

แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส

เป็นไปตามคาด

ICT
Overweight

คำแนะนำพื้นฐาน: **ถือ**
เป้าหมายพื้นฐาน: 212.00 บาท
ราคา (10/08/12): 206.00 บาท

Key Ratios & Statistics

Market cap	Bt612.46bn		
12-mth price range	Bt110.50/Bt215.00		
12-mth avg daily volume	Bt854.67m		
# of shares (m)	2,973.1		
Est. free float (%)	36.2		
Foreign limit (%)	48.3		
Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	(12)	0.8	66.5
Absolute	-	13.2	815

Financial summary

FY Ended 31 Dec	2011	2012E	2013E	2014E
Revenues (Btm)	126,437	136,866	146,184	158,939
Net profit (Btm)	22,218	35,545	38,635	44,449
EPS (Bt)	7.48	11.96	12.99	14.95
BLS/Consensus (x)	n.a.	1.01	1.00	n.a.
EPS growth (%)	+8.1%	+59.9%	+8.7%	+15.0%
Core profit (Btm)	26,601	35,545	38,635	44,449
Core EPS (Bt)	8.95	11.96	12.99	14.95
Core EPS growth (%)	+20.3%	+33.6%	+8.7%	+15.0%
PER (x)	14.6	17.2	15.9	13.8
Core PER (x)	12.2	17.2	15.9	13.8
EV/EBITDA (x)	5.7	9.4	9.2	8.2
PBV (x)	8.2	15.5	15.4	15.3
Dividend (Bt)	8.43	11.96	12.99	14.95
Dividend yield (%)	7.7	5.8	6.3	7.3
ROE (%)	55.4	90.5	98.1	112.7
Net gearing (x)	0.0	(0.3)	0.2	0.3

CG Rating - 2011



EARNINGS RESULTS

เป็นไปตามคาด: ADVANC รายงานผลกำไรสุทธิไตรมาส 2/55 ที่ 8.7 พันล้านบาท หรือเพิ่มขึ้น 43% YoY แต่ลดลง 2% QoQ ถ้าไม่รวมรายการพิเศษได้แก่ รายการอัตราแลกเปลี่ยนและการตั้งโดยความนิยมของ DPC จำนวน 386 ล้านบาทในไตรมาส 2/54 ผลกำไรหลักไตรมาสนี้เพิ่มขึ้น 34% YoY แต่ลดลง 2% QoQ ผลกำไรสุทธิถือว่าเป็นไปตามคาดก่อนหน้านี้ 8.6 พันล้านบาท บริษัทประกาศจ่ายเงินปันผล 5.9 บาทต่อหุ้น สำหรับผลการดำเนินงานช่วงครึ่งแรกของปี 2555

ประเด็นหลักจากผลประกอบการ: ผลกำไรสุทธิที่เพิ่มขึ้นแข็งแกร่ง YoY เนื่องจาก 1) ภาษีเงินได้นิติบุคคลที่ลดลงเหลือ 23% 2) รายได้ทั้งบริการเสียงและบริการนอนวอยซ์ปรับตัวเพิ่มขึ้น 3) ค่าตัดจำหน่ายโครงข่ายที่ลดลงอย่างมาก และ 4) ภาระดอกเบี้ยจ่ายที่ลดลง ส่วนกำไรสุทธิที่ลดลงเล็กน้อย QoQ เนื่องจากค่าเข้าโครงข่ายและค่าใช้จ่ายด้านการตลาดที่เพิ่มขึ้น รายได้บริการ (ที่ไม่รวมไอซี) เพิ่มขึ้น 12% YoY และทรงตัว QoQ ถือได้ว่าไม่มีผลกระทบด้านฤดูกาลต่อรายได้ไตรมาสนี้แต่อย่างใด รายได้บริการเสียงยังคงเติบโต 6% YoY แต่ลดลง 1% QoQ ในขณะที่รายได้บริการนอนวอยซ์เพิ่มขึ้นสูงถึง 35% YoY และ 6% QoQ จากบริการดาต้าที่เพิ่มขึ้นก้าวกระโดด

ต้นทุนค่าตัดจำหน่ายโครงข่ายลดลง 14% YoY และ 4% QoQ เนื่องจากทรัพย์สินที่สร้างเสร็จและโอนภายใต้สัญญาสัมปทานส่วนใหญ่ตัดจำหน่ายไปหมดแล้ว ในขณะที่ค่าใช้จ่ายด้านโครงข่ายเพิ่มขึ้นทั้ง YoY และ QoQ จากเหตุผลของการขยายสถานีฐาน 3 จีบนคลื่นความถี่ 900 เมกะเฮิรซ ค่าใช้จ่ายด้านการตลาดสูงขึ้นทั้ง YoY และ QoQ เช่นกัน

แนวโน้ม: บริษัทได้แถลงตัวเลขเป้าหมายใหม่ของการดำเนินงานปี 2555 ได้แก่ 1) รายได้บริการ (ที่ไม่รวม IC) เติบโต 8-10% (รายได้บริการเสียงเติบโต 5% และรายได้บริการนอนวอยซ์เติบโต 30% (จากเดิม 20%)), 2) รายได้จากการขายเติบโต 20% (จากเดิม 10%) และ 3) ค่าตัดจำหน่ายโครงข่ายลดลง 13% YoY บริษัทยังคง EBITDA margin สำหรับปี 2555 ที่ 44% และงบลงทุนจำนวน 8 พันล้านบาท

รายได้บนอวยซ์จะยังคงเติบโตก้าวกระโดดต่อเนื่อง ในขณะที่รายได้บริการเสียมมีแนวโน้มอ่อนตัวลงในช่วงครึ่งปีหลัง ค่าใช้จ่ายด้านการตลาดมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นจนถึงสิ้นปี 2555 (แต่ยังคงอยู่ในช่วง 2-2.5% ของรายได้รวม) เป้าหมายใหม่ในครั้งนี้ถือว่าสอดคล้องกับประมาณการของเรา ณ ปัจจุบันได้แก่ รายได้บริการปี 2555 (ที่ไม่รวม IC) เติบโต 10.3% เราประมาณการกำไรสุทธิไตรมาส 3/55 ที่ 8.5 พันล้านบาท หรือเพิ่มขึ้น 38% YoY แต่ลดลง 2% QoQ เนื่องจากปัจจัยด้านฤดูกาล

สิ่งที่เปลี่ยนแปลงไป? เรายังคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2555 ไว้เท่าเดิม

คำแนะนำ: เราปรับลดคำแนะนำหุ้น ADVANC จาก ช้อ เป็น ถือ เนื่องจากราคาหุ้นในขณะนี้ค่อนข้างเต็มมูลค่าแล้ว ด้วยอัปเดตที่เหลือเพียงแค่ 3% จากราคาเป้าหมายของเรา

Figure 1: 2Q12 results

FY Ended 31 Dec (Btm)	2Q12	2Q11	YoY %	1Q12	QoQ %	6M12	6M11	YoY %	6M12	
										vs.
										FY12E
Income Statement										
Revenue	34,488	31,110	11	35,178	(2)	69,665	62,258	12	51	• Service revenue (excl. IC) was 1% higher than expected
Cost of sales and services	(20,196)	(18,936)	7	(20,915)	(3)	(41,111)	(37,717)	9	53	• Sales exceeded our estimate by 7%
EBITDA	15,190	14,004	8	15,740	(3)	30,930	28,365	9	48	• Gross profit was 2% above our expectation
SG&A	(2,963)	(2,648)	12	(2,552)	16	(5,515)	(5,174)	7	45	• GM was slightly higher than model—41.4% versus 41%
EBIT	11,328	9,527	19	11,711	(3)	23,039	19,367	19	49	• EBIT and EBITDA were 1% above estimates
Interest expense	(292)	(444)	(34)	(287)	2	(580)	(875)	(34)	51	• Pre-tax profit exceeded our expectation by 2%.
Other income/exp.	342	215	59	258	33	600	368	63	60	• Net profit and core profit were 2% higher than modeled
Equity earnings from affiliates	0	0	nm	0	nm	0	0	nm	n.m.	
Extra items	(33)	(391)	(92)	(19)	71	(52)	(776)	(93)	n.m.	
EBT	11,378	9,298	22	11,681	(3)	23,059	18,860	22	49	
Corporate tax	(2,604)	(2,755)	(5)	(2,701)	(4)	(5,305)	(5,647)	(6)	48	
Minority interest	(28)	(35)	(19)	(35)	(20)	(63)	(52)	22	62	
Net profit (loss)	8,713	6,116	42	8,926	(2)	17,639	12,385	42	50	
Reported EPS	2.93	2.06	42	3.00	(2)	5.93	4.17	42	50	
Core net profit	8,746	6,508	34	8,945	(2)	17,691	13,162	34	50	
Key ratios										
Gross margin (%)	41.4	39.1		40.5		41.0	39.4			
EBITDA margin (%)	44.0	45.0		44.7		44.4	45.6			
EBIT margin (%)	32.8	30.6		33.3		33.1	31.1			
SG&A / Revenue (%)	8.6	8.5		7.3		7.9	8.3			
Tax rate (%)	22.9	29.6		23.1		23.0	29.9			
Net margin (%)	25.3	19.7		25.4		25.3	19.9			
Current ratio (x)	1.3	1.0		1.0		1.3	1.0			
Gearing ratio (x)	0.5	0.9		0.6		0.5	0.9			
Interest coverage (x)	38.7	21.5		40.7		39.7	22.1			
Balance Sheet										
Cash & Equivalent	35,538	28,544	25	35,638	(0)					
Total assets	96,163	103,431	(7)	98,239	(2)					
ST debts & current portion	9,474	16,243	(42)	5,458	74					
Long-term debt	13,758	20,352	(32)	16,379	(16)					
Total liabilities	51,682	61,281	(16)	62,478	(17)					
Retained earnings	18,723	10,193	84	10,010	87					
Shareholders equity	44,230	41,815	6	35,516	25					
Minority interests	251	334	(25)	245	3					
BV (Bt)	15.0	14.2	6	12.0	24					

Source: Company data

Figure 2: Operational indicators

	2Q12	2Q11	% YoY	1Q12	% QoQ	1H12	1H11	% YoY
Net addition(\$000sub)	671	534	25.7	678	(1.0)	1,349	1,284	5.0
- Postpaid	84	39	114.1	93	(10.3)	177	90	96.4
- Prepaid	587	495	18.7	584	0.5	1,172	1,194	(1.9)
Cumulative sub(\$000sub)	34,808	32,485	7.2	34,138	2.0	34,808	32,485	7.2
- Postpaid	3,469	3,143	10.4	3,385	2.5	3,469	3,143	10.4
- Prepaid	31,340	29,342	6.8	30,753	1.9	31,340	29,342	6.8
Blended ARPU ext(\$/Bt)	250	239	4.6	253	(1.2)	252	241	4.6
- Postpaid	673	641	5.0	670	0.4	672	644	4.4
- Prepaid	203	196	3.6	207	(1.9)	205	197	4.1
Blended ARPU int(\$/Bt)	251	240	4.6	254	(1.2)	253	242	4.3
- Postpaid	637	602	5.8	632	0.8	635	606	4.7
- Prepaid	208	202	3.0	213	(2.3)	211	203	3.7
Churn rate(%)	4.1%	4.4%		4.2%		4.2%	4.3%	
- Postpaid	1.6%	1.7%		1.7%		1.7%	1.7%	
- Prepaid	4.4%	4.7%		4.4%		4.4%	4.6%	
Blended MOU(mins/mth/sub) excl IC	345	322	7.1	358	(3.6)	352	323	9.0
- Postpaid	550	529	4.0	570	(3.5)	560	528	6.2
- Prepaid	322	299	7.7	334	(3.6)	328	300	9.3
Blended RPI(\$/Bt/min) excl IC	0.72	0.74	(2.4)	0.71	2.5	0.72	0.75	(4.0)
- Postpaid	1.22	1.21	1.0	1.18	4.1	1.20	1.22	(1.7)
- Prepaid	0.63	0.66	(3.8)	0.62	1.7	0.63	0.66	(4.8)
Net IC gain pre-tax(\$/min)	107	112	(4.5)	107	-	214	265	(19.3)
Bad debt expense(% of postpaid rev)	1.9%	2.3%		1.9%		1.9%	2.3%	
Mkting& selling expense(% of total rev excl IC)	2.2%	2.0%		1.4%		1.8%	1.8%	
Nonvoice revenue(% of service rev excl IC)	23.7%	19.6%		22.5%		23.1%	19.3%	
IR revenue(% of service rev excl IC)	2.7%	3.3%		2.6%		2.7%	3.3%	

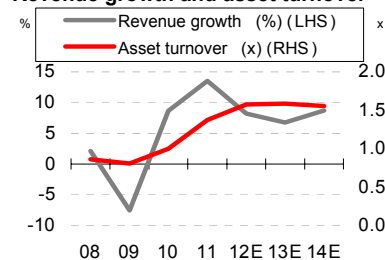
Source: Company data

Figure 3: Revenue and cost breakdown

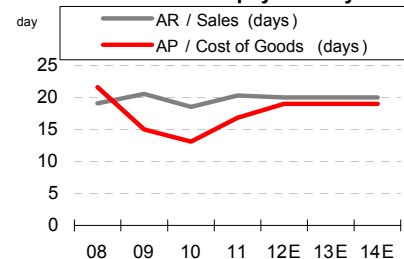
	2Q12	2Q11	% YoY	1Q12	% QoQ	1H12	1H11	% YoY
Sales	3,971	3,429	15.8	4,636	(14.4)	8,607	6,990	23.1
Service revenue(incl IC)	30,517	27,681	10.2	30,541	(0.1)	61,058	55,268	10.5
Service revenue(excl IC)	26,677	23,910	11.6	26,593	0.3	53,270	47,698	11.7
Total sales & services	34,488	31,110	10.9	35,178	(2.0)	69,665	62,258	11.9
Cost of sales	(3,660)	(3,034)	20.6	(4,261)	(14.1)	(7,921)	(6,125)	29.3
Cost of service(incl IC)	(16,537)	(15,901)	4.0	(16,654)	(0.7)	(33,190)	(31,592)	5.1
Cost of service(excl IC)	(12,803)	(12,241)	4.6	(12,812)	(0.1)	(25,615)	(24,287)	5.5
Total costs of sales & services	(20,196)	(18,936)	6.7	(20,915)	(3.4)	(41,111)	(37,717)	9.0
Service revenue(excl IC) breakdown	2Q12	2Q11	% YoY	1Q12	% QoQ	1H12	1H11	% YoY
Basic voice	18,518	17,406	6.4	18,702	(1.0)	37,220	34,798	7.0
- GSM Advance	4,482	4,113	9.0	4,468	0.3	8,949	8,252	8.5
- GSM1800	107	120	(10.7)	106	0.3	213	238	(10.7)
- Postpaid	4,591	4,232	8.5	4,582	0.2	9,173	8,494	8.0
- Prepaid	13,927	13,174	5.7	14,120	(1.4)	28,047	26,304	6.6
Nonvoice	6,321	4,686	34.9	5,973	5.8	12,294	9,200	33.6
- Postpaid	2,241	1,674	33.9	2,048	9.4	4,289	3,267	31.2
- Prepaid	4,082	3,013	35.5	3,936	3.7	8,017	5,915	35.5
IR	711	789	(9.9)	702	1.3	1,413	1,579	(10.5)
Others(IDD, other fees)	1,127	1,028	9.6	1,216	(7.3)	2,343	2,120	10.5
Total	26,677	23,910	11.6	26,593	0.3	53,270	47,698	11.7
Cost of service(excl IC) breakdown	2Q12	2Q11	% YoY	1Q12	% QoQ	1H12	1H11	% YoY
- Network amortization	3,699	4,314	(14.3)	3,867	(4.3)	7,566	8,670	(12.7)
- Base station rental & utility	835	759	10.0	800	4.4	1,635	1,451	12.7
- Maintenance	413	358	15.4	329	25.5	742	681	9.0
- Other cost of services	1,127	922	22.2	1,069	5.4	2,196	1,799	22.1
Total cost of services excl	6,074	6,353	(4.4)	6,065	0.1	12,139	12,601	(3.7)
Revenue sharing	6,729	5,888	14.3	6,747	(0.3)	13,476	11,686	15.3
Total service cost including revenue sharing	12,803	12,241	4.6	12,812	(0.1)	25,615	24,287	5.5
SG&A breakdown	2Q12	2Q11	% YoY	1Q12	% QoQ	1H12	1H11	% YoY
- Marketing expense	749	630	18.9	508	47.4	1,257	1,139	10.4
- General admin & staff cost	2,010	1,808	11.2	1,872	7.4	3,882	3,637	6.7
- Bad debt provision	132	142	(7.0)	128	3.1	260	274	(5.1)
- Depreciation	49	50	(2.0)	48	2.1	97	101	(4.0)
Sales breakdown	2Q12	2Q11	% YoY	1Q12	% QoQ	1H12	1H11	% YoY
- Handsets	3,836	3,299	16.3	4,504	(14.8)	8,339	6,731	23.9
- SIM	135	130	3.6	133	1.8	268	259	3.4
Gross margin breakdown	2Q12	2Q11		1Q12		1H12	1H11	
- Service(excl IC)	52.0%	48.8%		51.8%		51.9%	49.1%	
- Service(incl IC)	45.8%	42.6%		45.5%		45.6%	42.8%	
- Sales	7.8%	11.5%		8.1%		8.0%	12.4%	

Source: Company data

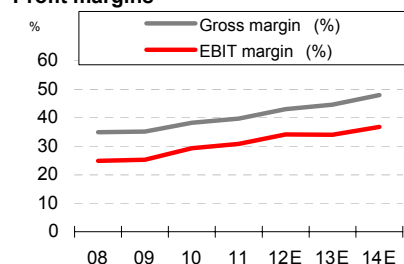
Revenue growth and asset turnover



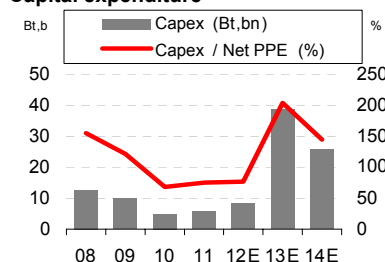
A/C receivable & A/C payable days



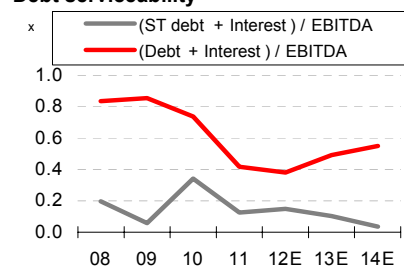
Profit margins



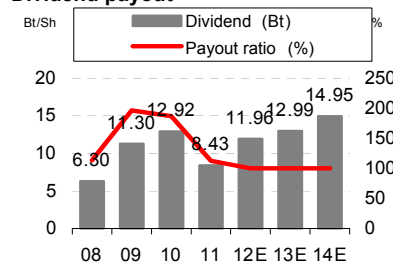
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



Financial tables

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
PROFIT & LOSS (Btm)					
Revenue	111,339	126,437	136,866	146,184	158,939
Cost of sales and services	(68,763)	(76,220)	(77,929)	(80,952)	(82,601)
Gross profit	42,576	50,217	58,937	65,233	76,338
SG&A	(9,954)	(11,234)	(12,165)	(15,406)	(17,855)
EBIT	32,622	38,983	46,772	49,826	58,483
Interest expense	(1,753)	(1,666)	(1,132)	(1,870)	(2,326)
Other income/exp.	680	935	1,002	1,035	318
EBT	31,550	38,252	46,641	48,991	56,475
Corporate tax	(9,353)	(11,525)	(10,994)	(10,264)	(11,944)
After-tax profit (loss)	22,197	26,728	35,647	38,727	44,531
Minority interest	(119)	(127)	(102)	(92)	(82)
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	(1,564)	(4,383)	0	0	0
Net profit (loss)	20,514	22,218	35,545	38,635	44,449
Reported EPS	6.91	7.48	11.96	12.99	14.95
Fully diluted EPS	6.91	7.47	11.96	12.99	14.95
Core net profit	22,077	26,601	35,545	38,635	44,449
Core EPS	7.44	8.95	11.96	12.99	14.95
EBITDA	51,683	56,659	64,156	67,699	76,554

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	8.7	13.6	8.2	6.8	8.7
Gross margin (%)	38.2	39.7	43.1	44.6	48.0
EBITDA margin (%)	46.4	44.8	46.9	46.3	48.2
Operating margin (%)	29.3	30.8	34.2	34.1	36.8
Net margin (%)	18.4	17.6	26.0	26.4	28.0
Core profit margin (%)	19.8	21.0	26.0	26.4	28.0
ROA (%)	18.4	24.1	40.9	42.0	43.5
ROCE (%)	22.0	32.0	57.1	57.6	58.8
Asset turnover (x)	1.0	1.4	1.6	1.6	1.6
Current ratio (x)	0.7	1.1	1.4	1.2	1.5
Gearing ratio (x)	0.9	0.6	0.6	0.8	1.0
Interest coverage (x)	18.6	23.4	41.3	26.6	25.1

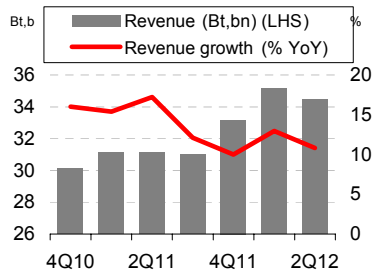
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	16,837	22,614	33,382	23,778	26,708
Accounts receivable	5,660	7,037	7,500	8,010	8,709
Inventory	1,127	1,087	1,132	1,176	1,200
PP&E-net	7,089	7,616	10,770	19,005	17,785
Other assets	64,305	45,878	31,575	42,065	49,898
Total assets	97,348	86,672	86,998	96,855	107,367
Accounts payable	2,472	3,520	4,057	4,214	4,300
ST debts & current portion	15,883	5,469	8,430	5,020	430
Long-term debt	20,478	16,537	14,876	26,446	39,426
Other liabilities	393	937	1,015	1,084	1,178
Total liabilities	56,157	47,209	47,360	57,045	67,384
Paid-up capital	2,970	2,973	2,973	2,973	2,973
Share premium	22,173	22,372	22,372	22,372	22,372
Retained earnings	15,734	13,908	13,981	14,060	14,151
Shareholders equity	40,891	39,254	39,327	39,406	39,497
Minority interests	300	210	312	404	486
Total Liab.&Shareholders' equity	97,348	86,672	86,998	96,855	107,367

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
CASH FLOW (Btm)					
Net income	20,514	22,218	35,545	38,635	44,449
Depreciation and amortization	19,060	17,675	17,385	17,872	18,071
Change in working capital	(222)	484	433	(36)	(143)
FX, non-cash adjustment & others	5,513	7,839	(86)	3,094	2,277
Cash flows from operating activities	44,865	48,216	53,277	59,565	64,655
Capex (Invest)/Divest	(4,823)	(5,707)	(8,235)	(38,681)	(25,674)
Others	644	5,486	(162)	(146)	(155)
Cash flows from investing activities	(4,180)	(221)	(8,397)	(38,826)	(25,829)
Debt financing (repayment)	(511)	(12,873)	1,301	8,160	8,390
Equity financing	339	189	0	0	0
Dividend payment	(51,351)	(24,102)	(35,472)	(38,556)	(44,358)
Others	(1,711)	(1,940)	0	0	0
Cash flows from financing activities	(53,235)	(38,726)	(34,172)	(30,396)	(35,969)
Net change in cash	(12,549)	9,269	10,708	(9,657)	2,857

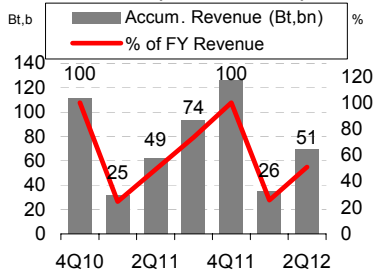
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Free cash flow (Btm)	40,041	42,509	45,042	20,884	38,981
FCF per share (Bt)	13.48	14.30	15.15	7.02	13.11

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

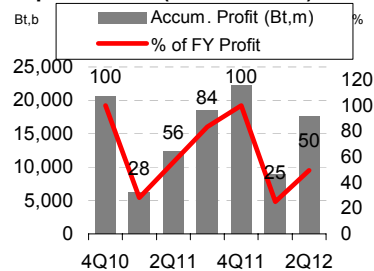
Revenue trend



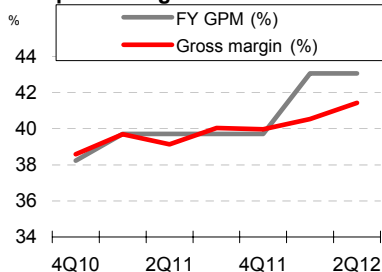
Revenue trend (accumulated)



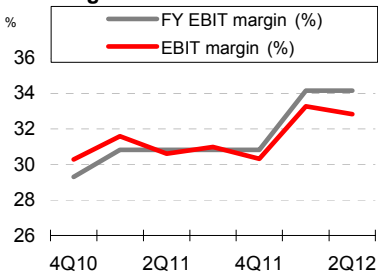
Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin



Financial tables

	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12
PROFIT & LOSS (Btm)					
Revenue	31,110	31,014	33,166	35,178	34,488
Cost of sales and services	(18,936)	(18,597)	(19,906)	(20,915)	(20,196)
Gross profit	12,174	12,416	13,260	14,263	14,291
SG&A	(2,648)	(2,806)	(3,206)	(2,552)	(2,963)
EBIT	9,527	9,611	10,054	11,711	11,328
Interest expense	(444)	(439)	(351)	(287)	(292)
Other income/exp.	215	296	223	258	342
EBT	9,298	9,467	9,925	11,681	11,378
Corporate tax	(2,755)	(2,840)	(3,037)	(2,701)	(2,604)
After-tax profit (loss)	6,542	6,627	6,888	8,980	8,774
Minority interest	(35)	(40)	(36)	(35)	(28)
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	(391)	(415)	(3,191)	(19)	(33)
Net profit (loss)	6,116	6,172	3,661	8,926	8,713
Reported EPS	2.06	2.08	1.23	3.00	2.93
Fully diluted EPS	2.06	2.08	1.23	3.00	2.93
Core net profit	6,508	6,587	6,852	8,945	8,746
Core EPS	2.19	2.22	2.30	3.01	2.94
EBITDA	14,004	14,033	14,308	15,740	15,190

KEY RATIOS

	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12
Gross margin (%)	39.1	40.0	40.0	40.5	41.4
EBITDA margin (%)	45.0	45.2	43.1	44.7	44.0
Operating margin (%)	30.6	31.0	30.3	33.3	32.8
Net margin (%)	19.7	19.9	11.0	25.4	25.3
Core profit margin (%)	20.9	21.2	20.7	25.4	25.4
BV (Bt)	14.2	12.1	13.3	12.0	15.0
ROE (%)	58.5	69.4	37.3	100.5	78.8
ROA (%)	23.7	26.0	16.9	36.3	36.2
Current ratio (x)	1.0	0.8	1.1	1.0	1.3
Gearing ratio (x)	0.9	0.9	0.6	0.6	0.5
Interest coverage (x)	21.5	21.9	28.6	40.7	38.7

BALANCE SHEET (Btm)

	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12
Cash & Equivalent	28,544	22,935	22,614	35,638	35,538
Accounts receivable	6,414	6,741	7,037	7,102	7,302
Inventory	1,162	669	1,087	1,484	1,152
PP&E-net	49,168	46,162	44,121	42,273	40,835
Other assets	13,620	12,910	9,373	9,020	8,653
Total assets	103,431	94,872	86,672	98,239	96,163
Accounts payable	2,783	2,601	3,520	3,517	4,147
ST debts & current portion	16,243	18,021	5,469	5,458	9,474
Long-term debt	20,352	15,418	16,537	16,379	13,758
Other liabilities	1,132	1,091	938	1,115	876
Total liabilities	61,281	58,907	47,209	62,478	51,682
Paid-up capital	2,971	2,973	2,973	2,973	2,973
Share premium	28,415	22,372	22,372	22,372	22,372
Retained earnings	10,193	10,085	13,746	10,010	18,723
Shareholders equity	41,815	35,591	39,254	35,516	44,230
Minority interests	334	374	210	245	251
Total Liab.&Shareholders' equity	103,431	94,872	86,672	98,239	96,163

Sources: Company data, Bualuang Research

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED – DISCLAIMER

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED (BLS) is a subsidiary of BANGKOK BANK PUBLIC COMPANY LIMITED (BBL). This document is produced based upon sources believed to be reliable but their accuracy, completeness or correctness is not guaranteed. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration to use as information for investment. Expressions of opinion contained herein are subject to change without notice. This document is not, and should not be construed as, an offer or the solicitation of an offer to buy or sell any securities. The use of any information shall be at the sole discretion and risk of the user.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED MAY BE IN RELATIONSHIP WITH THE SECURITIES IN THIS REPORT. "Opinions, projections and other information contained in this report are based upon sources believed to be accurate including the draft prospectus, but no responsibility is accepted for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. Bualuang Securities Public Company Limited may from time to time perform investment, advisory or other services for companies mentioned in this report, as well as dealing (as principal or otherwise) in, or otherwise being interested in, any securities mentioned herein. This report does not constitute a solicitation to buy or sell any securities". Investors should carefully read details in the prospectus before making investment decision.






BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DERIVATIVE WARRANTS on the securities ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BCP, BJC, CPALL, CPF, DTAC, ESSO, HMPRO, IRPC, IVL, KBANK, KK, KTB, LH, PS, PTT, PTTEP, PTTGC, SCB, SCC, STA, TCAP, THAI, TISCO, TOP, TMB, TPIPL, TRUE, TUF. Before making an investment decision over a derivative warrant, a potential investor should carefully read the prospectus for the details of the said derivative warrant.

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

Corporate Governance Report disclaimer

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

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

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

BUALUANG RESEARCH – RECOMMENDATION FRAMEWORK

STOCK RECOMMENDATIONS

BUY: Expected positive total returns of 15% or more over the next 12 months.

HOLD: Expected total returns of between -15% and +15% over the next 12 months.

SELL: Expected negative total returns of 15% or more over the next 12 months.

TRADING BUY: Expected positive total returns of 15% or more over the next 3 months.

SECTOR RECOMMENDATIONS

OVERWEIGHT: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to outperform the relevant primary market index over the next 12 months.

NEUTRAL: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to perform in line with the relevant primary market index over the next 12 months.

UNDERWEIGHT: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to underperform the relevant primary market index over the next 12 months.