

### คำแนะนำ : Trading Buy

### บมจ. ทีวี อินเตอร์ (TVT)

#### เรามาดูถึงจุดที่ “ผู้ผลิตคอนเทนเนอร์ได้ประโยชน์”

**CGR Scoring Rating** -

**ราคาปิด (บาท):** 2.92

**ราคาเป้าหมาย (บาท):** 3.26

**วินรดา เลี้ยงหทัยธรรม**
<http://www.maybank-ke.co.th>

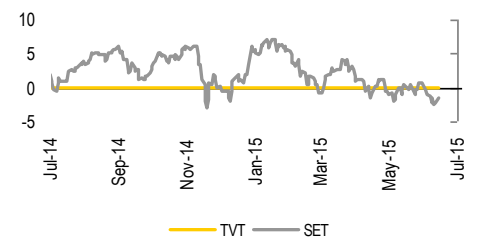
(02) 658-6300

**ข้อมูลบริษัท** (ณ วันที่ 10 กรกฎาคม 2558)

**Description** : ผลิตรายการโทรทัศน์และรายการบันเทิง โดยแบ่งลักษณะธุรกิจเป็น 4 ประเภท ได้แก่ 1) ธุรกิจโฆษณา ซึ่งเกิดจากการผลิตรายการโทรทัศน์ 2) ธุรกิจให้บริการ ซึ่งเกิดจากการรับจ้างผลิตรายการและการจัดกิจกรรม 3) ธุรกิจบริหารศิลปิน และ 4) ผลิตและจำหน่ายหนังสือพ็อคเก็ตบุ๊คขายสื่อโฆษณา

Ticker :	TVT
หุ้นที่ออกและชำระแล้ว (ล้านหุ้น)	800
มูลค่าตลาด (ล้านบาท)	2,336
มูลค่าตลาด (US\$ m)	68.75
3-mth Avg Daily Turnover (ล้านบาท)	125.04
SET INDEX	1,484.90
Free float (%)	26.62

<b>Major Shareholders :</b>	%
นางภัทรร วรกรรมภิญโญ	23.69
นายสมพงษ์ วรกรรมภิญโญ	18.75

**Historical Chart**

**Performance**

52-week High/Low	THB 3.16/THB1.75				
	1-mth	1-mth	6-mth	1-yr	YTD
Absolute (%)	43.1	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
Relative (%)	43.9	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A

**ประเด็นการลงทุน:** การเปลี่ยนผ่านเข้าสู่ทีวีดิจิทัล การแข่งขันอยู่ในระดับสูง การเดินหน้าลงคอนเทนเนอร์เพื่อแย่งชิงคนดูเป็นสิ่งจำเป็น ผู้ประกอบการลดความเสี่ยงและจ้างผู้ผลิตคอนเทนเนอร์มากขึ้น TVT ผู้ผลิตคอนเทนเนอร์ที่ได้อะไรในครั้งนี้อย่างเต็มตัว ด้วยประสบการณ์ที่มีมายาวนานกว่า 22 ปี คือสิ่งยืนยันความสามารถผลิตคอนเทนเนอร์ที่มีคุณภาพพร้อมการควบคุมต้นทุนการผลิตภายใต้งบประมาณที่จำกัดของลูกค้า จุดเปลี่ยนแปลงดังกล่าวเอื้อต่อผลประโยชน์ของ TVT ในเชิงบวกอย่างมากคาดเติบโตเฉลี่ย 37% ใน 3 ปีนี้ พร้อมประเมินราคาเหมาะสม 12 เดือนข้างหน้าอยู่ที่ 3.26 บาท แต่ Upside ไม่มากกว่า 11% ทำให้เราเริ่มต้นคำแนะนำ Trading Buy

**อุตสาหกรรมเอื้อต่อการเติบโต:** เมื่อผู้ประกอบการทีวีดิจิทัลต่างต้องแบกรับต้นทุนใบอนุญาต ภายใต้ภาวะการแข่งขันที่สูงเพื่อแย่งชิงคนดู การเดินหน้าลงคอนเทนเนอร์ที่ตีกลายเป็นสิ่งจำเป็น ขณะที่ย้ายได้ยังเติบโตช้า ผู้ประกอบการลดความเสี่ยงลงและจ้างผู้ผลิตคอนเทนเนอร์มากขึ้น เรามองว่าผู้ได้ประโยชน์ท่ามกลางสงครามทีวีดิจิทัล คือ ผู้ผลิตคอนเทนเนอร์ แม้ผู้แข่งขันจะมีจำนวนมากทั้งรายใหญ่และเล็ก แต่เราเชื่อว่าช่วงระยะเวลาออกอากาศที่เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยยะอุตสาหกรรมผู้ผลิตคอนเทนเนอร์อยู่ในลักษณะแบ่งงานกันทำ

**ผู้ผลิตคอนเทนเนอร์มีอาชีพ:** TVT อยู่ในฐานะผู้ผลิตคอนเทนเนอร์ที่นำจับตามองในสงครามทีวีดิจิทัลครั้งนี้ ด้วยประสบการณ์ที่มีมายาวนานกว่า 22 ปี มีรายการที่มีชื่อเสียงอย่าง Take me out และมาสเตอร์คีย์เวทีแจ่งเกิด เป็นสิ่งกระตุ้นความเชื่อมั่นและความเชื่อใจมาถึงการผลิตคอนเทนเนอร์ที่มีคุณภาพให้กับช่องทีวี นอกจากนี้สายสัมพันธ์ที่ติดกับช่องทีวีชั้นนำต่างๆ โดยเฉพาะอย่างยิ่งช่อง 3 ซึ่งมีช่องทีวีมากถึง 3 ช่อง เป็นอีกกุญแจสำคัญ ถือเป็นโอกาสให้กับ TVT อย่างมาก

**ท่ามกลางสงครามเริ่มเห็นประโยชน์:** แม้ค่าโฆษณาทีวีดิจิทัลยังอยู่ในระดับต่ำ TVT เลือกรับรายได้จากการจ้างผลิตรายการ และรับผลดีจากอุปสงค์ช่องที่เพิ่มขึ้น ทำให้ TVT รับจ้างผลิตเป็น 14 รายการ เพิ่มขึ้นจากในอดีตที่ราว 6-7 รายการ ด้านรายการที่เรตติ้งสูงและส่วนใหญ่ออกอากาศผ่านช่อง 3 เลือกรับรายได้จากค่าโฆษณา ด้วยหลายปัจจัยที่เอื้อต่อ TVT ทำให้เราคาดรายได้ปีเติบโต 16% YoY อยู่ที่ 503 ล้านบาท แต่การเลิกผลิตรายการที่ไม่กำไรออกไป ทำให้อัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้นเป็น 34.7% (จากปีก่อน 29.6%) โดยกำไรสุทธิเรคาดว่า TVT จะทำได้ 61 ล้านบาท เติบโต 78% YoY สำหรับปี 2558 และคาดว่าจะสามารถเติบโตเฉลี่ยสูงถึง 37% CAGR ตลอด 3 ปีนี้ (2558-2560) จากอุปสงค์คอนเทนเนอร์ที่เพิ่มขึ้นและเมื่อสตูดิโอจำนวน 3 แห่งเสร็จ ช่วยเพิ่มความสามารถผลิตรายการหนูลการเติบโตตั้งแต่ปี 2559 เป็นต้นไป นอกจากนี้ประเด็น M&A เป็นอีก Upside ที่ยังไม่รวมอยู่ในประมาณการ

**การประเมินมูลค่า:** แม้ราคาหุ้นที่ปรับตัวขึ้นแล้ว 46% จากราคา IPO ทำให้ราคาหุ้น ณ ปัจจุบันซื้อขายที่ PER15 อยู่ที่ระดับ 36.5 เท่า อย่างไรก็ตามเราประเมินว่าการแข่งขันที่สูงในอุตสาหกรรมทีวีดิจิทัล ยังเอื้อต่อผู้ผลิตคอนเทนเนอร์ ผลประกอบการของ TVT มีทิศทางเชิงบวกและเติบโตได้เร็วกว่ากลุ่ม เราเริ่มต้นคำแนะนำ “Trading Buy” ด้วยราคาเหมาะสมสำหรับ 12 เดือนข้างหน้า 3.26 บาท อิงวิธี PER ที่ 38 เท่า (Premium จากกลุ่มที่ราว 30 เท่า)

**TVT - Summary Earnings Table**

FYE: Dec 31 (THB m)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Revenue	468	433	503	631	744
EBITDA	88	61	111	146	151
Recurring Net Profit	56	34	61	77	87
Net profit	56	34	61	77	87
EPS (Bt)	0.07	0.04	0.08	0.10	0.11
EPS growth (%)	-8.4	-39.4	78.0	26.4	13.1
DPS (Bt)	-	-	0.03	0.04	0.04
PER	41.5	68.5	38.5	30.4	26.9
EV/EBITDA (x)	25.9	37.9	18.0	13.2	12.2
Div Yield (%)	-	-	1.0	1.3	1.5
P/BV(x)	8.8	9.2	3.3	3.0	2.8
Net Gearing (%)	2.5	21.7	0.0	0.0	0.0
ROE (%)	21.3	13.4	8.5	10.0	10.6
ROA (%)	14.5	8.7	7.6	8.8	9.2
Cons. Net Profit (THB m)	-	-	-	-	-

Source: Company reports and MBKET.

### การประเมินมูลค่า

เราเลือกใช้วิธี PER ในการประเมินมูลค่าหุ้น TVT โดยประเมิน EPS ปี 2558 และ 2559 ที่ 0.08 และ 0.10 บาท ตามลำดับ ใช้ PER ที่ 38 เท่า ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 30 เท่า (ไม่รวม WORK ซึ่งมี PER ที่สูงในระดับราว 70 เท่า) อย่างไรก็ตามหากพิจารณา EPS Growth ในปีนี้เราคาดเติบโต 78% สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่มีแนวโน้มหดตัว 15% เนื่องจากผู้ประกอบการในกลุ่มต้องเผชิญกับต้นทุนค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นจากการประมูลใบอนุญาตทีวีดิจิตอล นอกจากนี้การรับจ้างผลิตรายการช่วยลดความเสี่ยงจากความผันผวนจากรายได้ค่าโฆษณา

แม้ว่าราคาหุ้น ณ ปัจจุบันปรับตัวขึ้นแล้ว 46% จากระยะ IPO ที่ 2 บาท และอยู่ในระดับ PER ที่สูงกว่า MATCH ซึ่งเป็นผู้ผลิตคอนเทนต์และประกอบธุรกิจคล้ายคลึงกัน แต่ MATCH มีธุรกิจอื่นอย่างการให้เช่าอุปกรณ์และการลงทุนในธุรกิจผลิตภาพยนตร์ ซึ่งเราประเมินว่ามีโอกาสที่จะเห็นการปรับประมาณการในปีของ MATCH ลง นอกจากนี้ MATCH มีผู้ถือหุ้นใหญ่คือช่อง 7 ในขณะที่ TVT คือ ผู้ผลิตคอนเทนต์อิสระ ซึ่งเรามองว่าเป็นการเปิดโอกาสที่กว้างกว่าเพื่อผลิตคอนเทนต์ให้กับช่องทีวีดิจิตอลอื่น เราเชื่อว่าการเข้าสู่ระบบทีวีดิจิตอลเชื่อมต่อผลประกอบการของ TVT ในเชิงบวกอย่างมาก ทำให้เราเริ่มต้นคำแนะนำ Trading Buy พร้อมประเมินราคาเหมาะสม 12 เดือนข้างหน้าอยู่ที่ 3.26 บาท มี Upside gain 11%

Figure 1 : PEER Comparison

	PER15	EPS15Growth (%)
RS	41.5	-40.1%
BEC	20.8	-20.8%
MCOT	30.9	-55.6%
MATCH*	24.9	58.7%
<b>Average</b>	<b>29.52</b>	<b>-14.5%</b>

Source: IAA Consensus and \*MBKET as of 9 Jul, 2015.

Figure 2 : Valuation Table

PER	EPS	
	2015F	2016F
38.00	2.89	3.65
<b>@1H16</b>	<b>3.27</b>	

Source: MBKET

### ประเด็นการลงทุน

#### สงครามทีวีดิจิตอล เอื้อต่อผู้ผลิตคอนเทนต์

เมื่อเข้าสู่ระบบทีวีดิจิตอลช่องทีวีที่เพิ่มขึ้นเป็น 24 ช่อง การเปลี่ยนผ่านยังอยู่ในช่วงเริ่มต้นอุตสาหกรรมต้องเผชิญกับการแข่งขันในระดับสูง ผู้ประกอบการจึงยังมีความเสี่ยงสูงสำหรับคอนเทนต์เพื่อชิงผู้ชม รวมถึงค่าใช้จ่ายใบอนุญาตทีวีดิจิตอล ในขณะที่รายได้ยังไม่เข้ามาอย่างเต็มที่ ทำให้การเติบโตของรายได้ยังอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าต้นทุน ผู้ประกอบการลดความเสี่ยงการลงทุนคอนเทนต์ด้วยตัวเองบางส่วนลงและให้ผู้ที่มีความชำนาญผลิตรายการให้ ทำให้เรามองว่าภายใต้อุตสาหกรรมทีวีดิจิตอลที่แข่งขันสูง อุปสงค์ที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นตามจำนวนช่องที่เพิ่มขึ้น กลายเป็นปัจจัยเอื้อต่อผู้รับจ้างผลิตคอนเทนต์รายการและละคร

Figure 3 : DTV Thailand



Source: Google







### เมื่อคอนเทนต์มีความสำคัญ

วิถีการใช้ชีวิตของคนในปัจจุบันที่เปลี่ยนแปลงไป ใช้ชีวิตนอกบ้านมากขึ้น ดูทีวีลดลง และอยู่บนหน้าจอมือถือ, คอมพิวเตอร์มากขึ้น รูปแบบการรับชมทีวีจึงเปลี่ยนไปเช่นกัน ผู้บริโภคส่วนใหญ่ดูรายการหรือละครผ่านช่องทางอื่นและเป็นการรับชมในลักษณะย้อนหลัง โดยเลือกดูในเวลาและเจาะจงรายการที่ต้องการเท่านั้น ทำให้ผู้ประกอบการช่องทีวีต่างให้ความสำคัญกับคอนเทนต์ให้มีความน่าสนใจ เพื่อให้ได้รับความนิยม เราจึงเชื่อว่าผู้ผลิตคอนเทนต์ที่มีคุณภาพ ตรงความต้องการของผู้บริโภค รวมถึงมีประสบการณ์เชี่ยวชาญและความสัมพันธ์ที่ดีกับช่องทีวี จะมีความได้เปรียบ

### การแข่งขัน




แม้ว่าจะมีผู้รับจ้างผลิตคอนเทนต์จะมีจำนวนมาก ทั้งรายเล็กและใหญ่ ซึ่งผู้ผลิตรายใหญ่ในอุตสาหกรรมล้วนมีชื่อเสียงและเป็นมีประสบการณ์มาอย่างยาวนานเช่นกัน ไม่ว่าจะเป็นกันตนา, เจ เอส แอล, โพลีพลัส, ซีเนริโอ, บรอดคาซท์ ไทย เทเลวิชั่น เป็นต้น อย่างไรก็ตาม ผู้ผลิตคอนเทนต์บางรายก้าวสู่การเป็นเจ้าของช่องทีวีเอง นอกจากนี้ด้วยจำนวนช่องที่เพิ่มขึ้น เราเชื่อว่าช่วงเวลาออกอากาศที่เพิ่มขึ้นมาก อุปสงค์เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยยะ อีกทั้งผู้ผลิตแต่ละรายมีจุดเด่นและรูปแบบที่แตกต่างกัน ทำให้เรามองว่าการแข่งขันอยู่ในระดับต่ำและเป็นลักษณะของการแบ่งงานกันทำ

Figure 4 : Comparison with Competitors

	<b>TV channel owner</b> 
	<b>TV channel owner</b> 
	มีชื่อเสียงรายการวาไรตี้ เน้นออกอากาศช่อง 5 และช่อง 7
<b>Kantana</b>	มีชื่อเสียงการผลิตละคร เน้นออกอากาศช่อง 7
	มีชื่อเสียงการผลิตละคร เน้นออกอากาศช่อง 3

Source : Company reports

Figure 4 : Comparison with Competitors

	มีชื่อเสียงการผลิตรายการประเภททอล์คโชว์
 MATCHING MAXIMIZE SOLUTION PLC.	มีชื่อเสียงผลิตเกมส์โชว์ เน้นออกอากาศและมีผู้ถือหุ้นใหญ่คือ ช่อง 7
 TV THUNDER green entertainment	มีชื่อเสียงผลิตรายการลิขสิทธิ์จากต่างประเทศ เน้นออกอากาศ ช่อง 3

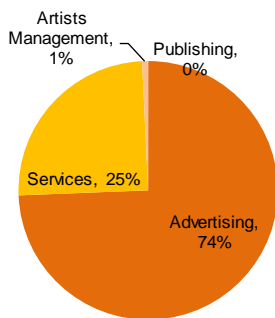
Source : Company reports

**TVT คือใคร**

TVT อยู่ในฐานะผู้นำผลิตคอนเทนต์อีกรายที่มีประสบการณ์ยาวนานมากกว่า 22 ปี ผลิตรายการในหลากหลายรูปแบบทั้งละคร, เกมส์โชว์, วาไรตี้และทอล์คโชว์ มีรายการที่เป็นที่นิยมมาอย่างยาวนานและมีเรตติ้งสูง ไม่ว่าจะเป็นรายการ Take me out, มาสเตอร์คีย์เวทีแจ้งเกิด ซึ่งมีรูปแบบรายได้ทั้งจาก 1) ค่าโฆษณา (สัดส่วนราว 75% ของรายได้ทั้งหมด) ซึ่งมีทั้งในรูปแบบการจ่ายค่าเช่าช่วงเวลาออกอากาศ, ให้ส่วนแบ่งรายได้จากค่าโฆษณา (Revenue sharing), แบ่งช่วงเวลาในการขายโฆษณา (Time Sharing) และ 2) การรับจ้างผลิต (18% ของรายได้ทั้งหมด)

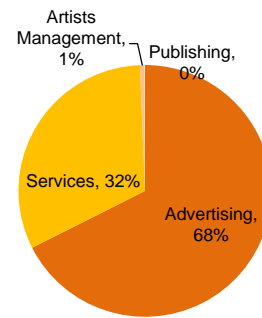
ภายใต้ทีมงานที่มีคุณภาพและมีประสบการณ์ มีรายการที่เป็นที่รู้จัก เราจึงเชื่อว่าเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้ TVT จะเป็นอีกหนึ่งผู้ผลิตคอนเทนต์ที่น่าจับตามองที่ช่องทีวีให้ความไว้วางใจเพื่อการผลิตคอนเทนต์ด้วยคุณภาพ

Figure 5 : 2014 Revenue Breakdown



Source: Company Reports

Figure 6 : 2015F Revenue Breakdown



Source: MBKET and Company Reports

นอกจากนี้ TVT มีธุรกิจจัดงานอีเวนต์, การบริหารศิลปิน รวมถึงผลิตและจำหน่ายหนังสือ ซึ่งรายได้จากทั้ง 3 ส่วนรวมกันคิดเป็นสัดส่วนราว 7% ของรายได้ทั้งหมด

## ความสัมพันธ์ที่ดีกับช่องทีวี

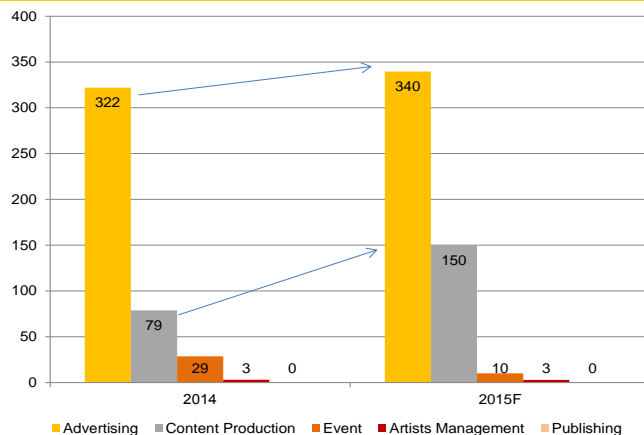
TVT มีสายสัมพันธ์ที่ดีกับช่องทีวีชั้นนำต่างๆ โดยเฉพาะอย่างยิ่งช่อง 3 ซึ่งมีใบอนุญาตทีวีดิจิตอลมากถึง 3 ช่อง ทำให้เราประเมินว่า TVT มีแนวโน้มที่จะได้รับการว่าจ้างผลิตเพิ่มขึ้น รวมถึงการนำรายการเดิมที่มีอยู่แล้วไปออกอากาศซ้ำ เพื่อเติมเต็มช่วงเวลาออกอากาศของช่องทีวีที่มีจำนวนมาก และ TVT ยังมีความสัมพันธ์ที่ดีกับช่องทีวีดิจิตอลอื่นด้วยเช่นกัน ล่าสุดรับจ้างผลิตรายการ ให้กับช่อง PPTV, ไทยรัฐทีวีและ TRUE4U เราเชื่อว่าด้วยความสัมพันธ์ที่ดีกับช่องทีวี เป็นประเด็นสำคัญ ที่ทำให้ TVT เติบโตได้อย่างต่อเนื่อง

## ผู้รับประโยชน์ในสงครามทีวีดิจิตอล

การเปลี่ยนเข้าสู่ระบบทีวีดิจิตอลเริ่มเข้าสู่ปีที่ 2 ในปี 2558 ผู้ประกอบการทีวีดิจิตอลเริ่มเดินหน้าลงคอนเท ท่ามกลางสงครามเราเริ่มเห็นประโยชน์มาสู่ผู้ผลิตคอนเทนต์ อัตราค่าโฆษณาของช่อง 3 ที่ยังอยู่ในระดับสูง ทำให้รายการของ TVT ที่ออกอากาศผ่านช่อง 3 ส่วนใหญ่มีรายได้ในรูปแบบของค่าโฆษณา นอกจากนี้เมื่อผู้ผลิตคอนเทนต์บางรายกลายเป็นเจ้าของช่องทีวีและเริ่มตั้งคอนเทนต์ตนเองไปออกอากาศช่องทีวี ทำให้มีช่วงเวลาออกอากาศว่างขึ้น เปิดโอกาสให้กับ TVT ผลิตคอนเทนต์เพื่อไปเติมช่วงเวลาดังกล่าว โดยรายการที่เพิ่มขึ้นจากปีก่อนคือ Hidden Singer ทั้งนี้เราประเมินรายได้ค่าโฆษณาเติบโต 5.5% YoY อยู่ที่ 340 ล้านบาทในปี 2558

ส่วนการผลิตรายการให้กับช่องทีวีดิจิตอลอื่นที่อัตราค่าโฆษณายังอยู่ในระดับต่ำ TVT เลือกรับรายได้ในรูปแบบของการรับจ้างผลิต โดยปีนี้ TVT รับจ้างผลิตเป็น 14 รายการ เพิ่มขึ้นจากในอดีตที่ราว 6-7 รายการ ตามทิศทางอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้น เนื่องจากผู้ประกอบการทีวีดิจิตอลมีความจำเป็นต้องมีคอนเทนต์ที่มีคุณภาพ เพื่อสร้างฐานผู้ชม คาดรายได้รับจ้างผลิตอยู่ที่ 150 ล้านบาท เติบโต 90% YoY สำหรับธุรกิจ Event, บริหารศิลป์และขายหนังสือมีแนวโน้มทรงตัว ทำให้รายได้รวมในปี 2558 ประเมินที่ 503 ล้านบาท (+16% YoY)

Figure 7 : Revenue Structure

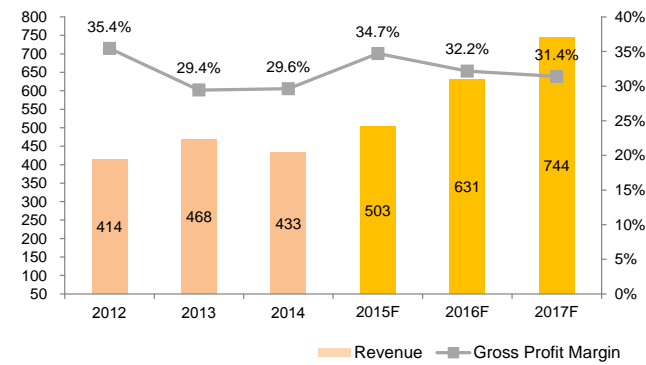


Source: MBKET and Company Reports

## กำไรสุทธิเติบโตเฉลี่ย 37% CAGR ตลอด 3 ปี

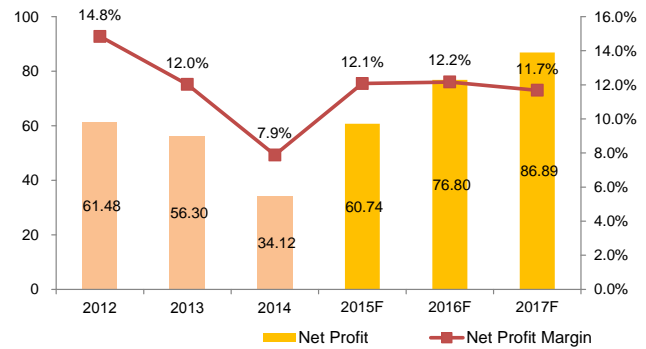
การเลิกผลิตรายการที่ไม่กำไรออกไป ทำให้ประเมินอัตรากำไรขั้นต้นในปีนี้จะเพิ่มขึ้นเป็น 34.7% จากปีก่อน 29.6% ทั้งนี้เราคาดในปี 2558 TVT จะมีกำไรสุทธิ 61 ล้านบาท เติบโต 78% YoY และด้วยอุปสงค์ในคอนเทนต์ที่เพิ่มขึ้น และความสามารถผลิตรายการที่เพิ่มขึ้นเป็น 20 รายการ เมื่อสตูดิโอจำนวน 3 แห่งเสร็จในปี 2559 แต่ทิศทางอัตราขั้นต้นมีแนวโน้มลดลงในปีถัดไป เนื่องจากสัดส่วนรายได้การรับจ้างผลิตที่เพิ่มขึ้น ซึ่งมีอัตรากำไรขั้นต้นที่ต่ำกว่ารายได้โฆษณา เราประเมินกำไรสุทธิของ TVT จะสามารถเติบโตเฉลี่ย 37% ใน 3 ปีนี้ (2558-2560)

Figure 8 : Revenue and Gross Profit Margin



Source: MBKET and Company Reports

Figure 9 : Net Profit and Net Profit Margin



Source: MBKET and Company Reports

### คาดผลประกอบการ 2Q58 เติบโตดี

เราประเมินกำไรใน 2Q58 ของ TVT อยู่ที่ 14 ล้านบาท มีทิศทางกำไรเติบโตทั้ง YoY และ QoQ โดยคาดการณ์รายได้อยู่ที่ 119 ล้านบาท เนื่องจากมีรายได้จากรายการ Hidden Singer อีกทั้งเป็นช่วง High Season ของอุตสาหกรรมทำให้รายได้ค่าโฆษณาฟื้นตัว ด้านค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยลดลง หลังนำเงินที่ได้จากการ IPO ไปชำระหนี้ นอกจากนี้เราประเมินทิศทางผลประกอบการในช่วง 2H58 จะยังมีทิศทางบวกต่อเนื่อง เนื่องจากมีรายการ 2 รายการ ได้แก่ Dance your fat off และ The price is right รวมถึงละคร 2 เรื่องที่ออกอากาศในช่วงที่เหลือในปี นี้ หนุนผลประกอบการ TVT ให้เติบโตต่อเนื่อง

Figure 10 : TVT – 2Q15 earnings preview

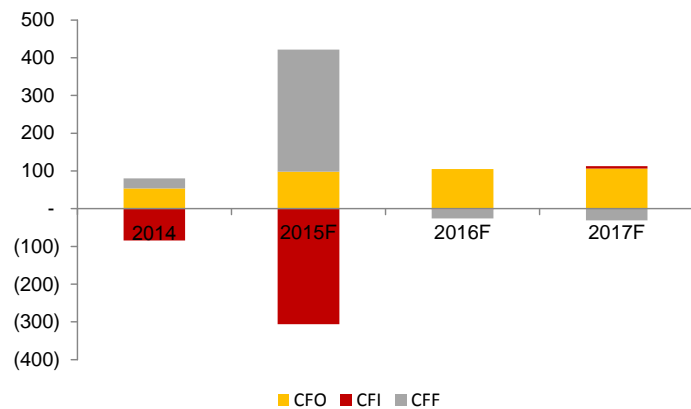
(Btmn)	2Q15F	1Q15	QoQ
Revenues	119	69	73.4%
COGs	79	42	88.2%
<b>Gross profits</b>	40	27	50.5%
Gross margin (%)	34%	39%	-
Others Revenue	1	0	566.7%
SG&A	23	21	9.8%
Operating profit	18	6	184.4%
Operating margin (%)	15%	9%	-
<b>EBIT</b>	18	6	189.8%
EBIT margin (%)	16%	9%	-
Interest expense	0	1	-57.1%
Tax	4	0	-
Normalised earning	14	5	171.1%
<b>Net profit</b>	14	5	171.1%
Net margin	12%	7%	-
EPS (Bt) before extra item	0.02	0.01	171.1%
<b>EPS (Bt)</b>	0.02	0.01	171.1%

Source: Company reports, MBKET

## ฐานะการเงินแข็งแกร่ง

TVT มีฐานะการเงินแกร่ง มีสถานะเป็นเงินสดสุทธิ หลังนำเงินได้จากการ IPO ไปชำระหนี้ การลงทุนขนาดใหญ่ คือการสร้างสตูดิโอมูลค่า 160 ล้านบาทซึ่งเกิดขึ้นในปีนี โดยใช้แหล่งเงินทุนจากการ IPO ซึ่งเพียงพอต่อการลงทุน แต่หลังจากนี้ไปจะเป็นการเก็บเกี่ยวจากการลงทุนที่เกิดขึ้น จากความสามารถผลิตรายการที่เพิ่มขึ้น ทำให้สามารถสร้างกระแสเงินสดได้เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง ขณะที่เราประเมินว่าการลงทุนมีแนวโน้มลดลง นอกจากนี้มีเงินสดในมือราว 150 ล้านบาท ผู้บริหารคาดว่าจะนำไปใช้สำหรับการ M&A ซึ่งจะช่วยสร้างอำนาจต่อรองเพิ่มขึ้น ซึ่งเป็นอีกหนึ่ง Upside ที่ยังไม่รวมในประมาณการ

Figure 11 : Revenue Structure



Source: MBKET and Company Reports

## ความเสี่ยง

1. ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงการออกอากาศในสถานีโทรทัศน์ และการไม่มีสัญญาหรือข้อตกลงการผลิตรายการ รายการที่ผลิตและออกอากาศผ่านช่อง 3 ในรูปแบบของ Revenue Sharing และ Time Sharing ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนรายได้ราว 45% ของรายได้ทั้งหมด จะไม่มีการทำสัญญาหรือข้อตกลงเป็นลายลักษณ์อักษร ทำให้ TVT มีความเสี่ยงจากการถูกเปลี่ยนแปลงเงื่อนไข หรืออาจถูกยกเลิกการออกอากาศของรายการ อย่างไรก็ตาม TVT มีการควบคุมการผลิตและนำเสนอรูปแบบให้มีความทันสมัยอยู่เสมอ รวมถึงความสัมพันธ์ที่ดีกับสถานีและปฏิบัติตามเงื่อนไขข้อตกลง ทำให้ TVT ไม่เคยถูกยกเลิกการเช่าเวลาออกอากาศ
2. ความเสี่ยงจากความนิยมรายการบริษัทที่ลดลง อย่างไรก็ตาม TVT มีการตรวจสอบคุณภาพและเรตติ้งอย่างสม่ำเสมอ แล้วนำมาปรับปรุง
3. ความเสี่ยงจากการขาดแคลนบุคลากร เนื่องจากช่องทีวีดิจิทัลที่เพิ่มขึ้น ทำให้ความต้องการบุคลากรได้เพิ่มขึ้นตามเพื่อรองรับการเติบโต รวมไปถึงธุรกิจผลิตคอนเทนต์เช่นกันที่มีความต้องการคนที่มีคุณภาพเพื่อผลิตรายการให้มีความน่าสนใจ ทั้งนี้ TVT มีการพัฒนาและให้โอกาสบุคลากรเพื่อสร้างสรรค์งาน เพื่อการเติบโตของกิจการ
4. ภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัว: TVT ดำเนินธุรกิจในสื่อบันเทิง ซึ่งผันแปรในทิศทางเดียวกับภาวะเศรษฐกิจ กรณีที่เศรษฐกิจอยู่ในภาวะไม่ดี ส่งผลให้งบประมาณการซื้อสื่อโฆษณาลดลง ตามกำลังซื้อของผู้บริโภคที่ลดลง ซึ่งมีผลกระทบต่อรายได้ของ TVT

Figure 12 : Example of Content

	<b>HIDDEN SINGER THAILAND</b> เสาร์ 17.30 - 19.00 น.	
	<b>มาสเตอร์คีย์ เวทีแจ้งเกิด</b> จันทร์ - ศุกร์ 10.10 - 10.35 น.	
	<b>หลวงตามหาชน ตะลุยตลาด</b> เสาร์ 08.45 - 09.15 น.	
	<b>TAKE ME OUT THAILAND</b> เสาร์ 14.00 - 14.45 น.	
	<b>แต่ง เจียบ ที่ วาไรตี้ 3 ฝ่าย</b> พุธ 19.00 - 20.00 น.	
	<b>Who's Asking Thailand</b> อาทิตย์ 16.00 - 17.00 น.	
	<b>วาไรตี้แมมเบอร์</b> อาทิตย์ 17.00 - 18.00 น.	

Source: Company Website



**INCOME STATEMENT (THB mn)**

FY December	2013	2014F	2015F	2016F
Revenue	468	433	503	631
EBITDA	88	61	111	146
Depreciation & Amortisation	14	13	31	46
<b>Operating Profit (EBIT)</b>	<b>74</b>	<b>48</b>	<b>80</b>	<b>100</b>
Interest (Exp)/Inc	6	-2	3	9
Associates	-	-	-	-
One-offs	0	0	0	0
<b>Pre-Tax Profit</b>	<b>74</b>	<b>44</b>	<b>79</b>	<b>100</b>
Tax	17	10	18	23
Minority Interest	0	0	0	0
<b>Net Profit</b>	<b>56</b>	<b>34</b>	<b>61</b>	<b>77</b>
<b>Recurring Net Profit</b>	<b>56</b>	<b>34</b>	<b>61</b>	<b>77</b>
Revenue Growth %	13.0	-7.6	16.2	25.6
EBITDA Growth (%)	-4.5	-30.2	81.6	30.9
EBIT Growth (%)	-9.0	-35.0	66.8	24.5
Net Profit Growth (%)	-8.4	-39.4	78.0	26.4
Recurring Net Profit Growth (%)	-8.4	-39.4	78.0	26.4
Tax Rate %	23.5	22.8	23.0	23.0

**BALANCE SHEET (THB mn)**

FY December	2013	2014F	2015F	2016F
Fixed Assets	116	106	235	199
Other LT Assets	16	112	107	107
Cash/ST Investments	71	67	333	412
Other Current Assets	185	107	124	152
<b>Total Assets</b>	<b>388</b>	<b>392</b>	<b>799</b>	<b>870</b>
ST Debt	7	0	0	0
Other Current Liabilities	106	72	72	91
LT Debt	0	55	0	0
Other LT Liabilities	11	11	12	12
Minority Interest	47	0	0	0
Shareholders' Equity	264	254	715	767
<b>Total Liabilities-Capital</b>	<b>388</b>	<b>392</b>	<b>799</b>	<b>870</b>
Share Capital (m)	120	244	800	800
Gross Debt/(Cash)	7	55	0	0
Net Debt/(Cash)	-64	-12	-333	-412
Working Capital	143	102	385	473
BVPS	0.33	0.32	0.89	0.96

**CASH FLOW (THB mn)**

FY December	2013	2014F	2015F	2016F
Profit before taxation	74	44	79	100
Depreciation	14	13	31	46
Net interest receipts/(payments)	1	1	4	9
Working capital change	-46	14	-4	-12
Cash tax paid	-17	-10	-18	-23
Others (incl'd exceptional items)	-1	-8	6	-14
<b>Cash flow from operations</b>	<b>25</b>	<b>54</b>	<b>98</b>	<b>105</b>
Capex	-6	-108	-160	-10
Disposal/(purchase)	0	0	-150	0
Others	-3	24	4	9
<b>Cash flow from investing</b>	<b>-8</b>	<b>-84</b>	<b>-306</b>	<b>-2</b>
Debt raised/(repaid)	-2	68	-75	0
Equity raised/(repaid)	0	120	400	0
Dividends (paid)	-15	-161	0	-24
Interest payments	0	-4	-1	0
Others	5	4	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>-12</b>	<b>26</b>	<b>324</b>	<b>-24</b>
Change in cash	4	-4	116	79

**RATES & RATIOS**

FY December	2013	2014F	2015F	2016F
Gross margin %	29.4	29.6	34.7	32.2
EBITDA Margin %	18.7	14.2	22.1	23.1
Op. Profit Margin %	14.4	10.7	15.1	14.4
Net Profit Margin %	12.0	7.9	12.1	12.2
ROE %	21.3	13.4	8.5	10.0
ROA %	14.5	8.7	7.6	8.8
Net Margin Ex. EI %	21.1	7.9	12.1	12.2
Dividend Cover (x)	-	-	2.5	2.5
Interest Cover (x)	273.6	12.5	66.7	-
Asset Turnover (x)	1.2	1.1	0.6	0.7
Asset/Debt (x)	3.1	2.8	9.5	8.4
Debtors Turn (days)	114.9	68.0	68.9	68.9
Creditors Turn (days)	92.0	49.3	60.8	60.8
Inventory Turn (days)	12.2	11.3	12.2	12.2
Net Gearing %	2.5	21.7	0.0	0.0
Debt/ EBITDA (x)	1.4	2.3	0.8	0.7
Debt/ Market Cap (x)	0.1	0.1	0.0	0.0

Source: Company reports and MBKET

## APPENDIX I: TERMS FOR PROVISION OF REPORT, DISCLOSURES AND DISCLAIMERS

รายงานนี้ ถูกจัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ และเพื่อเป็นการให้ข้อมูลเท่านั้น มิใช่การชักจูงให้ซื้อหรือขายหุ้นที่กล่าวถึงในรายงานนี้ นักลงทุนควรพึงตระหนักไว้เสมอว่า มูลค่าของหุ้นอาจมีความผันผวน มีการเพิ่มขึ้นและลดลงได้ตลอดเวลา ความเห็น หรือคำแนะนำต่างๆ จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของเทคนิค และปัจจัยพื้นฐาน ซึ่งอาจมีความแตกต่างกัน การประเมินมูลค่าที่เหมาะสมทางเทคนิค อาจใช้วิธีการที่แตกต่างจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐาน โดยขึ้นอยู่กับปัจจัยทางด้านราคา และมูลค่าการซื้อขาย ซึ่งแตกต่างไปจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐาน ดังนั้นผลตอบแทนของนักลงทุนจึงอาจต่ำกว่าต้นทุนได้ และผลตอบแทนจากการลงทุนในอดีตไม่สามารถสะท้อนถึงผลตอบแทนในอนาคตได้ บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้มีจุดประสงค์เพื่อแนะนำการลงทุนเพื่อบุคคลใดเป็นการเฉพาะ และเพื่อวัตถุประสงค์เฉพาะเจาะจงต่อการลงทุน ฐานะทางการเงิน และความต้องการส่วนบุคคลของนักลงทุนที่ได้รับหรืออ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เพราะฉะนั้น นักลงทุนจึงควรใช้วิจารณญาณ ในการอ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

การจัดทำรายงานฉบับนี้ ได้อ้างอิงมาจากแหล่งข้อมูลที่ได้รับการยอมรับว่ามีความน่าเชื่อถือ แต่ไม่ได้เป็นการรับรองจาก Maybank Investment Bank Berhad และบริษัทย่อยและในเครือ) รวมเรียก “Maybank Kim Eng”) ผลที่ตามมาทั้งในส่วนของความแม่นยำ หรือเรียบริยสมมุติฐานจึงไม่ได้เป็นความรับผิดชอบจากทาง Maybank Kim Eng ดังนั้น Maybank Kim Eng และ เจ้าหน้าที่ ,กรรมการ ,บริษัทร่วม และหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง และ/หรือพนักงาน) รวมเรียกว่า “Representatives”) จะไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อการสูญเสียต่างๆ ที่เกิดขึ้นทั้งทางตรงหรือทางอ้อมจากการใช้รายงานฉบับนี้ ข้อมูล , ความเห็น และคำแนะนำที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลา โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า

บทวิเคราะห์นี้อาจมีการคาดการณ์ผลการดำเนินงานล่วงหน้า ซึ่งส่วนใหญ่จะเห็นได้จากการใช้คำต่างๆ เหล่านี้ เช่น “คาดว่า” “เชื่อว่า” “คาดการณ์ว่า” “มีแนวโน้มว่า” “มีแผนว่า” “ประมาณการ” หรือ การอธิบายว่า เหตุการณ์นี้ “อาจ” เกิดขึ้น หรือ เหตุการณ์นี้ “เป็นไปได้” ที่จะเกิดขึ้น เป็นต้น การคาดการณ์ล่วงหน้า จะอยู่บนพื้นฐานของสมมติฐานที่ตั้งขึ้นและอ้างอิงบนข้อมูลในปัจจุบัน และยังขึ้นอยู่กับความเสี่ยงและความไม่แน่นอนที่จะทำให้ผลการดำเนินงานที่แท้จริงแตกต่างไปจากที่คาดการณ์ได้อย่างมีนัยยะสำคัญ นักลงทุนจึงไม่ควรใช้การคาดการณ์ล่วงหน้านี้เป็นหลักในการตัดสินใจลงทุนหลังจากวันที่บทวิเคราะห์ถูกเผยแพร่ออกไป Maybank Kim Eng ไม่ถือเป็นการผูกพันในการปรับประมาณการ หากมีข้อมูลใหม่หรือเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดขึ้น

Maybank Kim Eng รวมถึงเจ้าหน้าที่ ,กรรมการ และพนักงาน ซึ่งรวมถึงหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับการจัดทำ หรือการเผยแพร่บทวิเคราะห์นี้ อาจมีส่วนร่วม หรือมีสิทธิลงทุนในหุ้นตัวนี้ หรือ มีส่วนได้เสียต่างๆ กับผู้ถือหลักทรัพย์นี้ นอกจากนี้ราคาหุ้นอาจเคลื่อนไหวไปตามสิ่งที่เสนอในบทวิเคราะห์นี้ Maybank Kim Eng มีสิทธิใช้ข้อมูลในรายงานนี้ ก่อนที่รายงานนี้จะถูกเผยแพร่ออกไปภายใต้ขอบเขตที่กฎหมายรับรองเท่านั้น กรรมการ ,เจ้าหน้าที่ และ/หรือพนักงานของ Maybank Kim Eng ท่านหนึ่งท่านใด หรือมากกว่าหนึ่งท่าน สามารถเป็นกรรมการในบริษัทจดทะเบียนนี้ได้

บทวิเคราะห์นี้ถูกทำขึ้นมาเพื่อลูกค้าของ Maybank Kim Eng และห้ามนำไปแก้ไข ดัดแปลง แจกจ่าย และนำไปจัดทำใหม่ ไม่ว่าจะบางส่วน หรือเต็มฉบับ หากไม่ได้รับอนุญาตจาก Maybank Kim Eng เป็นการล่วงหน้า ทั้งนี้ Maybank Kim Eng และตัวแทนที่เกี่ยวข้อง จะไม่รับผิดชอบต่อผลที่ตามมาจากการกระทำของบุคคลที่ 3 ที่กระทำสิ่งที่ถูกห้ามดังกล่าว

บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้ทำขึ้นมาโดยตรง หรือมีจุดประสงค์เพื่อการแจกจ่าย หรือถูกใช้โดยสาธารณะชนทั่วไป หรือประชาชนทั้งหมดที่อาศัยในประเทศที่ออกหลักทรัพย์นี้ หรือในท้องถิ่น เมือง หรือ ประเทศอื่นๆ ที่กฎหมายในประเทศนั้นไม่อนุญาต บทวิเคราะห์นี้ทำขึ้นมาเพื่อการใช้ในประเทศที่กฎหมายอนุญาตเท่านั้น หลักทรัพย์นี้อาจจะไม่ได้ถูกรับรองการซื้อขายโดยกฎหมายทุกกฎหมาย หรือทำการซื้อขายได้สำหรับนักลงทุนทุกประเภท นักลงทุนควรใช้วิจารณญาณอย่างยิ่งในการนำคำแนะนำ หรือคำแนะนำต่างๆ ที่ได้กล่าวไว้ข้างต้นมาใช้ เนื่องจากความแตกต่างทางด้านภูมิศาสตร์ของแต่ละบุคคล และระยะเวลาในการได้รับบทวิเคราะห์นี้

### มาเลเซีย

ความเห็นหรือคำแนะนำที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้เป็นผลการประเมินจากด้านเทคนิค และปัจจัยพื้นฐาน โดยความเห็นทางด้านเทคนิคอาจมีความแตกต่างจากปัจจัยพื้นฐาน เนื่องจากการประเมินด้านเทคนิคได้ใช้วิธีที่แตกต่างกัน โดยมุ่งเน้นข้อมูลด้านราคา และปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ที่ Bursa Malaysia Securities Berhad วิเคราะห์หลักทรัพย์

### สิงคโปร์

รายงานฉบับนี้จะทำขึ้นบนวันและข้อมูลที่เกิดขึ้น ซึ่งอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ บริษัท Maybank Kim Eng Research จำกัด (“Maybank KERPL”) ในสิงคโปร์ไม่มีเงื่อนไขที่จะต้องปรับปรุงข้อมูลต่างๆ ให้แก่ผู้รับข้อมูลนี้ การเผยแพร่ในสิงคโปร์ ผู้รับรายงานฉบับนี้จะติดต่อกับ Maybank KERPL ในสิงคโปร์ ทั้งในแง่ของการแนะนำหรือเกี่ยวข้องกับรายงานฉบับนี้ หากผู้รับรายงานฉบับนี้ไม่ได้เป็นนักลงทุน, ผู้เชี่ยวชาญทางการลงทุน หรือนักลงทุนประเภทสถาบัน (จำกัดความใน Section 4A ตามกฎหมาย Singapore Securities and Futures) ทั้งนี้ Maybank KERPL จะรับผิดชอบบนเนื้อหาที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ แต่เป็นการรับผิดชอบที่จำกัดความเขตตามกฎหมายที่กำหนด

### ไทย

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูล ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายใน ในการประเมิน

อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการ บริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจ จึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เมย์แบงก์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของ ผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

## สหรัฐอเมริกา

บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นโดย MKE เพื่อเผยแพร่ในสหรัฐฯ (“US”) สำหรับลูกค้าสถาบันในสหรัฐฯ เป็นสำคัญ (ตามคำนิยามใน Rule 15a-6 ภายใต้กฎหมาย Securities Exchange Act of 1934) โดย Maybank Kim Eng Securities USA Inc (“Maybank KESUSA”) เท่านั้น ซึ่งถือเป็น Broker-Dealer ที่ได้จดทะเบียนในสหรัฐฯ (ตามกฎหมาย Section 15 ของ Securities Exchange Act of 1934) ทั้งนี้ความรับผิดชอบในการเผยแพร่รายงานฉบับนี้ อยู่ภายใต้ Maybank KESUSA ในสหรัฐฯ เท่านั้น รายงานฉบับนี้ไม่สามารถจัดส่งถึงท่านได้ หาก MKE ไม่อนุญาต หรือภายใต้ข้อจำกัดของกฎหมายหรือหลักเกณฑ์ที่ไม่สามารถจัดส่งถึงท่านได้ ทั้งนี้ผู้ได้รับรายงานฉบับนี้จะต้องทำความเข้าใจด้วยว่า Maybank KESUSA ได้นำเสนอบทวิเคราะห์นี้ภายใต้หลักเกณฑ์ของการลงทุนที่เกี่ยวข้องกับกฎหมาย และหลักเกณฑ์การกำกับ

## อังกฤษ

เอกสารฉบับนี้ได้ถูกเผยแพร่โดย บริษัท Maybank Kim Eng Securities (London) จำกัด (“Maybank KESL”) ซึ่งได้รับอนุญาตและอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Financial Services Authority และ Informational Purposes เท่านั้น เอกสารฉบับนี้ไม่ได้มีเจตนาที่จะเผยแพร่แก่บุคคลที่ถูกจำกัดความเป็นนักลงทุนรายย่อย (Retail Client) ตามความหมายของ The Financial Services and Markets Act 2000 ภายในประเทศอังกฤษ ข้อสรุปใดๆ ที่เกิดจากบุคคลที่ 3 เพื่อเป็นความสะดวกแก่ผู้ได้รับเอกสารฉบับนี้เท่านั้น ทั้งนี้บริษัทฯ ไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อความเห็น หรือความถูกต้องดังกล่าว และการเข้าถึงข้อมูลดังกล่าวเป็นความเสี่ยงของผู้รับเอกสารเท่านั้น นอกจากนี้ผู้รับเอกสารฉบับนี้ควรปรึกษาที่ปรึกษาทางภาษีของตนเองเพื่อให้เกิดความถูกต้องในการแนวทางดังกล่าว เพราะเอกสารฉบับนี้ไม่ได้ประเมินถึงกฎหมายเฉพาะทาง, บัญชี หรือที่ปรึกษาทางด้านภาษี

## DISCLOSURES

### Legal Entities Disclosures

**มาเลเซีย:** เอกสารฉบับนี้ได้จัดทำและเผยแพร่ในประเทศมาเลเซีย โดย Maybank Investment Bank Berhad (15938-H) ซึ่งเป็นในกลุ่มเดียวกับ Bursa Malaysia Berhad และเป็นผู้ถือใบอนุญาต Capital Market and Services ที่ออกโดย The Securities Commission ในประเทศมาเลเซีย

**สิงคโปร์:** เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นและเผยแพร่ในประเทศสิงคโปร์ โดย Maybank KERPL (จดทะเบียนเลขที่ 197201256N) ภายใต้การกำกับดูแล Monetary Authority of Singapore

**อินโดนีเซีย:** PT Kim Eng Securities (“PTKES”) (จดทะเบียนเลขที่ KEP-251/PM/1992) เป็นสมาชิกของ Indonesia Stock Exchange และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ BAPEPAM LK

**ไทย:** MBKET (จดทะเบียนเลขที่ 0107545000314) เป็นสมาชิกของ The Stock Exchange of Thailand และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของกระทรวงการคลัง และกสท.

**ฟิลิปปินส์:** MATRKES (จดทะเบียนเลขที่ 01-2004-00019) เป็นสมาชิกของ The Philippines Stock Exchange และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Securities and Exchange Commission

**เวียดนาม:** บริษัท Kim Eng Vietnam Securities จำกัด (“KEVS”) (ใบอนุญาตเลขที่ 71/UBCK-GP) ซึ่งใบอนุญาตอยู่ภายใต้ The State Securities Commission of Vietnam

**ฮ่องกง:** KESHK (Central Entity No: AAD284) ภายใต้กำกับโดย The Securities and Futures Commission

**อินเดีย:** บริษัท Kim Eng Securities India Private จำกัด (“KESI”) เป็นส่วนหนึ่งของ The National Stock Exchange of India Limited (จดทะเบียนเลขที่: INF/INB 231 452435) และ Bombay Stock Exchange (จดทะเบียนเลขที่ INF/INB 011452431) ซึ่งอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ Securities and Exchange Board of India ทั้งนี้ KESI ได้จดทะเบียนกับ SEBI ประเภท 1 Merchant Broker (จดทะเบียนเลขที่ INM 000011708)

**สหรัฐฯ:** Maybank KESUSA เป็นสมาชิกที่ได้รับอนุญาต และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ FINRA – Broker ID 27861

**อังกฤษ:** Maybank KESL (จดทะเบียนเลขที่ 2377538) เป็นสมาชิกที่ได้รับอนุญาต และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Financial Services Authority

### Disclosure of Interest

**มาเลเซีย:** MKE และตัวแทนที่เกี่ยวข้อง อาจมีสถานะหรือมีความเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ในเวลาใดเวลาหนึ่ง และอาจมีกิจกรรมที่มากขึ้นในฐานะ market maker หรือ อาจเป็นผู้รับประกันการจำหน่าย หรือเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้ และอาจเป็นผู้ให้บริการด้านวาณิชธนกิจ, ให้คำปรึกษา หรือบริการอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้

**สิงคโปร์:** ณ วันที่ 13 กรกฎาคม 2558, Maybank KERPL และนักวิเคราะห์ที่วิเคราะห์หลักทรัพย์นี้ไม่มีส่วนได้เสียกับการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

**ไทย:** MBKET อาจมีธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับ หรือ มีความเป็นไปได้ที่จะเป็นผู้ออกตราสารอนุพันธ์ Derivatives Warrants บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ ดังนั้นนักลงทุนควรใช้วิจารณญาณพิจารณาถึงประเด็นนี้ ก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ MBKET หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง กรรมการ และ/หรือ พนักงาน อาจมีส่วนเกี่ยวข้อง และ/หรือ การเป็นผู้รับประกันการจำหน่ายในหลักทรัพย์ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้

**ฮ่องกง:** KESHK อาจมีความสนใจด้านการลงทุนที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้ หรือเป็นหลักทรัพย์ใหม่ที่อ้างอิงบน Paragraph 16.5 (a) ของ Hong Kong Code of Conduct for Persons Licenses โดยการกำกับของ The Securities and Futures Commission

ณ วันที่ 13 กรกฎาคม 2558, KESHK และนักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาต ไม่มีส่วนได้เสีย ในการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

ช่วง 3 ปีที่ผ่านมา MKE อาจมี หรือให้บริการแก่ผู้จัดการ หรือ ผู้ร่วมจัดการในการเสนอขายหลักทรัพย์ดังกล่าว หรือ ณ ปัจจุบัน อาจให้บริการแก่หลักทรัพย์ในตลาด แรก หรือหน่วยงานที่ได้มีการอ้างถึงในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ หรืออาจให้บริการดังกล่าวภายใน 12 เดือนข้างหน้า ซึ่งเป็นการให้คำปรึกษา หรือบริการด้านการลงทุนที่มี นัยยะสำคัญ ที่อาจเกี่ยวเนื่องกับการลงทุนทางตรงหรือทางอ้อมได้

## OTHERS

### Analyst Certification of Independence

ความถูกต้องของมุมมองที่ผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เป็นการสะท้อนถึงแนวความคิด และมุมมองของนักวิเคราะห์ และรวมถึงหลักทรัพย์หรือผู้ออกหลักทรัพย์เท่านั้น ผลตอบแทนของนักวิเคราะห์ทั้งทางตรงหรือทางอ้อมของนักวิเคราะห์ ไม่ได้ขึ้นอยู่กับกรให้คำแนะนำ หรือมุมมองผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

### คำเตือน

Structure Securities ซึ่งเป็นตราสารที่มีความซับซ้อน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในส่วนของความเสี่ยงที่สูงขึ้นนั้น มีวัตถุประสงค์ที่จะเสนอขายให้แก่นักลงทุนที่มีความรู้ ความเข้าใจ รวมถึงสามารถรับความเสี่ยงได้เป็นอย่างดี ทั้งนี้มูลค่าตลาดของตราสารประเภทนี้ อาจเปลี่ยนแปลงไปตามสภาพเศรษฐกิจ ตลาดเงินตลาดทุน การเมือง (รวมถึงอัตราดอกเบี้ย Spot / ส่วงหน้า และอัตราแลกเปลี่ยน), Time to Maturity, ภาวะตลาด และความผันผวน รวมถึงคุณภาพ/ ความน่าเชื่อถือของผู้ออก หรือ หลักทรัพย์อ้างอิงอื่นๆ นักลงทุนที่ให้ความสนใจในการลงทุนตราสารประเภทนี้ จะต้องเข้าใจและวิเคราะห์ถึงตราสารประเภทนี้ด้วยตนเอง และปรึกษากับผู้เชี่ยวชาญ ของตนในส่วนของความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการลงทุนในตราสารประเภทนี้

ทั้งนี้ไม่ว่าส่วนใดส่วนหนึ่งของรายงานฉบับนี้ ไม่อนุญาตให้มีการคัดลอก, จัดทำสำเนา, ลอกเลียน หรือในความหมายที่ใกล้เคียง หรือการเผยแพร่ด้วย ตนเอง โดยไม่ได้รับความเห็นชอบจาก MKE

### Definition of Ratings (For MayBank Kim Eng Thailand)

Maybank Kim Eng Research uses the following rating system:

<b>BUY</b>	Return is expected to be above 10% in the next 12 months (excluding dividends)
<b>TRADING BUY/TAKE PROFIT</b>	Return is expected to be between - 10% to +10% in the next 12 months (excluding dividends).
<b>SELL</b>	Return is expected to be below -10% in the next 12 months (excluding dividends)

#### Applicability of Ratings

The respective analyst maintains a coverage universe of stocks, the list of which may be adjusted according to needs. Investment ratings are only applicable to the stocks which form part of the coverage universe. Reports on companies which are not part of the coverage do not carry investment ratings as we do not actively follow developments in these companies.

#### Some common terms abbreviated in this report (where they appear):

Adex = Advertising Expenditure	FCF = Free Cashflow	PE = Price Earnings
BV = Book Value	FV = Fair Value	PEG = PE Ratio To Growth
CAGR = Compounded Annual Growth Rate	FY = Financial Year	PER = PE Ratio
Capex = Capital Expenditure	FYE = Financial Year End	QoQ = Quarter-On-Quarter
CY = Calendar Year	MoM = Month-On-Month	ROA = Return On Asset
DCF = Discounted Cashflow	NAV = Net Asset Value	ROE = Return On Equity
DPS = Dividend Per Share	NTA = Net Tangible Asset	ROSF = Return On Shareholders' Funds
EBIT = Earnings Before Interest And Tax	P = Price	WACC = Weighted Average Cost Of Capital
EBITDA = EBIT, Depreciation And Amortisation	P.A. = Per Annum	YoY = Year-On-Year
EPS = Earnings Per Share	PAT = Profit After Tax	YTD = Year-To-Date
EV = Enterprise Value	PBT = Profit Before Tax	

## THAI INSTITUTE OF DIRECTORS ASSOCIATION (IOD) CORPORATE GOVERNANCE REPORT RATING 2014

				Score Range	Number of Logo	Description		
BAFS	IRPC	PTTEP	SIM	90-100	▲▲▲▲▲	Excellent		
BCP	IVL	PTTGC	SPALI	80-89	▲▲▲▲▲	Very Good		
BTS	KBANK	SAMART	TISCO	70-79	▲▲▲▲	Good		
CPN	KKP	SAMTEL	TMB	60-69	▲▲▲	Satisfactory		
EGCO	KTB	SAT	TOP	50-59	▲▲	Pass		
GRAMMY	MINT	SC		Lower than 50	▲	N/A		
HANA	PSL	SCB						
INTUCH	PTT	SE-ED						
▲▲▲▲▲								
AAV	CENTEL	GUNKUL	NKI	RATCH	TCAP	TTW		
ACAP	CFRESH	HEMRAJ	NMG	ROBINS	TF	TVO		
ADVANC	CIMBT	HMPRO	NSI	RS	THAI	UAC		
ANAN	CK	ICC	OCC	S&J	THANI	VGI		
AOT	CNT	KCE	OFM	SAMCO	THCOM	VNT		
ASIMAR	CPF	KSL	PAP	SCC	TIP	WACOAL		
ASK	CSL	LANNA	PE	SINGER	TIPCO			
ASP	DELTA	LH	PG	SIS	TK			
BANPU	DRT	LHBANK	PHOL	SITHAI	TKT			
BAY	DTAC	LOXLEY	PJW	SNC	TNITY			
BBL	DTC	LPN	PM	SNP	TNL			
BECL	EASTW	MACO	PPS	SPI	TOG			
BIGC	EE	MC	PR	SSF	TRC			
BKI	ERW	MCOT	PRANDA	SSI	TRUE			
BLA	GBX	NBC	PS	SSSC	TSTE			
BMCL	GC	NCH	PT	STA	TSTH			
BROOK	GFPT	NINE	QH	SVI	TTA			
▲▲▲▲▲								
2S	BEC	DEMCO	IRCP	MONO	PRIN	SOLAR	THREL	UPF
AF	BFIT	DNA	ITD	MOONG	PTG	SPC	TIC	UPOIC
AH	BH	EA	KBS	MPG	QLT	SPCG	TICON	UT
AHC	BJC	ESSO	KGI	MTI	QTC	SPPT	TIW	UV
AIT	BJCHI	FE	KKC	NC	RCL	SST	TKS	UWC
AJ	BOL	FORTH	KTC	NTV	SABINA	STANLY	TLUXE	VIH
AKP	BTNC	FPI	L&E	NUSA	SALEE	STEC	TMI	WAVE
AKR	BWG	GENCO	LRH	NWR	SCBLIF	STPI	TMT	WHA
AMANAHAH	CCET	GLAND	LST	NYT	SCCC	SUC	TNDT	WIN
AMARIN	CGD	GLOBAL	MAJOR	OGC	SCG	SWC	TPC	WINNER
AMATA	CGS	GLOW	MAKRO	OISHI	SEAFACO	SYMC	TPCORP	YUASA
AP	CHOW	GOLD	MATCH	PACE	SEAOIL	SYNEX	TRT	ZMICO
APCO	CI	HOTPOT	MBK	PATO	SFP	SYNTEC	TRU	
APCS	CKP	HTC	MBKET	PB	SIAM	TASCO	TSC	
AQUA	CM	HTECH	MEGA	PDI	SIRI	TBSP	TTCL	
ARIP	CMR	HYDRO	MFC	PICO	SKR	TEAM	TUF	
AS	CSC	IFS	MBAX	PPM	SMG	TFD	TVD	
ASIA	CSP	IHL	MFEC	PPP	SMK	TFI	TWFP	
AYUD	CSS	INET	MJD	PREB	SMPC	THANA	UMI	
BEAUTY	DCC	IRC	MODERN	PRG	SMT	THIP	UP	

Source: Thai Institute of Directors (IOD)

## คำชี้แจง

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการทำกับดักกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลการสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมิได้มีการใช้ข้อมูลภายใน ในการประเมิน

อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการทำกับดักกิจการ บริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจ จึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังจากวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เมย์แบงก์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของ ผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

