

INTERLINK TELECOM

ITEL TB

THAILAND / INFORMATION&COMM TECH

BUY

UNCHANGED

TARGET PRICE	THB3.40
CLOSE	THB2.48
UP/DOWNSIDE	+37.1%
PRIOR TP	THB4.00
CHANGE IN TP	-15.0%
TP vs CONSENSUS	-5.6%

กำไร 2Q24 ต่ำกว่าคาด เชื่อว่าต่ำสุดแล้ว

- กำไร 2Q24 ที่ 21 ล้านบาท (-69.1% q-q, -66.8% y-y) ต่ำกว่าคาดถึง 65% เพราะรับรู้เฉพาะงานเดิมในมือ
- เราปรับประมาณกำไรปกติปี 2024-25 ลง 7%/4%
- ปรับลดราคาเป้าหมาย คงคำแนะนำ ชื้อ เชื่อกำไรผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว

กำไร 2Q24 ต่ำกว่าคาด 65% เพราะรับรู้เฉพาะงานเดิมในมือ

ITEL รายงานกำไรปกติ 2Q24 ที่ 21 ล้านบาท ต่ำกว่าคาดถึง 65% ลดลง 69.1% q-q และ 66.8% y-y จากรายได้ของธุรกิจ Installation ที่ต่ำผิดคาดมากเพราะส่งมอบเฉพาะงานใน Backlog เดิม ไม่มีงานใหม่เข้ามาเพิ่ม ธุรกิจ Installation เป็นธุรกิจที่มีอัตรากำไรขั้นต้นค่อนข้างสูง จึงจุดให้อัตรากำไรขั้นต้นโดยรวมต่ำกว่าคาด ประกอบกับดอกเบี้ยจ่ายสูงกว่าคาด ส่งผลให้กำไรต่ำกว่าคาดดังกล่าว

เชื่อว่าธุรกิจ Installation จะทยอยเซ็นงานใหม่เพิ่มและรับรู้รายได้ทันปีนี้

รายได้รวมใน 2Q24 อยู่ที่ 562 ล้านบาท (-22.5% q-q, -9.6% y-y) หลักๆ มาจากการลดลงของรายได้ธุรกิจ Installation -61.0% q-q, -43.8% y-y เหลือเพียง 148 ล้านบาท จากปกติอยู่ที่ระดับประมาณ 300 +/- ล้านบาทต่อไตรมาส แต่ยังรักษ้อัตรากำไรขั้นต้นได้สูงที่ 30.5% Backlog ของธุรกิจ Installation สิ้น 1Q24 อยู่ที่ 663 ล้านบาท เมื่อรับรู้รายได้ไปอีก 148 ล้านบาทใน 2Q24 จะเหลืองานในมือ 515 ล้านบาทหากบริษัทไม่ได้รับงานใหม่เพิ่ม เราไม่มีข้อมูล Backlog 2Q24 แต่เชื่อว่างานประมูลใหม่ๆ จะทยอยเซ็นสัญญาในช่วง 3Q24 และรับรู้รายได้ทันใน 4Q24

ปรับลดประมาณการกำไรปี 2024-25 สะท้อนกำไรที่ต่ำกว่าคาดใน 2Q24

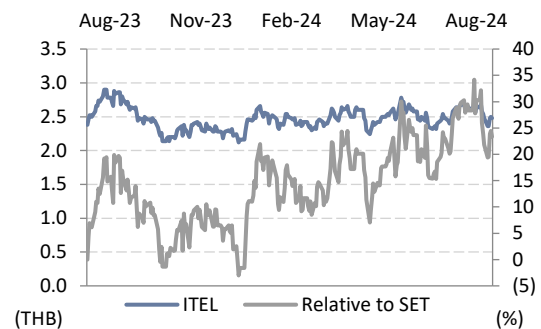
เราปรับประมาณกำไรปกติปี 2024-25 ลง 7% และ 4% สะท้อนกำไรที่ต่ำเกินคาดใน 2Q24 และปี 2026 ก่อนช่วงใกล้เคียงเดิม ประมาณการปี 2024-25 ที่ปรับลงส่วนใหญ่มาจาก 1) ปรับลดรายได้จากธุรกิจ Installation สะท้อนรายได้ที่น้อยกว่าคาดใน 2Q24 2) ปรับเพิ่มรายได้จากการบริการอุปกรณ์ทางการแพทย์ 3) ปรับเพิ่มค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร และ 4) ปรับเพิ่มดอกเบี้ยจ่าย บนสมมติฐานใหม่ คาดกำไรปกติปี 2024-26 เพิ่มขึ้น 8%/17%/11% ตามลำดับ คิดเป็นการเติบโตเฉลี่ย 14.2% CAGR

ปรับลดประมาณการและราคาเป้าหมาย คงคำแนะนำซื้อ

เราปรับลดราคาเป้าหมายลงเป็น 3.40 บาท จากเดิม 4.00 บาท โดยปรับลด Target P/E จากเดิม 17 เท่า เป็น 16 เท่า (-0.2SD ของค่าเฉลี่ย 5 ปี) สะท้อนการเติบโตในปีที่ล่าช้าออกไป เรายังคงคำแนะนำซื้อ เชื่อว่าผลประกอบการผ่านจุดต่ำสุดของปีนี้ไปแล้ว งานประมูลใหม่ที่ทยอยเซ็นสัญญาจะช่วยเข้ามาเพิ่มรายได้ในช่วง 4Q24 ทั้งนี้ กำไรปกติ 1H24 ที่ 90 ล้านบาท คิดเป็น 30% ของประมาณการทั้งปีที่คาด

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	2,714	3,238	3,569	3,826
Net profit	275	351	347	387
EPS (THB)	0.20	0.25	0.25	0.28
vs Consensus (%)	-	15.2	12.1	16.7
EBITDA	939	891	962	1,022
Recurring net profit	275	297	347	387
Core EPS (THB)	0.20	0.21	0.25	0.28
Chg. In EPS est. (%)	-	(7.1)	(3.7)	0.8
EPS growth (%)	(0.8)	7.9	17.1	11.3
Core P/E (x)	12.5	11.6	9.9	8.9
Dividend yield (%)	2.8	2.6	3.0	3.4
EV/EBITDA (x)	7.9	8.2	7.4	6.9
Price/book (x)	0.9	0.8	0.8	0.7
Net debt/Equity (%)	94.6	87.2	76.9	70.7
ROE (%)	7.4	7.4	8.2	8.6



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	(5.3)	(1.6)	11.7
Relative to country (%)	(3.7)	3.9	31.6
Mkt cap (USD m)	98		
3m avg. daily turnover (USD m)	0.7		
Free float (%)	47		
Major shareholder	Interlink Communication PLC.. (49%)		
12m high/low (THB)	2.94/2.08		
Issued shares (m)	1,388.93		

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



Jitra Amornthum

Fundamental Investment Analyst on Securities; License no. 014530
jitra.a@fssia.com, +66 2646 9966

Investment thesis

ITEL มีกำไรปกติ 2Q24 ที่ 21 ล้านบาท ต่ำกว่าคาดถึง 65% ลดลง 69.1% q-q และ 66.8% y-y จากรายได้ของธุรกิจ Installation ที่ต่ำ ผิดคาดมากเพราะส่งมอบเฉพาะงานใน Backlog เดิม ไม่มีงานใหม่เข้ามาเพิ่ม ประกอบกับดอกเบี้ยจ่ายสูงกว่าคาด ส่งผลให้กำไรต่ำกว่าคาด

เราปรับประมาณปกติปี 2024-25 ลง 7% และ 4% สะท้อนกำไรที่ต่ำเกินคาดใน 2Q24 และปี 2026 ก่อนข้างใกล้เคียงเดิม บนสมมติฐานใหม่ คาดกำไรปกติปี 2024-26 เพิ่มขึ้น 8%/17%/11% ตามลำดับ

Company profile

ITEL เป็นบริษัทในกลุ่ม ILINK ที่ต่อยอดมาจากธุรกิจจัดจำหน่ายอุปกรณ์และสายสัญญาณ ITEL ได้รับใบอนุญาตประกอบกิจการโทรคมนาคมแบบที่ 3 ประเภทมีโครงข่ายเป็นของตนเองจาก กสทช. เพื่อให้บริการวงจรสื่อสารความเร็วสูงเป็นเวลา 15 ปี

โครงสร้างรายได้ของ ITEL แบ่งเป็น 4 ส่วน

1. Data service ให้บริการเช่าโครงข่ายใยแก้วนำแสง
2. Installation ให้บริการติดตั้งโครงข่าย
3. Data center ให้บริการเช่าพื้นที่ดาต้าเซ็นเตอร์
4. Health service จัดจำหน่ายและให้บริการอุปกรณ์ทางการแพทย์

www.interlinktelecom.co.th

Principal activities (revenue, 2023)

■ Data service - 54.0 %

■ Installation - 42.5 %

■ Data center - 3.4 %

Source: Interlink Telecom

Major shareholders

■ Interlink Communication PLC... - 49.1 %

■ Thai NVDR Co., Ltd. - 3.7 %

■ HSBC Bank PLC - Eam Long-Only Emerging Markets Master Fund Limited - 3.1 %

Source: Interlink Telecom

Catalysts

ปัจจัยหนุนการเติบโตได้แก่ 1) ความเชื่อมั่นของภาคเอกชนในการลงทุน 2) การเปลี่ยนแปลงของเทคโนโลยีทำให้เกิดการลงทุนทางด้านเทคโนโลยีใหม่ 3) บริษัทประสบความสำเร็จในการประมูลงานที่มีมาร์จิ้นดี

Risks to our call

Downside risks ต่อราคาเป้าหมายของเรา 1) งานประมูลภาครัฐล่าช้า 2) ความไม่สงบทางการเมือง 3) อัตราดอกเบี้ยปรับขึ้นต่อเนื่องและยาวนาน

Event calendar

Date	Event
27 August 2024	Opportunity day for 2Q24

Key assumptions

	2024E (THB m)	2025E (THB m)	2026E (THB m)
Data service revenue	1,598	1,726	1,812
Gross margin (%)	19.9	20.2	23.9
Installation revenue	1,420	1,596	1,722
Gross margin (%)	28.3	27.0	26.5
Data center revenue	99	103	105
Gross margin (%)	40.1	40.0	40.0
GLS revenue	120	144	187
Gross margin (%)	26.0	27.0	27.3

Source: FSSIA estimates

- ### Earnings sensitivity
- For every 10% change in THB to USD, we project ITEL's 2024 core profit to change by 1%, all else being equal.
 - For every 1% change in blended gross margin, we project ITEL's 2024 core profit to change by 8%, all else being equal.
 - For every 10% change in SG&A expense, we project ITEL's 2024 core profit to change by 4%, all else being equal.

Source: FSSIA estimates

กำไรต่ำกว่าคาดมากเพราะรับรู้เฉพาะงานในมือเดิม

ITEL รายงานกำไรปกติ 2Q24 ที่ 21 ล้านบาท ต่ำกว่าคาดถึง 65% ลดลง 69.1% q-q และ 66.8% y-y จากรายได้ของธุรกิจ Installation ที่ต่ำผิดคาดมากเพราะส่งมอบเฉพาะงานใน Backlog เดิม ไม่มีงานใหม่เข้ามาเพิ่ม ธุรกิจ Installation เป็นธุรกิจที่มีอัตรากำไรขั้นต้นค่อนข้างสูง จึงจุดให้อัตรากำไรขั้นต้นโดยรวมต่ำกว่าคาด ประกอบกับดอกเบี้ยจ่ายสูงกว่าคาด ส่งผลให้กำไรต่ำกว่าคาดมากดังกล่าว

รายได้รวมใน 2Q24 อยู่ที่ 562 ล้านบาท (-22.5% q-q, -9.6% y-y) หลักๆ มาจาก

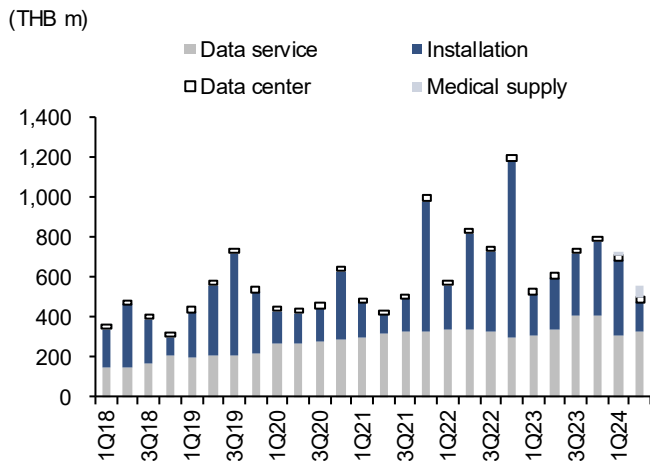
- การลดลงของรายได้ธุรกิจ Installation -61.0% q-q, -43.8% y-y เหลือเพียง 148 ล้านบาท จากปกติอยู่ที่ระดับประมาณ 300 +/- ล้านบาทต่อไตรมาส แต่ยังรักษ้อัตรากำไรขั้นต้นได้สูงที่ 30.5%
- ส่วนธุรกิจบริการโครงข่าย (Data service) มีรายได้ดีขึ้นเป็น 328 ล้านบาท (+6.7% q-q, -2.3% y-y) จากการส่งมอบงานต่อเนื่องและมีรายได้จากโครงการ Course online อัตรากำไรขั้นต้นดีขึ้นจากไตรมาสก่อนเป็น 20.3%
- รายได้จากการให้เช่าพื้นที่ Data center เป็น Recurring income ที่ค่อนข้างคงที่เพราะใช้พื้นที่ 98% เกือบเต็มตลอดเวลา
- รายได้จากการให้บริการเครื่องมือทางการแพทย์รับรู้ต่อเนื่องเป็นไตรมาสที่ 2 ทำรายได้ดีขึ้น แต่อัตรากำไรขั้นต้นลดลง เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้น 20% +/- จะเป็นระดับปกติของธุรกิจนี้

Exhibit 1: ITEL - 2Q24 earnings result

Year to Dec 31	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	----- Change -----		1H23	1H24	Change
	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(q-q %)	(y-y %)	(THB m)	(THB m)	(y-y %)
Sales	622	746	803	726	562	(22.5)	(9.6)	1,165	1,288	10.5
Cost of sales	(447)	(557)	(591)	(535)	(427)	(20.2)	(4.6)	(843)	(961)	14.0
Gross profit	175	189	212	191	136	(29.0)	(22.4)	322	327	1.3
Operating costs	(51)	(53)	(61)	(52)	(59)	14.4	16.2	(98)	(111)	13.0
Operating profit	124	136	152	139	76	(45.1)	(38.3)	224	216	(3.8)
Operating EBITDA	215	232	237	242	181	(24.9)	(15.6)	405	423	4.6
Other income	6	8	19	8	7	(15.6)	23.4	19	16	(18.9)
Interest expense	(45)	(47)	(48)	(44)	(51)	15.7	13.6	(86)	(96)	11.0
Reported net profit	64	68	82	123	21	(82.6)	(66.8)	122	144	18.1
Core profit	64	68	82	69	21	(69.1)	(66.8)	122	90	(26.0)
Reported EPS (THB)	0.05	0.05	0.05	0.09	0.02	(82.9)	(67.6)	0.09	0.11	16.1
Core EPS (THB)	0.05	0.05	0.06	0.05	0.00	(100.0)	(100.0)	0.09	0.05	(44.0)
Key Ratios	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(ppt)	(ppt)	(%)	(%)	(ppt)
Gross margin	28.1	25.4	26.4	26.3	24.1	(2.2)	(4.0)	27.7	25.4	(2.3)
Operating margin	19.9	18.3	18.9	19.2	13.6	(5.6)	(6.3)	19.2	16.7	(2.5)
EBITDA margin	34.6	31.1	29.5	33.3	32.3	(1.0)	(2.3)	34.7	32.9	(1.9)
Core profit margin	10.3	9.2	10.2	9.5	3.8	(5.7)	(6.5)	10.5	7.0	(3.5)
SG&A / Sales	8.2	7.1	(7.5)	(7.1)	(10.5)	(3.4)	(18.7)	8.4	8.6	0.2
Revenue breakdown	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(q-q %)	(y-y %)	(THB m)	(THB m)	(y-y %)
Data service	335	413	406	307	328	6.7	(2.3)	648	634	(2.0)
Installation	263	310	374	379	148	(61.0)	(43.8)	470	527	12.1
Data center	24	22	23	24	25	4.4	3.8	48	48	1.1
Medical supplies	0	0	0	16	62	288.7	100.0	0	78	100.0
Gross margin by	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(ppt)	(ppt)	(%)	(%)	(ppt)
Data service	25.6	22.0	22.3	19.2	20.3	1.0	(5.4)	23.7	19.7	(4.0)
Installation	31.0	29.5	30.0	30.2	30.5	0.4	(0.5)	32.8	30.3	(2.5)
Data center	30.0	30.7	40.5	43.6	44.2	0.6	14.2	30.3	43.9	13.6
Medical supplies	0	0	0	46.5	21.3	(25.2)	21.3	--	26.5	nm

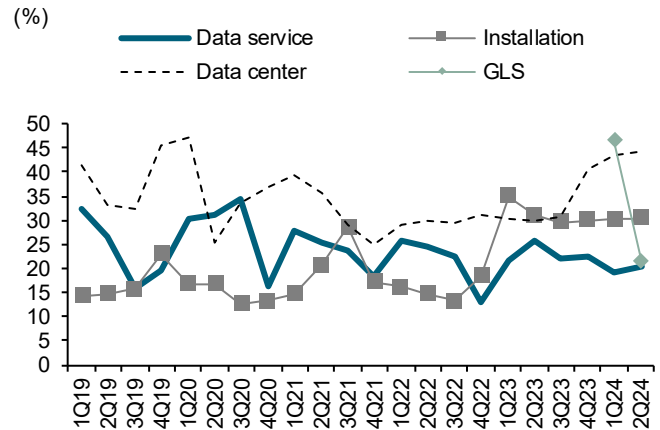
Sources: ITEL, FSSIA's compilation

Exhibit 2: Revenue structure, quarterly



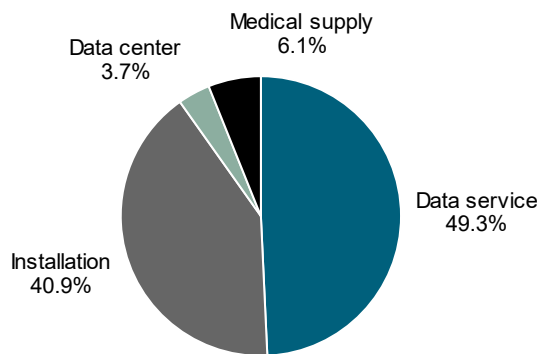
Sources: ITEL, FSSIA's compilation

Exhibit 3: Gross margin by BU



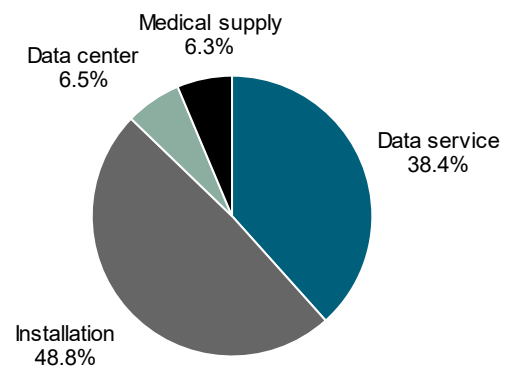
Sources: ITEL, FSSIA's compilation

Exhibit 4: Revenue structure in 1H24



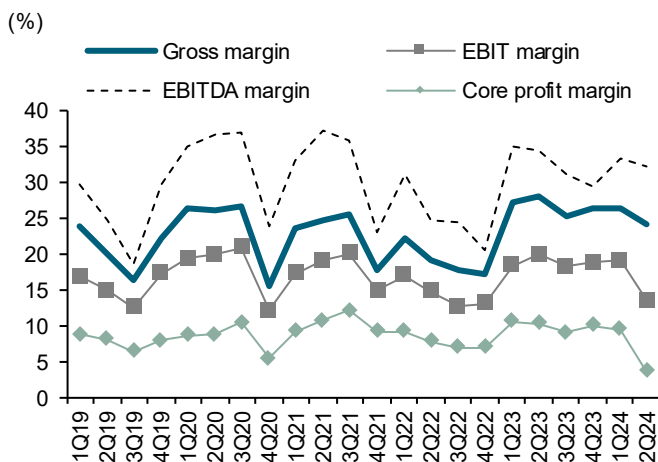
Sources: ITEL, FSSIA's compilation

Exhibit 5: Gross profit by BU in 1H24



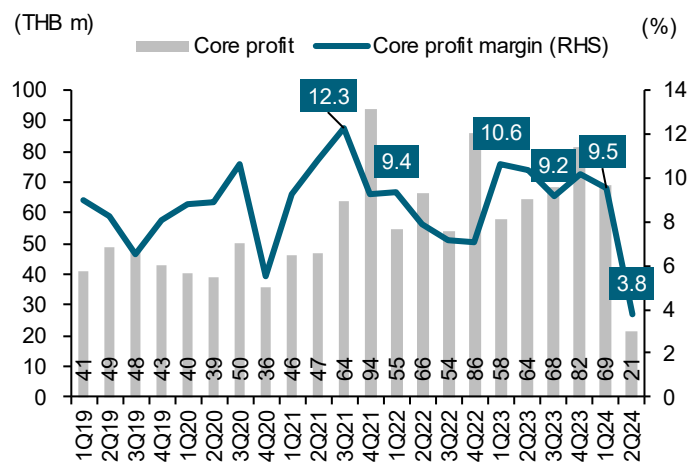
Sources: ITEL, FSSIA's compilation

Exhibit 6: Margins, quarterly



Sources: ITEL, FSSIA's compilation

Exhibit 7: Core profit and core profit margin, quarterly



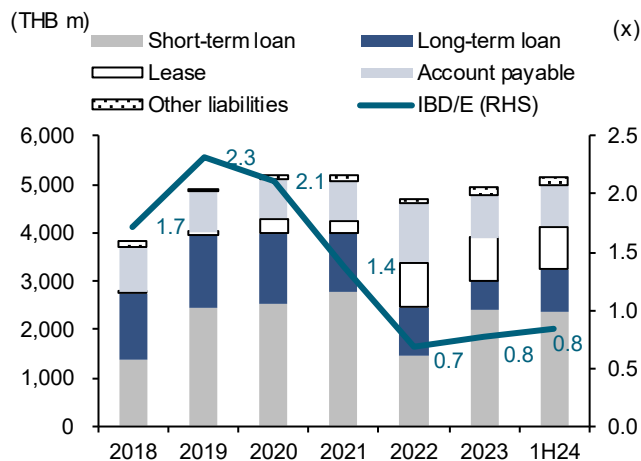
Sources: ITEL, FSSIA's compilation

ฐานะทางการเงินยังแกร่ง

งานประมูลที่ ITEL ได้มาเป็นลักษณะ Project financing บริษัทจึงมีหนี้สินเพิ่มขึ้นตามกิจการที่เติบโต ณ สิ้น 2Q24 ITEL มีหนี้สินรวม 5,139 ล้านบาท ส่วนใหญ่เป็นเงินกู้ 3,247 ล้านบาท หนี้ตามสัญญาเช่า 880 ล้านบาท และเจ้าหนี้การค้า 869 ล้านบาท แต่ถึงแม้ว่าหนี้สินจะเพิ่มขึ้น อัตราส่วนหนี้ที่มีดอกเบี้ยต่อทุน (IBD/E) อยู่ในระดับต่ำ 0.8 เท่า ต่ำกว่าข้อกำหนดของสัญญาเงินกู้ของสถาบันการเงินที่ไม่เกิน 2.5 เท่า อย่างไรก็ตาม หนี้สินที่เพิ่มสูงขึ้น บวกกับอัตราดอกเบี้ยในตลาดที่สูงขึ้น ส่งผลให้ดอกเบี้ยจ่ายเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว และสูงกว่าที่เราคาด จึงเป็นเหตุให้เราปรับประมาณการลง

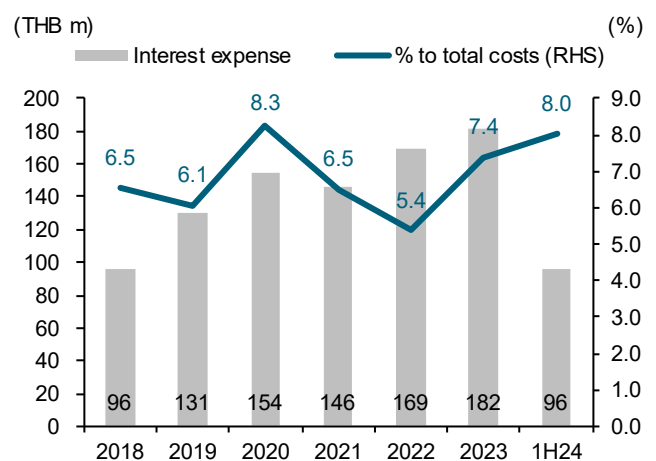
ในส่วนของสินทรัพย์ 2Q24 ลูกหนี้การค้าและรายได้ค้างรับเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว ลูกหนี้การค้าที่เพิ่มขึ้นมาจากลูกหนี้ของโครงการขนาดใหญ่หลายโครงการ เช่น โครงการติดตั้งระบบผลิตพลังงานไฟฟ้าจากพลังงานแสงอาทิตย์ โครงการให้บริการอินเทอร์เน็ตความเร็วสูงในพื้นที่ชายขอบและพื้นที่ห่างไกล เป็นต้น บริษัทได้ออกใบแจ้งหนี้แล้ว เชื่อว่าจะได้รับการชำระในลำดับถัดไป ลูกหนี้การค้าที่สูงขึ้นจึงเป็นเหตุชั่วคราว ส่วนรายได้ค้างรับ บริษัทได้ตั้งค่าเผื่อผลขาดทุนด้านเครดิตที่คาดว่าจะเกิดขึ้นแล้ว เชื่อว่าจะได้รับชำระภายใน 1 ปี

Exhibit 8: Liabilities



Sources: ITEL, FSSIA's compilation

Exhibit 9: Interest expense and % to total costs



Sources: ITEL, FSSIA's compilation

ปรับลดประมาณการและราคาเป้าหมาย

เราปรับประมาณปี 2024-25 ลง 7% และ 4% สะท้อนกำไรที่ต่ำเกินคาดใน 2Q24 และปี 2026 ก่อนข้างใกล้เคียงเดิม ประมาณการปี 2024-25 ที่ปรับลงส่วนใหญ่มาจาก 1) ปรับลดรายได้จากรูทิจ Installation สะท้อนรายได้ที่น้อยกว่าคาดใน 2Q24 2) ปรับเพิ่มรายได้จากการบริการอุปกรณ์ทางการแพทย์ 3) ปรับเพิ่มค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร และ 4) ปรับเพิ่มดอกเบี้ยจ่าย โดยมีรายละเอียดคาดการณ์รายได้หลัก ดังนี้

- รูทิจ Data service มี Backlog สิ้น 1Q24 ที่ 667 ล้านบาทและอีก 734 ล้านบาทที่จะหมดสัญญาในปีนี้ซึ่งบริษัทคาดว่าจะได้รับการต่อสัญญา 90% ถือว่า secure ประมาณการรายได้ในปีนี้ 1,598 ล้านบาทของเราแล้ว
- Backlog ของรูทิจ Installation สิ้น 1Q24 เมื่อรวมกับที่รับรู้รายได้แล้วในไตรมาสแรก secure 73% ประมาณการรายได้ที่เราปรับลงเป็น 1,420 ล้านบาทแล้ว

บนสมมติฐานใหม่ เราคาดกำไรปกติปี 2024-26 เพิ่มขึ้น 8%/17%/11% ตามลำดับ คิดเป็นการเติบโตเฉลี่ย 14.2% CAGR

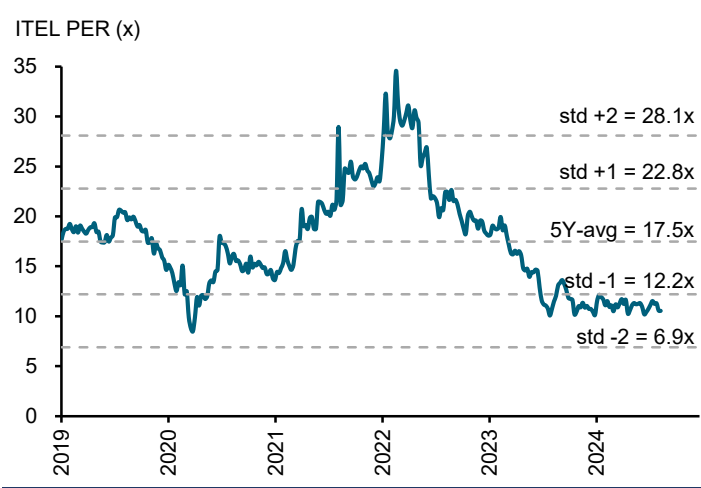
เราปรับลดราคาเป้าหมายลงเป็น 3.40 บาท จากเดิม 4.00 บาท โดยปรับลด Target P/E จาก 17 เท่า เป็น 16 เท่า (-0.2SD ของค่าเฉลี่ย 5 ปี) สะท้อนการเติบโตในปีที่ล่าช้าออกไป เราคงคำแนะนำซื้อ เชื่อว่าผลประกอบการผ่านจุดต่ำสุดของปีนี้ไปแล้ว งานประมูลใหม่ที่ทยอยเซ็นสัญญาจะช่วยเข้ามาเพิ่มรายได้ในช่วง 4Q24 ทั้งนี้ กำไรปกติ 1H24 ที่ 90 ล้านบาท คิดเป็น 30% ของประมาณการทั้งปีที่คาด

Exhibit 10: Key changes in assumptions

	Current			Previous			Change		
	2024E (THB m)	2025E (THB m)	2026E (THB m)	2024E (THB m)	2025E (THB m)	2026E (THB m)	2024E (%)	2025E (%)	2026E (%)
Total revenue	3,238	3,569	3,826	3,393	3,752	3,923	(4.6)	(4.9)	(2.5)
Data service	1,598	1,726	1,812	1,674	1,808	1,898	(4.5)	(4.5)	(4.5)
Installation	1,420	1,596	1,722	1,520	1,722	1,764	(6.6)	(7.3)	(2.4)
Data center	99	103	105	99	103	105	0.0	0.0	0.0
Medical supplies	120	144	187	100.0	120.0	156.0	20.0	20.0	20.0
Total cost of service	(2,447)	(2,709)	(2,908)	(2,604)	(2,873)	(3,003)	(6.0)	(5.7)	(3.2)
SG&A	(224)	(236)	(253)	(222)	(245)	(269)	0.6	(3.5)	(6.2)
Interest expense	(196)	(186)	(179)	(186)	(185)	(180)	5.5	0.8	(0.3)
EBITDA	859	935	995	860	946	979	(0.0)	(1.2)	1.6
Core profit	297	347	387	319	361	384	(7.1)	(3.7)	0.8
Margins	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(ppt)	(ppt)	(ppt)
Blended gross margin	24.4	24.1	24.0	23.3	23.4	23.4	1.1	0.7	0.6
Data service	19.9	20.2	23.9	23.7	24.0	23.9	(3.8)	(3.8)	0.0
Installation	28.3	27.0	26.5	22.0	22.1	22.0	6.3	4.9	4.5
Data center	40.1	40.0	40.0	30.0	30.0	30.0	10.1	10.0	10.0
Medical supplies	26.0	27.0	27.3	28.2	28.5	28.5	(2.2)	(1.5)	(1.2)
EBITDA margin	26.5	26.2	26.0	25.3	25.2	25.0	1.2	1.0	1.0
Net margin	9.2	9.7	10.1	9.4	9.6	9.8	(0.2)	0.1	0.3

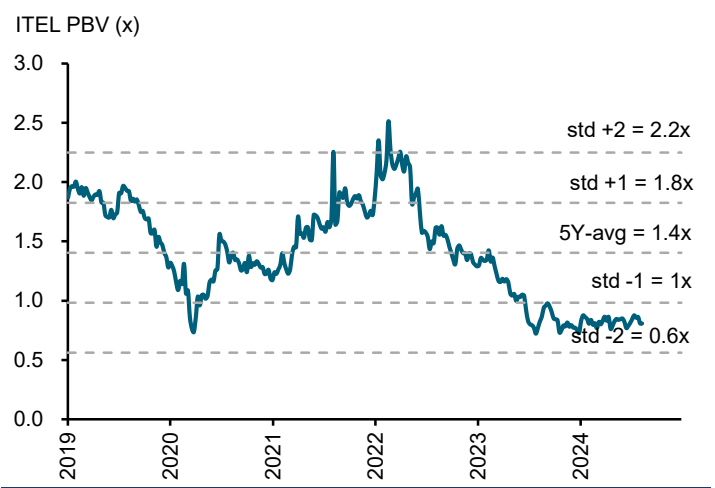
Sources: ITEL, FSSIA estimates

Exhibit 11: One-year rolling forward P/E band



Sources: Bloomberg, FSSIA estimates

Exhibit 12: One-year rolling forward P/BV band



Sources: Bloomberg, FSSIA estimates

Financial Statements

Interlink Telecom

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	3,393	2,714	3,238	3,569	3,826
Cost of goods sold	(2,755)	(1,987)	(2,447)	(2,709)	(2,908)
Gross profit	637	726	790	860	918
Other operating income	45	46	31	28	28
Operating costs	(155)	(212)	(224)	(236)	(253)
Operating EBITDA	869	939	891	962	1,022
Depreciation	(341)	(377)	(293)	(311)	(329)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	528	561	598	652	694
Net financing costs	(169)	(182)	(196)	(186)	(179)
Associates	(5)	(4)	(4)	(5)	(6)
Recurring non-operating income	(5)	(4)	(4)	(5)	(6)
Non-recurring items	(9)	0	54	0	0
Profit before tax	346	376	452	460	509
Tax	(65)	(75)	(77)	(91)	(102)
Profit after tax	280	301	374	369	407
Minority interests	(27)	(26)	(24)	(21)	(20)
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Other items	-	-	-	-	-
Reported net profit	254	275	351	347	387
Non-recurring items & goodwill (net)	9	0	(54)	0	0
Recurring net profit	263	275	297	347	387
Per share (THB)					
Recurring EPS *	0.20	0.20	0.21	0.25	0.28
Reported EPS	0.19	0.20	0.25	0.25	0.28
DPS	0.06	0.07	0.06	0.08	0.08
Diluted shares (used to calculate per share data)	1,315	1,389	1,389	1,389	1,389
Growth					
Revenue (%)	37.6	(20.0)	19.3	10.2	7.2
Operating EBITDA (%)	10.0	8.0	(5.1)	8.0	6.2
Operating EBIT (%)	12.5	6.3	6.5	9.0	6.4
Recurring EPS (%)	(0.7)	(0.8)	7.9	17.1	11.3
Reported EPS (%)	(4.1)	2.7	27.5	(0.9)	11.3
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	18.8	26.8	24.4	24.1	24.0
Gross margin exc. depreciation (%)	28.9	40.7	33.5	32.8	32.6
Operating EBITDA margin (%)	25.6	34.6	27.5	27.0	26.7
Operating EBIT margin (%)	15.6	20.7	18.5	18.3	18.1
Net margin (%)	7.7	10.1	9.2	9.7	10.1
Effective tax rate (%)	18.9	19.9	17.1	19.9	20.0
Dividend payout on recurring profit (%)	31.8	35.1	30.0	30.0	30.0
Interest cover (X)	3.1	3.1	3.0	3.5	3.8
Inventory days	-	-	-	-	-
Debtor days	69.8	112.3	106.6	108.7	104.5
Creditor days	155.0	239.9	148.8	134.1	123.4
Operating ROIC (%)	7.6	7.6	7.5	7.8	8.2
ROIC (%)	6.0	5.9	5.9	6.4	6.7
ROE (%)	8.1	7.4	7.4	8.2	8.6
ROA (%)	5.1	5.1	5.3	5.6	5.9
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted					
Revenue by Division (THB m)					
2022	2023	2024E	2025E	2026E	
Data service	1,311	1,466	1,598	1,726	1,812
Installation	1,995	1,154	1,420	1,596	1,722
Data center	87	93	99	103	105
GLS	0	0	120	144	187

Sources: Interlink Telecom; FSSIA estimates

Financial Statements

Interlink Telecom

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring net profit	263	275	297	347	387
Depreciation	341	377	293	311	329
Associates & minorities	5	4	4	5	6
Other non-cash items	278	332	127	86	96
Change in working capital	491	(797)	(274)	52	(117)
Cash flow from operations	1,377	191	447	801	700
Capex - maintenance	-	-	-	-	-
Capex - new investment	(346)	(451)	(492)	(400)	(400)
Net acquisitions & disposals	(69)	(40)	0	0	0
Other investments (net)	(49)	(107)	299	38	(6)
Cash flow from investing	(464)	(598)	(193)	(362)	(406)
Dividends paid	(160)	(94)	(166)	(196)	(218)
Equity finance	282	81	8	7	7
Debt finance	(1,042)	454	(38)	(244)	(102)
Other financing cash flows	0	(173)	0	0	0
Cash flow from financing	(920)	268	(197)	(433)	(313)
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	11	19	0	0	0
Net other adjustments	11	19	0	0	0
Movement in cash	4	(120)	58	6	(19)
Free cash flow to firm (FCFF)	1,081.56	(225.11)	450.56	625.67	473.26
Free cash flow to equity (FCFE)	(118.13)	(106.72)	216.15	195.08	191.77
Per share (THB)					
FCFF per share	0.78	(0.16)	0.32	0.45	0.34
FCFE per share	(0.09)	(0.08)	0.16	0.14	0.14
Recurring cash flow per share	0.67	0.71	0.52	0.54	0.59
Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec					
Tangible fixed assets (gross)	5,467	6,018	6,509	6,909	7,309
Less: Accumulated depreciation	(1,516)	(1,855)	(2,148)	(2,459)	(2,788)
Tangible fixed assets (net)	3,951	4,162	4,361	4,450	4,521
Intangible fixed assets (net)	112	164	165	166	167
Long-term financial assets	-	-	-	-	-
Invest. in associates & subsidiaries	20	16	16	16	16
Cash & equivalents	229	109	167	173	154
A/C receivable	2,466	2,603	2,987	2,973	3,007
Inventories	0	0	0	0	0
Other current assets	283	310	208	192	243
Current assets	2,978	3,021	3,362	3,338	3,404
Other assets	1,335	1,566	1,266	1,228	1,233
Total assets	8,396	8,931	9,171	9,198	9,342
Common equity	3,603	3,853	4,115	4,358	4,629
Minorities etc.	88	156	164	170	177
Total shareholders' equity	3,691	4,009	4,279	4,528	4,806
Long term debt	1,842	1,433	1,366	1,370	1,362
Other long-term liabilities	21	51	14	14	14
Long-term liabilities	1,863	1,484	1,381	1,385	1,377
A/C payable	1,234	882	874	888	855
Short term debt	1,553	2,469	2,534	2,285	2,192
Other current liabilities	55	87	104	111	112
Current liabilities	2,842	3,438	3,511	3,285	3,159
Total liabilities and shareholders' equity	8,396	8,931	9,171	9,198	9,342
Net working capital	1,460	1,943	2,217	2,166	2,283
Invested capital	6,878	7,853	8,026	8,026	8,221
* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt					
Per share (THB)					
Book value per share	2.74	2.77	2.96	3.14	3.33
Tangible book value per share	2.65	2.66	2.84	3.02	3.21
Financial strength					
Net debt/equity (%)	85.8	94.6	87.2	76.9	70.7
Net debt/total assets (%)	37.7	42.5	40.7	37.9	36.4
Current ratio (x)	1.0	0.9	1.0	1.0	1.1
CF interest cover (x)	2.4	2.9	4.6	4.2	4.3
Valuation					
Recurring P/E (x) *	12.4	12.5	11.6	9.9	8.9
Recurring P/E @ target price (x) *	17.0	17.2	15.9	13.6	12.2
Reported P/E (x)	12.9	12.5	9.8	9.9	8.9
Dividend yield (%)	2.6	2.8	2.6	3.0	3.4
Price/book (x)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
Price/tangible book (x)	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA (x) **	7.5	7.9	8.2	7.4	6.9
EV/EBITDA @ target price (x) **	8.9	9.2	9.7	8.7	8.1
EV/invested capital (x)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted ** EBITDA includes associate income and recurring non-operating income					

Sources: Interlink Telecom; FSSIA estimates

INTERLINK TELECOM PCL (ITEL TB)

FSSIA ESG rating



Exhibit 13: FSSIA ESG score implication

38.30 /100

Rating	Score	Implication
★★★★★	>79-100	Leading its industry peers in managing the most significant ESG risks which not only better cost efficiency but also lead to higher profitability.
★★★★☆	>59-79	A mixed track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers.
★★★☆☆	>39-59	Relevant ESG materiality matrix has been constructively addressed, well-managed and incorporated into day-to-day operations, in which targets and achievements are evaluated annually.
★★☆☆☆	>19-39	Relevant ESG materiality matrix has been identified with key management in charge for progress to be followed up on and to provide intensive disclosure. Most targets are conventional and achievable.
★☆☆☆☆	1-19	The company has adopted the United Nations Sustainable Development Goals (UN SDGs), established sustainability management guidelines and fully complies with regulations or ESG suggested guidance from related organizations such as the SET and SEC.

Sources: FSSIA estimates

Exhibit 14: ESG – peer comparison

	FSSIA ESG score	Domestic ratings						Global ratings						Bloomberg	
		DJSI	SET THSI	THSI	CG score	AGM level	Thai CAC	Morningstar	ESG Book	MSCI	Moody's	Refinitiv	S&P Global	ESG score	Disclosure score
SET100	69.20	5.34	4.40	4.40	4.76	4.65	3.84	Medium	51.76	BBB	20.87	58.72	63.91	3.72	28.17
Coverage	67.12	5.11	4.15	4.17	4.83	4.71	3.53	Medium	52.04	BB	16.97	56.85	62.09	3.40	31.94
ITEL	38.30	--	--	Y	5.00	5.00	Certified	--	40.60	--	--	41.18	--	2.05	39.11
ILINK	37.92	--	--	Y	5.00	5.00	Certified	--	57.40	--	--	45.96	--	--	--
SYNEX	35.18	--	Y	Y	4.00	4.00	--	--	53.33	--	--	27.64	--	--	41.24
FORTH	23.00	--	--	--	4.00	4.00	--	Low	--	--	--	--	--	--	--
JMART	34.72	--	--	--	3.00	5.00	Declared	Low	--	--	--	35.50	10.00	2.02	14.09

 Sources: [SETTRADE.com](https://www.settrade.com); FSSIA's compilation

Exhibit 15: ESG score by Bloomberg

FY ending Dec 31	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022
ESG financial materiality scores - ESG score	—	—	2.06	2.05
BESG environmental pillar score	—	—	1.32	1.32
BESG social pillar score	—	—	1.16	1.16
BESG governance pillar score	—	—	4.98	4.90
ESG disclosure score	39.11	39.11	39.11	39.11
Environmental disclosure score	16.79	16.79	16.79	16.79
Social disclosure score	19.29	19.29	19.29	19.29
Governance disclosure score	81.10	81.10	81.10	81.10
Environmental				
Emissions reduction initiatives	Yes	Yes	Yes	Yes
Climate change policy	No	No	No	No
Climate change opportunities discussed	No	No	No	No
Risks of climate change discussed	Yes	Yes	Yes	Yes
GHG scope 1	—	—	—	—
GHG scope 2 location-based	—	—	—	—
GHG Scope 3	—	—	—	—
Carbon per unit of production	—	—	—	—
Biodiversity policy	No	No	No	No
Energy efficiency policy	Yes	Yes	Yes	Yes
Total energy consumption	—	—	—	—
Renewable energy use	—	—	—	—
Electricity used	—	—	—	—
Fuel used - natural gas	—	—	—	—

Sources: Bloomberg; FSSIA's compilation

Exhibit 16: ESG score by Bloomberg (cont.)

FY ending Dec 31	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022
Fuel used - crude oil/diesel	No	No	No	No
Waste reduction policy	Yes	Yes	Yes	Yes
Hazardous waste	—	—	—	—
Total waste	—	—	—	—
Waste recycled	—	—	—	—
Waste sent to landfills	—	—	—	—
Environmental supply chain management	Yes	Yes	Yes	Yes
Water policy	Yes	Yes	Yes	Yes
Water consumption	—	—	—	—
Social				
Human rights policy	Yes	Yes	Yes	Yes
Policy against child labor	Yes	Yes	Yes	Yes
Quality assurance and recall policy	Yes	Yes	Yes	Yes
Consumer data protection policy	Yes	Yes	Yes	Yes
Equal opportunity policy	Yes	Yes	Yes	Yes
Gender pay gap breakout	No	No	No	No
Pct women in workforce	25	23	22	22
Pct disabled in workforce	—	—	—	—
Business ethics policy	Yes	Yes	Yes	Yes
Anti-bribery ethics policy	Yes	Yes	Yes	Yes
Health and safety policy	Yes	Yes	Yes	Yes
Lost time incident rate - employees	—	—	—	—
Total recordable incident rate - employees	—	—	—	—
Training policy	Yes	Yes	Yes	Yes
Fair remuneration policy	Yes	Yes	Yes	Yes
Number of employees – CSR	798	749	729	728
Employee turnover pct	—	—	—	—
Total hours spent by firm - employee training	559	265	90	530
Social supply chain management	Yes	Yes	Yes	Yes
Governance				
Board size	11	11	11	11
No. of independent directors (ID)	4	4	4	4
No. of women on board	4	4	4	4
No. of non-executive directors on board	10	10	11	11
Company conducts board evaluations	Yes	Yes	Yes	Yes
No. of board meetings for the year	6	8	7	8
Board meeting attendance pct	82	98	96	100
Board duration (years)	3	3	3	3
Director share ownership guidelines	No	No	No	No
Age of the youngest director	28	29	34	35
Age of the oldest director	77	78	79	80
No. of executives / company managers	9	10	10	10
No. of female executives	2	3	3	4
Executive share ownership guidelines	No	No	No	No
Size of audit committee	3	3	3	3
No. of ID on audit committee	3	3	3	3
Audit committee meetings	4	4	5	4
Audit meeting attendance %	83	100	100	100
Size of compensation committee	5	5	4	4
No. of ID on compensation committee	2	2	2	2
No. of compensation committee meetings	1	2	2	2
Compensation meeting attendance %	67	100	100	100
Size of nomination committee	5	5	4	4
No. of nomination committee meetings	1	2	2	2
Nomination meeting attendance %	67	100	100	100
Sustainability governance				
Verification type	No	No	No	No

Sources: Bloomberg; FSSIA's compilation

Disclaimer for ESG scoring

ESG score	Methodology	Rating																				
The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) By S&P Global	The DJSI World applies a transparent, rules-based component selection process based on the companies' Total Sustainability Scores resulting from the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA). Only the top-ranked companies within each industry are selected for inclusion.	Be a member and invited to the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA) for DJSI. Companies with an S&P Global ESG Score of less than 45% of the S&P Global ESG Score of the highest scoring company are disqualified. The constituents of the DJSI indices are selected from the Eligible Universe.																				
Sustainability Investment List (THSI) by The Stock Exchange of Thailand (SET)	THSI quantifies responsibility in Environmental and Social issues by managing business with transparency in Governance, updated annually. Candidates must pass the preemptive criteria, with two crucial conditions: 1) no irregular trading of the board members and executives; and 2) free float of >150 shareholders, and combined holding must be >15% of paid-up capital. Some key disqualifying criteria include: 1) CG score of below 70%; 2) independent directors and free float violation; 3) executives' wrongdoing related to CG, social & environmental impacts; 4) equity in negative territory; and 5) earnings in red for > 3 years in the last 5 years.	To be eligible for THSI inclusion , verified data must be scored at a minimum of 50% for each indicator, unless the company is a part of DJSI during the assessment year. The scoring will be fairly weighted against the nature of the relevant industry and materiality. SETTHSI Index is extended from the THSI companies whose 1) market capitalization > THB5b (~USD150b); 2) free float >20%; and 3) liquidity >0.5% of paid-up capital for at least 9 out of 12 months. The SETTHSI Index is a market capitalisation-weighted index, cap 5% quarterly weight at maximum, and no cap for number of stocks.																				
CG Score by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)	An indicator of CG strength in sustainable development, measured annually by the Thai IOD, with support from the Stock Exchange of Thailand (SET). The results are from the perspective of a third party, not an evaluation of operations.	Scores are rated in six categories: 5 for Excellent (90-100), 4 for Very Good (80-89), 3 for Good (70-79), 2 for Fair (60-69), 1 for Pass (60-69), and not rated for scores below 50. Weightings include: 1) the rights; 2) and equitable treatment of shareholders (weight 25% combined); 3) the role of stakeholders (25%); 4) disclosure & transparency (15%); and 5) board responsibilities (35%).																				
AGM level By Thai Investors Association (TIA) with support from the SEC	It quantifies the extent to which shareholders' rights and equitable treatment are incorporated into business operations and information is transparent and sufficiently disclosed. All form important elements of two out of five the CG components to be evaluated annually. The assessment criteria cover AGM procedures before the meeting (45%), at the meeting date (45%), and after the meeting (10%). <i>(The first assesses 1) advance circulation of sufficient information for voting; and 2) facilitating how voting rights can be exercised. The second assesses 1) the ease of attending meetings; 2) transparency and verifiability; and 3) openness for Q&A. The third involves the meeting minutes that should contain discussion issues, resolutions and voting results.)</i>	The scores are classified into four categories: 5 for Excellent (100), 4 for Very Good (90-99), 3 for Fair (80-89), and not rated for scores below 79.																				
Thai CAC By Thai Private Sector Collective Action Against Corruption (CAC)	The core elements of the Checklist include corruption risk assessment, establishment of key controls, and the monitoring and developing of policies. The Certification is good for three years. <i>(Companies deciding to become a CAC certified member start by submitting a Declaration of Intent to kick off an 18-month deadline to submit the CAC Checklist for Certification, including risk assessment, in place of policy and control, training of managers and employees, establishment of whistleblowing channels, and communication of policies to all stakeholders.)</i>	The document will be reviewed by a committee of nine professionals. A passed Checklist will move for granting certification by the CAC Council approvals whose members are twelve highly respected individuals in professionalism and ethical achievements.																				
Morningstar Sustainability	The Sustainability's ESG risk rating provides an overall company score based on an assessment of how much of a company's exposure to ESG risk is unmanaged. <i>Sources to be reviewed include corporate publications and regulatory filings, news and other media, NGO reports/websites, multi-sector information, company feedback, ESG controversies, issuer feedback on draft ESG reports, and quality & peer reviews.</i>	A company's ESG risk rating score is the sum of unmanaged risk. The more risk is unmanaged, the higher ESG risk is scored. <table><tr><th>NEGL</th><th>Low</th><th>Medium</th><th>High</th><th>Severe</th></tr><tr><td>0-10</td><td>10-20</td><td>20-30</td><td>30-40</td><td>40+</td></tr></table>	NEGL	Low	Medium	High	Severe	0-10	10-20	20-30	30-40	40+										
NEGL	Low	Medium	High	Severe																		
0-10	10-20	20-30	30-40	40+																		
ESG Book	The ESG score identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long term. The methodology considers the principle of financial materiality including information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by over-weighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis.	The total ESG score is calculated as a weighted sum of the features scores using materiality-based weights. The score is scaled between 0 and 100 with higher scores indicating better performance.																				
MSCI	MSCI ESG ratings aim to measure a company's management of financially relevant ESG risks and opportunities. It uses a rules-based methodology to identify industry leaders and laggards according to their exposure to ESG risks and how well they manage those risks relative to peers. <table><tr><td>AAA</td><td>8.571-10.000</td><td rowspan="3">Leader:</td><td rowspan="3">leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities</td></tr><tr><td>AA</td><td>7.143-8.570</td></tr><tr><td>A</td><td>5.714-7.142</td></tr><tr><td>BBB</td><td>4.286-5.713</td><td rowspan="3">Average:</td><td rowspan="3">a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers</td></tr><tr><td>BB</td><td>2.857-4.285</td></tr><tr><td>B</td><td>1.429-2.856</td></tr><tr><td>CCC</td><td>0.000-1.428</td><td>Laggard:</td><td>lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks</td></tr></table>		AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities	AA	7.143-8.570	A	5.714-7.142	BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers	BB	2.857-4.285	B	1.429-2.856	CCC	0.000-1.428	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities																			
AA	7.143-8.570																					
A	5.714-7.142																					
BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers																			
BB	2.857-4.285																					
B	1.429-2.856																					
CCC	0.000-1.428	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks																			
Moody's ESG solutions	Moody's assesses the degree to which companies take into account ESG objectives in the definition and implementation of their strategy policies. It believes that a company integrating ESG factors into its business model and relatively outperforming its peers is better positioned to mitigate risks and create sustainable value for shareholders over the medium to long term.																					
Refinitiv ESG rating	Designed to transparently and objectively measure a company's relative ESG performance, commitment and effectiveness across 10 main themes, based on publicly available and auditable data. The score ranges from 0 to 100 on relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly. <i>(Score ratings are 0 to 25 = poor; >25 to 50 = satisfactory; >50 to 75 = good; and >75 to 100 = excellent.)</i>																					
S&P Global	The S&P Global ESG Score is a relative score measuring a company's performance on and management of ESG risks, opportunities, and impacts compared to its peers within the same industry classification. The score ranges from 0 to 100.																					
Bloomberg	ESG Score	Bloomberg score evaluating the company's aggregated Environmental, Social and Governance (ESG) performance. The score is based on Bloomberg's view of ESG financial materiality. The score is a weighted generalized mean (power mean) of Pillar Scores, where the weights are determined by the pillar priority ranking. Values range from 0 to 10; 10 is the best.																				
Bloomberg	ESG Disclosure Score	Disclosure of a company's ESG used for Bloomberg ESG score. The score ranges from 0 for none to 100 for disclosure of every data point, measuring the amount of ESG data reported publicly, and not the performance on any data point.																				

[Rating](#) regarding the sustainable development of Thai listed companies, both on the SET and MAI, are publicly available on the website of the Securities and Exchange Commission of Thailand (SEC). Currently, ratings available are 1) **"CG Score"**; 2) **"AGM Level"**; 3) **"Thai CAC"**; and 4) **THSI**. The ratings are updated on an annual basis. FSSIA does not confirm nor certify the accuracy of such ratings.

Source: FSSIA's compilation

GENERAL DISCLAIMER

ANALYST(S) CERTIFICATION

Jitra Amornthum FSS International Investment Advisory Securities Co., Ltd

The individual(s) identified above certify(ies) that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and (ii) no part of the compensation of the analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed herein.

This report has been prepared by FSS International Investment Advisory Securities Company Limited (FSSIA). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however FSSIA makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. FSSIA has no intention to solicit investors to buy or sell any security in this report. In addition, FSSIA does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making investment decisions. All rights are reserved.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without permission of FSSIA. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making investment decisions.

History of change in investment rating and/or target price

Interlink Telecom (ITEL TB)



Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price
03-May-2023	BUY	4.50	20-Oct-2023	BUY	4.00	-	-	-

Jitra Amornthum started covering this stock from 03-May-2023

Price and TP are in local currency

Source: FSSIA estimates

Company	Ticker	Price	Rating	Valuation & Risks
Interlink Telecom	ITEL TB	THB 2.48	BUY	Downside risks to our P/E-based TP include 1) uncertainty regarding bidding outcomes; 2) delays in projects; 3) cost overruns; and 4) risks from technological disruptions.

Source: FSSIA estimates

Additional Disclosures

Target price history, stock price charts, valuation and risk details, and equity rating histories applicable to each company rated in this report is available in our most recently published reports. You can contact the analyst named on the front of this note or your representative at Finansia Syrus Securities Public Company Limited.

All share prices are as at market close on 09-Aug-2024 unless otherwise stated.

RECOMMENDATION STRUCTURE

Stock ratings

Stock ratings are based on absolute upside or downside, which we define as $(\text{target price}^* - \text{current price}) / \text{current price}$.

BUY (B). The upside is 10% or more.

HOLD (H). The upside or downside is less than 10%.

REDUCE (R). The downside is 10% or more.

Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on market price and the formal recommendation.

* In most cases, the target price will equal the analyst's assessment of the current fair value of the stock. However, if the analyst doesn't think the market will reassess the stock over the specified time horizon due to a lack of events or catalysts, then the target price may differ from fair value. In most cases, therefore, our recommendation is an assessment of the mismatch between current market price and our assessment of current fair value.

Industry Recommendations

Overweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be positive over the next 12 months.

Neutral. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be maintained over the next 12 months.

Underweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be negative over the next 12 months.

Country (Strategy) Recommendations

Overweight (O). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on two or more of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Neutral (N). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on one of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Underweight (U). Over the next 12 months, the analyst does not expect the market to score positively on any of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.