

# INTERLINK COMMUNICATION

## THAILAND / INFORMATION&COMM TECH

### ILINK TB

**BUY**  
 UNCHANGED

## ผลประกอบการแข็งแกร่งกว่าลูกในงวด 1H24

- กำไรปกติ 2Q24 ที่ 113 ล้านบาท (-23.9% q-q, -5.0% y-y) ต่ำสุดในรอบประมาณ 1 ปีครึ่ง ถูกฉุดโดย ITEL เป็นหลัก
- คงประมาณการกำไรปี 2024 แต่ปรับปี 2025-26 ลง 8%/5%
- ปรับราคาเป้าหมายลงเป็น 7.20 บาท แนะนำซื้อเพื่อปันผล

### กำไรปกติ 2Q24 ถูกฉุดโดย ITEL เป็นหลัก

ILINK ประกาศกำไรปกติ 2Q24 ที่ 113 ล้านบาท (-23.9% q-q, -5.0% y-y) เป็นไปตามคาด และเป็นกำไรที่ต่ำสุดในรอบประมาณ 1 ปีครึ่ง กำไรที่ลดลงต่ำกว่าไตรมาสที่ผ่านๆ มา หลักๆเป็นเพราะผลประกอบการของ ITEL ที่หดตัวมากจากรายได้ของธุรกิจ Installation ที่ต่ำกว่าคาดมาก จะเห็นว่ารายได้ที่มาจาก ITEL ในไตรมาสนี้หดตัว -29.6% q-q, -19.6% y-y ขณะเดียวกันรายได้จากธุรกิจ Distribution ของ ILINK ก็ลดลง 16.6% q-q ตามฤดูกาล ส่วนธุรกิจ Engineer ของ ILINK ในไตรมาสนี้ยังอยู่ในระดับสูง 282 ล้านบาท (+57.5% q-q, +85.0% y-y) เพราะยังรับรู้โครงการเกาะเต่าอีก 162 ล้านบาท (จะจบโครงการใน 2Q24)

### ILINK ทำผลประกอบการได้ดีกว่า ITEL ในรอบครึ่งปีแรก

หากดูงบเฉพาะกิจการของ ILINK จะพบว่ามีกำไรสุทธิ 2Q24 ที่ 120 ล้านบาท +35.4% q-q, +12.6% y-y และมีกำไรงวด 1H24 ที่ 209 ล้านบาท +4.9% y-y จากรายได้ที่เพิ่มขึ้น 9.8% y-y ขดเซย์ต้นทุนและค่าใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้นได้ และกลายเป็นว่า ILINK ทำผลประกอบการได้ดีกว่า ITEL ในรอบ 1H24 เพราะกำไรปกติของ ITEL 1H24 -26.0% y-y

### คงประมาณการกำไรปี 2024 แต่ปรับปี 2025-26 ลง 8%/5%

เนื่องจากการกำไรที่ต่ำสุดของ ITEL ทำให้เราปรับลดประมาณการกำไรของ ITEL ปี 2024-25 ลง 7% และ 4% และปรับราคาเป้าหมายของ ITEL ลงเป็น 3.40 บาท สำหรับปี 2024 เราคงประมาณการเดิมที่ 503 ล้านบาท เราปรับเพิ่มอัตรากำไรขั้นต้นของธุรกิจ Engineer ซึ่งขดเซย์รายได้จาก ITEL ที่ลดลงได้ สำหรับปี 2025-26 เราปรับลดกำไรปกติของ ILINK ลง 8% และ 5% ตามลำดับ จากการปรับลดรายได้ที่มาจาก ITEL

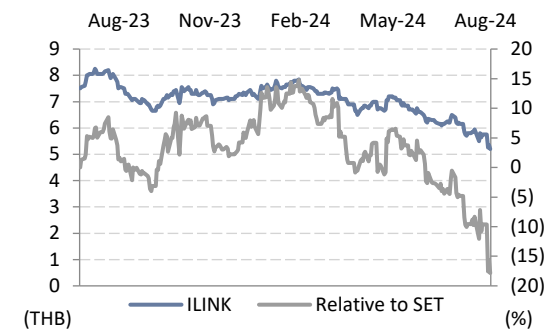
### ปรับราคาเป้าหมายลงเป็น 7.20 บาท แนะนำซื้อเพื่อปันผล

ภายใต้สมมติฐานใหม่ พบว่ากำไรปกติปี 2024-26 เติบโต -5%/+2%/+5% ตามลำดับ เราปรับราคาเป้าหมายของ ILINK ลงเป็น 7.20 บาทจากเดิม 9.50 บาท ใช้วิธี SoTP โดยอิงราคาเป้าหมายของ ITEL ที่ 3.40 บาท ใช้ 2024E P/E สำหรับ ILINK ที่ 7.5 เท่า ราคาเป้าหมายใหม่คิดเป็น 2024E Implied P/E เพียง 7.8 เท่า ยังคงคำแนะนำซื้อ จาก Dividend yield เฉลี่ยปีละ 5% ฐานะการเงินแข็งแกร่ง

TARGET PRICE	THB7.20
CLOSE	THB5.20
UP/DOWNSIDE	+38.5%
PRIOR TP	THB9.50
CHANGE IN TP	-24.2%
TP vs CONSENSUS	-24.2%

### KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	6,899	7,237	7,763	8,113
Net profit	532	557	510	535
EPS (THB)	0.98	1.02	0.94	0.98
vs Consensus (%)	-	12.1	(0.5)	7.1
EBITDA	1,470	1,446	1,503	1,565
Recurring net profit	532	503	510	535
Core EPS (THB)	0.98	0.92	0.94	0.98
Chg. In EPS est. (%)	-	0.1	(7.6)	(5.0)
EPS growth (%)	38.6	(5.4)	1.5	5.0
Core P/E (x)	5.3	5.6	5.5	5.3
Dividend yield (%)	7.5	7.7	8.1	8.5
EV/EBITDA (x)	6.1	6.2	5.9	5.6
Price/book (x)	0.7	0.7	0.6	0.6
Net debt/Equity (%)	63.5	60.1	55.4	52.2
ROE (%)	13.7	12.0	11.6	11.6



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	(18.8)	(26.2)	(30.7)
Relative to country (%)	(16.4)	(21.6)	(18.3)
Mkt cap (USD m)	81		
3m avg. daily turnover (USD m)	0.2		
Free float (%)	48		
Major shareholder	Interlink Holding Co Ltd (25%)		
12m high/low (THB)	8.30/5.05		
Issued shares (m)	543.63		

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates


**Jitra Amornthum**

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

Investment thesis

ILINK ประกาศกำไรปกติ 2Q24 ที่ 113 ล้านบาท (-23.9% q-q, -5.0% y-y) เป็นไปตามคาด และเป็นกำไรที่ต่ำสุดในรอบประมาณ 1 ปีครึ่ง กำไรที่ลดลงต่ำกว่าไตรมาสที่ผ่านมา หลักๆเป็นเพราะผลประกอบการของ ITEL ที่หดตัวมากจากรายได้ของธุรกิจ Installation ที่ต่ำกว่าคาดมาก จะเห็นว่ารายได้ที่มาจากร ITEL ในไตรมาสนี้หดตัว -29.6% q-q, -19.6% y-y ขณะเดียวกันรายได้จากธุรกิจ Distribution ของ ILINK ก็ลดลง 16.6% q-q ตามฤดูกาล ส่วนธุรกิจ Engineer ของ ILINK ในไตรมาสนี้ยังอยู่ในระดับสูง 282 ล้านบาท (+57.5% q-q, +85.0% y-y) เพราะยังรับรู้โครงการเกาะเต่าอีก 162 ล้านบาท (จะจบโครงการใน 2Q24)

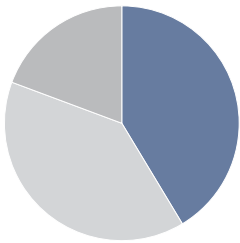
Company profile

LINK มีธุรกิจหลัก 3 ธุรกิจได้แก่ 1. ธุรกิจจัดจำหน่ายสายสัญญาณและสายสื่อสาร (Distribution) โดยเน้นขายส่งให้แก่ดีลเลอร์ผู้รับเหมาวางระบบคอมพิวเตอร์ (SI) ผู้รับเหมาระบบไฟฟ้าและสื่อสาร 2. ธุรกิจโทรคมนาคมซึ่งดำเนินงานภายใต้บริษัทย่อยคือ ITEL และ 3. ธุรกิจวิศวกรรม (Engineering) มุ่งเน้นรับงานก่อสร้างโครงการที่อยู่ในความเชี่ยวชาญของบริษัท เช่น โครงการติดตั้งสาย Fiber optic ทั่วประเทศและจังหวัดอื่น โครงการสนามบินสุวรรณภูมิ เป็นต้น

www.interlink.co.th

Principal activities (revenue, 2023)

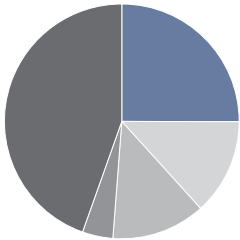
- Distribution - 41.4 %
- Telecom - 39.3 %
- Engineering service (EPC) - 19.3 %



Source: Interlink Communication

Major shareholders

- Interlink Holding Co Ltd - 25.1 %
- Mr. Sombat Anuntarumporn - 13.2 %
- Ms. Chalida Anuntarumporn - 12.9 %
- Thai NVDR Co., Ltd. - 4.2 %
- Others - 44.6 %



Source: Interlink Communication

Catalysts

ปัจจัยหนุนการเติบโต 1) ภาวะเศรษฐกิจและกำลังซื้อโดยรวมที่ดีขึ้น 2) การเปลี่ยนแปลงของเทคโนโลยีในแต่ละ Generation จะทำให้ลูกค้าต้องเปลี่ยนอุปกรณ์โครงสร้างพื้นฐานใหม่ 3) งานประมูลโครงสร้างพื้นฐานของภาครัฐและเอกชนที่มีต่อเนื่อง

Risks to our call

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

Event calendar

Date	Event
27 August 2024	2Q24 Opportunity day
November 2024	3Q24 earnings announcement

Key assumptions

	2024E (THB m)	2025E (THB m)	2026E (THB m)
Distribution	3,077	3,261	3,457
Gross margin (%)	27.5	26.2	26.0
Telecom	3,048	3,425	3,639
Gross margin (%)	22.6	24.0	23.8
Engineering	1,113	1,077	1,017
Gross margin (%)	15.0	8.0	7.8
SG&A to sales (%)	9.75	9.28	9.28

Source: FSSIA estimates

Earnings sensitivity

- For every 1% change in the gross margin of the distribution business, we project ILINK’s 2024 core profit to change by 4.6%, all else being equal.
- For every 1% change in the gross margin of the telecom business, we project ILINK’s 2024 core profit to change by 6.0%, all else being equal.
- For every 1% change in the gross margin of the engineering business, we project ILINK’s 2024 core profit to change by 2.6%, all else being equal.

Source: FSSIA estimates

กำไรปกติ 2Q24 ลดลง q-q และ y-y ตามคาด แต่แข็งแกร่งกว่าลูก

ILINK ประกาศกำไรปกติ 2Q24 ที่ 113 ล้านบาท (-23.9% q-q, -5.0% y-y) เป็นไปตามคาด เป็นกำไรที่ต่ำสุดในรอบประมาณ 1 ปีครึ่ง กำไรที่ลดลงต่ำกว่าไตรมาสที่ผ่านมา หลักๆเป็นเพราะผลประกอบการของ ITEL ที่หดตัวมากจากรายได้ของธุรกิจ Installation ที่ต่ำกว่าคาด จะเห็นว่ารายได้ที่มาจาก ITEL ในไตรมาสนี้หดตัว -29.6% q-q, -19.6% y-y ขณะเดียวกันรายได้จากธุรกิจ Distribution ของ ILINK ก็ลดลง 16.6% q-q ตามฤดูกาลเพราะทุก 2Q และ 4Q ไม่มีการจัดโปรโมชั่น ยอดขายของ Distribution ใน 2Q และ 4Q จึงต่ำกว่า 1Q และ 3Q แต่มาร์จิ้นจะดีกว่า

ธุรกิจวิศวกรรมโครงการ (Engineer) ของ ILINK ในไตรมาสนี้ยังอยู่ในระดับสูง 282 ล้านบาท (+57.5% q-q, +85.0% y-y) ดีกว่าคาด เนื่องจากยังรับรู้โครงการเกาะเต่าอีก 162 ล้านบาทและโครงการอื่นๆ อีก

อัตรากำไรขั้นต้นโดยรวมที่ลดลงเป็น 24.7% จาก 1Q24 ที่ 26.2% แม้ว่าธุรกิจ Distribution จะมีมาร์จิ้นดีขึ้น แต่ถูกจุดโดยธุรกิจ Engineer ที่มีอัตรากำไรขั้นต้น 14.3% ลดลงจาก 22.8% ใน 1Q24 อันที่จริงอัตรากำไรขั้นต้นในระดับ 14-15% ถือว่าอยู่ในระดับดีแล้ว เมื่อเทียบกับในอดีตที่เคยขาดทุน

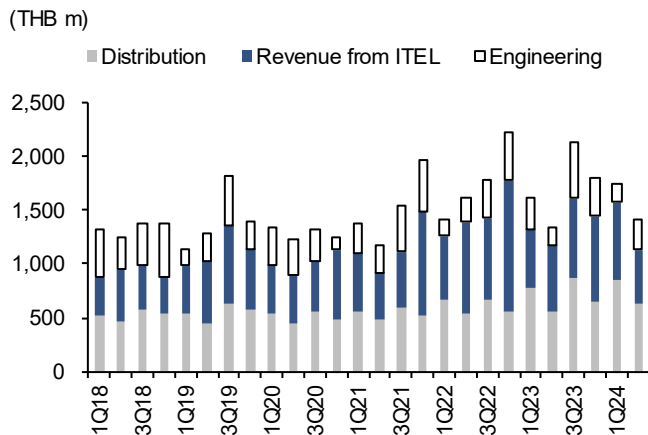
หากดูงบเฉพาะกิจการของ ILINK จะพบว่ากำไรสุทธิ 2Q24 ที่ 120 ล้านบาท +35.4% q-q, +12.6% y-y และมีกำไรงวด 1H24 ที่ 209 ล้านบาท +4.9% y-y

Exhibit 1: ILINK - 2Q24 earnings summary

Year to Dec 31	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	----- Change -----		1H23	1H24	Change	2024E	Change	% of
	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(q-q %)	(y-y %)	(THB m)	(THB m)	(y-y %)	(THB m)	(y-y %)	2024E
Sales	1,335	2,136	1,808	1,766	1,473	(16.6)	10.3	2,955	3,239	9.6	7,237	4.9	44.8
Cost of sales	(965)	(1,637)	(1,353)	(1,303)	(1,109)	(14.9)	14.9	(2,185)	(2,412)	10.4	(5,535)	7.0	43.6
Gross profit	370	499	455	463	364	(21.4)	(1.7)	770	827	7.3	1,702	(1.3)	48.6
Operating costs	(135)	(207)	(214)	(181)	(166)	(8.4)	22.7	(303)	(347)	14.7	(705.7)	(2.5)	49.2
Operating profit	235	291	241	282	198	(29.7)	(15.7)	468	479	2.5	1,047.0	(2.9)	45.8
Operating EBITDA	339	402	386	400	319	(20.3)	(5.9)	676	719	6.4	1,446.3	(1.6)	49.7
Other income	9	12	46	13	13	(0.6)	38.8	21	26	23.7	50.7	(35.4)	51.2
Interest expense	(45)	(47)	(48)	(44)	(51)	15.7	13.2	(86)	(95)	11.1	(196.8)	9.1	48.4
Profit before tax	199	257	239	250	160	(36.2)	(19.7)	403	410	1.8	850.2	(5.3)	48.2
Tax	40	51	48	51	32	(36.1)	(19.1)	84	83	(1.0)	(170.0)	(6.7)	(48.7)
Minority interests	(40)	(48)	(62)	(50)	(14)	(71.1)	(63.9)	(71)	(64)	(8.8)	(175.4)	(2.9)	36.7
Reported net profit	119	157	128	203	113	(44.2)	(5.0)	246	315	28.1	556.5	4.7	56.7
Core profit	119	157	128	149	113	(23.9)	(5.0)	246	262	6.2	502.6	(5.4)	52.0
Reported EPS (THB)	0.22	0.29	0.24	0.37	0.21	(43.8)	(5.0)	0	1	28.7	1.02	4.5	56.5
Core EPS (THB)	0.22	0.29	0.24	0.27	0.21	(23.9)	(5.0)	0	0	6.2	0.92	(5.4)	52.0
Key Ratios	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(ppt)	(ppt)	(%)	(%)	(ppt)	(%)	(ppt)	
Gross margin	27.7	23.4	25.2	26.2	24.7	(1.5)	(3.0)	26.1	25.5	(0.5)	23.5	(1.5)	
Operating margin	18.3	14.2	15.9	16.7	14.3	(2.4)	(4.0)	15.8	14.8	(1.0)	14.5	(1.2)	
EBITDA margin	25.4	18.8	21.3	22.7	21.7	(1.0)	(3.7)	22.9	22.2	(0.7)	20.0	(1.3)	
Recurring net margin	8.9	7.3	7.1	8.4	7.7	(0.7)	(1.2)	8.3	8.1	(0.3)	6.9	(0.8)	
SG&A / Sales	10.1	9.7	11.8	10.3	11.3	1.0	1.1	10.3	10.7	0.5	9.8	(0.7)	
Revenue structure	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(q-q %)	(y-y %)	(THB m)	(THB m)	(y-y %)	(THB m)	(y-y %)	
Distribution	561	867	641	861	629	(27.0)	12.1	1,346	1,490	10.7	3,077	7.8	
Telecom	621	746	802	709	500	(29.6)	(19.6)	1,164	1,209	3.9	3,048	12.4	
Engineering	153	523	364	179	282	57.5	85.0	445	461	3.7	1,113	(16.5)	
Medical supplies	0	0	0	16	62	288.7	nm	0	78	nm	100	nm	
Gross margin by BU	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(ppt)	(ppt)				(%)	(ppt)	
Distribution	31.2	26.4	29.3	26.7	29.9	3.2	(1.3)	29.5	28.0	(1.4)	27.5	(1.0)	
Telecom	28.2	25.4	26.5	26.0	24.5	(1.5)	(3.7)	14.5	12.1	(2.4)	22.6	(4.1)	
Engineering	13.2	15.3	15.0	22.8	14.3	(8.5)	1.1	34.7	34.8	0.1	15.0	1.1	
Medical supplies	0	0	0	46.5	21.3	(25.2)	nm	0.0	103.7	nm	16.7	nm	

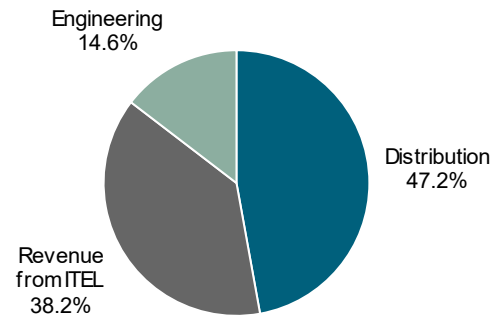
Sources: ILINK, FSSIA estimates

Exhibit 2: Revenue structure



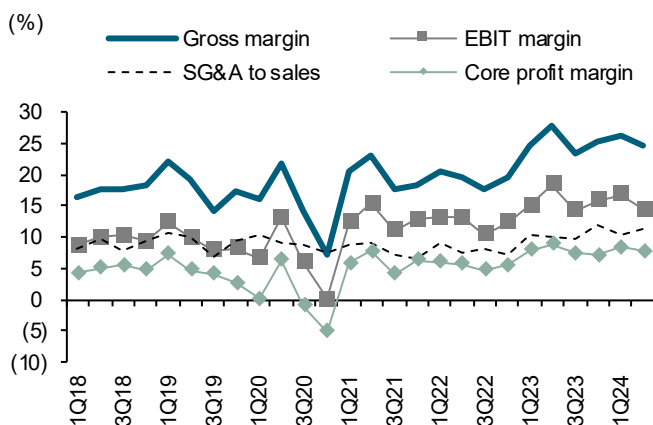
Sources: ILINK, FSSIA's compilation

Exhibit 3: Revenue structure in 1H24



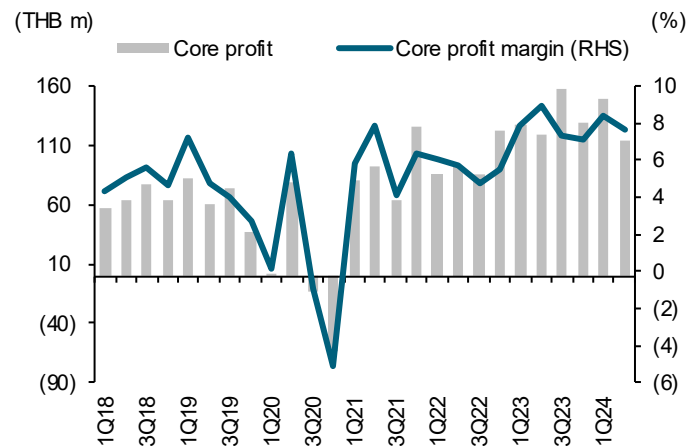
Sources: ILINK, FSSIA's compilation

Exhibit 4: Margins



Sources: ILINK, FSSIA's compilation

Exhibit 5: Core profit and core profit margin



Sources: ILINK, FSSIA's compilation

### ปรับลดประมาณการและราคาเป้าหมายเป็น 7.20 บาท ยังแนะนำซื้อรับปันผล

เนื่องจากกำไรที่ต่ำผิดปกติของ ITEL ทำให้เราปรับลดประมาณการกำไรของ ITEL ปี 2024-25 ลง 7% และ 4% และปรับราคาเป้าหมายของ ITEL ลงเป็น 3.40 บาท สำหรับ ILINK เรายังคงประมาณการกำไรปกติของ ILINK ในปี 2024 ที่ 503 ล้านบาท ใกล้เคียงประมาณการเดิม โดยปรับเพิ่มอัตรากำไรขั้นต้นของธุรกิจ Engineer ชดเชยรายได้จาก ITEL ที่ลดลงได้

สำหรับปี 2025-26 เราปรับลดกำไรปกติของ ILINK ลง 8% และ 5% ตามลำดับ โดยหลักมาจากการปรับลดรายได้ที่มาจาก ITEL

ภายใต้สมมติฐานใหม่ พบว่ากำไรปกติปี 2024-26 เติบโต -5%/+2%+5% ตามลำดับ แต่กำไรสุทธิปี 2024 ที่คาดเติบโต +5% y-y มาจากการรับรู้กำไรทางบัญชีที่ ITEL ชื่อ GLS ต่ำกว่าราคาประเมิน

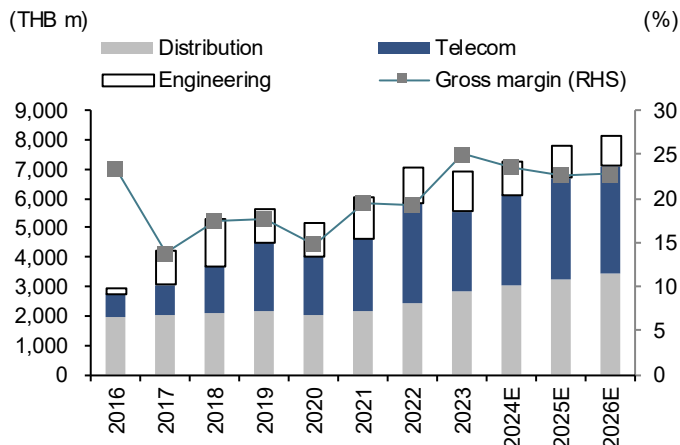
เราปรับราคาเป้าหมายของ ILINK ลงเป็น 7.20 บาทจากเดิม 9.50 บาท ใช้วิธี SoTP โดยอิงราคาเป้าหมายของ ITEL ที่ 3.40 บาท ใช้ 2024E P/E สำหรับ ILINK ที่ 7.5 เท่า ราคาเป้าหมายใหม่คิดเป็น 2024E Implied P/E เพียง 7.8 เท่า ยังคงคำแนะนำซื้อ จาก Dividend yield เฉลี่ยปีละ 5% ฐานะการเงินแข็งแกร่ง สภาพคล่องสูง

## Exhibit 6: Changes in key 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 (%)
<b>Total revenue</b>	<b>7,237</b>	<b>7,763</b>	<b>8,113</b>	<b>7,594</b>	<b>7,982</b>	<b>8,227</b>	<b>(4.7)</b>	<b>(2.7)</b>	<b>(1.4)</b>
Distribution	3,077	3,261	3,457	3,087	3,273	3,469	(0.3)	(0.3)	(0.3)
Telecom	3,048	3,425	3,639	3,293	3,632	3,741	(7.5)	(5.7)	(2.7)
EPC	1,113	1,077	1,017	1,213	1,077	1,017	(8.2)	0.0	0.0
Total cost of service	(5,535)	(6,001)	(6,268)	(5,916)	(6,193)	(6,390)	(6.4)	(3.1)	(1.9)
SG&A	(706)	(720)	(753)	(706)	(726)	(765)	(0.1)	(0.8)	(1.6)
EBITDA	1,446	1,503	1,565	1,413	1,513	1,533	2.4	(0.7)	2.1
Core profit	503	510	535	502	552	564	0.1	(7.6)	(5.0)
Net profit	557	510	535	502	552	564	10.9	(7.6)	(5.0)
<b>Margins</b>	<b>(%)</b>	<b>(%)</b>	<b>(%)</b>	<b>(%)</b>	<b>(%)</b>	<b>(%)</b>	<b>(ppt)</b>	<b>(ppt)</b>	<b>(ppt)</b>
Blended gross margin	23.5	22.7	22.7	22.1	22.4	22.3	1.4	0.3	0.4
Distribution	27.5	26.2	26.0	26.2	26.2	26.0	1.3	0.0	0.0
Telecom	22.6	24.0	23.8	23.1	23.3	22.9	(0.5)	0.7	1.0
EPC	15.0	8.0	7.8	8.9	8.0	7.8	6.1	0.0	0.0
EBITDA margin	20.0	19.4	19.3	18.6	19.0	18.6	1.4	0.4	0.7
Core profit margin	6.9	6.6	6.6	6.6	6.9	6.9	0.3	(0.3)	(0.3)

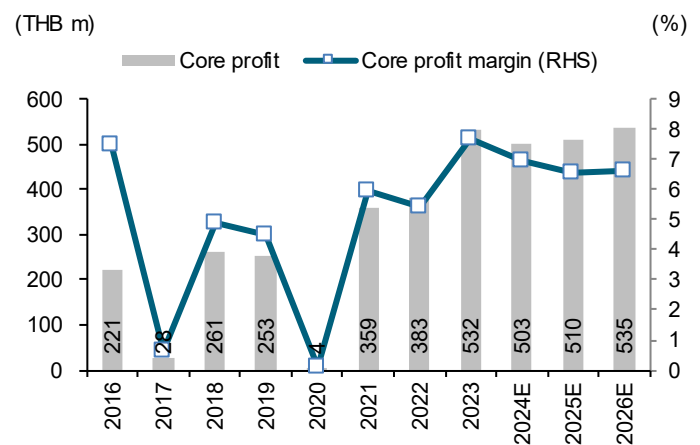
Sources: ILINK, FSSIA estimates

## Exhibit 7: Revenue structure



Sources: ILINK, FSSIA estimates

## Exhibit 8: Core profit and core profit margin



Sources: ILINK, FSSIA estimates

## Exhibit 9: One-year rolling forward P/E band



Sources: Bloomberg, FSSIA estimates

## Exhibit 10: One-year rolling forward P/BV band



Sources: Bloomberg, FSSIA estimates

## Financial Statements

### Interlink Communication

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	7,038	6,899	7,237	7,763	8,113
Cost of goods sold	(5,684)	(5,175)	(5,535)	(6,001)	(6,268)
<b>Gross profit</b>	<b>1,355</b>	<b>1,724</b>	<b>1,702</b>	<b>1,762</b>	<b>1,845</b>
Other operating income	57	78	51	54	58
Operating costs	(557)	(724)	(706)	(720)	(753)
<b>Operating EBITDA</b>	<b>1,211</b>	<b>1,470</b>	<b>1,446</b>	<b>1,503</b>	<b>1,565</b>
Depreciation	(356)	(392)	(399)	(407)	(415)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
<b>Operating EBIT</b>	<b>855</b>	<b>1,079</b>	<b>1,047</b>	<b>1,096</b>	<b>1,150</b>
Net financing costs	(167)	(180)	(197)	(187)	(179)
Associates	(5)	(4)	(2)	(2)	(1)
Recurring non-operating income	(5)	(4)	(2)	(2)	(1)
Non-recurring items	0	0	54	0	0
<b>Profit before tax</b>	<b>683</b>	<b>894</b>	<b>902</b>	<b>907</b>	<b>969</b>
Tax	(141)	(182)	(170)	(182)	(194)
<b>Profit after tax</b>	<b>542</b>	<b>712</b>	<b>732</b>	<b>725</b>	<b>775</b>
Minority interests	(158)	(181)	(175)	(215)	(240)
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Other items	-	-	-	-	-
<b>Reported net profit</b>	<b>383</b>	<b>532</b>	<b>557</b>	<b>510</b>	<b>535</b>
<b>Non-recurring items &amp; goodwill (net)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>(54)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Recurring net profit</b>	<b>383</b>	<b>532</b>	<b>503</b>	<b>510</b>	<b>535</b>
<b>Per share (THB)</b>					
Recurring EPS *	0.71	0.98	0.92	0.94	0.98
Reported EPS	0.71	0.98	1.02	0.94	0.98
DPS	0.20	0.39	0.40	0.42	0.44
Diluted shares (used to calculate per share data)	544	544	544	544	544
<b>Growth</b>					
Revenue (%)	16.2	(2.0)	4.9	7.3	4.5
Operating EBITDA (%)	9.1	21.4	(1.6)	3.9	4.1
Operating EBIT (%)	10.9	26.2	(2.9)	4.6	5.0
Recurring EPS (%)	6.7	38.6	(5.4)	1.5	5.0
Reported EPS (%)	8.6	38.6	4.7	(8.4)	5.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin inc. depreciation (%)	19.2	25.0	23.5	22.7	22.7
Gross margin exc. depreciation (%)	24.3	30.7	29.0	27.9	27.9
Operating EBITDA margin (%)	17.2	21.3	20.0	19.4	19.3
Operating EBIT margin (%)	12.1	15.6	14.5	14.1	14.2
Net margin (%)	5.4	7.7	6.9	6.6	6.6
Effective tax rate (%)	20.6	20.4	18.9	20.0	20.0
Dividend payout on recurring profit (%)	28.4	39.9	43.2	45.0	45.0
Interest cover (X)	5.1	6.0	5.3	5.9	6.4
Inventory days	26.7	36.3	35.7	31.9	31.4
Debtor days	77.7	121.5	126.3	105.9	92.8
Creditor days	127.7	141.6	116.6	107.1	102.1
Operating ROIC (%)	9.2	10.9	10.2	11.0	(2.8)
ROIC (%)	7.7	9.0	8.4	9.1	(2.4)
ROE (%)	10.9	13.7	12.0	11.6	11.6
ROA (%)	5.9	7.0	6.5	7.0	5.8

\* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted

Revenue by Division (THB m)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Distribution	2,462	2,854	3,077	3,261	3,457
Telecom	3,390	2,712	3,048	3,425	3,639
Engineering service (EPC)	1,186	1,333	1,113	1,077	1,017

Sources: Interlink Communication; FSSIA estimates

## Financial Statements

Interlink Communication

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring net profit	383	532	503	510	535
Depreciation	356	392	399	407	415
Associates & minorities	5	4	2	2	1
Other non-cash items	382	492	(78)	0	128
Change in working capital	521	(1,369)	64	(22)	(533)
<b>Cash flow from operations</b>	<b>1,647</b>	<b>50</b>	<b>889</b>	<b>896</b>	<b>547</b>
Capex - maintenance	(318)	(558)	(625)	(390)	(390)
Capex - new investment	-	-	-	-	-
Net acquisitions & disposals	1	1	(2)	0	0
Other investments (net)	(104)	(307)	(1)	(85)	(59)
<b>Cash flow from investing</b>	<b>(421)</b>	<b>(864)</b>	<b>(627)</b>	<b>(475)</b>	<b>(449)</b>
Dividends paid	(207)	(159)	(217)	(229)	0
Equity finance	175	81	0	0	0
Debt finance	(1,728)	971	28	(191)	(154)
Other financing cash flows	530	(157)	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(1,230)</b>	<b>736</b>	<b>(189)</b>	<b>(421)</b>	<b>(154)</b>
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	136	179	0	0	0
<b>Net other adjustments</b>	<b>136</b>	<b>179</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Movement in cash</b>	<b>131</b>	<b>100</b>	<b>73</b>	<b>1</b>	<b>(56)</b>
Free cash flow to firm (FCFF)	1,392.82	(633.86)	458.97	608.32	277.81
Free cash flow to equity (FCFE)	163.23	178.82	290.09	230.30	(55.56)

### Per share (THB)

FCFF per share	2.56	(1.17)	0.84	1.12	0.51
FCFE per share	0.30	0.33	0.53	0.42	(0.10)
Recurring cash flow per share	2.07	2.61	1.52	1.69	1.99

Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Tangible fixed assets (gross)	6,197	6,761	7,099	7,454	7,827
Less: Accumulated depreciation	(1,825)	(2,125)	(2,437)	(2,809)	(3,207)
<b>Tangible fixed assets (net)</b>	<b>4,372</b>	<b>4,636</b>	<b>4,662</b>	<b>4,645</b>	<b>4,620</b>
<b>Intangible fixed assets (net)</b>	<b>358</b>	<b>436</b>	<b>441</b>	<b>447</b>	<b>452</b>
Long-term financial assets	-	-	-	-	-
Invest. in associates & subsidiaries	93	90	90	90	90
Cash & equivalents	621	721	794	795	740
A/C receivable	1,966	2,628	2,379	2,127	2,000
Inventories	432	519	485	493	515
Other current assets	2,766	2,772	3,005	3,204	3,382
<b>Current assets</b>	<b>5,785</b>	<b>6,641</b>	<b>6,664</b>	<b>6,619</b>	<b>6,638</b>
Other assets	991	1,230	1,227	1,309	1,365
<b>Total assets</b>	<b>11,599</b>	<b>13,033</b>	<b>12,486</b>	<b>12,574</b>	<b>12,781</b>
Common equity	3,665	4,083	4,322	4,503	4,698
Minorities etc.	1,925	2,187	2,223	2,252	2,281
<b>Total shareholders' equity</b>	<b>5,591</b>	<b>6,270</b>	<b>6,546</b>	<b>6,755</b>	<b>6,980</b>
Long term debt	1,114	1,400	1,225	1,201	1,166
Other long-term liabilities	737	83	87	93	97
<b>Long-term liabilities</b>	<b>1,851</b>	<b>1,483</b>	<b>1,311</b>	<b>1,294</b>	<b>1,263</b>
A/C payable	2,069	1,642	1,638	1,644	1,631
Short term debt	1,898	3,306	3,506	3,339	3,220
Other current liabilities	189	332	282	277	271
<b>Current liabilities</b>	<b>4,157</b>	<b>5,280</b>	<b>5,427</b>	<b>5,260</b>	<b>5,122</b>
<b>Total liabilities and shareholders' equity</b>	<b>11,599</b>	<b>13,033</b>	<b>13,283</b>	<b>13,309</b>	<b>13,364</b>
Net working capital	2,905	3,945	3,949	3,902	3,996
Invested capital	8,719	10,337	9,473	9,681	9,837

\* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt

### Per share (THB)

Book value per share	6.74	7.51	7.95	8.28	8.64
Tangible book value per share	6.08	6.71	7.14	7.46	7.81

### Financial strength

Net debt/equity (%)	42.8	63.5	60.1	55.4	52.2
Net debt/total assets (%)	20.6	30.6	31.5	29.8	28.5
Current ratio (x)	1.4	1.3	1.2	1.3	1.3
CF interest cover (x)	2.0	2.0	2.5	2.2	0.7

Valuation	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Recurring P/E (x) *</b>	<b>7.4</b>	<b>5.3</b>	<b>5.6</b>	<b>5.5</b>	<b>5.3</b>
<b>Recurring P/E @ target price (x) *</b>	<b>10.2</b>	<b>7.4</b>	<b>7.8</b>	<b>7.7</b>	<b>7.3</b>
Reported P/E (x)	7.4	5.3	5.1	5.5	5.3
Dividend yield (%)	3.8	7.5	7.7	8.1	8.5
Price/book (x)	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
Price/tangible book (x)	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA (x) **	5.9	6.1	6.2	5.9	5.6
EV/EBITDA @ target price (x) **	6.8	6.9	7.0	6.6	6.3
EV/invested capital (x)	0.8	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 Communication; FSSIA estimates



# INTERLINK COMMUNICATION (ILINK TB)

FSSIA ESG rating



37.92 /100

## Exhibit 11: FSSIA ESG score implication

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	<b>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.</b>
★☆☆☆☆	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 12: ESG – peer comparison

	FSSIA ESG score	DJSI	SET THSI	THSI	CG score	AGM level	Thai CAC	Morningstar ESG risk	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 estimate; FSSIA's compilation

## Exhibit 13: ESG disclosure from the company's one report

FY ending Dec 31	FY 2022	FY ending Dec 31	FY 2022
<b>Environmental</b>		<b>Governance</b>	
Climate change policy	Yes	<b>Board size / Independent directors (ID) / Female</b>	<b>9 / 3 / 1</b>
Climate change opportunities discussed	--	No. of board meetings for the year / % attendance	8 / 100%
GHG scope 2 location-based policy	Yes	Company conducts board evaluations	Yes
Biodiversity policy	--	Number of non-executive directors on board	5
Energy efficiency policy	Yes	Director share ownership guidelines	No
Electricity used	Yes	Board age limit	No
Fuel used - crude oil/diesel	Yes	Age of the youngest / oldest director	53 / 83
Waste reduction policy	Yes	Number of executives / female	8 / 4
Water policy	Yes	Executive share ownership guidelines	No
Water consumption	Yes	<b>Size of audit committee / ID</b>	<b>4 / 4</b>
<b>Social</b>		Audit committee meetings	4
Human rights policy	Yes	Audit committee meeting attendance (%)	100
Policy against child labor	Yes	<b>Size of compensation committee / ID</b>	<b>3 / 2</b>
Quality assurance and recall policy	Yes	Number of compensation committee meetings	1
Consumer data protection policy	Yes	Compensation committee meeting attendance (%)	100
Equal opportunity policy	Yes	<b>Size of nomination committee / ID</b>	<b>3 / 2</b>
Gender pay gap breakout	--	Number of nomination committee meetings	1
Pct women in workforce	44.43	Nomination committee meeting attendance (%)	100
Business ethics policy	Yes	Board compensation (THB m)	3.18
Anti-bribery ethics policy	Yes	Executive compensation (THB m)	65.59
Health and safety policy	Yes	Auditor fee (THB m)	2.38
Lost time incident rate - employees	Yes	(Dharmniti Auditing Co., Ltd.)	
Training policy	Yes	Total employee (no.)	<b>1,645</b>
Fair remuneration policy	Yes	Employee compensation (THB m)	531
Number of employees - CSR	Yes		
Total hours spent by firm - employee training	Yes		
Social supply chain management	Yes		

Source: 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 <b>THSI inclusion</b> , 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. <b>SETTHSI Index</b> 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&amp;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 &amp; 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; &gt;25 to 50 = satisfactory; &gt;50 to 75 = good; and &gt;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 Communication (ILINK TB)



Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price
09-May-2023	BUY	10.00	31-Jan-2024	BUY	9.50	-	-	-

Jitra Amornthum started covering this stock from 09-May-2023

Price and TP are in local currency

Source: FSSIA estimates

Company	Ticker	Price	Rating	Valuation & Risks
Interlink Communication	ILINK TB	THB 5.20	BUY	Downside risks to our SoTP-based TP include 1) intense competition and price cuts; 2) the termination of distributorship contracts or the appointment of additional distributors in Thailand; 3) uncertainty in project bidding; 4) project delays; and 5) risk from technological changes.

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 15-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.