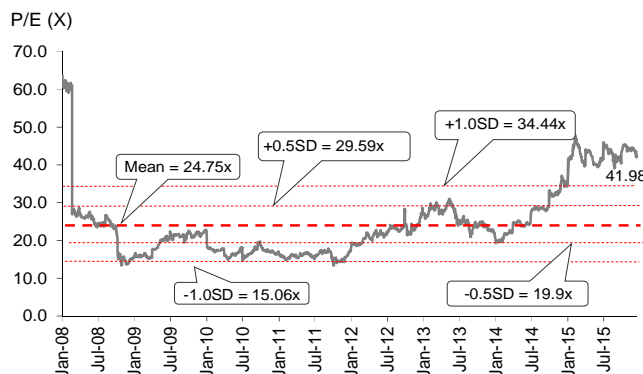
Source: Bloomberg, CNS

**Exhibit 8. Media sector index**



Source: Bloomberg, CNS

**Exhibit 9. P/E Media sector**

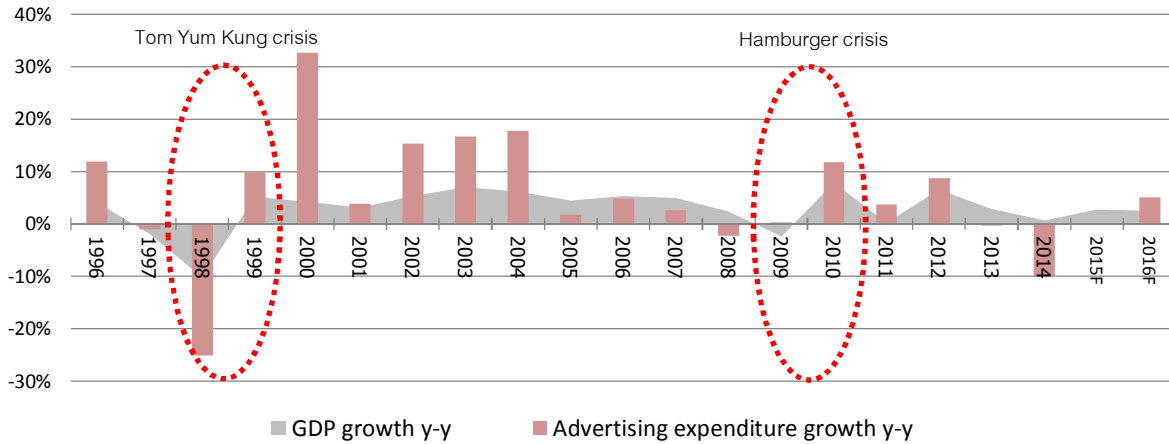


Source: Bloomberg, CNS

# คาดเม็ดเงินโฆษณาปี FY16F เพิ่มขึ้น 5% y-y

- Nomura คาด GDP ปี FY16F ของประเทศไทยเติบโต +2.5% y-y จากการเร่งลงทุนโครงการเมกะโปรเจกต์และแผนกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐ ซึ่งจากสถิติในอดีตพบว่าในปีที่เศรษฐกิจเริ่มฟื้นตัวเม็ดเงินโฆษณาจะเพิ่มขึ้นในอัตราประมาณ 2 เท่าของอัตราการเติบโตของ GDP ดังเช่น ในปี 1999 (ฟื้นตัวจากวิกฤติต้มยำกุ้ง) GDP +5.2% และเม็ดเงินโฆษณา +9.8% และปี 2010 (ฟื้นตัวจากวิกฤติแฮมเบอร์เกอร์) GDP +7.9% และเม็ดเงินโฆษณา +11.8% เป็นต้น เราจึงคาดเม็ดเงินโฆษณาปี FY16F เพิ่มขึ้น +5% y-y

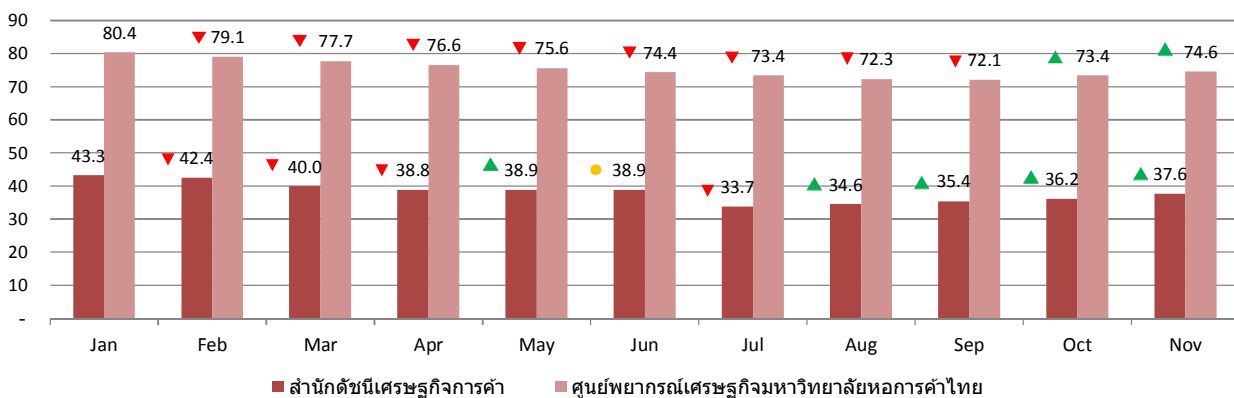
Exhibit 10. GDP growth vs Advertising expenditure growth (1996-2016F)



Source: CNS IRIS compile, Bank of Thailand and Nielsen

- ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค (CCI) ส่งสัญญาณดีขึ้น เริ่มฟื้นตัว m-m (เป็นอีกหนึ่งปัจจัยที่ผู้ประกอบการสินค้าและบริการใช้ในการตัดสินใจใช้เม็ดเงินโฆษณา) สำนักดัชนีเศรษฐกิจการค้า รายงาน CCI ฟื้นตัว m-m ตั้งแต่เดือน ส.ค.15 โดยระบุว่า การฟื้นตัวของ CCI เกิดจากราคาน้ำมันขายปลีกที่อยู่ในระดับต่ำ ภาคการท่องเที่ยวเติบโต และการขยายมาตรการ รถไฟ-รถเมล์ฟรี รวมทั้งมาตรการเร่งด่วนเพื่อช่วยเหลือเกษตรกรที่ได้รับผลกระทบจากภัยแล้ง แต่อย่างไรก็ตาม ยังมีปัจจัยเสี่ยงจากเศรษฐกิจโลกยังคงเปราะบาง ปัญหาภัยแล้ง ราคาสินค้าเกษตรตกต่ำ และปัญหาหนี้ครัวเรือน เป็นต้น และ ศูนย์พยากรณ์เศรษฐกิจมหาวิทยาลัยหอการค้าไทย รายงาน CCI ฟื้นตัว m-m ตั้งแต่เดือน ต.ค.15 โดยระบุว่าผู้บริโภคเริ่มรู้สึกว่าการะเศรษฐกิจในปัจจุบันปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อย และคาดหวังว่าเศรษฐกิจไทยจะฟื้นตัวได้ในอนาคต แต่อย่างไรก็ตาม ยังมีความกังวลต่อความไม่แน่นอนของการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทยและเศรษฐกิจโลก

Exhibit 11. Consumer Confident Index (Jan-Nov15)



Source: สำนักดัชนีเศรษฐกิจการค้าและศูนย์พยากรณ์เศรษฐกิจมหาวิทยาลัยหอการค้าไทย

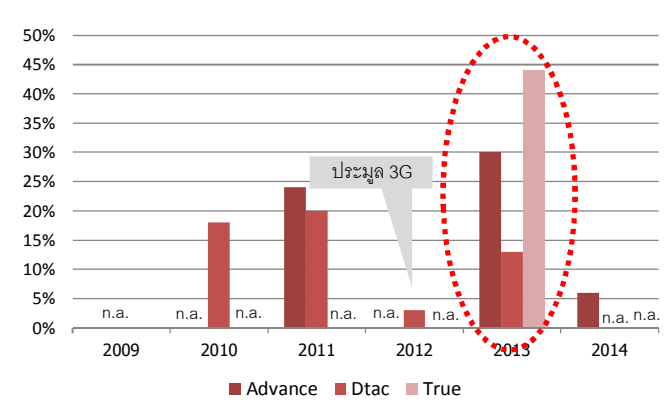
- กลุ่มธุรกิจยานยนต์และสื่อสารมีแนวโน้มใช้งบโฆษณาสูงขึ้น เนื่องจากปี FY16 เป็นปีที่ค่ายรถต่างๆ จะต้องปรับราคารถยนต์ตามอัตราภาษีใหม่ คาดว่าจะมีการใช้งบโฆษณาเพื่อประชาสัมพันธ์ราคาใหม่รวมทั้งการแข่งขันที่มีแนวโน้มรุนแรงขึ้น ส่วนธุรกิจสื่อสารคาดมีการใช้งบโฆษณาสูงขึ้นเพื่อประชาสัมพันธ์บริการใหม่ (4G) ที่มีการประมูลคลื่นฯ ในช่วงปลายปี FY15 เหมือนกับในช่วงปี FY13 ที่ผู้ใช้บริการโทรศัพท์มือถือรายใหญ่ 3 ราย (Advance, Dtac และ True) มีการใช้งบโฆษณาเพิ่มขึ้นมากจากปีก่อนหน้าทุกราย (+30%, +13% และ +44% ตามลำดับ) หลังเสร็จสิ้นการประมูลคลื่นฯ (3G) ในช่วงปลายปี FY12 ทั้งนี้ กลุ่มธุรกิจยานยนต์และสื่อสารเป็นกลุ่มผู้ใช้เม็ดเงินโฆษณาสูงสุดเป็นอันดับ 2 และ 3 ของเม็ดเงินโฆษณารวม คิดเป็นสัดส่วนรวมกันประมาณ 10-20% ของเม็ดเงินโฆษณา

**Exhibit 12. Top5 กลุ่มอุตสาหกรรมที่ใช้เม็ดเงินโฆษณาสูงสุด**

No.	Industry	1Q15	2Q15	3Q15
1	FMCG	40%	37%	41%
2	Motor Vehicles	8%	9%	7%
3	Communication	6%	7%	6%
4	Government	6%	6%	5%
5	Media & Marketing	4%	5%	5%
Top5		64%	64%	64%
Other		36%	36%	36%
<b>ADEX (Mil. THB)</b>		<b>22,908</b>	<b>24,226</b>	<b>23,878</b>

Source: VGI

**Exhibit 13. การเติบโตเม็ดเงินโฆษณากลุ่มโทรคมนาคม**

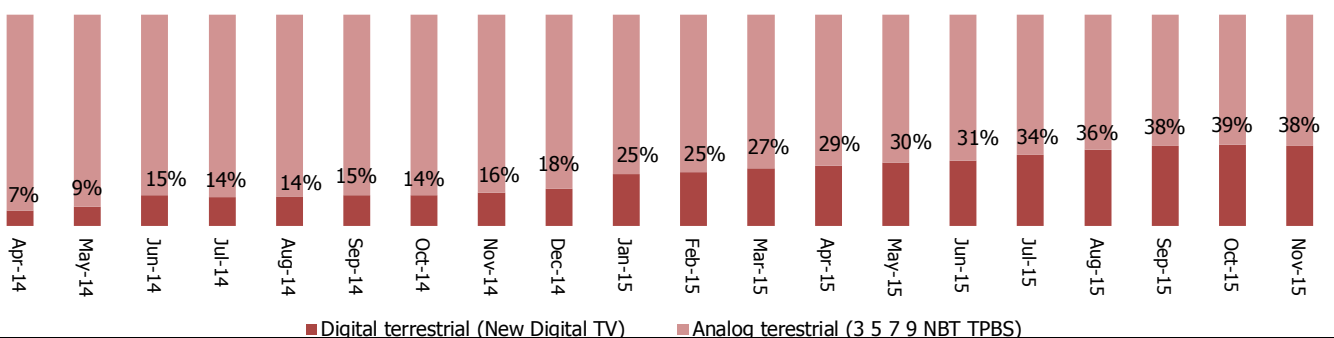


Source: CNS compile, Nielsen

## ทีวีดิจิทัลปี FY16F มีความพร้อมมากขึ้น

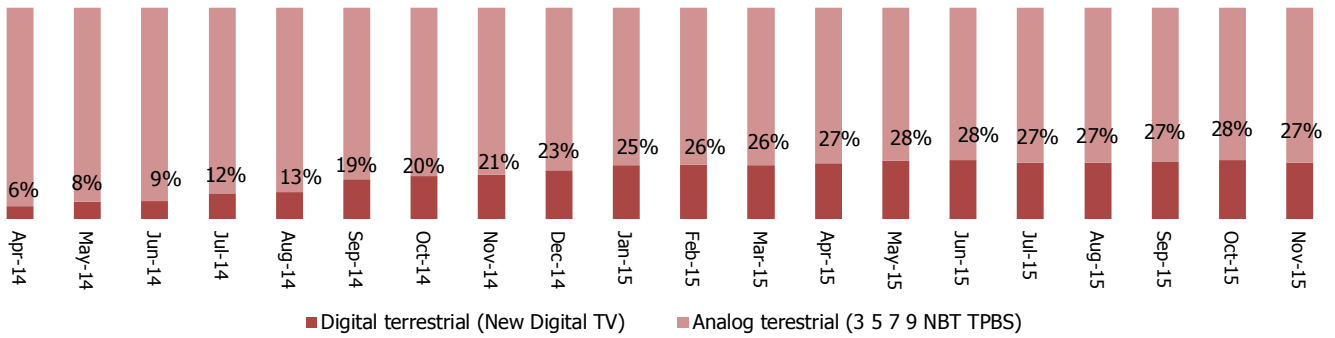
- อุปสรรคในช่วง 2 ปีแรก (2014-2015) คลี่คลาย ทำให้เอเจนซีโฆษณามีความเชื่อมั่นในการใช้งบโฆษณาในทีวีดิจิทัลช่องใหม่มากขึ้น จากในปี 2014 ซึ่งเป็นปีแรกที่ทีวีดิจิทัลเริ่มออกอากาศ (เดือน เม.ย.) ช่วงแรกยังมีความไม่แน่นอนจากกรณีสถานีโทรทัศน์ช่อง 3 ตัดสินใจไม่นำของดังกล่าวมาออกอากาศคู่ขนานบนระบบดิจิทัล ทำให้มีความกังวลว่าจะทำให้การเปลี่ยนผ่านระบบทีวีในประเทศเกิดความล่าช้า อย่างไรก็ตามในที่สุดช่อง 3 ก็นำช่อง 3Original มาออกอากาศคู่ขนานทางช่อง 3HD ในระบบดิจิทัล ต่อมาเกิดความไม่แน่นอนจากการให้บริการโครงข่ายทีวีดิจิทัลภาคพื้นดิน (รับชมผ่านเสาข้างปลาดู) ที่ผู้ประกอบการบางรายมีการวางโครงข่ายล่าช้ากว่ากำหนดของ กสทช. อย่างไรก็ตามในปัจจุบันผู้ให้บริการโครงข่ายภาคพื้นดินทุกราย (Ch5, TPBS และ MCOT) สามารถวางโครงข่ายได้ตามกำหนด กสทช. (ยกเว้น NBT) โดยภายในปี FY16 โครงข่ายภาคพื้นดินจะมีอัตราการเข้าถึงครัวเรือนทั่วประเทศที่ 80-90% และการแจกคู่มือ (เงินสดมูลค่า 690 บาท) สนับสนุนการซื้อทีวีหรือกล่องทีวีดิจิทัลที่มีความล่าช้ากว่าคาดเดิม อย่างไรก็ตาม ปัจจุบัน กสทช. มีการแจกเสร็จสิ้นแล้วจำนวน 14 ล้านฉบับ และมีการนำคู่มือมาแจกใช้ประมาณ 7-8 ล้านฉบับ และสุดท้ายการบังคับใช้ประกาศเรื่องช่องฯ (กำหนดเรื่องช่อง 1-36 เหมือนกันทุกแพลตฟอร์ม) ตั้งแต่เดือน ธ.ค.15 คาดว่าจะทำให้ประชาชนจดจำทีวีดิจิทัลช่องใหม่ได้ง่ายขึ้น และทำให้ไม่มีความได้เปรียบเสียเปรียบจากการที่มีผู้ประกอบการบางรายมีช่องออกอากาศใน 10 ช่องแรกของกล่องดาวเทียมและเคเบิลเหมือนในช่วง 2 ปีแรก ทั้งนี้ กสทช. อนุมัติให้ผู้ให้บริการเคเบิลทีวีรายเล็กบางรายที่มีข้อจำกัดทางด้านเทคโนโลยีไม่ต้องปฏิบัติตามประกาศนี้ คิดเป็นสัดส่วนราว 5% ของครัวเรือนทั่วประเทศ
- ส่วนแบ่งผู้ชมและเม็ดเงินโฆษณาทีวีดิจิทัลช่องใหม่เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง นับตั้งแต่เดือนแรก (เม.ย.14) ที่ทีวีดิจิทัลเริ่มออกอากาศ ส่วนแบ่งผู้ชมทีวีดิจิทัลช่องใหม่ (ไม่รวมช่องอนาล็อกคู่ขนานช่องเดิม) เพิ่มขึ้น m-m ต่อเนื่อง จาก 7% ในเดือน เม.ย.14 เพิ่มขึ้นเป็น 39% ในเดือน ต.ค.15 (ยกเว้นเดือน พ.ย.15 ปรับตัวลง m-m ผลกระทบจากประกาศเรื่องช่องฯ) ตามการทยอยลงคอนเทนต์ที่น่าสนใจของช่องใหม่ที่เพิ่มขึ้น และประชาชนเริ่มจดจำช่องทีวีดิจิทัลช่องใหม่ได้มากขึ้น สอดคล้องกับส่วนแบ่งเม็ดเงินโฆษณาที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่องเช่นเดียวกัน จาก 6% ในเดือน เม.ย.14 เพิ่มขึ้นเป็น 28% ในเดือน ต.ค.15 (ยกเว้นเดือน พ.ย.15 ปรับตัวลง m-m ผลกระทบจากประกาศเรื่องช่องฯ) โดยเราคาดว่าปี FY16F ส่วนแบ่งผู้ชมและส่วนแบ่งเม็ดเงินโฆษณาทีวีดิจิทัลช่องใหม่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่องตามแผนการเพิ่มรายการใหม่ที่น่าสนใจในผัง โดย ณ สิ้นปี FY15 ช่อง Workpoint TV (WORK) มีสัดส่วนรายการ First run อยู่ที่ 70-80% Ch8 (RS) อยู่ที่ 50-60% One HD และ GMM25 อยู่ที่ราว 20-30% (GRAMMY) ซึ่งเรามองว่าช่องทีวีดิจิทัลใหม่ที่ยังมีสัดส่วนรายการ First run ต่ำในปี FY15 (GRAMMY และ RS) มีแนวโน้มที่จะมีอัตราการเติบโตของเรตติ้งในปี FY16F น่าสนใจมากกว่าช่องทีวีดิจิทัลที่มีสัดส่วนรายการ First run สูงแล้วในปี FY15

**Exhibit 14. Audience share New Digital TV vs Old Analog TV (Apr14-Oct15)**



Source: Nielsen

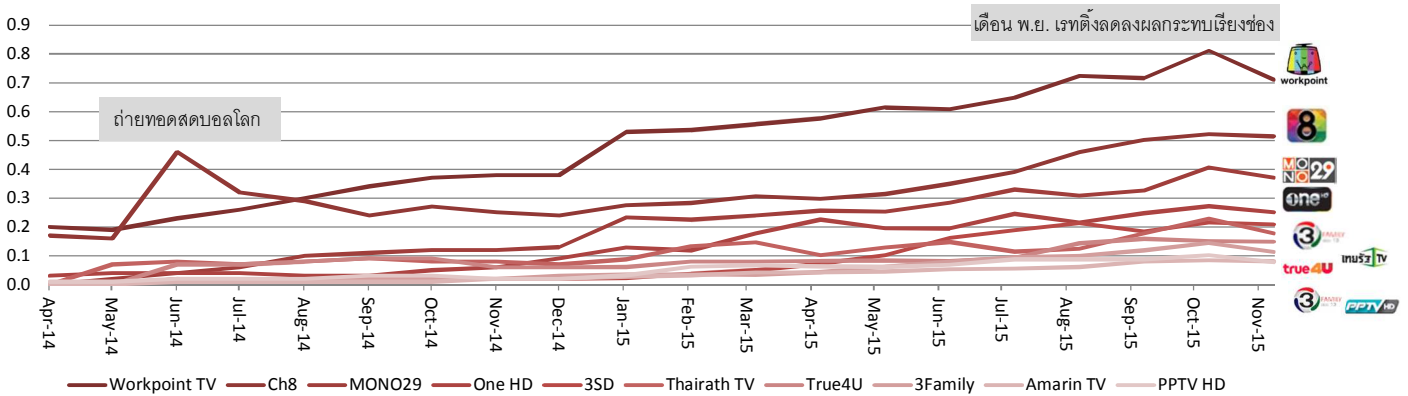
**Exhibit 15.** Market share New Digital TV vs Old Analog TV (Apr14-Oct15)



Source: Nielsen

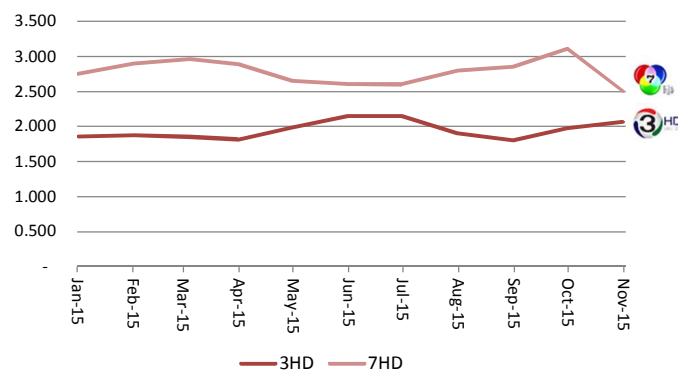
- **เรตติ้งช่องใหม่เติบโตโดดเด่นต่อเนื่อง** โดยเฉพาะช่อง Workpoint TV (WORK), Ch8 (RS), MONO29 (MONO) และ One HD (GRAMMY) ครองอันดับ Top 4 เรตติ้งทีวีดิจิทัลช่องใหม่อย่างต่อเนื่อง เนื่องจากมีความได้เปรียบในการผลิตรายการทีวีคุณภาพได้เอง (ยกเว้น MONO) และมีรายการเดิมที่ออกอากาศผ่านทางฟรีทีวีช่องอื่นย้ายกลับมาออกอากาศในช่องของตนเองทำให้เรตติ้งเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว (ยกเว้น RS และ MONO) นอกจากนี้ ก่อนที่จะเริ่มบังคับใช้ประกาศเรื่องช่องฯ ช่อง Workpoint TV (เบอร์ 1) และ Ch8 (เบอร์ 8) ยังมีความได้เปรียบจากการมีเลขช่องอยู่ใน 10 ช่องแรกของกล่องรับสัญญาณทีวีดาวเทียม PSI ซึ่งมีส่วนแบ่งตลาดมากกว่า 50% ของผู้ชมทีวีผ่านจานดาวเทียมหรือคิดเป็นสัดส่วนประมาณ 30-35% ของผู้ชมทีวีทั่วประเทศ ขณะที่ช่อง MONO29 มีความโดดเด่นจากการมี Positioning ที่ชัดเจนมีการออกอากาศซีรีส์และภาพยนตร์ต่อเนื่องตลอดทั้งวันหวังเจาะกลุ่มเป้าหมายคนเมือง
- **เรตติ้งช่องเดิมที่มีความสามารถแข่งขันต่ำมีแนวโน้มลดลง** ประกอบด้วยช่อง NBT, TPBS, Ch5 และ MCOT HD มีเรตติ้งมีแนวโน้มลดลงต่อเนื่อง ขณะที่ช่องที่มีความสามารถในการแข่งขันสูงอย่าง 7HD และ 3HD แม้ว่าจะมีเรตติ้งอ่อนตัวลงในช่วงแรก แต่อย่างไรก็ตาม เรตติ้งเริ่มนิ่งและฟื้นตัวดีขึ้นในช่วงปลายปี FY15 โดยเรตติ้งช่องเดิมที่มีความสามารถในการแข่งขันต่ำยังมีแนวโน้มลดลงต่อเนื่องในปี FY16F หากยังไม่มีการปรับผังให้มีความน่าสนใจมากขึ้น

**Exhibit 16.** Top10 New Digital TV rating



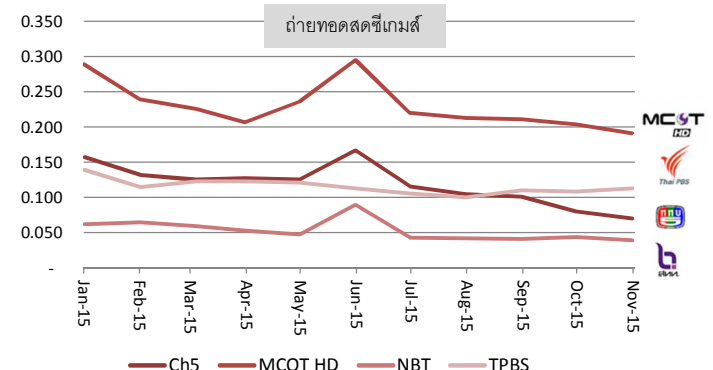
Source: Nielsen

**Exhibit 17.** 7HD and 3HD rating



Source: Nielsen

**Exhibit 18.** NBT, TPBS, Ch5 and MCOT HD rating

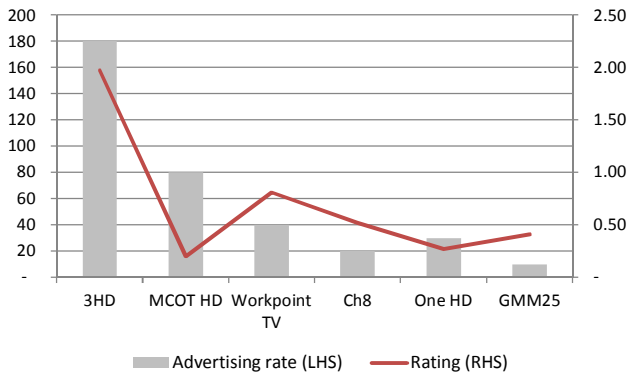


Source: Nielsen



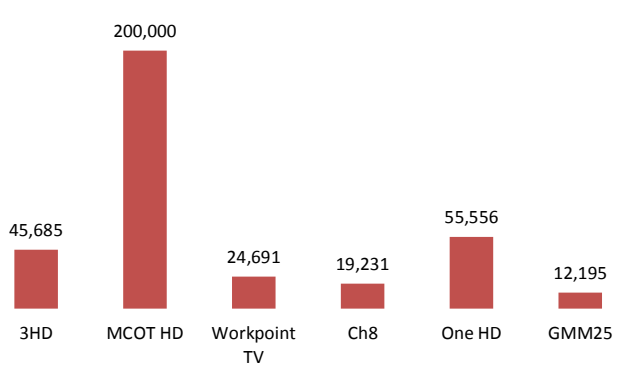
- ช่องใหม่ได้เปรียบ CPRP ยังต่ำกว่าช่องเดิม 2-4 เท่าตัว ทำให้มีความคุ้มค่าในการใช้งบโฆษณาสูงกว่าช่องอนาล็อกเดิม (หมายถึง เเจเนซี ใช้เงินจำนวนน้อยกว่าในการเข้าถึงกลุ่มผู้ชมจำนวนที่เท่ากัน) นอกจากนี้ เราคาดเรตติ้งทีวีดิจิทัลช่องใหม่ยังมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่องในปี FY16F ซึ่งจะทำให้ค่า CPRP ยิ่งต่ำลงอีก เราจึงคาดปี FY16F อัตราการใช้เวลาโฆษณาทีวีดิจิทัลใหม่ยังมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง (หรือบางรายอาจมีการปรับขึ้นอัตราค่าโฆษณาเพื่อให้ CPRP เข้าใกล้ช่องอนาล็อกเดิม) คาดรายได้ค่าโฆษณาทีวีดิจิทัลใหม่ยอดนิยม (Workpoint TV, Ch8, One HD และ GMM25) เติบโตก้าวกระโดดต่อเนื่อง 67% y-y เป็น 7.3 พันล้านบาท ทั้งนี้ สาเหตุที่ในช่วง 2 ปีแรก (2014-2015) ทีวีดิจิทัลช่องใหม่ยังขายโฆษณาที่ CPRP ต่ำกว่าช่องอนาล็อกเดิมเนื่องจากผู้ชมและเเจเนซียังไม่คุ้นเคยและอัตราการเข้าถึงครัวเรือนยังไม่สูง แต่อย่างไรก็ตาม เราคาดในปีที่ 3 (2016) ผู้ชมและเเจเนซีเริ่มมีความคุ้นเคยที่ทีวีดิจิทัลช่องใหม่มากขึ้น และมีการเข้าถึงครัวเรือนเกือบ 100% (ยกเว้นกลุ่มผู้ประกอบการเคเบิลบางรายที่มีข้อจำกัดทางด้านจำนวนช่องคิดเป็นส่วนแบ่งผู้ชมราว 5%) นอกจากนี้ การบังคับใช้ประกาศเรียงช่องเหมือนกันทุกแพลตฟอร์มยังทำให้ความรู้สึกลงในการรับชมทีวีดิจิทัลช่องใหม่ไม่แตกต่างจากช่องทีวีอนาล็อกเดิม

**Exhibit 19. Advertising rate ('000 THB) vs Rating**



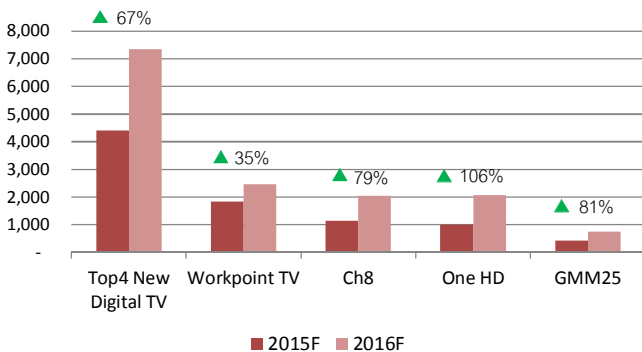
Source: CNS IRIS compile and Nielsen

**Exhibit 20. Cost Per Rating Point (THB)**



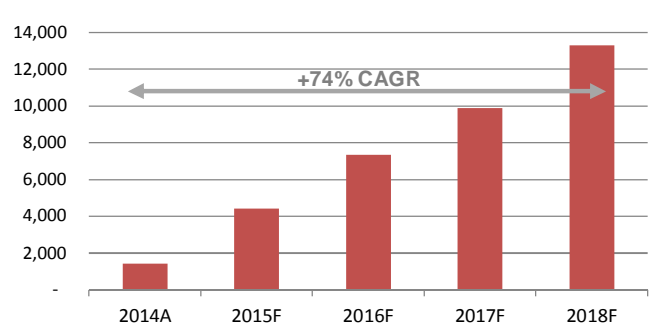
Source: CNS IRIS estimate

**Exhibit 21. Top4 New Digital TV ADEX Mil THB)**



Source: CNS IRIS estimate

**Exhibit 22. Top4 New Digital TV ADEX 2014-2018F**



Source: CNS IRIS estimate

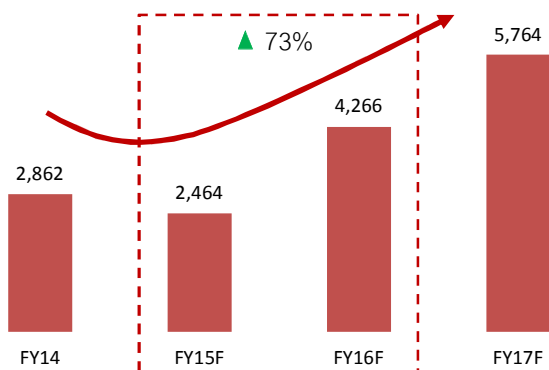
## ผลประกอบการกลุ่มฯ อยู่ในช่วง Turnaround

- คาดกำไรปกติปี FY16F เพิ่มขึ้น 73% y-y เป็น 4.3 พันล้านบาท จากการฟื้นตัวของเม็ดเงินโฆษณา 5% y-y และสถานการณ์ทีวีดิจิทัลที่มีความชัดเจนมากขึ้น เราคาดเม็ดเงินโฆษณาทีวีดิจิทัลช่องใหม่ยอดนิยม (Workpoint TV, Ch8, One HD และ GMM25) เติบโตก้าวกระโดดต่อเนื่อง ทำให้ผลประกอบการปกติของบริษัทจดทะเบียนผู้ให้บริการทีวีดิจิทัลช่องใหม่และผู้ผลิตคอนเทนต์รายใหญ่ (WORK, RS, GRAMMY และ TVT\*) พลิกจากขาดทุน -544 ล้านบาท เป็นกำไร 697 ล้านบาท โดย RS มีอัตราการเติบโตสูงสุดกว่า 1,112% y-y เป็นกำไรปกติ 372 ล้านบาท และบริษัทจดทะเบียนกลุ่มผู้ให้บริการรายเดิม (BEC และ MCOT) คาดมีกำไรปกติเพิ่มขึ้น 19% y-y เป็น 3.6 พันล้านบาท จากฐานต่ำในปีก่อนจาก (1) ผลกระทบจากการแข่งขันที่สูงขึ้นจากการเกิดทีวีดิจิทัล และ (2) ต้นทุนเพิ่มจากทีวีดิจิทัลช่องใหม่ (3SD, 3Family และ MCOT Family) ที่ผู้ประกอบการรายเดิมยังไม่โฟกัสมากนัก (เนื่องจากโฟกัสในการรักษารายได้จากผู้ชมช่องเดิมมากกว่า) โดย MCOT มีอัตราการเติบโตสูงสุดกว่า 862% y-y เป็น 327 ล้านบาท
- RS กำไรปกติฟื้นตัวโดดเด่นสุดกว่า 1,112% y-y เป็น 372 ล้านบาท จาก (1) การเติบโตของทีวีดิจิทัลช่อง 8 มีรายได้เพิ่มขึ้น 79% y-y เป็น 2 พันล้านบาท ทำให้ทีวีดิจิทัลช่อง 8 มีกำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้น 411% y-y เป็น 537 ล้านบาท (2) ไม่ต้องรับรู้ผลขาดทุนขั้นต้น 70-80 ล้านบาท จากธุรกิจบริหารลิขสิทธิ์รายการกีฬา (ลาเลียสเปน) เหมือนปี FY15 และ (3) การหยุดผลขาดทุนจากช่องทีวีดาวเทียม You Channel และ

คลื่นวิทยุสายทีวีรวม 60-70 ล้านบาท จากการหยุดออกอากาศรายการใหม่ (You Channel) ตั้งแต่วันที่ 15 พ.ย. และหยุดออกอากาศ (สายทีวีดีโอ) ตั้งแต่วันที่ 16 ม.ค. ขณะที่หากพิจารณาที่ผลประกอบการสุทธิจะพบว่ากำไรสุทธิเพิ่มขึ้น 411% y-y เนื่องจากปี FY15 มีกำไรจากรายการพิเศษ 42 ล้านบาท

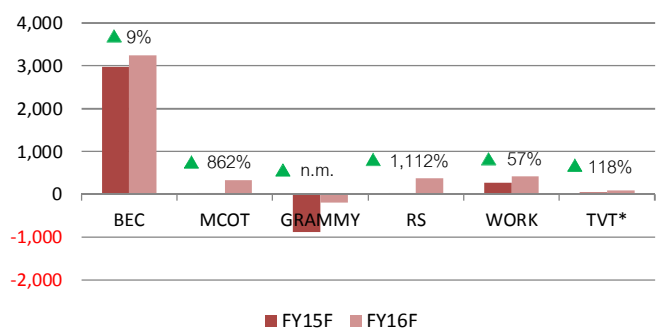
- **GRAMMY** ขาดทุนปกติลดลง 79% y-y เหลือ -186 ล้านบาท จาก (1) คาดรายได้ทีวีดิจิทัลช่อง One HD (GRAMMY ถือ 51%) เติบโต 106% เป็น 2.1 พันล้านบาท ทำให้รับรู้ส่วนแบ่งขาดทุนลดลงเหลือ -130 ล้านบาท จากปี FY15 รับรู้ส่วนแบ่งขาดทุน -329 ล้านบาท (2) คาดรายได้ทีวีดิจิทัลช่อง GMM25 เติบโต 91% y-y เป็น 758 ล้านบาท ทำให้ผลประกอบการขั้นต้นของช่อง GMM25 พลิกเป็นกำไร 40 ล้านบาท จากปีก่อนขาดทุน -219 ล้านบาท และ (3) ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (SG&A) ลดลง -3% เหลือ 3.3 พันล้านบาท จากการปรับโครงสร้างองค์กรในปีก่อน ขณะที่หากพิจารณาที่ผลประกอบการสุทธิอาจพบว่ากำไรสุทธิเพิ่มขึ้นเนื่องจากปี FY15 มีกำไรจากรายการพิเศษกว่า 863 ล้านบาท
- **WORK** กำไรเติบโตต่อเนื่อง 92% y-y เป็น 420 ล้านบาท เนื่องจากคาดรายได้ทีวีดิจิทัลช่อง Workpoint TV เติบโต 40% y-y เป็น 2.5 พันล้านบาท ทำให้กำไรขั้นต้นของ Workpoint TV เพิ่มขึ้น 67% y-y เป็น 1.1 พันล้านบาท ทั้งนี้ เราคาดอัตรากำไรเติบโตของรายได้ทีวีดิจิทัลปี FY16F ของ WORK ต่ำกว่า GRAMMY และ RS เนื่องจากมีฐานในปี FY15 สูงกว่า และเหลือ Room ในการเพิ่มรายการใหม่เพื่อผลักดัน Rating ให้เติบโตน้อยกว่า
- **TVT\*** กำไรเติบโต 118% y-y เป็น 92 ล้านบาท จาก (1) ได้เวลาออกอากาศรายการใหม่เพิ่มขึ้น (ทั้งแบบขายโฆษณาเองและรับจ้างผลิต) โดย ณ สิ้นปี FY15 คาดว่าจะได้เวลาออกอากาศรายการใหม่เพิ่มขึ้นแล้ว 7-8 รายการ คาดรายได้รวมเพิ่มขึ้น 40% y-y เป็น 683 ล้านบาท (สมมติฐานได้เวลาออกอากาศรายการใหม่ 6 รายการ และ (2) รับรู้ส่วนแบ่งกำไรเพิ่มจากการทำดีล M&A 2 ดีลรวม 25 ล้านบาท (สมมติฐานเริ่มรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจากดีลเล็ก (ยอดขาย 20-30% ของ TVT) ตั้งแต่ต้นปี และดีลใหญ่ (ยอดขาย 70-80% ของ TVT) ตั้งแต่กลางปี) ทั้งนี้ หากไม่รวมดีล M&A คาดมีกำไร 72 ล้านบาท เติบโต 71% y-y
- **BEC** กำไรฟื้นตัว 9% y-y เป็น 3.2 พันล้านบาท จาก (1) คาดรายได้ทีวีดิจิทัลช่องใหม่ 3SD และ 3Family เติบโต 60% y-y เป็น 1.5 พันล้านบาท ทำให้ผลการดำเนินงานขั้นต้นของธุรกิจทีวีดิจิทัลพลิกเป็นกำไร 169 ล้านบาท จากปี FY15 มีผลขาดทุน 185 ล้านบาท และ (2) คาดรายได้ค่าโฆษณาและกำไรขั้นต้นของช่อง 3HD (คู่ขนานช่อง 3Original) ทรงตัว y-y ที่ 1.4 หมื่นล้านบาท และ 5.9 พันล้านบาท ตามลำดับ
- **MCOT** กำไรปกติฟื้นตัว 877% y-y เป็น 327 ล้านบาท จาก (1) คาดรายได้ช่อง MCOT HD ฟื้นตัว 15% y-y เป็น 1.9 พันล้านบาท จากการปรับผังรายการทำให้น่าสนใจมากขึ้น ทำให้ช่อง MCOT HD มีกำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้น 187% y-y เป็น 261 ล้านบาท (2) คาดรายได้ช่อง MCOT Family เพิ่มขึ้น 92% y-y เป็น 327 ล้านบาท ทำให้มีผลประกอบการพลิกเป็นกำไรขั้นต้น 49 ล้านบาท จากปีก่อนขาดทุน -7 ล้านบาท (3) คาดรายได้จากการให้บริการโครงข่าย (Mux) เติบโต 53% y-y เป็น 334 ล้านบาท จากราคาขายที่เพิ่มขึ้นตามการเข้าถึงครัวเรือนและมีลูกค้ารายใหม่เพิ่มขึ้น 1-2 ราย ขณะที่หากพิจารณาที่ผลประกอบการสุทธิจะพบว่ากำไรสุทธิเพิ่มขึ้น 97% y-y เนื่องจากปี FY15 มีกำไรจากรายการพิเศษ 133 ล้านบาท

Exhibit 23. Media (Digital TV) ' norm profit (Mil. THB)



Source: CNS IRIS estimate

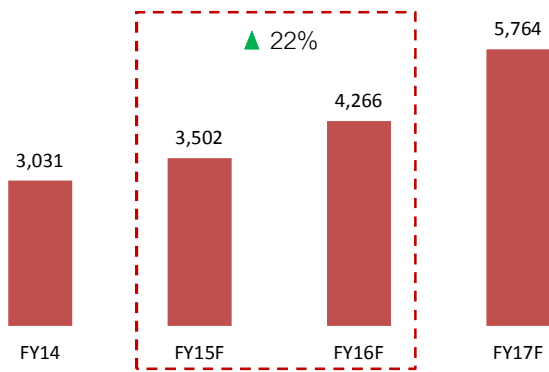
Exhibit 24. Norm profit by company (Mil. THB)



Source: CNS IRIS estimate

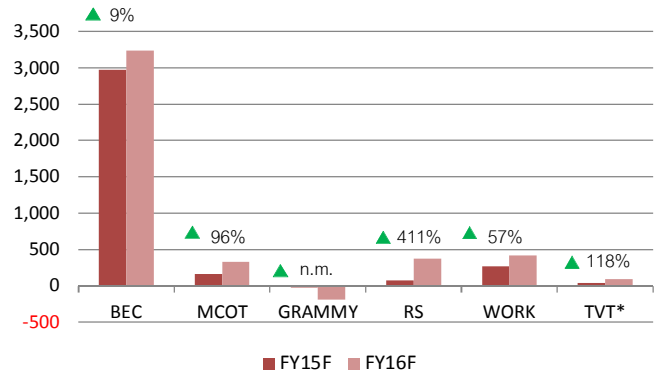


Exhibit 25. Media (Digital TV) net profit (Mil. THB)



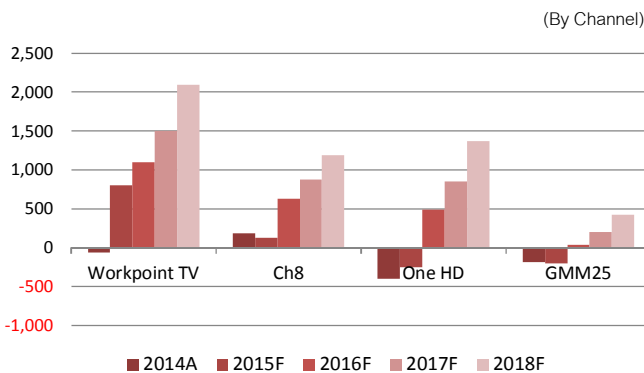
Source: CNS IRIS estimate

Exhibit 26. Net profit by company (Mil. THB)



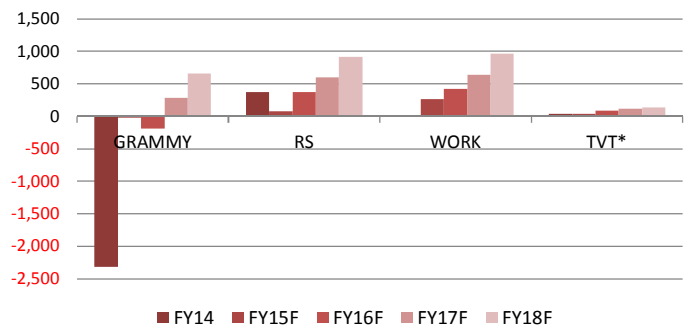
Source: CNS IRIS estimate

Exhibit 27. New Digital TV's gross profit (Mil. THB)



Source: CNS

Exhibit 28. New Digital TV's net profit (Mil. THB)



Source: CNS

## ราคาหุ้นยังไม่สะท้อนแนวโน้มผลประกอบการฟื้นตัว

- ดัชนีราคาหุ้นกลุ่ม Media ต่ำสุดในรอบ 3 ปี (อยู่ที่ 60-65 จุด) นับตั้งแต่ช่วงปี FY12-13 (ทำจุดสูงสุดที่ 108.16, เดือน พ.ค.13) ที่หุ้นกลุ่ม Media ถูกเก็งกำไรจากประเด็นความคาดหวังการเติบโตจากธุรกิจทีวีดาวเทียม (GRAMMY, RS และ WORK) และผลประกอบการของผู้ให้บริการซอแนลอีกเดิมยังเติบโตแข็งแกร่งต่อเนื่อง (BEC และ MCOT) ทั้งนี้ เราประเมินว่าดัชนีหุ้นกลุ่ม Media ปรับตัวลงเนื่องจากผลประกอบการหดตัวต่อเนื่องในช่วงปี FY13-15F (-6% y-y, -56% y-y และ -14% y-y ตามลำดับ) จากเม็ดเงินโฆษณาชะลอตัวและผลกระทบจากการเกิดทีวีดิจิทัลในช่วงแรก (ต้นทุนเพิ่มขึ้น (ค่าใบอนุญาต) และการแข่งขันสูงขึ้น) โดยราคาหุ้น BEC ลดต่ำสุดในรอบ 5 ปี, MCOT ต่ำสุดในรอบ 7 ปี และ GRAMMY ต่ำสุดในรอบ 6 ปี
- Trailing PE กลุ่ม Media อยู่ที่ 41 เท่า แต่ Forward PE16F กลุ่ม Media (Digital TV) อยู่ที่ 24 เท่า ซึ่งถือว่าอยู่ในกรอบ PE ปกติของกลุ่ม Media ที่ 20-25 เท่า ในขณะที่ราคาผลประกอบการปกติปี FY16F ของกลุ่ม Media (Digital TV) จะกลับมาฟื้นตัวโดดเด่นกว่า 73% y-y หรือกำไรสุทธิฟื้นตัว 22% y-y ทำให้เรามองว่าราคาหุ้นในกลุ่ม Media (Digital TV) ส่วนใหญ่ที่ปรับตัวลงในช่วงที่ผ่านมาสะท้อนแนวโน้มผลประกอบการหดตัวในช่วงปี FY13-15F แล้ว โดยหุ้น MCOT และ TVT\* ซื้อขายที่ Forward PE16F ต่ำสุดในกลุ่มฯ ที่ 17 เท่า
- เราประเมินหุ้นที่มีโอกาสเติบโตจากทีวีดิจิทัลควรซื้อขายที่ PE ไม่น้อยกว่า 30 เท่า อิงจากช่วงที่หุ้นกลุ่ม Media ถูกเก็งกำไรจากประเด็นความคาดหวังการเติบโตจากธุรกิจทีวีดาวเทียมในปี FY13 ทำให้ Trailing PE กลุ่มฯ ในช่วงนั้นอยู่ที่ 28-32 เท่า นอกจากนี้ หากเทียบกับหุ้น WORK ที่กำลังถูกคาดหวังการเติบโตจากช่อง Workpoint TV ในขณะนี้ (เนื่องจากเรตติ้งเติบโตโดดเด่น และผลประกอบการฟื้นตัวโดดเด่นตั้งแต่ปี FY15) กำลังถูกซื้อขายที่ Forward PE16F กว่า 43 เท่า
- เราเลือก GRAMMY, RS และ TVT\* เป็นหุ้น Top pick เนื่องจากเป็นผู้ได้ประโยชน์จากการเกิดทีวีดิจิทัลแต่ราคาหุ้นยังไม่สะท้อน โดยปัจจุบันหุ้น RS และ TVT\* ถูกซื้อขายที่ Forward PE16F เพียง 26 เท่า และ 17 เท่า ตามลำดับ ขณะที่ GRAMMY แม้ว่าจะยังมีผลประกอบการขาดทุนในปี FY16F แต่อย่างไรก็ตาม เป็นผลขาดทุนที่ลดลงกว่า 79% y-y และคาดว่าจะพลิกกลับมาเป็นกำไรในปี FY17F และเราชอบ GRAMMY จากความสามารถในการแข่งขันสูง (ผลิตคอนเทนต์) และยังมีรายได้เปรียบจากการมีรายการยอดนิยมในอดีตจำนวนมากสามารถนำมาออกอากาศเพื่อบริหารต้นทุนได้อีกด้วย

**Exhibit 29. BEC's financial summary**

Key financials & valuations					
31 Dec (THBmn)	2014	2015F	2016F	2017F	2018F
Revenue	16,167	15,812	15,894	16,917	18,188
EBITDA	6,069	4,286	4,505	4,891	5,321
Normalised profit	4,415	2,974	3,241	3,581	3,948
Net profit	4,415	2,974	3,241	3,581	3,948
EPS (THB)	2.21	1.49	1.62	1.79	1.97
EPS growth (%)	(21.01)	(32.64)	8.99	10.47	10.25
PER (x)	13.36	19.84	18.20	16.48	14.95
BVPS (THB)	4.32	4.52	4.84	5.20	5.60
P/BV (x)	6.82	6.53	6.09	5.67	5.27
EV/EBITDA (x)	9.20	12.69	12.04	11.03	10.03
DPS (THB)	2.00	1.19	1.30	1.43	1.58
Dividend yield (%)	6.78	4.03	4.40	4.86	5.35
ROE (%)	50.54	33.63	34.61	35.64	36.55
D/E (x)	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00

Source: CNS IRIS estimate

**Exhibit 30. MCOT's financial summary**

Key financials & valuations					
31 Dec (THBmn)	2014	2015F	2016F	2017F	2018F
Revenue	4,284	3,616	4,157	4,764	5,260
EBITDA	1,197	836	1,120	1,414	1,607
Normalised profit	504	34	327	549	700
Net profit	504	167	327	549	700
EPS (THB)	0.73	0.24	0.48	0.80	1.02
EPS growth (%)	(67.01)	(66.95)	96.61	67.79	27.49
PER (x)	10.84	32.80	16.68	9.94	7.80
BVPS (THB)	10.81	10.91	11.00	11.16	11.37
P/BV (x)	0.74	0.73	0.72	0.71	0.70
EV/EBITDA (x)	1.85	3.58	2.84	2.34	1.89
DPS (THB)	0.55	0.15	0.38	0.64	0.82
Dividend yield (%)	6.92	1.83	4.79	8.05	10.26
ROE (%)	6.57	2.23	4.35	7.21	9.05
D/E (x)	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00

Source: CNS IRIS estimate

**Exhibit 31. GRAMMY's financial summary**

Key financials & valuations					
31 Dec (THBmn)	2014	2015F	2016F	2017F	2018F
Revenue	9,848	8,545	9,035	10,187	11,243
EBITDA	(1,728)	(130)	422	773	1,126
Normalised profit	(2,265)	(884)	(186)	280	660
Net profit	(2,314)	(21)	(186)	280	660
EPS (THB)	(2.82)	(0.03)	(0.23)	0.34	0.81
EPS growth (%)	(40.00)	99.11	(805.28)	250.54	135.56
PER (x)	(3.33)	(374.63)	(41.38)	27.49	11.67
BVPS (THB)	3.83	3.78	3.55	3.73	3.97
P/BV (x)	2.45	2.49	2.64	2.52	2.37
EV/EBITDA (x)	(5.83)	(68.00)	21.96	12.10	8.31
DPS (THB)	-	-	-	0.17	0.56
Dividend yield (%)	-	-	-	1.82	6.00
ROE (%)	(74.79)	(0.66)	(6.19)	9.39	20.94
D/E (x)	1.08	0.65	0.69	0.66	0.62

Source: CNS IRIS estimate

**Exhibit 32. RS's financial summary**

Key financials & valuations					
31 Dec (THBmn)	2014	2015F	2016F	2017F	2018F
Revenue	4,161	3,225	3,635	4,276	5,087
EBITDA	1,251	444	680	966	1,363
Normalised profit	153	31	372	596	911
Net profit	371	73	372	596	911
EPS (THB)	0.38	0.07	0.37	0.59	0.90
EPS growth (%)	(8.84)	(80.92)	411.42	60.53	52.77
PER (x)	25.86	135.54	26.50	16.51	10.81
BVPS (THB)	1.69	1.47	1.78	2.08	2.51
P/BV (x)	5.77	6.63	5.47	4.69	3.89
EV/EBITDA (x)	7.67	21.41	14.01	9.91	6.95
DPS (THB)	0.30	0.06	0.29	0.47	0.72
Dividend yield (%)	3.08	0.59	3.02	4.85	7.40
ROE (%)	22.51	4.52	22.62	30.61	39.36
D/E (x)	0.01	0.04	0.05	0.11	0.09

Source: CNS IRIS estimate

**Exhibit 33. WORK's financial summary**

Key financials & valuations					
31 Dec (THBmn)	2014	2015F	2016F	2017F	2018F
Revenue	2,214	2,370	2,822	3,714	4,914
EBITDA	198	533	753	1,024	1,433
Normalised profit	21	219	420	637	964
Net profit	21	219	420	637	964
EPS (THB)	0.08	0.53	1.01	1.53	2.31
EPS growth (%)	(92.16)	570.45	91.80	51.59	51.28
PER (x)	555.31	82.83	43.18	28.49	18.83
BVPS (THB)	6.37	6.56	7.25	8.08	9.32
P/BV (x)	6.83	6.63	6.00	5.38	4.67
EV/EBITDA (x)	58.83	32.36	22.73	16.54	11.54
DPS (THB)	0.44	0.32	0.70	1.07	1.62
Dividend yield (%)	1.02	0.72	1.61	2.46	3.72
ROE (%)	1.32	9.89	14.59	19.92	26.56
D/E (x)	0.56	0.06	0.05	0.05	0.04

Source: CNS IRIS estimate

**Exhibit 34. TVT's financial summary**

Key financials & valuations					
31 Dec (THBmn)	2014	2015F	2016F	2017F	2018F
Revenue	433	487	683	778	875
EBITDA	59	77	129	149	165
Normalised profit	34	42	92	120	108
Net profit	34	42	92	120	108
EPS (THB)	0.06	0.05	0.11	0.15	0.13
EPS growth (%)	(87.88)	(7.39)	117.89	30.83	(10.40)
PER (x)	31.83	34.37	15.77	12.06	13.46
BVPS (THB)	0.42	0.83	0.87	0.91	0.96
P/BV (x)	4.28	2.17	2.09	1.98	1.88
EV/EBITDA (x)	18.46	15.12	9.69	8.29	7.34
DPS (THB)	0.27	0.04	0.08	0.11	0.12
Dividend yield (%)	14.84	2.04	4.44	5.81	6.56
ROE (%)	14.48	9.15	13.49	16.86	14.34
D/E (x)	0.30	-	-	-	-

Source: CNS IRIS estimate

# Financial statements – BEC

Profit & Loss Statement						
Year-end 31 Dec (THBmn)	FY12	FY13	FY14	FY15F	FY16F	FY17F
<b>Revenue</b>	<b>14,886</b>	<b>16,429</b>	<b>16,167</b>	<b>15,812</b>	<b>15,894</b>	<b>16,917</b>
Cost of goods sold	(6,881)	(7,545)	(8,701)	(10,074)	(9,831)	(10,348)
<b>Gross profit</b>	<b>8,005</b>	<b>8,884</b>	<b>7,466</b>	<b>5,738</b>	<b>6,063</b>	<b>6,569</b>
SG&A	(1,811)	(1,947)	(2,027)	(2,134)	(2,240)	(2,360)
<b>EBIT</b>	<b>6,194</b>	<b>6,937</b>	<b>5,439</b>	<b>3,604</b>	<b>3,823</b>	<b>4,209</b>
Depreciation & Amortisation	236	247	630	681	681	681
<b>EBITDA</b>	<b>6,430</b>	<b>7,184</b>	<b>6,069</b>	<b>4,286</b>	<b>4,505</b>	<b>4,891</b>
Interest expense	(0)	(2)	(6)	(12)	-	-
Other income	219	208	154	103	163	175
<b>Pre-tax profit (loss)</b>	<b>6,413</b>	<b>7,143</b>	<b>5,587</b>	<b>3,695</b>	<b>3,986</b>	<b>4,384</b>
Income tax	(1,498)	(1,449)	(1,133)	(767)	(830)	(916)
<b>After-tax profit (loss)</b>	<b>4,914</b>	<b>5,694</b>	<b>4,454</b>	<b>2,928</b>	<b>3,156</b>	<b>3,467</b>
Forex gain (loss)	-	-	-	-	-	-
Other extraordinary Items	-	-	-	-	-	-
Gn (Ls) from affiliates	23	60	60	117	165	198
Minority interests	(160)	(165)	(99)	(71)	(79)	(85)
<b>Net profit (loss)</b>	<b>4,777</b>	<b>5,589</b>	<b>4,415</b>	<b>2,974</b>	<b>3,241</b>	<b>3,581</b>
<b>Normalised net profit (loss)</b>	<b>4,777</b>	<b>5,589</b>	<b>4,415</b>	<b>2,974</b>	<b>3,241</b>	<b>3,581</b>
<b>Reported EPS (THB)</b>	<b>2.39</b>	<b>2.79</b>	<b>2.21</b>	<b>1.49</b>	<b>1.62</b>	<b>1.79</b>

Consolidated Balance Sheet Statement						
Year-end 31 Dec (THBmn)	FY12	FY13	FY14	FY15F	FY16F	FY17F
Cash & ST Investments	5,666	5,789	3,300	4,628	4,779	5,059
Accounts Receivable	1,192	1,484	1,260	1,265	1,272	1,353
Inventory	1	5	9	5	5	5
Other Current Assets	222	353	776	333	339	345
<b>Total Current Assets</b>	<b>7,081</b>	<b>7,630</b>	<b>5,345</b>	<b>6,231</b>	<b>6,395</b>	<b>6,762</b>
Fixed Assets	1,308	1,668	7,730	7,269	6,807	6,346
Other Assets	2,385	2,898	4,215	3,303	3,322	3,342
<b>Total Assets</b>	<b>10,774</b>	<b>12,196</b>	<b>17,289</b>	<b>16,802</b>	<b>16,524</b>	<b>16,449</b>
Accounts Payable	515	861	1,119	1,094	1,100	1,171
Short-term Loan and Overdraft	0	210	160	0	0	0
Current Portion of Long-Term Loans	1	1	1	1	1	1
Other Current Liabilities	1,546	1,535	2,612	2,885	2,930	2,841
<b>Total Current Liabilities</b>	<b>2,062</b>	<b>2,607</b>	<b>3,891</b>	<b>3,981</b>	<b>4,031</b>	<b>4,013</b>
LT Loans	3	3	2	5	5	5
Other Liabilities	402	472	4,463	3,407	2,351	1,498
<b>Total Liabilities</b>	<b>2,467</b>	<b>3,081</b>	<b>8,356</b>	<b>7,393</b>	<b>6,387</b>	<b>5,516</b>
Paid-up Capital	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
Share Premium	1,167	1,167	1,167	1,167	1,167	1,167
Retained Earnings	4,902	5,564	5,179	5,774	6,423	7,139
Other Adjustments	13	96	299	100	100	100
<b>Total Equity</b>	<b>8,082</b>	<b>8,827</b>	<b>8,646</b>	<b>9,041</b>	<b>9,689</b>	<b>10,405</b>
Minority Interest	225	288	288	368	448	528
<b>Total Liabilities and Equity</b>	<b>10,774</b>	<b>12,196</b>	<b>17,289</b>	<b>16,802</b>	<b>16,524</b>	<b>16,449</b>

Source: Company Data, CNS

<b>Cashflow (THBmn)</b>						
<b>Year-end 31 Dec</b>	<b>FY12</b>	<b>FY13</b>	<b>FY14</b>	<b>FY15F</b>	<b>FY16F</b>	<b>FY17F</b>
<b>Net Profit</b>	<b>4,777</b>	<b>5,589</b>	<b>4,415</b>	<b>2,974</b>	<b>3,241</b>	<b>3,581</b>
Forex & other extraordinary adjustment	0	0	0	0	0	0
Depreciation & amortization	236	247	630	681	681	681
Net change in working capital & others	1,568	1,434	1,132	691	38	(106)
<b>Net operating cash flows</b>	<b>6,581</b>	<b>7,270</b>	<b>6,858</b>	<b>6,812</b>	<b>6,016</b>	<b>6,415</b>
Net capital expenditure	(273)	(453)	(1,636)	(1,273)	(1,311)	(1,311)
<b>Free cash flow</b>	<b>6,308</b>	<b>6,817</b>	<b>5,222</b>	<b>5,539</b>	<b>4,705</b>	<b>5,104</b>
Other items	(107)	(101)	(95)	(196)	0	0
Debt issue	0	210	(51)	(160)	0	0
Equity issue	0	0	0	0	0	0
Dividend paid	(4,000)	(4,900)	(4,800)	(2,379)	(2,593)	(2,865)
<b>Net financing cash flows</b>	<b>(4,107)</b>	<b>(4,791)</b>	<b>(4,947)</b>	<b>(2,735)</b>	<b>(2,593)</b>	<b>(2,865)</b>
<b>Net cash / (Debt) at beginning</b>	<b>5,148</b>	<b>5,666</b>	<b>5,789</b>	<b>3,300</b>	<b>4,628</b>	<b>4,779</b>
Net cash	518	123	(2,489)	1,328	152	279
<b>Net Cash / (Debt) at ending</b>	<b>5,666</b>	<b>5,789</b>	<b>3,300</b>	<b>4,628</b>	<b>4,779</b>	<b>5,059</b>

**Valuation and ratio analysis****Per Share (THB)**

EPS	2.39	2.79	2.21	1.49	1.62	1.79
DPS	2.25	2.60	2.00	1.19	1.30	1.43
BVPS	4.04	4.41	4.32	4.52	4.84	5.20
EV	26.67	26.71	27.93	27.19	27.11	26.97

**Multiplier (x)**

PER	12.35	10.56	13.36	19.84	18.20	16.48
P/BV	7.30	6.68	6.82	6.53	6.09	5.67
EV/EBITDA	8.29	7.44	9.20	12.69	12.04	11.03
Dividend yield (%)	7.63	8.81	6.78	4.03	4.40	4.86

**Growth (%)**

Sales growth	16.26	10.36	(1.59)	(2.19)	0.52	6.44
EBITDA growth	20.29	11.72	(15.52)	(29.38)	5.11	8.57
Normalised profit growth	35.32	17.00	(21.01)	(32.64)	8.99	10.47
Net profit growth	35.32	17.00	(21.01)	(32.64)	8.99	10.47
EPS growth	35.32	17.00	(21.01)	(32.64)	8.99	10.47

**Profitability Ratio (%)**

Gross margin	53.78	54.08	46.18	36.29	38.15	38.83
EBITDA margin	43.20	43.73	37.54	27.10	28.34	28.91
EBIT margin	41.61	42.23	33.64	22.79	24.05	24.88
Net margin	32.09	34.02	27.31	18.81	20.39	21.17
ROE	62.26	66.11	50.54	33.63	34.61	35.64
ROA	46.33	48.67	29.95	17.45	19.45	21.72
ROCE	71.10	72.34	40.60	28.11	30.60	33.85

**Asset Utilization (x)**

Fixed asset turnover	11.37	11.04	3.44	2.11	2.26	2.57
Receivable turnover	14.18	12.28	11.78	12.53	12.53	12.89
Inventory turnover	7,243.04	2,449.57	1,297.66	1,467.47	1,966.21	2,069.61
Payable turnover	15.06	10.96	8.79	9.10	8.96	9.11

**Liquidity ratio (x)**

Current ratio	3.43	2.93	1.37	1.57	1.59	1.69
Quick ratio	3.33	2.79	1.17	1.48	1.50	1.60

**Leverage ratios (x)**

Liabilities / equity	0.30	0.34	0.94	0.79	0.63	0.50
Interest-bearing debt / equity	0.00	0.02	0.02	0.00	0.00	0.00
Interest coverage	14,077.61	2,939.47	920.31	301.87	n.m.	n.m.
Debt service coverage	5,403.44	33.66	36.44	331.20	4,504.60	4,890.68

Source: CNS IRIS estimate

# Financial statements – MCOT

Profit & Loss Statement						
Year-end 31 Dec (THBmn)	FY12	FY13	FY14	FY15F	FY16F	FY17F
<b>Revenue</b>	<b>5,729</b>	<b>5,715</b>	<b>4,284</b>	<b>3,616</b>	<b>4,157</b>	<b>4,764</b>
Cost of goods sold	(2,422)	(2,727)	(2,677)	(2,679)	(2,885)	(3,141)
<b>Gross profit</b>	<b>3,307</b>	<b>2,989</b>	<b>1,607</b>	<b>938</b>	<b>1,272</b>	<b>1,623</b>
SG&A	(1,186)	(1,320)	(1,136)	(1,000)	(1,076)	(1,146)
<b>EBIT</b>	<b>2,121</b>	<b>1,669</b>	<b>471</b>	<b>(62)</b>	<b>196</b>	<b>477</b>
Depreciation & Amortisation	498	484	727	897	924	937
<b>EBITDA</b>	<b>2,618</b>	<b>2,153</b>	<b>1,197</b>	<b>836</b>	<b>1,120</b>	<b>1,414</b>
Interest expense	(10)	(13)	(15)	(20)	(10)	(10)
Other income	209	268	169	140	223	220
<b>Pre-tax profit (loss)</b>	<b>2,319</b>	<b>1,924</b>	<b>625</b>	<b>58</b>	<b>409</b>	<b>687</b>
Income tax	(551)	(396)	(144)	(38)	(82)	(137)
<b>After-tax profit (loss)</b>	<b>1,768</b>	<b>1,528</b>	<b>481</b>	<b>20</b>	<b>327</b>	<b>549</b>
Forex gain (loss)	-	-	-	-	-	-
Other extraordinary Items	-	-	-	133	-	-
Gn (Ls) from affiliates	-	-	-	-	-	-
Minority interests	(10)	(1)	23	13	-	-
<b>Net profit (loss)</b>	<b>1,759</b>	<b>1,527</b>	<b>504</b>	<b>167</b>	<b>327</b>	<b>549</b>
<b>Normalised net profit (loss)</b>	<b>1,759</b>	<b>1,527</b>	<b>504</b>	<b>34</b>	<b>327</b>	<b>549</b>
<b>Reported EPS (THB)</b>	<b>2.56</b>	<b>2.22</b>	<b>0.73</b>	<b>0.24</b>	<b>0.48</b>	<b>0.80</b>

Consolidated Balance Sheet Statement						
Year-end 31 Dec (THBmn)	FY12	FY13	FY14	FY15F	FY16F	FY17F
Cash & ST Investments	4,610	4,337	3,334	2,483	2,296	2,158
Accounts Receivable	786	850	627	488	561	643
Inventory	0	0	0	0	0	0
Other Current Assets	841	1,045	410	750	750	750
<b>Total Current Assets</b>	<b>6,238</b>	<b>6,232</b>	<b>4,371</b>	<b>3,721</b>	<b>3,607</b>	<b>3,551</b>
Fixed Assets	4,091	3,988	7,845	8,067	7,633	7,186
Other Assets	919	948	773	964	964	964
<b>Total Assets</b>	<b>11,248</b>	<b>11,168</b>	<b>12,989</b>	<b>12,753</b>	<b>12,205</b>	<b>11,702</b>
Accounts Payable	139	256	73	225	225	225
Short-term Loan and Overdraft	0	0	0	0	0	0
Current Portion of Long-Term Loans	6	6	32	5	5	5
Other Current Liabilities	1,813	1,508	1,738	2,173	2,175	2,012
<b>Total Current Liabilities</b>	<b>1,958</b>	<b>1,770</b>	<b>1,843</b>	<b>2,403</b>	<b>2,405</b>	<b>2,242</b>
LT Loans	5	4	54	5	5	5
Other Liabilities	1,247	1,435	3,637	2,801	2,184	1,733
<b>Total Liabilities</b>	<b>3,209</b>	<b>3,208</b>	<b>5,534</b>	<b>5,209</b>	<b>4,594</b>	<b>3,980</b>
Paid-up Capital	3,436	3,436	3,436	3,436	3,436	3,436
Share Premium	1,107	1,107	1,107	1,107	1,107	1,107
Retained Earnings	3,438	3,357	2,885	2,952	3,017	3,127
Other Adjustments	0	0	0	0	0	0
<b>Total Equity</b>	<b>7,980</b>	<b>7,899</b>	<b>7,427</b>	<b>7,494</b>	<b>7,559</b>	<b>7,669</b>
Minority Interest	59	61	28	50	51	52
<b>Total Liabilities and Equity</b>	<b>11,248</b>	<b>11,168</b>	<b>12,989</b>	<b>12,753</b>	<b>12,205</b>	<b>11,702</b>

Source: Company Data, CNS

<b>Cashflow (THBmn)</b>						
<b>Year-end 31 Dec</b>	<b>FY12</b>	<b>FY13</b>	<b>FY14</b>	<b>FY15F</b>	<b>FY16F</b>	<b>FY17F</b>
<b>Net Profit</b>	<b>1,759</b>	<b>1,527</b>	<b>504</b>	<b>167</b>	<b>327</b>	<b>549</b>
Forex & other extraordinary adjustment	-	-	-	-	-	-
Depreciation & amortization	498	484	727	897	924	937
Net change in working capital & others	(263)	(615)	906	386	(71)	(245)
<b>Net operating cash flows</b>	<b>1,994</b>	<b>1,396</b>	<b>982</b>	<b>1,323</b>	<b>1,200</b>	<b>1,427</b>
Net capital expenditure	(278)	(172)	(1,101)	(1,850)	(1,125)	(1,125)
<b>Free cash flow</b>	<b>1,716</b>	<b>1,224</b>	<b>(119)</b>	<b>(527)</b>	<b>75</b>	<b>302</b>
Other items	(14)	(0)	(1)	0	0	0
Debt issue	(5)	(5)	(6)	(75)	-	-
Equity issue	-	-	-	-	-	-
Dividend paid	(1,374)	(1,580)	(986)	(100)	(262)	(439)
<b>Net financing cash flows</b>	<b>(1,393)</b>	<b>(1,586)</b>	<b>(992)</b>	<b>(175)</b>	<b>(262)</b>	<b>(439)</b>
<b>Net cash / (Debt) at beginning</b>	<b>4,575</b>	<b>4,610</b>	<b>4,337</b>	<b>3,334</b>	<b>2,483</b>	<b>2,296</b>
Net cash	36	(274)	(1,003)	(850)	(187)	(138)
<b>Net Cash / (Debt) at ending</b>	<b>4,610</b>	<b>4,337</b>	<b>3,334</b>	<b>2,483</b>	<b>2,296</b>	<b>2,158</b>

### Valuation and ratio analysis

#### Per Share (THB)

EPS	2.56	2.22	0.73	0.24	0.48	0.80
DPS	2.30	2.11	0.55	0.15	0.38	0.64
BVPS	11.61	11.50	10.81	10.91	11.00	11.16
EV	1.25	1.65	3.22	4.35	4.62	4.82

#### Multiplier (x)

PER	3.11	3.58	10.84	32.80	16.68	9.94
P/BV	0.68	0.69	0.74	0.73	0.72	0.71
EV/EBITDA	0.33	0.53	1.85	3.58	2.84	2.34
Dividend yield (%)	28.93	26.54	6.92	1.83	4.79	8.05

#### Growth (%)

Sales growth	11.41	(0.24)	(25.04)	(15.58)	14.95	14.59
EBITDA growth	9.89	(17.78)	(44.39)	(30.21)	34.09	26.20
Normalised profit growth	29.67	(13.19)	(67.01)	(93.35)	876.62	67.79
Net profit growth	29.67	(13.19)	(67.01)	(66.95)	96.61	67.79
EPS growth	29.67	(13.19)	(67.01)	(66.95)	96.61	67.79

#### Profitability Ratio (%)

Gross margin	57.72	52.29	37.50	25.93	30.61	34.07
EBITDA margin	45.70	37.67	27.94	23.10	26.95	29.68
EBIT margin	37.02	29.20	10.98	(1.71)	4.72	10.01
Net margin	30.70	26.72	11.76	4.60	7.88	11.53
ROE	22.59	19.23	6.57	2.23	4.35	7.21
ROA	16.06	13.62	4.17	1.29	2.62	4.60
ROCE	22.83	17.76	4.22	(0.60)	2.00	5.04

#### Asset Utilization (x)

Fixed asset turnover	1.39	1.41	0.72	0.45	0.53	0.64
Receivable turnover	7.79	6.99	5.80	6.48	7.92	7.91
Inventory turnover	1,050.93	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Payable turnover	21.43	13.80	16.28	17.96	12.82	13.96

#### Liquidity ratio (x)

Current ratio	3.19	3.52	2.37	1.55	1.50	1.58
Quick ratio	2.76	2.93	2.15	1.24	1.19	1.25

#### Leverage ratios (x)

Liabilities / equity	0.40	0.40	0.74	0.69	0.60	0.52
Interest-bearing debt / equity	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
Interest coverage	209.17	128.27	31.99	(3.09)	19.60	47.69
Debt service coverage	164.68	111.26	25.80	33.42	74.69	94.26

Source: CNS IRIS estimate



# Financial statements – GRAMMY

Profit & Loss Statement						
Year-end 31 Dec (THBmn)	FY12	FY13	FY14	FY15F	FY16F	FY17F
<b>Revenue</b>	<b>11,435</b>	<b>10,622</b>	<b>9,848</b>	<b>8,545</b>	<b>9,035</b>	<b>10,187</b>
Cost of goods sold	(8,062)	(7,787)	(8,117)	(5,766)	(5,788)	(6,424)
<b>Gross profit</b>	<b>3,373</b>	<b>2,835</b>	<b>1,731</b>	<b>2,779</b>	<b>3,247</b>	<b>3,763</b>
SG&A	(3,738)	(4,223)	(4,108)	(3,362)	(3,278)	(3,442)
<b>EBIT</b>	<b>(365)</b>	<b>(1,389)</b>	<b>(2,378)</b>	<b>(582)</b>	<b>(31)</b>	<b>321</b>
Depreciation & Amortisation	298	350	650	453	453	453
<b>EBITDA</b>	<b>(67)</b>	<b>(1,039)</b>	<b>(1,728)</b>	<b>(130)</b>	<b>422</b>	<b>773</b>
Interest expense	(108)	(139)	(314)	(151)	(129)	(129)
Other income	321	382	478	146	150	150
<b>Pre-tax profit (loss)</b>	<b>(152)</b>	<b>(1,146)</b>	<b>(2,214)</b>	<b>(588)</b>	<b>(10)</b>	<b>342</b>
Income tax	(184)	(91)	32	(3)	-	-
<b>After-tax profit (loss)</b>	<b>(336)</b>	<b>(1,237)</b>	<b>(2,182)</b>	<b>(591)</b>	<b>(10)</b>	<b>342</b>
Forex gain (loss)	-	-	-	-	-	-
Other extraordinary Items	-	-	(49)	863	-	-
Gn (Ls) from affiliates	88	16	18	(301)	(134)	27
Minority interests	(73)	(62)	(100)	8	(43)	(89)
<b>Net profit (loss)</b>	<b>(322)</b>	<b>(1,283)</b>	<b>(2,314)</b>	<b>(21)</b>	<b>(186)</b>	<b>280</b>
<b>Normalised net profit (loss)</b>	<b>(322)</b>	<b>(1,283)</b>	<b>(2,265)</b>	<b>(884)</b>	<b>(186)</b>	<b>280</b>
<b>Reported EPS (THB)</b>	<b>(0.61)</b>	<b>(2.02)</b>	<b>(2.82)</b>	<b>(0.03)</b>	<b>(0.23)</b>	<b>0.34</b>

Consolidated Balance Sheet Statement						
Year-end 31 Dec (THBmn)	FY12	FY13	FY14	FY15F	FY16F	FY17F
Cash & ST Investments	1,401	3,719	2,037	1,155	724	625
Accounts Receivable	2,782	2,422	2,625	1,800	1,958	2,060
Inventory	1,039	620	638	500	500	500
Other Current Assets	1,083	2,018	575	450	450	450
<b>Total Current Assets</b>	<b>6,306</b>	<b>8,778</b>	<b>5,875</b>	<b>3,905</b>	<b>3,632</b>	<b>3,635</b>
Fixed Assets	1,631	1,785	7,235	3,336	3,183	3,030
Other Assets	3,372	2,041	2,880	2,750	2,750	2,750
<b>Total Assets</b>	<b>11,309</b>	<b>12,604</b>	<b>15,989</b>	<b>9,990</b>	<b>9,565</b>	<b>9,415</b>
Accounts Payable	2,547	2,522	2,009	1,600	1,741	1,831
Short-term Loan and Overdraft	3,109	4,329	992	350	350	350
Current Portion of Long-Term Loans	324	48	45	45	45	45
Other Current Liabilities	986	1,018	1,764	1,170	1,170	1,132
<b>Total Current Liabilities</b>	<b>6,965</b>	<b>7,917</b>	<b>4,810</b>	<b>3,165</b>	<b>3,306</b>	<b>3,358</b>
LT Loans	198	322	3,363	1,880	1,880	1,880
Other Liabilities	292	388	3,733	1,484	1,104	762
<b>Total Liabilities</b>	<b>7,456</b>	<b>8,627</b>	<b>11,906</b>	<b>6,529</b>	<b>6,290</b>	<b>6,000</b>
Paid-up Capital	530	636	820	820	820	820
Share Premium	1,626	2,581	4,848	4,848	4,848	4,848
Retained Earnings	277	-898	-3,212	-3,233	-3,419	-3,279
Other Adjustments	558	727	687	666	666	666
<b>Total Equity</b>	<b>2,992</b>	<b>3,046</b>	<b>3,142</b>	<b>3,101</b>	<b>2,914</b>	<b>3,054</b>
Minority Interest	862	931	941	389	389	389
<b>Total Liabilities and Equity</b>	<b>11,309</b>	<b>12,604</b>	<b>15,989</b>	<b>10,018</b>	<b>9,593</b>	<b>9,443</b>

Source: Company Data, CNS

<b>Cashflow (THBmn)</b>						
<b>Year-end 31 Dec</b>	<b>FY12</b>	<b>FY13</b>	<b>FY14</b>	<b>FY15F</b>	<b>FY16F</b>	<b>FY17F</b>
<b>Net Profit</b>	<b>(322)</b>	<b>(1,283)</b>	<b>(2,314)</b>	<b>(21)</b>	<b>(186)</b>	<b>280</b>
Forex & other extraordinary adjustment	-	-	-	-	-	-
Depreciation & amortization	298	350	650	453	453	453
Net change in working capital & others	(1,272)	93	1,455	85	(18)	(49)
<b>Net operating cash flows</b>	<b>(1,296)</b>	<b>(839)</b>	<b>(2,031)</b>	<b>1,133</b>	<b>289</b>	<b>762</b>
Net capital expenditure	(828)	(518)	(1,723)	(25)	(720)	(720)
<b>Free cash flow</b>	<b>(2,124)</b>	<b>(1,357)</b>	<b>(3,754)</b>	<b>1,108</b>	<b>(431)</b>	<b>42</b>
Other items	(84)	(64)	(113)	427	0	0
Debt issue	1,915	1,055	(256)	(2,125)	-	-
Equity issue	-	1,061	2,451	-	-	-
Dividend paid	-	-	-	-	-	(140)
<b>Net financing cash flows</b>	<b>1,831</b>	<b>2,051</b>	<b>2,081</b>	<b>(1,698)</b>	<b>-</b>	<b>(140)</b>
<b>Net cash / (Debt) at beginning</b>	<b>1,344</b>	<b>1,401</b>	<b>3,719</b>	<b>2,037</b>	<b>1,155</b>	<b>724</b>
Net cash	57	2,318	(1,682)	(882)	(431)	(98)
<b>Net Cash / (Debt) at ending</b>	<b>1,401</b>	<b>3,719</b>	<b>2,037</b>	<b>1,155</b>	<b>724</b>	<b>625</b>

**Valuation and ratio analysis****Per Share (THB)**

EPS	(0.61)	(2.02)	(2.82)	(0.03)	(0.23)	0.34
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.17
BVPS	5.64	4.79	3.83	3.78	3.55	3.73
EV	13.61	10.94	12.28	10.77	11.29	11.41

**Multiplier (x)**

PER	(15.48)	(4.66)	(3.33)	(374.63)	(41.38)	27.49
P/BV	1.67	1.96	2.45	2.49	2.64	2.52
EV/EBITDA	(107.77)	(6.70)	(5.83)	(68.00)	21.96	12.10
Dividend yield (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.82

**Growth (%)**

Sales growth	25.67	(7.12)	(7.29)	(13.22)	5.72	12.75
EBITDA growth	(106.01)	1,451.26	66.39	(92.49)	(424.77)	83.45
Normalised profit growth	(151.48)	(298.30)	(76.58)	60.97	78.93	250.54
Net profit growth	(151.48)	(298.30)	(80.40)	99.11	(805.28)	250.54
EPS growth	(151.48)	(231.91)	(40.00)	99.11	(805.28)	250.54

**Profitability Ratio (%)**

Gross margin	29.50	26.69	17.57	32.52	35.93	36.94
EBITDA margin	(0.59)	(9.78)	(17.55)	(1.52)	4.67	7.59
EBIT margin	(3.19)	(13.08)	(24.15)	(6.82)	(0.34)	3.15
Net margin	(2.82)	(12.08)	(23.50)	(0.24)	(2.06)	2.75
ROE	(10.88)	(42.49)	(74.79)	(0.66)	(6.19)	9.39
ROA	(3.25)	(10.73)	(16.19)	(0.16)	(1.90)	2.95
ROCE	(8.40)	(29.63)	(21.27)	(8.53)	(0.50)	5.30

**Asset Utilization (x)**

Fixed asset turnover	8.45	6.22	2.18	1.62	2.77	3.28
Receivable turnover	4.71	4.08	3.90	3.86	4.81	5.07
Inventory turnover	7.93	9.39	12.91	10.14	11.58	12.85
Payable turnover	3.55	3.07	3.58	3.20	3.47	3.60

**Liquidity ratio (x)**

Current ratio	0.91	1.11	1.22	1.23	1.10	1.08
Quick ratio	0.60	0.78	0.97	0.93	0.81	0.80

**Leverage ratios (x)**

Liabilities / equity	1.93	2.17	2.92	1.87	1.90	1.74
Interest-bearing debt / equity	0.94	1.18	1.08	0.65	0.69	0.66
Interest coverage	(3.37)	(9.97)	(7.56)	(3.86)	(0.24)	2.49
Debt service coverage	(0.02)	(0.23)	(1.28)	(0.24)	0.81	1.48

Source: CNS IRIS estimate

# Financial statements – RS

Profit & Loss Statement						
Year-end 31 Dec (THBmn)	FY12	FY13	FY14	FY15F	FY16F	FY17F
<b>Revenue</b>	<b>2,812</b>	<b>3,461</b>	<b>4,161</b>	<b>3,225</b>	<b>3,635</b>	<b>4,276</b>
Cost of goods sold	(1,752)	(2,109)	(2,925)	(2,350)	(2,336)	(2,610)
<b>Gross profit</b>	<b>1,061</b>	<b>1,352</b>	<b>1,236</b>	<b>875</b>	<b>1,300</b>	<b>1,666</b>
SG&A	(717)	(881)	(866)	(812)	(851)	(931)
<b>EBIT</b>	<b>344</b>	<b>471</b>	<b>370</b>	<b>63</b>	<b>449</b>	<b>735</b>
Depreciation & Amortisation	93	278	880	381	231	231
<b>EBITDA</b>	<b>437</b>	<b>749</b>	<b>1,251</b>	<b>444</b>	<b>680</b>	<b>966</b>
Interest expense	(8)	(17)	(27)	(17)	(4)	(9)
Other income	60	22	27	13	20	20
<b>Pre-tax profit (loss)</b>	<b>397</b>	<b>476</b>	<b>370</b>	<b>59</b>	<b>464</b>	<b>746</b>
Income tax	(123)	(84)	(191)	(18)	(93)	(149)
<b>After-tax profit (loss)</b>	<b>274</b>	<b>392</b>	<b>179</b>	<b>41</b>	<b>372</b>	<b>596</b>
Forex gain (loss)	-	-	-	-	-	-
Other extraordinary Items	-	-	218	42	-	-
Gn (Ls) from affiliates	-	-	-	-	-	-
Minority interests	10	2	(27)	(10)	-	-
<b>Net profit (loss)</b>	<b>284</b>	<b>394</b>	<b>371</b>	<b>73</b>	<b>372</b>	<b>596</b>
<b>Normalised net profit (loss)</b>	<b>284</b>	<b>394</b>	<b>153</b>	<b>31</b>	<b>372</b>	<b>596</b>
<b>Reported EPS (THB)</b>	<b>0.32</b>	<b>0.41</b>	<b>0.38</b>	<b>0.07</b>	<b>0.37</b>	<b>0.59</b>

Consolidated Balance Sheet Statement						
Year-end 31 Dec (THBmn)	FY12	FY13	FY14	FY15F	FY16F	FY17F
Cash & ST Investments	318	577	386	394	414	497
Accounts Receivable	664	776	0	833	939	1,105
Inventory	141	63	160	120	135	159
Other Current Assets	398	333	1,144	35	35	35
<b>Total Current Assets</b>	<b>1,520</b>	<b>1,748</b>	<b>1,690</b>	<b>1,382</b>	<b>1,523</b>	<b>1,795</b>
Fixed Assets	260	348	2,475	2,344	2,213	2,082
Other Assets	711	890	612	361	361	361
<b>Total Assets</b>	<b>2,491</b>	<b>2,986</b>	<b>4,777</b>	<b>4,087</b>	<b>4,098</b>	<b>4,239</b>
Accounts Payable	195	185	838	628	708	832
Short-term Loan and Overdraft	86	0	0	0	0	0
Current Portion of Long-Term Loans	245	292	8	5	5	5
Other Current Liabilities	566	845	502	615	615	577
<b>Total Current Liabilities</b>	<b>1,092</b>	<b>1,322</b>	<b>1,348</b>	<b>1,248</b>	<b>1,328</b>	<b>1,414</b>
LT Loans	98	13	5	57	89	221
Other Liabilities	43	81	1,665	1,292	877	500
<b>Total Liabilities</b>	<b>1,232</b>	<b>1,416</b>	<b>3,018</b>	<b>2,597</b>	<b>2,294</b>	<b>2,135</b>
Paid-up Capital	883	954	1,022	1,010	1,010	1,010
Share Premium	130	194	255	255	255	255
Retained Earnings	315	481	468	237	551	850
Other Adjustments	-74	-61	-17	-17	-17	-17
<b>Total Equity</b>	<b>1,253</b>	<b>1,567</b>	<b>1,728</b>	<b>1,486</b>	<b>1,799</b>	<b>2,098</b>
Minority Interest	5	3	30	5	5	5
<b>Total Liabilities and Equity</b>	<b>2,491</b>	<b>2,986</b>	<b>4,777</b>	<b>4,087</b>	<b>4,098</b>	<b>4,239</b>

Source: Company Data, CNS

<b>Cashflow (THBmn)</b>						
<b>Year-end 31 Dec</b>	<b>FY12</b>	<b>FY13</b>	<b>FY14</b>	<b>FY15F</b>	<b>FY16F</b>	<b>FY17F</b>
<b>Net Profit</b>	<b>284</b>	<b>394</b>	<b>371</b>	<b>73</b>	<b>372</b>	<b>596</b>
Forex & other extraordinary adjustment	-	-	-	-	-	-
Depreciation & amortization	93	278	880	381	231	231
Net change in working capital & others	(165)	312	178	218	(41)	(103)
<b>Net operating cash flows</b>	<b>212</b>	<b>984</b>	<b>1,112</b>	<b>626</b>	<b>561</b>	<b>763</b>
Net capital expenditure	(192)	(352)	(725)	(403)	(515)	(515)
<b>Free cash flow</b>	<b>20</b>	<b>633</b>	<b>387</b>	<b>224</b>	<b>46</b>	<b>248</b>
Other items	(81)	21	(14)	(25)	0	0
Debt issue	403	(125)	(300)	49	32	132
Equity issue	17	118	100	(12)	-	-
Dividend paid	(131)	(272)	(311)	(303)	(58)	(297)
<b>Net financing cash flows</b>	<b>208</b>	<b>(258)</b>	<b>(524)</b>	<b>(291)</b>	<b>(26)</b>	<b>(165)</b>
<b>Net cash / (Debt) at beginning</b>	<b>286</b>	<b>318</b>	<b>577</b>	<b>386</b>	<b>394</b>	<b>414</b>
Net cash	32	259	(191)	8	20	83
<b>Net Cash / (Debt) at ending</b>	<b>318</b>	<b>577</b>	<b>386</b>	<b>394</b>	<b>414</b>	<b>497</b>

**Valuation and ratio analysis****Per Share (THB)**

EPS	0.32	0.41	0.38	0.07	0.37	0.59
DPS	0.25	0.35	0.30	0.06	0.29	0.47
BVPS	1.42	1.64	1.69	1.47	1.78	2.08
EV	9.88	9.47	9.38	9.42	9.43	9.48

**Multiplier (x)**

PER	30.27	23.58	25.86	135.54	26.50	16.51
P/BV	6.87	5.93	5.77	6.63	5.47	4.69
EV/EBITDA	19.95	12.05	7.67	21.41	14.01	9.91
Dividend yield (%)	2.56	3.59	3.08	0.59	3.02	4.85

**Growth (%)**

Sales growth	3.04	23.08	20.21	(22.49)	12.72	17.62
EBITDA growth	18.27	71.43	66.96	(64.47)	53.01	42.06
Normalised profit growth	35.79	38.76	(61.33)	(79.91)	1,112.19	60.53
Net profit growth	35.79	38.76	(5.96)	(80.41)	411.42	60.53
EPS growth	35.78	28.41	(8.84)	(80.92)	411.42	60.53

**Profitability Ratio (%)**

Gross margin	37.72	39.06	29.71	27.13	35.75	38.97
EBITDA margin	15.54	21.64	30.05	13.78	18.70	22.59
EBIT margin	12.23	13.60	8.90	1.96	12.35	17.19
Net margin	10.11	11.40	8.92	2.25	10.22	13.95
ROE	23.56	27.98	22.51	4.52	22.62	30.61
ROA	13.03	14.41	9.56	1.64	9.08	14.31
ROCE	24.59	28.29	10.79	2.23	16.20	26.02

**Asset Utilization (x)**

Fixed asset turnover	15.15	11.40	2.95	1.34	1.60	1.99
Receivable turnover	4.35	4.81	10.73	7.74	4.10	4.18
Inventory turnover	19.69	20.69	26.21	16.81	18.34	17.77
Payable turnover	8.21	11.09	5.72	3.21	3.50	3.39

**Liquidity ratio (x)**

Current ratio	1.39	1.32	1.25	1.11	1.15	1.27
Quick ratio	0.90	1.02	0.29	0.98	1.02	1.13

**Leverage ratios (x)**

Liabilities / equity	0.98	0.90	1.72	1.74	1.27	1.02
Interest-bearing debt / equity	0.34	0.19	0.01	0.04	0.05	0.11
Interest coverage	45.80	27.23	13.87	3.63	101.38	79.24
Debt service coverage	1.29	2.42	36.40	19.82	72.11	67.67

Source: CNS IRIS estimate

# Financial statements – WORK

Profit & Loss Statement						
Year-end 31 Dec (THBmn)	FY12	FY13	FY14	FY15F	FY16F	FY17F
<b>Revenue</b>	<b>2,136</b>	<b>2,167</b>	<b>2,214</b>	<b>2,370</b>	<b>2,822</b>	<b>3,714</b>
Cost of goods sold	(1,127)	(1,340)	(1,537)	(1,404)	(1,575)	(2,085)
<b>Gross profit</b>	<b>1,009</b>	<b>827</b>	<b>677</b>	<b>966</b>	<b>1,247</b>	<b>1,629</b>
SG&A	(486)	(504)	(665)	(690)	(750)	(862)
<b>EBIT</b>	<b>524</b>	<b>323</b>	<b>12</b>	<b>276</b>	<b>496</b>	<b>767</b>
Depreciation & Amortisation	49	61	186	257	257	257
<b>EBITDA</b>	<b>572</b>	<b>384</b>	<b>198</b>	<b>533</b>	<b>753</b>	<b>1,024</b>
Interest expense	(2)	(10)	(40)	(45)	(8)	(8)
Other income	26	19	55	32	50	50
<b>Pre-tax profit (loss)</b>	<b>547</b>	<b>331</b>	<b>27</b>	<b>263</b>	<b>538</b>	<b>809</b>
Income tax	(140)	(84)	(5)	(54)	(108)	(162)
<b>After-tax profit (loss)</b>	<b>407</b>	<b>247</b>	<b>22</b>	<b>209</b>	<b>430</b>	<b>647</b>
Forex gain (loss)	-	-	-	-	-	-
Other extraordinary Items	-	-	-	-	-	-
Gn (Ls) from affiliates	-	-	-	9	-	-
Minority interests	(9)	10	(1)	1	(10)	(10)
<b>Net profit (loss)</b>	<b>399</b>	<b>257</b>	<b>21</b>	<b>219</b>	<b>420</b>	<b>637</b>
<b>Normalised net profit (loss)</b>	<b>399</b>	<b>257</b>	<b>21</b>	<b>219</b>	<b>420</b>	<b>637</b>
<b>Reported EPS (THB)</b>	<b>1.55</b>	<b>1.00</b>	<b>0.08</b>	<b>0.53</b>	<b>1.01</b>	<b>1.53</b>

Consolidated Balance Sheet Statement						
Year-end 31 Dec (THBmn)	FY12	FY13	FY14	FY15F	FY16F	FY17F
Cash & ST Investments	373	288	915	1,064	1,194	1,379
Accounts Receivable	471	720	386	414	492	648
Inventory	88	81	141	151	179	236
Other Current Assets	97	0	0	0	0	0
<b>Total Current Assets</b>	<b>1,030</b>	<b>1,089</b>	<b>1,442</b>	<b>1,628</b>	<b>1,865</b>	<b>2,263</b>
Fixed Assets	593	686	3,210	3,103	2,896	2,689
Other Assets	170	523	630	543	533	527
<b>Total Assets</b>	<b>1,793</b>	<b>2,299</b>	<b>5,282</b>	<b>5,274</b>	<b>5,295</b>	<b>5,479</b>
Accounts Payable	227	288	521	558	664	874
Short-term Loan and Overdraft	0	352	250	150	150	150
Current Portion of Long-Term Loans	12	15	39	15	15	15
Other Current Liabilities	74	22	319	477	517	522
<b>Total Current Liabilities</b>	<b>313</b>	<b>677</b>	<b>1,128</b>	<b>1,199</b>	<b>1,346</b>	<b>1,561</b>
LT Loans	35	32	694	0	0	0
Other Liabilities	41	54	1,710	1,288	873	497
<b>Total Liabilities</b>	<b>388</b>	<b>763</b>	<b>3,532</b>	<b>2,488</b>	<b>2,219</b>	<b>2,058</b>
Paid-up Capital	257	257	266	417	417	417
Share Premium	609	609	800	1,720	1,720	1,720
Retained Earnings	493	605	630	599	888	1,233
Other Adjustments	0	0	-2	0	0	0
<b>Total Equity</b>	<b>1,358</b>	<b>1,471</b>	<b>1,694</b>	<b>2,737</b>	<b>3,026</b>	<b>3,371</b>
Minority Interest	46	65	56	50	50	50
<b>Total Liabilities and Equity</b>	<b>1,793</b>	<b>2,299</b>	<b>5,282</b>	<b>5,274</b>	<b>5,295</b>	<b>5,479</b>

Source: Company Data, CNS

<b>Cashflow (THBmn)</b>						
<b>Year-end 31 Dec</b>	<b>FY12</b>	<b>FY13</b>	<b>FY14</b>	<b>FY15F</b>	<b>FY16F</b>	<b>FY17F</b>
<b>Net Profit</b>	<b>399</b>	<b>257</b>	<b>21</b>	<b>219</b>	<b>420</b>	<b>637</b>
Forex & other extraordinary adjustment	-	-	-	-	-	-
Depreciation & amortization	49	61	186	257	257	257
Net change in working capital & others	(37)	(132)	803	158	39	3
<b>Net operating cash flows</b>	<b>410</b>	<b>186</b>	<b>859</b>	<b>656</b>	<b>794</b>	<b>1,010</b>
Net capital expenditure	(84)	(133)	(564)	(462)	(483)	(483)
<b>Free cash flow</b>	<b>326</b>	<b>53</b>	<b>295</b>	<b>194</b>	<b>311</b>	<b>527</b>
Other items	(7)	28	(55)	(4)	0	0
Debt issue	(15)	329	481	(817)	-	-
Equity issue	89	-	200	1,072	-	-
Dividend paid	(306)	(154)	-	(250)	(131)	(292)
<b>Net financing cash flows</b>	<b>(239)</b>	<b>202</b>	<b>627</b>	<b>0</b>	<b>(131)</b>	<b>(292)</b>
<b>Net cash / (Debt) at beginning</b>	<b>407</b>	<b>373</b>	<b>288</b>	<b>915</b>	<b>1,064</b>	<b>1,194</b>
Net cash	(33)	(85)	626	149	130	185
<b>Net Cash / (Debt) at ending</b>	<b>373</b>	<b>288</b>	<b>915</b>	<b>1,064</b>	<b>1,194</b>	<b>1,379</b>

**Valuation and ratio analysis****Per Share (THB)**

EPS	1.55	1.00	0.08	0.53	1.01	1.53
DPS	1.40	0.00	0.44	0.32	0.70	1.07
BVPS	5.28	5.72	6.37	6.56	7.25	8.08
EV	42.23	43.93	43.75	41.35	41.04	40.59

**Multiplier (x)**

PER	28.06	43.55	555.31	82.83	43.18	28.49
P/BV	8.23	7.60	6.83	6.63	6.00	5.38
EV/EBITDA	18.97	29.43	58.83	32.36	22.73	16.54
Dividend yield (%)	3.22	0.00	1.02	0.72	1.61	2.46

**Growth (%)**

Sales growth	16.42	1.46	2.17	7.03	19.05	31.64
EBITDA growth	12.76	(32.95)	(48.45)	169.46	41.26	35.99
Normalised profit growth	21.77	(35.58)	(91.88)	951.54	91.80	51.59
Net profit growth	21.77	(35.58)	(91.88)	951.54	91.80	51.59
EPS growth	18.52	(35.58)	(92.16)	570.45	91.80	51.59

**Profitability Ratio (%)**

Gross margin	47.24	38.16	30.58	40.75	44.18	43.87
EBITDA margin	26.80	17.71	8.94	22.50	26.69	27.57
EBIT margin	24.51	14.89	0.55	11.65	17.58	20.65
Net margin	18.66	11.85	0.94	9.25	14.90	17.15
ROE	31.52	18.15	1.32	9.89	14.59	19.92
ROA	24.25	12.55	0.55	4.15	7.95	11.83
ROCE	35.37	19.90	0.29	6.78	12.56	19.58

**Asset Utilization (x)**

Fixed asset turnover	3.87	3.39	1.14	0.75	0.94	1.33
Receivable turnover	5.22	3.64	4.00	5.92	6.23	6.51
Inventory turnover	13.77	15.85	13.84	9.63	9.54	10.03
Payable turnover	7.59	5.21	3.80	2.60	2.58	2.71

**Liquidity ratio (x)**

Current ratio	3.29	1.61	1.28	1.36	1.39	1.45
Quick ratio	2.70	1.49	1.15	1.23	1.25	1.30

**Leverage ratios (x)**

Liabilities / equity	0.28	0.50	2.02	0.89	0.72	0.60
Interest-bearing debt / equity	0.03	0.26	0.56	0.06	0.05	0.05
Interest coverage	235.82	31.92	0.30	6.12	60.14	93.00
Debt service coverage	40.83	1.02	0.60	2.54	4.35	5.91

Source: CNS IRIS estimate



# Financial statements – TVT

Profit & Loss Statement					
Year-end 31 Dec (THBmn)	FY13	FY14	FY15F	FY16F	FY17F
<b>Revenue</b>	<b>468</b>	<b>433</b>	<b>487</b>	<b>683</b>	<b>778</b>
Cost of goods sold	(330)	(305)	(339)	(484)	(556)
<b>Gross profit</b>	<b>138</b>	<b>128</b>	<b>148</b>	<b>199</b>	<b>222</b>
SG&A	(71)	(82)	(86)	(88)	(95)
<b>EBIT</b>	<b>67</b>	<b>46</b>	<b>62</b>	<b>111</b>	<b>127</b>
Depreciation & Amortisation	13	13	15	19	22
<b>EBITDA</b>	<b>81</b>	<b>59</b>	<b>77</b>	<b>129</b>	<b>149</b>
Interest expense	(0)	(4)	(1)	-	-
Other income	7	2	1	5	5
<b>Pre-tax profit (loss)</b>	<b>74</b>	<b>44</b>	<b>61</b>	<b>115</b>	<b>131</b>
Income tax	(17)	(10)	(11)	(28)	(36)
<b>After-tax profit (loss)</b>	<b>56</b>	<b>34</b>	<b>50</b>	<b>87</b>	<b>96</b>
Forex gain (loss)	-	-	-	-	-
Other extraordinary Items	-	-	-	-	-
Gn (Ls) from affiliates	-	-	-	25	47
Minority interests	-	-	(8)	(20)	(22)
<b>Net profit (loss)</b>	<b>56</b>	<b>34</b>	<b>42</b>	<b>92</b>	<b>120</b>
<b>Normalised net profit (loss)</b>	<b>56</b>	<b>34</b>	<b>42</b>	<b>92</b>	<b>120</b>
<b>Reported EPS (THB)</b>	<b>0.47</b>	<b>0.06</b>	<b>0.05</b>	<b>0.11</b>	<b>0.15</b>

Consolidated Balance Sheet Statement					
Year-end 31 Dec (THBmn)	FY13	FY14	FY15F	FY16F	FY17F
Cash & ST Investments	71	67	290	194	213
Accounts Receivable	147	81	91	127	145
Inventory	16	13	15	21	24
Other Current Assets	22	13	15	15	15
<b>Total Current Assets</b>	<b>256</b>	<b>174</b>	<b>411</b>	<b>358</b>	<b>397</b>
Fixed Assets	116	210	315	416	424
Other Assets	16	8	11	11	11
<b>Total Assets</b>	<b>388</b>	<b>392</b>	<b>736</b>	<b>785</b>	<b>832</b>
Accounts Payable	83	41	46	65	74
Short-term Loan and Overdraft	7	0	0	0	0
Current Portion of Long-Term Loans	1	21	0	0	0
Other Current Liabilities	22	10	10	10	10
<b>Total Current Liabilities</b>	<b>113</b>	<b>72</b>	<b>56</b>	<b>75</b>	<b>84</b>
LT Loans	1	55	0	0	0
Other Liabilities	10	11	14	16	18
<b>Total Liabilities</b>	<b>124</b>	<b>138</b>	<b>70</b>	<b>91</b>	<b>102</b>
Paid-up Capital	30	150	200	200	200
Share Premium	0	0	350	350	350
Retained Earnings	188	79	92	119	155
Other Adjustments	0	25	25	25	25
<b>Total Equity</b>	<b>217</b>	<b>254</b>	<b>667</b>	<b>694</b>	<b>730</b>
Minority Interest	47	0	0	0	0
<b>Total Liabilities and Equity</b>	<b>388</b>	<b>392</b>	<b>736</b>	<b>785</b>	<b>832</b>

Source: Company Data, CNS

<b>Cashflow (THBmn)</b>					
<b>Year-end 31 Dec</b>	<b>FY13</b>	<b>FY14</b>	<b>FY15F</b>	<b>FY16F</b>	<b>FY17F</b>
<b>Net Profit</b>	<b>56</b>	<b>34</b>	<b>42</b>	<b>92</b>	<b>120</b>
Forex & other extraordinary adjustment	-	-	-	-	-
Depreciation & amortization	13	13	15	19	22
Net change in working capital & others	(45)	23	(8)	(24)	(12)
<b>Net operating cash flows</b>	<b>25</b>	<b>54</b>	<b>49</b>	<b>88</b>	<b>133</b>
Net capital expenditure	(5)	(108)	(120)	(120)	(30)
<b>Free cash flow</b>	<b>19</b>	<b>(54)</b>	<b>(71)</b>	<b>(32)</b>	<b>103</b>
Other items	0	0	(0)	0	0
Debt issue	(1)	74	(76)	-	-
Equity issue	5	120	400	-	-
Dividend paid	(15)	(161)	(29)	(64)	(84)
<b>Net financing cash flows</b>	<b>(11)</b>	<b>33</b>	<b>294</b>	<b>(64)</b>	<b>(84)</b>
<b>Net cash / (Debt) at beginning</b>	<b>0</b>	<b>71</b>	<b>67</b>	<b>290</b>	<b>194</b>
Net cash	71	(4)	223	(96)	18
<b>Net Cash / (Debt) at ending</b>	<b>71</b>	<b>67</b>	<b>290</b>	<b>194</b>	<b>213</b>

**Valuation and ratio analysis****Per Share (THB)**

EPS	0.47	0.06	0.05	0.11	0.15
DPS	0.13	0.27	0.04	0.08	0.11
BVPS	1.81	0.42	0.83	0.87	0.91
EV	1.29	1.82	1.45	1.57	1.54

**Multiplier (x)**

PER	3.86	31.83	34.37	15.77	12.06
P/BV	1.00	4.28	2.17	2.09	1.98
EV/EBITDA	1.92	18.46	15.12	9.69	8.29
Dividend yield (%)	6.93	14.84	2.04	4.44	5.81

**Growth (%)**

Sales growth	#DIV/0!	(7.55)	12.48	40.34	13.88
EBITDA growth	#DIV/0!	(26.39)	29.12	68.94	15.14
Normalised profit growth	#DIV/0!	(39.40)	23.48	117.89	30.83
Net profit growth	#DIV/0!	(39.40)	23.48	117.89	30.83
EPS growth	#DIV/0!	(87.88)	(7.39)	117.89	30.83

**Profitability Ratio (%)**

Gross margin	29.44	29.63	30.40	29.18	28.58
EBITDA margin	17.21	13.70	15.73	18.94	19.15
EBIT margin	14.38	10.73	12.65	16.23	16.32
Net margin	12.02	7.88	8.65	13.44	15.44
ROE	51.81	14.48	9.15	13.49	16.86
ROA	29.03	8.75	7.46	12.07	14.86
ROCE	24.46	14.49	9.06	15.63	16.98

**Asset Utilization (x)**

Fixed asset turnover	8.04	2.66	1.86	1.87	1.85
Receivable turnover	6.35	3.80	5.68	6.27	5.72
Inventory turnover	42.28	21.02	23.89	26.82	24.66
Payable turnover	7.94	4.90	7.75	8.69	7.99

**Liquidity ratio (x)**

Current ratio	2.27	2.43	7.29	4.77	4.72
Quick ratio	1.94	2.06	6.76	4.29	4.26

**Leverage ratios (x)**

Liabilities / equity	0.47	0.54	0.10	0.13	0.14
Interest-bearing debt / equity	0.03	0.30	0.00	0.00	0.00
Interest coverage	249.37	12.13	48.12	n.m.	n.m.
Debt service coverage	10.56	2.39	59.84	n.m.	n.m.

Source: CNS IRIS estimate

## คำแนะนำการลงทุน และความหมายของคำแนะนำการลงทุน

Stock Rating หมายถึง การให้น้ำหนักการลงทุนของบริษัท แบ่งเป็น 3 ระดับ

Buy หมายถึง ราคาพื้นฐานสูงกว่าราคาตลาด 15% หรือมากกว่า

Neutral หมายถึง ราคาพื้นฐานสูงกว่าราคาตลาดไม่เกิน 15% หรือต่ำกว่าราคาตลาดไม่เกิน 5%

Reduce หมายถึง ราคาพื้นฐานต่ำกว่าราคาตลาด 5% หรือมากกว่า

## คำจำกัดความ

Sector หมายถึง กลุ่มอุตสาหกรรมที่บริษัทจัดอยู่

Sector Rating หมายถึง การให้น้ำหนักการลงทุนของกลุ่มอุตสาหกรรม แบ่งเป็น 3 ระดับ

Bullish หมายถึง หุ้นส่วนใหญ่ในกลุ่มอุตสาหกรรมได้รับคำแนะนำ "Buy" หรือคำแนะนำเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของกลุ่มอุตสาหกรรมคือ "Buy"

Neutral หมายถึง หุ้นส่วนใหญ่ในกลุ่มอุตสาหกรรมได้รับคำแนะนำ "Neutral" หรือคำแนะนำเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของกลุ่มอุตสาหกรรมคือ "Neutral"

Bearish หมายถึง หุ้นส่วนใหญ่ในกลุ่มอุตสาหกรรมได้รับคำแนะนำ "Reduce" หรือ "Sell" หรือคำแนะนำเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของกลุ่มอุตสาหกรรมคือ "Reduce" หรือ "Sell"

Current หมายถึง การให้น้ำหนักการลงทุนของบริษัท ณ ปัจจุบัน

Previous หมายถึง การให้น้ำหนักการลงทุนของบริษัท ก่อนหน้านี้

Market Prices หมายถึง ราคาหุ้น ณ ปัจจุบัน

Fair Price หมายถึง ราคาที่เหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐาน

Net Profit หมายถึง กำไรสุทธิ (ล้านบาท)

EPS หมายถึง กำไรสุทธิต่อหุ้น (บาท)

EPS Growth หมายถึง อัตราการขยายตัวของกำไรต่อหุ้น (%)

PER หมายถึง ราคาหุ้นปัจจุบัน / กำไรสุทธิต่อหุ้น (เท่า)

P/BV หมายถึง ราคาหุ้นปัจจุบัน / มูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น (เท่า)

EBITDA หมายถึง กำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และ ค่าตัดจำหน่าย (บาท)

EBITDA Growth หมายถึง อัตราการขยายตัวของ กำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และ ค่าตัดจำหน่าย (%)

EV / EBITDA หมายถึง มูลค่ากิจการ / กำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และ ค่าตัดจำหน่าย (เท่า)

DPS หมายถึง เงินปันผลต่อหุ้น (บาท)

Dividend Yield หมายถึง อัตราผลตอบแทนของเงินปันผล (%)

เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ โนมูระ พัฒนสิน จำกัด (มหาชน) ("บริษัท") ข้อมูลที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้จัดทำโดยอาศัยข้อมูลที่จัดทำมาจากแหล่งที่เชื่อถือหรือควรเชื่อว่าเป็นความน่าเชื่อถือ และ/หรือถูกต้อง อย่างไรก็ตาม บริษัทไม่ยืนยัน และไม่รับรองถึงความครบถ้วนสมบูรณ์หรือถูกต้องของข้อมูลดังกล่าว และไม่ได้ประกันราคาหรือผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปรากฏข้างต้น แม้ว่าข้อมูลดังกล่าวจะปรากฏข้อความที่อาจเป็นหรืออาจตีความว่าเป็นเช่นนั้นได้บริษัท จึงไม่รับผิดชอบต่อการนำเอาข้อมูลข้อความ ความเห็น และหรือบทสรุปที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดๆ บริษัท รวมทั้งบริษัทที่เกี่ยวข้อง ลูกค้า ผู้บริหารและพนักงานของบริษัทต่างๆอาจจะทำการลงทุนใน หรือซื้อ หรือขายหลักทรัพย์ที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้ได้ทุกเวลา ข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ มิได้ประสงค์จะชี้ชวน เสนอแนะ หรือจูงใจให้ลงทุนใน หรือซื้อ หรือขายหลักทรัพย์ที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้ และข้อมูลอาจมีการแก้ไขเพิ่มเติมเปลี่ยนแปลงโดยมิต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า ผู้ลงทุนควรใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการลงทุนในหรือซื้อหรือขายหลักทรัพย์บริษัทส่งมอบสิทธิในข้อมูลที่ปรากฏในเอกสารนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดใช้ประโยชน์ ทำซ้ำ ดัดแปลง นำออกแสดง ทำให้ปรากฏหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชน ไม่ว่าด้วยประการใดๆ ซึ่งข้อมูลในเอกสารนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน เว้นแต่ได้รับอนุญาตเป็นหนังสือจากบริษัทเป็นการล่วงหน้า การกล่าว คัดหรืออ้างอิง ข้อมูลบางส่วนตามสมควรในเอกสารนี้ ไม่ว่าในบทความ บทวิเคราะห์ บทวิจัย หรือในเอกสาร หรือการสื่อสารอื่นใดจะต้องกระทำโดยถูกต้อง และไม่เป็นการก่อให้เกิดการเข้าใจผิดหรือความเสียหายแก่บริษัท ต้องรับรู้ถึงความเป็นเจ้าของลิขสิทธิ์ในข้อมูลของบริษัท และต้องอ้างอิงถึงฉบับที่และวันที่ในเอกสารฉบับนี้ของบริษัทโดยชัดแจ้ง การลงทุนในหรือซื้อหรือขายหลักทรัพย์ย่อมมีความเสี่ยง ท่านควรทำความเข้าใจอย่างถ่องแท้ต่อลักษณะของหลักทรัพย์แต่ละประเภท และควรศึกษาข้อมูลของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์และข้อมูลอื่นใดที่เกี่ยวข้องก่อนการตัดสินใจลงทุนในหรือซื้อหรือขายหลักทรัพย์

## CORPORATE GOVERNANCE REPORT OF THAI LISTED COMPANIES 2015



ADVANC	BAFS	BCP	BIGC	BTS	CK	CPN	DRT	DTAC	DTC	EASTW
EGCO	GRAMMY	HANA	HMPRO	INTUCH	IRPC	IVL	KBANK	KCE	KKP	KTB
LHBANK	LPN	MCOT	MINT	MONO	NKI	PHOL	PPS	PS	PSL	PTT
PTTEP	PTTGC	QTC	RATCH	ROBINS	SAMART	SAT	SC	SCB	SCC	SE-ED
SIM	SNC	SPALI	THCOM	TISCO	TKT	TMB	TOP	VGI	WACOAL	



AAV	ACAP	AGE	AHC	AKP	AMATA	ANAN	AOT	APCS	ARIP	ASIMAR
ASK	ASP	BANPU	BAY	BBL	BDMS	BECL	BKI	BLA	BMCL	BOL
BROOK	BWG	CENTEL	CFRESH	CHO	CIMBT	CM	CNT	COL	CPF	CPI
CSL	DCC	DELTA	DEMCO	ECF	EE	ERW	GBX	GC	GFPT	GLOBAL
GUNKUL	HEMRAJ	HOTPOT	HYDRO	ICC	ICHI	INET	IRC	KSL	KTC	LANNA
LH	LOXLEY	LRH	MACO	MBK	MC	MEGA	MFEC	NBC	NCH	NINE
NSI	NTV	OCC	OGC	OISHI	OTO	PAP	PDI	PE	PG	PJW
PM	PPP	PR	PRANDA	PREB	PT	PTG	Q-CON	QH	RS	S&J
SABINA	SAMCO	SCG	SEAFCO	SFP	SIAM	SINGER	SIS	SITHAI	SMK	SMPC
SMT	SNP	SPI	SSF	SSI	SSSC	SST	STA	STEC	SVI	SWC
SYMC	SYNTEC	TASCO	TBSP	TCAP	TF	TGCI	THAI	THANA	THANI	THIP
THRE	THREL	TICON	TIP	TIPCO	TK	TKS	TMI	TMILL	TMT	TNDT
TNITY	TNL	TOG	TPC	TPCORP	TRC	TRU	TRUE	TSC	TSTE	TSTH
TTA	TTCL	TTW	TU	TVD	TVO	TWFP	TWS	UAC	UT	UV
VNT	WAVE	WINNER	YUASA	ZMICO						



2S	AEC	AEONTS	AF	AH	AIRA	AIT	AJ	AKR	AMANAH	AMARIN
AP	APCO	AQUA	AS	ASIA	AUCT	AYUD	BA	BEAUTY	BEC	BFIT
BH	BIG	BJC	BJCHI	BKD	BTNC	CBG	CGD	CHG	CHOW	CI
CITY	CKP	CNS	CPALL	CPL	CSC	CSP	CSS	CTW	DNA	EARTH
EASON	ECL	EFORL	ESSO	FE	FIRE	FOCUS	FORTH	FPI	FSMART	FSS
FVC	GCAP	GENCO	GL	GLAND	GLOW	GOLD	GYT	HTC	HTECH	IEC
IFEC	IFS	IHL	IRCP	ITD	JSP	JTS	JUBILE	KASET	KBS	KCAR
KGI	KKC	KTIS	KWC	KYE	L&E	LALIN	LHK	LIT	LIVE	LST
M	MAJOR	MAKRO	MATCH	MATI	MBKET	M-CHAI	MFC	MILL	MJD	MK
MODERN	MOONG	MPG	MSC	MTI	MTLS	NC	NOK	NUSA	NWR	NYT
OCEAN	PACE	PATO	PB	PCA	PCSGH	PDG	PF	PICO	PL	PLANB
PLAT	PPM	PRG	PRIN	PSTC	PTL	PYLON	QLT	RCI	RCL	RICHY
RML	RPC	S	SALEE	SAPPE	SAWAD	SCCC	SCN	SCP	SEAOIL	SIRI
SKR	SMG	SOLAR	SORKON	SPA	SPC	SPCG	SPPT	SPVI	SRICHA	SSC
STANLY	STPI	SUC	SUSCO	SUTHA	SYNEX	TAE	TAKUNI	TCC	TCCC	TCJ
TEAM	TFD	TFI	TIC	TIW	TLUXE	TMC	TMD	TOPP	TPCH	TPIPL
TRT	TSE	TSR	UMI	UP	UPF	UPOIC	UREKA	UWC	VIBHA	VIH
VPO	WHA	WIN	XO							

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
90 - 100		ดีเลิศ
80 - 89		ดีมาก
70 - 79		ดี
60 - 69		ดีพอใช้
50 - 59		ผ่าน
ต่ำกว่า 50	No logo given	N/A

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ที่มีเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลให้ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และไม่ได้มีการใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน ผลสำรวจดังกล่าวเป็นผลสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ โนมูระ พัฒนสิน จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด อ่านรายละเอียดเพิ่มเติมได้ที่ <http://www.thai-iod.com/imgUpload/file/CGR2015/Brochure%20CGR%202015.pdf>

**ANTI-CORRUPTION PROGRESS INDICATOR** ข้อมูล ณ วันที่ 6 พฤศจิกายน 2558

**Level 5 : ขยายผลสู่ผู้ที่เกี่ยวข้อง (Extended)**

BCP	CPN	GYT	PE	PM	PPP	PT	PTT	PTTGC	SAT	SCC	THANI	TOP
-----	-----	-----	----	----	-----	----	-----	-------	-----	-----	-------	-----

**Level 4 : ได้รับการรับรอง (Certified)**

ASP	BAFS	BANPU	BAY	BBL	BKI	BLA	CIMBT	CNS	CSL	DCC	DRT	DTC
EASTW	ECL	EGCO	ERW	FSS	GCAP	HANA	HTC	INTUCH	IRPC	IVL	KBANK	KCE
KGI	KKP	KTB	LANNA	LHBANK	MTI	NKI	PSL	PTG	PTTEP	SABINA	SCB	SNC
SNP	SSF	SSSC	TCAP	THCOM	TISCO	TMB	TMD	TNITY	TOG			

**Level 3 : มีมาตรการป้องกัน (Established)**

AAV	ABC	ACAP	ADVANC	AEC	AGE	AH	AHC	AI	AIE	AIT	AKR	AMANA
ANAN	AP	APCS	APURE	ARROW	AS	ASIA	ASIAN	ASIMAR	ASK	BA	BDMS	BEC
BECL	BIGC	BJCHI	BROOK	BTS	BUI	BWG	CEN	CENTEL	CFRESH	CGH	CHARAN	CHG
CHO	CHOTI	CHOW	CIG	CITY	CK	CKP	CM	CNT	COL	COLOR	CPALL	CPF
GPI	CPL	CWT	DELTA	DEMCO	DIMET	DNA	DTAC	EA	EARTH	EASON	ECF	EE
EPG	EVER	F&D	FANCY	FIRE	FMT	FORTH	FPI	GBX	GC	GENCO	GFPT	GL
GLOW	GOLD	GPSC	GRAMMY	HMPRO	HOTPOT	HYDRO	ICC	ICHI	IFEC	INOX	INSURE	IRC
IRCP	IT	JAS	JCT	JUBILE	JTS	KC	KCM	KTC	KWC	KYE	LH	LHK
LIT	LOXLEY	LPN	LRH	MACO	MAKRO	MANRIN	MATI	MC	MCOT	MFC	MFEC	MINT
MJD	MODERN	MONO	MOONG	MSC	NBC	NDR	NINE	NMG	NOBLE	NOK	NPK	NSI
NTV	NUSA	OGC	OISHI	OTO	PACE	PAF	PAP	PATO	PCSGH	PDI	PF	PG
PHOL	PJW	PLANB	PLAT	PLE	POLAR	PPS	PR	PRANDA	PREB	PRG	PS	PTL
Q-CON	QLT	QTC	RATCH	RCI	RML	ROBINS	ROJNA	RWI	S11	SALEE	SAM	SAMART
SAMCO	SAMTEL	SAPPE	SC	SCCC	SCG	SCP	SEAOIL	SE-ED	SENA	SFP	SIM	SINGER
SITHAI	SLP	SMK	SMPC	SMT	SPA	SPALI	SPC	SPCG	SPI	SPORT	SRICHA	SSC
SSI	SST	STANLY	STEC	STPI	SUC	SUPER	SUTHA	SVI	SYMC	SYNEX	SYNTEC	T
TAE	TASCO	TBSP	TCC	TCMC	TFD	TFI	TGCI	TGPRO	THAI	THANA	THIP	THRE
THREL	TICON	TIW	TK	TKT	TLUXE	TMILL	TMT	TMMW	TNDT	TNL	TOPP	TPC
TPCH	TPCORP	TPIPL	TSR	TSTE	TSTH	TT	TTCL	TU	TVI	TYCN	UAC	UBIS
UEC	UMI	UOBKH	UP	UPF	UREKA	UT	UV	VGI	VNT	VPO	WACOAL	WAVE
WHA	WINNER	YUASA	ZMICO									

**Level 2 : ประกาศเจตนารมณ์ (Declared)**

2S	ABICO	AF	AKP	AMARIN	AMATA	AOT	APCO	AYUD	BEAUTY	BFIT	BH	BKD
BLAND	BTNC	CCP	CI	CSR	CSS	EFORL	EPCO	FE	FNS	FVC	GEL	GLOBAL
HEMRAJ	IEC	IFS	INET	JUTHA	KASET	KCAR	KKC	KSL	L&E	LALIN	LTX	M
MALEE	MBK	MBKET	MEGA	MK	MPG	MTLS	NCH	NCL	NPP	OCC	OCEAN	PB
PCA	PRINC	QH	ROCK	RPC	S & J	SGP	SIAM	SIS	SKR	SMG	SMIT	SORKON
SUSCO	TAKUNI	TEAM	TF	TIC	TIP	TIPCO	TMC	TMI	TPP	TRT	TRU	TSC
TSI	TTW	TVD	TVO	UKEM	UNIQ	UWC	VNG	WIJK	WIN	XO	TRUE	

**Level 1 : มินิโยบาย (Committed)**

ACD	AEONTS	AFC	AIRA	AJ	ALUCON	AMC	AQUA	ARIP	AUCT	BAT-3K	BIG	BJC
BLISS	BMCL	BOL	BRR	BSBM	CBG	CCET	CCN	CGD	CMR	CPH	CSC	CSP
CTW	DCON	DRACO	DSGT	DTCI	E	EMC	ESSO	FOCUS	FSMART	GIFT	GLAND	GRAND
GUNKUL	HFT	HTECH	IHL	ILINK	ITD	JSP	KDH	KTIS	KTP	LEE	LST	MAJOR
MATCH	MAX	M-CHAI	MDX	MIDA	ML	MPIC	NC	NEP	NNCL	NWR	OHTL	PICO
PK	PL	PPM	PRAKIT	PRECHA	PRIN	PSTC	PYLON	RAM	RICH	RS	SANKO	SAUCE
SAWAD	SAWANG	SCN	SEAFSCO	SHANG	SIRI	SMM	SMART	SMM	SOLAR	SPACK	SPG	SPPT
SPVI	STA	STAR	SVH	SVOA	SWC	TAPAC	TC	TCCC	TCJ	TCOAT	TH	TKS
TNH	TNPC	TPA	TPAC	TPOLY	TRC	TRUBB	TSE	TTA	TTI	TTL	TTTM	TWP
TWZ	U	UMS	UPA	UPOIC	UTP	UVAN	VARO	VI	VIBHA	VIH	VTE	WG

ระดับ (Level)	ผลการประเมิน
5 ขยายผลสู่ผู้ที่เกี่ยวข้อง (Extended)	การแสดงให้เห็นถึงนโยบายที่ครอบคลุมถึงหุ้นส่วนทางธุรกิจที่ปรึกษา ตัวกลาง หรือตัวแทนธุรกิจ ที่จะไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับการคอร์รัปชันทุกรูปแบบ
4 ได้รับการรับรอง (Certified)	การแสดงให้เห็นถึงการนำไปปฏิบัติโดยมีการสอบทานความครบถ้วนเพียงพอของกระบวนการทั้งหมดจากคณะกรรมการตรวจสอบหรือผู้สอบบัญชีที่ ก.ล.ต. ให้ความเห็นชอบ การได้รับการรับรองเป็นสมาชิกในแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต หรือได้ผ่านการตรวจสอบเพื่อให้ความเชื่อมั่นอย่างเป็นทางการจากหน่วยงานภายนอก
3 มีมาตรการป้องกัน (Established)	การแสดงให้เห็นถึงระดับขอบเขตของนโยบายของบริษัท เช่น ไม่จ่ายเจ้าหน้าที่รัฐ ไม่มีส่วนเกี่ยวข้อง ต่อต้านผู้เกี่ยวข้อง การสื่อสารและฝึกอบรมแก่พนักงานเพื่อให้มีความรู้เกี่ยวกับนโยบายและแนวปฏิบัติในการต่อต้านคอร์รัปชัน
2 ประกาศเจตนารมณ์ (Declared)	การแสดงให้เห็นถึงความมุ่งมั่นโดยการประกาศเจตนารมณ์เข้าเป็นแนวร่วมปฏิบัติ (Collective Action Coalition) ของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต
1 มินิโยบาย (Committed)	การแสดงให้เห็นถึงความมุ่งมั่นจากผู้บริหารสูงสุดและขององค์กรโดยมติและนโยบายของคณะกรรมการในเรื่องการดำเนินธุรกิจที่ไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับการคอร์รัปชัน

การเปิดเผยผลการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-Corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งจัดทำโดยสถาบันไทยพัฒน์ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียนของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยผลการประเมินดังกล่าวของสถาบันไทยพัฒน์ อาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งได้อ้างอิงข้อมูลตามแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารและหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันไทยพัฒน์ซึ่งเป็นบุคคลภายนอก โดยมีได้เป็นการประเมินการปฏิบัติตามจริยธรรมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังจากดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ โนมูระ พัฒนสิน จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด