

# สามารถคอร์ปอเรชั่น

SAMART TB / SAMART.BK

23 December 2014

## ออกวอร์เรนดเพื่อนำเงินไปลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้า

### ประเด็นใหม่

ที่ประชุมคณะกรรมการของ SAMART มีมติอนุมัติการออกวอร์เรนด (SAMART-W1) จำนวน 201.3 ล้านหน่วยให้แก่ผู้ถือหุ้น SAMART ในอัตราส่วน 5 หุ้นเดิมต่อ 1 วอร์เรนด โดย SAMART-W1 จะมีอายุ 3 ปี และราคาใช้สิทธิแปลงสภาพวอร์เรนดอยู่ที่ 45 บาทต่อหุ้น เม็ดเงินที่ได้จากการใช้สิทธิแปลงสภาพวอร์เรนดมีวัตถุประสงค์เพื่อนำไปลงทุนในโครงการพลังงานทั้งในประเทศและต่างประเทศ วันที่ขึ้นเครื่องหมาย XW คือวันที่ 11 ก.พ. 2558

### เม็ดเงินที่ได้จากการใช้สิทธิแปลงสภาพวอร์เรนดจะนำไปลงทุนสร้างโรงไฟฟ้าที่ประเทศกัมพูชาในปี 2561

เงินที่ได้จากการแปลงสภาพวอร์เรนดจะถูกนำไปใช้เพื่อลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้าถ่านหินขนาด 2,000 เมกะวัตต์ในประเทศกัมพูชาซึ่งจะมีสัญญาซื้อขายไฟฟ้าเป็นระยะเวลา 20 ปี โรงไฟฟ้างดังกล่าวจะอยู่ภายใต้บริษัทย่อยของ SAMART ได้แก่ บริษัทสามารถ ยูทธาน เราคาดว่าการก่อสร้างโรงไฟฟ้างดังกล่าวมีแนวโน้มเกิดขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี 2558

ภายใต้สมมติฐานว่างบลงทุนสำหรับโรงไฟฟ้าถ่านหินจำนวน 2,000 เมกะวัตต์อยู่ที่ 1 แสนล้านบาท (หรือคิดเป็นเงินลงทุน 1.5 ล้านเหรียญต่อเมกะวัตต์) และอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนที่ 3 เท่าสำหรับโครงการโรงไฟฟ้านั้นหมายถึงงบลงทุนจากโครงการนี้จะมาจากเงินกู้ (debt) จำนวน 7.5 หมื่นล้านบาท และจะมาจากส่วนผู้ถือหุ้น (equity) จำนวน 2.5 หมื่นล้านบาท ดังนั้น เม็ดเงินที่ได้จากการใช้สิทธิแปลงสภาพวอร์เรนดจำนวน 9.1 พันล้านบาทจึงคิดเป็นส่วนหนึ่งของเงินลงทุน 2.5 หมื่นล้านบาทที่มาจากส่วนของผู้ถือหุ้น เราประเมินว่าบริษัทยังพิจารณาช่องทางอื่นๆ อีกได้แก่ การออกหุ้นใหม่ที่ทำกรเสนอขายแก่บุคคลในวงจำกัด (private placement) ซึ่งเป็นพันธมิตรทางธุรกิจ รวมถึงบริษัทยังมีแผนที่จะทำการจดทะเบียนบริษัท สามารถ ยูทธาน ในตลาดหลักทรัพย์ภายในอีกสามปีข้างหน้า

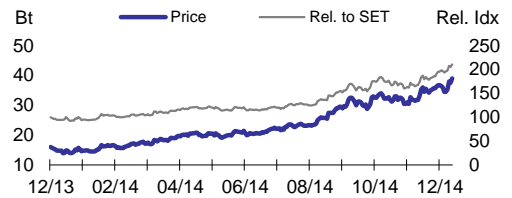
### ผลกระทบจากจำนวนหุ้นที่เพิ่มขึ้น (share dilution) จะยังไม่เกิดขึ้นจนกว่าจะถึงเดือนมี.ค.2561

ผลกระทบจาก share dilution คิดเป็น 16.7% จะยังคงไม่เกิดขึ้นจนกว่าจะถึงวันที่ใช้สิทธิแปลงสภาพ SAMART-W1 ในเดือนมี.ค.2561 ภายใต้สมมติฐานว่าหากบริษัทใช้เงินกู้ยืมเพื่อการลงทุนในช่วงครึ่งหลังของปี 2558 จนถึงปี 2560 อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนของ SAMART จะอยู่ที่ 2 เท่า ณ สิ้นปี 2558 และเพิ่มขึ้นเป็น 2.5-3 เท่าในปี 2559-2560 ซึ่งยังคงอยู่ภายใต้ข้อกำหนดทางการเงินของเงินกู้สำหรับการดำรงอัตราหนี้สินต่อทุนไว้ที่ 3 เท่าสำหรับโครงการโรงไฟฟ้า การใช้เม็ดเงินจากส่วนผู้ถือหุ้นในรูปแบบของการใช้สิทธิแปลงสภาพวอร์เรนดจะช่วยลดอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนให้ลงไปต่ำกว่า 3 เท่าได้ภายในปี 2561

Sector: ICT Neutral

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**  
เป้าหมายพื้นฐาน: 33.85 บาท  
(ยังไม่รวมมูลค่าเพิ่มจากโรงไฟฟ้า)  
ราคา (22/12/57): 39.00 บาท

### Price chart

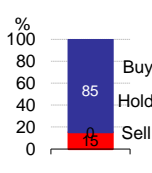


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	22.4	34.4	120.5
Absolute	19.1	31.1	136.4

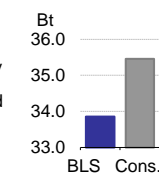
### Key statistics

Market cap	Bt39.3bn	USD1.2bn
12-mth price range	Bt13.6/Bt39.5	
12-mth avg daily volume	Bt238m	USD7.2m
# of shares (m)	1,007	
Est. free float (%)	55.5	
Foreign limit (%)	49.0	

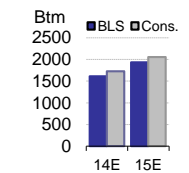
### Consensus rating



### BLS Target price vs. Consensus



### BLS earnings vs. Consensus



### Financial summary

FY Ended 31 Dec	2013	2014E	2015E	2016E
Revenues (Btm)	22,315	25,325	29,317	32,548
Net profit (Btm)	1,468	1,614	1,934	2,172
EPS (Bt)	1.47	1.61	1.92	2.16
EPS growth (%)	+33.7%	+9.2%	+19.6%	+12.3%
Core profit (Btm)	1,531	1,524	1,934	2,172
Core EPS (Bt)	1.53	1.52	1.92	2.16
Core EPS growth (%)	+57.9%	-1.1%	+26.6%	+12.3%
PER (x)	13.8	24.3	20.3	18.1
PBV (x)	2.4	4.0	3.5	3.1
Dividend (Bt)	0.8	0.9	1.1	1.2
Dividend yield (%)	4.0	2.3	2.7	3.0
ROE (%)	24.5	23.3	25.0	25.1

### CG rating



ประสิทธิ์ สุจิรวรรณกุล

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์  
prasit@bualuang.co.th  
+66 2 618 1342

### **มูลค่าเพิ่มอีก 18-20 บาทต่อหุ้นจากโรงไฟฟ้าถ่านหินขนาด 2,000 เมกะวัตต์**

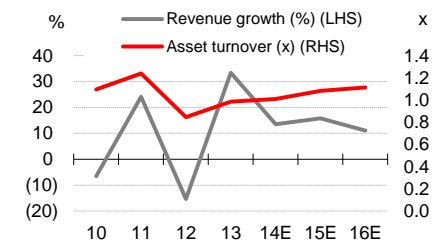
ในเบื้องต้นเราใช้วิธี DCF เพื่อประเมินมูลค่าของโรงไฟฟ้า ภายใต้สมมติฐานว่าโรงไฟฟ้าเริ่มผลิตจำนวน 1,000 เมกะวัตต์ภายในปีแรกที่เริ่มเดินเครื่อง (ก.ค. 2561-มิ.ย. 2562) และจำนวน 2,000 เมกะวัตต์ในปีที่สอง (ก.ค. 2562-มิ.ย. 2563) โรงไฟฟ้าจะสร้างรายได้คิดเป็น 3 หมื่นล้านบาทภายในปีแรก และเพิ่มขึ้นเป็น 6 หมื่นล้านบาทภายในปีที่สอง ภายใต้สมมติฐานอัตราผลกำไรสุทธิที่ 7% โรงไฟฟ้าจะสร้างกำไรสุทธิได้เท่ากับ 2 พันล้านบาทในปีแรก และ 4 พันล้านบาทในปีที่สอง และภายใต้สมมติฐานว่าหาก SMART ทำการขายหุ้นของบริษัท สามารถยุติการสำเร็จ และลดสัดส่วนการถือหุ้นใน SMART U-TRAN ลงเหลือ 60% เราประเมินว่าจะเพิ่มกำไรสุทธิของ SMART ในปี 2562 ได้อีก 2.5 พันล้านบาท (หรือคิดเป็นกำไรสุทธิที่จะเพิ่มขึ้นอีก 50% จากประมาณการปัจจุบัน) ซึ่งเราประเมินว่าส่งผลให้ราคาเป้าหมายของ SMART ซึ่งประเมินด้วยวิธี sum-of-the-parts เพิ่มขึ้นอีก 18-20 บาทต่อหุ้น (หรือราคาเป้าหมายมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอีก 55-60% เป็น 52-54 บาทต่อหุ้น)

ประมาณการและราคาเป้าหมายของเรา ณ ขณะนี้ยังคงไม่รวมอ็อปชันจากโรงไฟฟ้าถ่านหินในประเทศกัมพูชาข้างต้นหรืออ็อปชันจากโรงไฟฟ้าขยะในประเทศอีก 4 แห่งภายในปี 2558 เราจะทำการคำนวณรวมโครงการเหล่านี้เข้าไปในประมาณการของเราในช่วงครึ่งแรกของปี 2558 เรายังคงคำแนะนำ ชื้อ เนื่องจากการฟื้นตัวของกำไรสุทธิในปี 2558 ซึ่งจะได้รับปัจจัยหนุนจาก SIM และ SAMTEL รวมถึงแนวโน้มของการปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิจากโครงการโรงไฟฟ้าขยะในประเทศและจากสัญญาซื้อขายไฟฟ้าสำหรับโรงไฟฟ้าถ่านหินในประเทศกัมพูชา

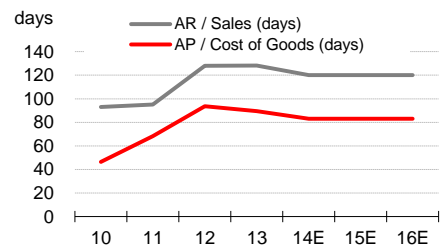
## SAMART : Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Revenue	16,733	22,315	25,325	29,317	32,548
Cost of sales and services	(13,041)	(16,933)	(19,724)	(22,988)	(25,608)
<b>Gross profit</b>	<b>3,692</b>	<b>5,382</b>	<b>5,602</b>	<b>6,329</b>	<b>6,940</b>
SG&A	(1,917)	(2,583)	(2,659)	(2,932)	(3,255)
<b>EBIT</b>	<b>1,776</b>	<b>2,799</b>	<b>2,942</b>	<b>3,397</b>	<b>3,685</b>
Interest expense	(486)	(510)	(581)	(672)	(686)
Other income/exp.	113	94	98	112	123
<b>EBT</b>	<b>1,402</b>	<b>2,384</b>	<b>2,459</b>	<b>2,837</b>	<b>3,122</b>
Corporate tax	(151)	(281)	(344)	(397)	(437)
<b>After-tax net profit (loss)</b>	<b>1,252</b>	<b>2,103</b>	<b>2,115</b>	<b>2,440</b>	<b>2,685</b>
Minority interest	(294)	(571)	(591)	(506)	(513)
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	126	(63)	90	0	0
<b>Net profit (loss)</b>	<b>1,083</b>	<b>1,468</b>	<b>1,614</b>	<b>1,934</b>	<b>2,172</b>
Reported EPS	1.10	1.47	1.61	1.92	2.16
<b>Fully diluted EPS</b>	<b>1.09</b>	<b>1.47</b>	<b>1.60</b>	<b>1.92</b>	<b>2.16</b>
<b>Core net profit</b>	<b>957</b>	<b>1,531</b>	<b>1,524</b>	<b>1,934</b>	<b>2,172</b>
Core EPS	0.97	1.53	1.52	1.92	2.16
<b>EBITDA</b>	<b>2,961</b>	<b>4,187</b>	<b>4,265</b>	<b>4,765</b>	<b>5,116</b>
<b>KEY RATIOS</b>					
Revenue growth (%)	(15.3)	33.4	13.5	15.8	11.0
Gross margin (%)	22.1	24.1	22.1	21.6	21.3
EBITDA margin (%)	17.7	18.8	16.8	16.3	15.7
Operating margin (%)	10.6	12.5	11.6	11.6	11.3
Net margin (%)	6.5	6.6	6.4	6.6	6.7
Core profit margin (%)	5.7	6.9	6.0	6.6	6.7
ROA (%)	5.5	6.5	6.4	7.1	7.4
ROCE (%)	7.0	8.5	8.5	9.5	10.1
Asset turnover (x)	0.8	1.0	1.0	1.1	1.1
Current ratio (x)	1.2	1.2	1.3	1.3	1.4
Gearing ratio (x)	1.4	1.1	1.0	0.9	0.7
Interest coverage (x)	3.7	5.5	5.1	5.1	5.4
<b>BALANCE SHEET (Btm)</b>					
Cash & Equivalent	1,145	1,701	3,733	3,497	3,925
Accounts receivable	5,867	7,845	8,326	9,639	10,701
Inventory	1,194	2,289	2,432	2,834	3,157
PP&E-net	5,165	4,587	3,796	2,987	2,142
Other assets	1,171	1,803	2,412	3,029	3,632
<b>Total assets</b>	<b>21,237</b>	<b>24,107</b>	<b>26,068</b>	<b>28,154</b>	<b>30,371</b>
Accounts payable	3,346	4,147	4,485	5,227	5,823
ST debts & current portion	7,919	8,511	9,395	9,281	9,276
Long-term debt	1,577	1,058	499	292	195
Other liabilities	188	274	311	361	400
<b>Total liabilities</b>	<b>14,326</b>	<b>15,555</b>	<b>16,198</b>	<b>16,907</b>	<b>17,633</b>
Paid-up capital	991	1,002	1,002	1,002	1,002
Share premium	1,393	1,521	1,521	1,521	1,521
Retained earnings	3,024	4,040	4,767	5,637	6,614
<b>Shareholders equity</b>	<b>5,407</b>	<b>6,564</b>	<b>7,290</b>	<b>8,160</b>	<b>9,138</b>
Minority interests	1,504	1,988	2,580	3,086	3,600
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>21,237</b>	<b>24,107</b>	<b>26,068</b>	<b>28,154</b>	<b>30,371</b>
<b>CASH FLOW (Btm)</b>					
Net income	1,083	1,468	1,614	1,934	2,172
Depreciation and amortization	1,186	1,388	1,322	1,367	1,431
Change in working capital	(44)	(2,271)	(287)	(973)	(789)
FX, non-cash adjustment & others	(486)	1,490	1,021	(66)	50
<b>Cash flows from operating activities</b>	<b>1,739</b>	<b>2,075</b>	<b>3,671</b>	<b>2,262</b>	<b>2,863</b>
Capex (Invest)/Divest	(501)	(966)	(532)	(558)	(586)
Others	(1,667)	132	(600)	(564)	(560)
<b>Cash flows from investing activities</b>	<b>(2,168)</b>	<b>(835)</b>	<b>(1,132)</b>	<b>(1,122)</b>	<b>(1,146)</b>
Debt financing (repayment)	887	39	375	(321)	(101)
Equity financing	208	226	0	0	0
Dividend payment	(493)	(749)	(887)	(1,064)	(1,194)
Others	(1,667)	132	(600)	(564)	(560)
<b>Cash flows from financing activities</b>	<b>478</b>	<b>(705)</b>	<b>(513)</b>	<b>(1,385)</b>	<b>(1,296)</b>
Net change in cash	49	535	2,026	(244)	421
<b>Free cash flow (Btm)</b>	<b>1,238</b>	<b>1,109</b>	<b>3,139</b>	<b>1,704</b>	<b>2,277</b>
<b>FCF per share (Bt)</b>	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>	<b>3.1</b>	<b>1.7</b>	<b>2.3</b>
<b>Key assumptions</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
Mobile multimedia revenue (Btm)	6,873	10,217	13,087	14,954	16,120
ICT solutions and service revenue (Btm)	7,514	9,226	6,368	6,950	7,528
Technology related business revenue anc	2,351	2,871	5,870	7,414	8,900
Gross margin - mobile multimedia (Btm)	18.3%	24.9%	22.9%	23.1%	23.1%
Gross margin - ICT solutions (%)	19.9%	19.4%	18.5%	20.0%	20.4%
Gross margin - CATS (%)	45.0%	44.0%	46.0%	44.0%	44.0%

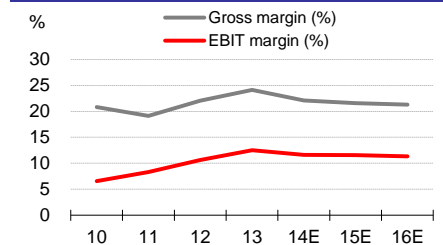
### Revenue growth and asset turnover



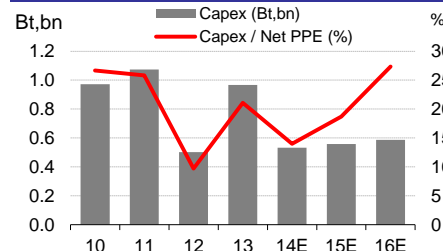
### A/C receivable & A/C payable days



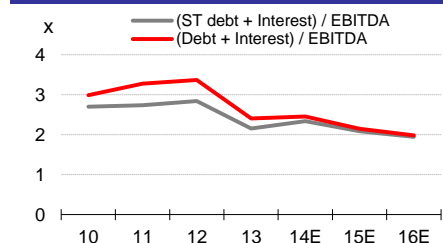
### Profit margins



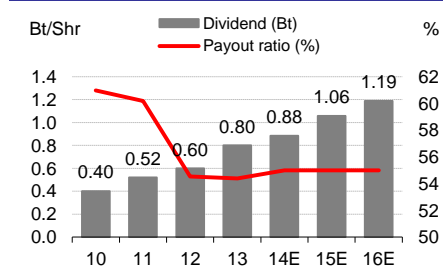
### Capital expenditure



### Debt serviceability



### Dividend payout



## SAMART : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14
Revenue	5,894	5,640	6,322	6,430	5,438
Cost of sales and services	(4,544)	(4,280)	(4,995)	(5,044)	(4,226)
Gross profit	1,349	1,360	1,327	1,386	1,212
SG&A	(604)	(755)	(620)	(727)	(693)
<b>EBIT</b>	<b>745</b>	<b>605</b>	<b>707</b>	<b>659</b>	<b>519</b>
Interest expense	(133)	(117)	(106)	(99)	(117)
Other income/exp.	27	64	20	44	60
<b>EBT</b>	<b>640</b>	<b>552</b>	<b>621</b>	<b>604</b>	<b>462</b>
Corporate tax	(81)	(18)	(85)	(74)	(71)
After-tax net profit (loss)	559	534	536	530	391
Minority interest	(159)	(131)	(145)	(197)	(98)
Equity earnings from affiliates	0	0	(0)	(0)	(0)
Extra items	(7)	(45)	12	79	58
<b>Net profit (loss)</b>	<b>393</b>	<b>358</b>	<b>403</b>	<b>412</b>	<b>351</b>
Reported EPS	0.39	0.36	0.40	0.41	0.35
<b>Fully diluted EPS</b>	<b>0.39</b>	<b>0.36</b>	<b>0.40</b>	<b>0.41</b>	<b>0.35</b>
<b>Core net profit</b>	<b>400</b>	<b>403</b>	<b>391</b>	<b>332</b>	<b>293</b>
Core EPS	0.40	0.40	0.39	0.33	0.29
<b>EBITDA</b>	<b>1,122</b>	<b>966</b>	<b>1,085</b>	<b>1,026</b>	<b>896</b>

### KEY RATIOS

Gross margin (%)	22.9	24.1	21.0	21.6	22.3
EBITDA margin (%)	19.0	17.1	17.2	16.0	16.5
Operating margin (%)	12.6	10.7	11.2	10.2	9.5
Net margin (%)	6.7	6.3	6.4	6.4	6.5
Core profit margin (%)	6.8	7.1	6.2	5.2	5.4
BV (Bt)	7.8	8.5	9.1	10.4	7.8
ROE (%)	26.3	21.8	23.1	21.9	25.5
ROA (%)	7.0	5.9	7.0	6.6	5.8
Current ratio (x)	1.2	1.2	1.3	1.3	1.1
Gearing ratio (x)	1.2	1.1	1.0	0.9	1.5
Interest coverage (x)	5.6	5.2	6.7	6.7	4.4

### QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	1,288	1,701	1,308	2,179	1,679
Accounts receivable	6,435	7,845	8,836	8,454	7,445
Inventory	1,553	2,289	1,955	2,810	3,626
PP&E-net	4,748	4,587	4,509	4,392	4,164
Other assets	1,374	2,107	2,120	2,347	2,215
<b>Total assets</b>	<b>22,510</b>	<b>24,107</b>	<b>23,178</b>	<b>24,786</b>	<b>24,158</b>
Accounts payable	3,314	4,147	2,479	3,343	2,801
ST debts & current portion	8,482	8,511	8,556	8,649	11,732
Long-term debt	1,264	1,092	853	531	173
Other liabilities	193	274	321	304	309
<b>Total liabilities</b>	<b>14,678</b>	<b>15,555</b>	<b>14,028</b>	<b>14,287</b>	<b>16,356</b>
Paid-up capital	1,002	1,002	1,006	1,007	1,007
Share premium	1,516	224	243	243	243
Retained earnings	4,160	4,803	5,201	5,161	5,091
<b>Shareholders equity</b>	<b>5,962</b>	<b>6,564</b>	<b>6,987</b>	<b>7,525</b>	<b>5,504</b>
Minority interests	1,870	1,988	2,164	2,974	2,298
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>22,510</b>	<b>24,107</b>	<b>23,178</b>	<b>24,786</b>	<b>24,158</b>

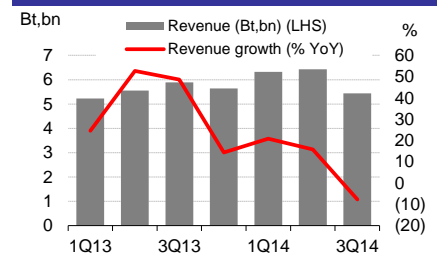
### Key statistics

	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14
CATS revenue (Btm)	267	307	320	284	289
Kampot power plant revenue (Btm)	51	51	52	50	47
No. of CATS flights (flights)	17,749	19,865	20,159	18,097	18,507
Samart Engineering revenue (Btm)	53	54	45	109	64
One-to-One Contacts revenue (Btm)	165	178	195	187	206
Vision and security system revenue (Btm)	192	81	126	62	48

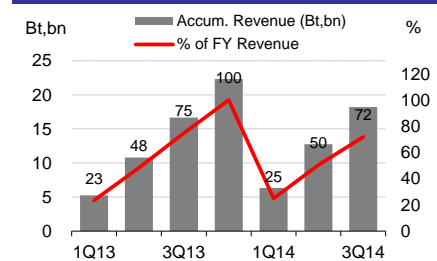
### Company profile

Samart Corporation Plc (SAMART) is an ICT holding company engaged in three main businesses: 1) mobile multimedia via its 58.7% stake in Samart I-Mobile (SIM), 2) ICT solution and services via its 70.2% stake in Samart Telcoms (SAMTEL) and 3) technology-related businesses via its seven key holdings in transportation, utility and power, waste management, call center and security solutions. In FY13, SIM contributed the largest to its revenue (45%) and its net profit (35%). SAMTEL contributed 40% to its revenue and 35% to its net profit while other non-listed businesses contributed 15% to its revenue and 30% to its net profit.

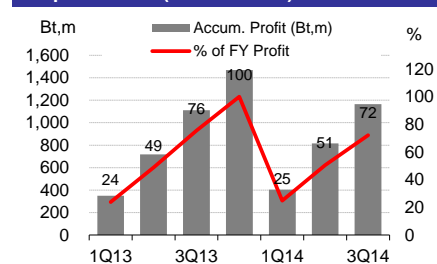
### Revenue trend



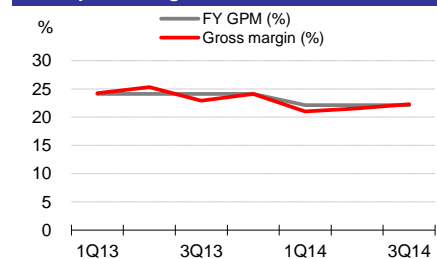
### Revenue trend (accumulated)



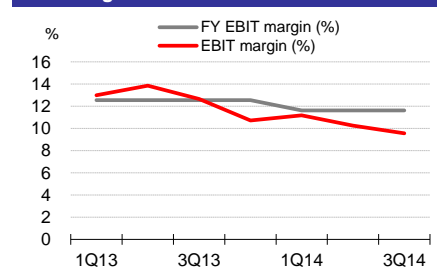
### Net profit trend (accumulated)



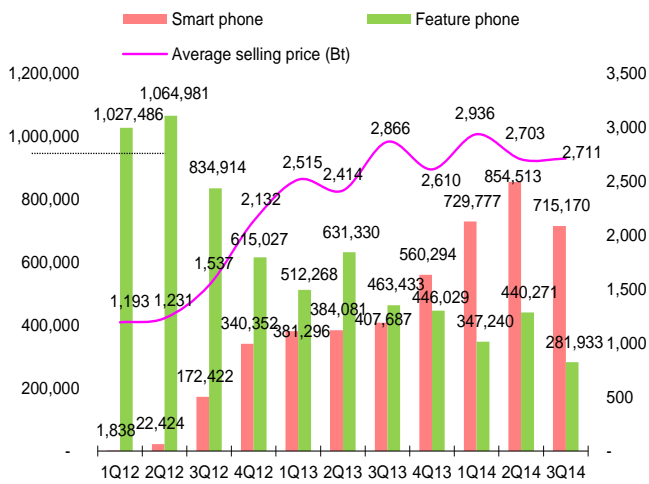
### Gross profit margin



### EBIT margin

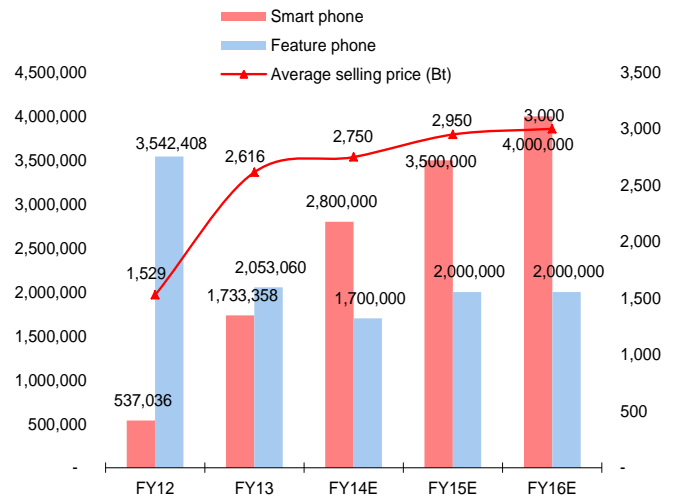


**Figure 1: SIM's i-mobile handset sales volume VS sales price**



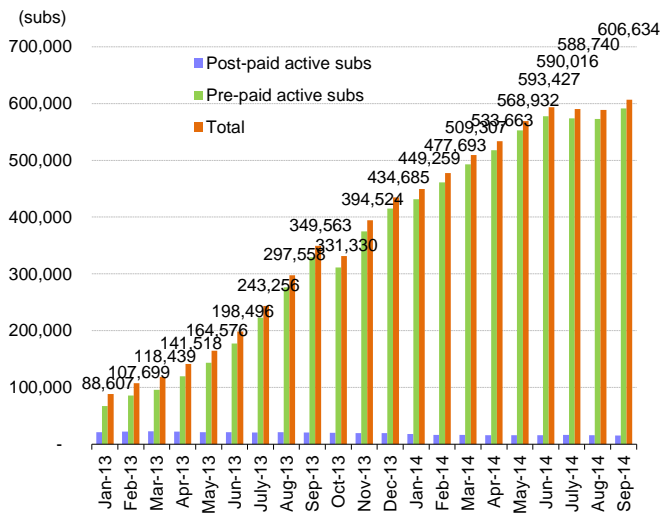
Source: Company data

**Figure 2: SIM's i-mobile handset sales volume target**



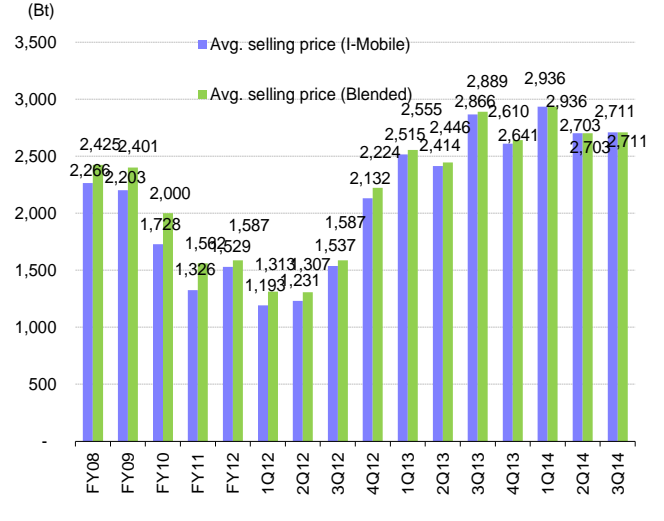
Source: Company data

**Figure 3: The MVNO's active subscribers**



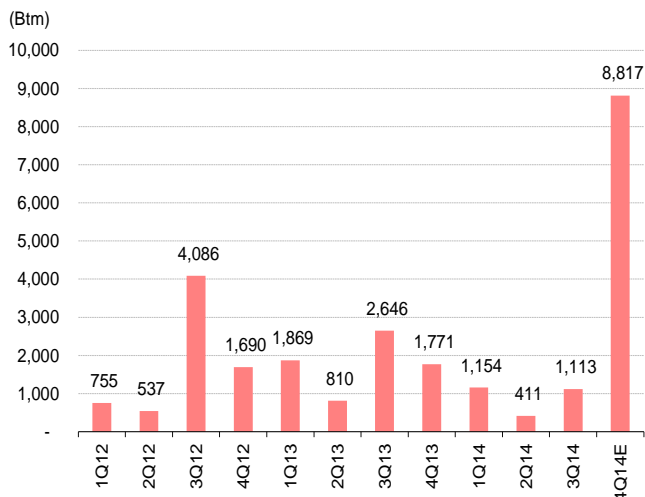
Source: Company data

**Figure 4: Average sales prices—i-mobile versus other brands**

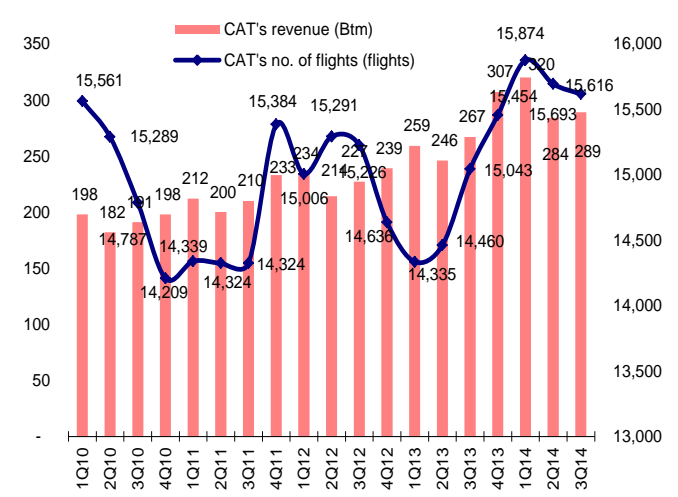


Source: Company data

**Figure 5: SAMTEL's project backlog**

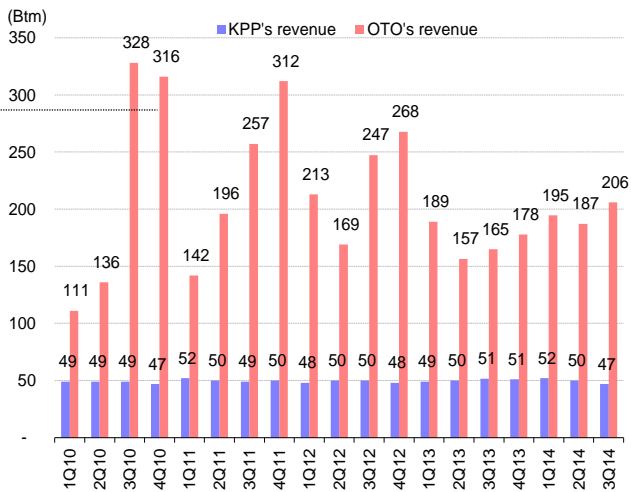


**Figure 6: CATS' revenue and number of flights, quarterly**



Sources: Company data, Bualuang Research estimates

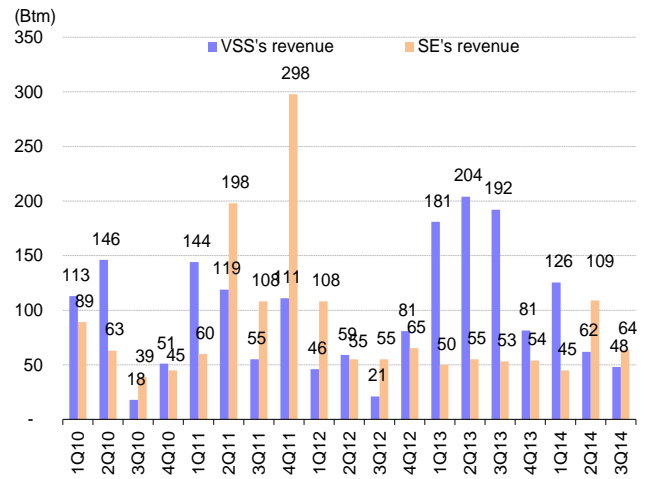
**Figure 7: KPP's and OTO's revenues, quarterly**



Source: Company data

Source: Company data

**Figure 8: VSS's and SE's revenues, quarterly**



Source: Company data

**Figure 9: Sum-of-the-parts valuation (excluding coal-fired power plant and garbage power plants)**

**1. A 70.02% stake in SIM**

SIM's YE15 target price (Bt/share)	<b>5.00</b>
SIM's shares outstanding (mn)	4,400
Market capitalization (Btmn)	22,000
Stake of SAMART in SIM (%)	70.02%
Proportionate mkt capitalization (Btmn)	15,404
SAMART's YE15 shares outstanding (mn)	1,002
<b>Equity value of SIM/ SAMART (Bt/share)</b>	<b>15.37</b>

**2. A 70.20% stake in SAMTEL**

SAMTEL's YE15 target price (Bt/share)	<b>23.00</b>
SAMTEL's shares outstanding (mn)	618
Market capitalization (Btmn)	14,214
Stake of SAMART in SAMTEL (%)	70.20%
Proportionate mkt capitalization (Btmn)	9,978
SAMART's YE15 shares outstanding (mn)	1,002
<b>Equity value of SAMTEL/ SAMART (Bt/share)</b>	<b>9.96</b>

**3. A 68.40% stake in OTO**

OTO's YE15 target price (Bt/share)	<b>8.00</b>
OTO's shares outstanding (mn)	280
Market capitalization (Btmn)	2,240
Stake of SAMART in SAMTEL (%)	68.40%
Proportionate mkt capitalization (Btmn)	1,532
SAMART's YE15 shares outstanding (mn)	1,002
<b>Equity value of OTO/ SAMART (Bt/share)</b>	<b>1.53</b>

**4. Stakes in other related businesses (excluding OTO)**

% contribution of related business to net profit (%)	31%
Proportionate net profit	584
Equity value of related businesses / share of SAMART	0.58
Applying the blended P/E of three sectors (transportation, project-bidding and energy)	12.00
<b>Equity value of related business/ SAMART (Bt/share)</b>	<b>6.99</b>

**TOTAL SUM-OF-THE-PARTS**

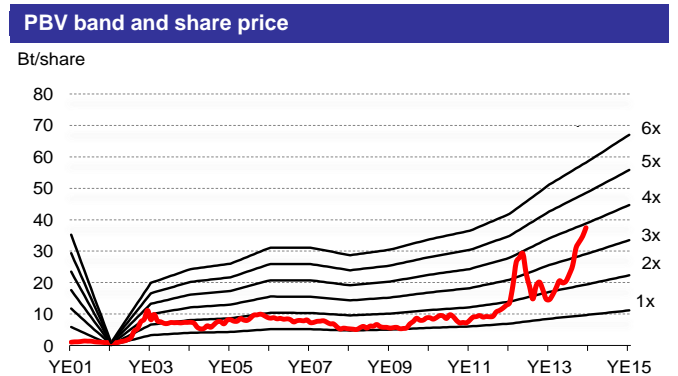
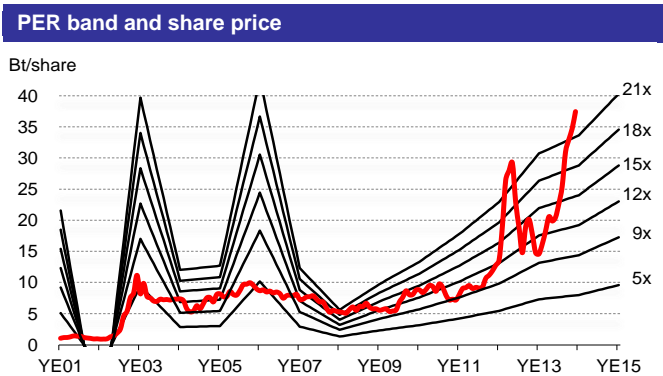
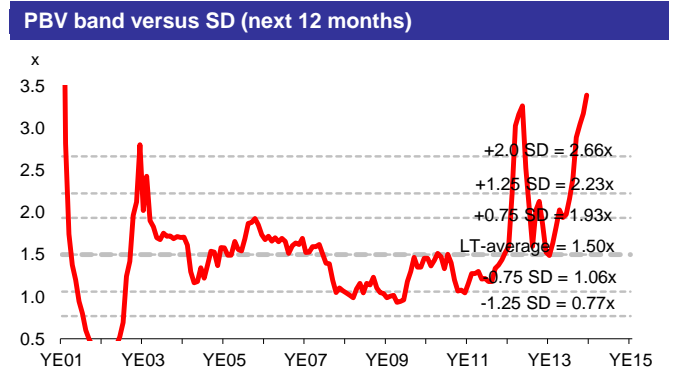
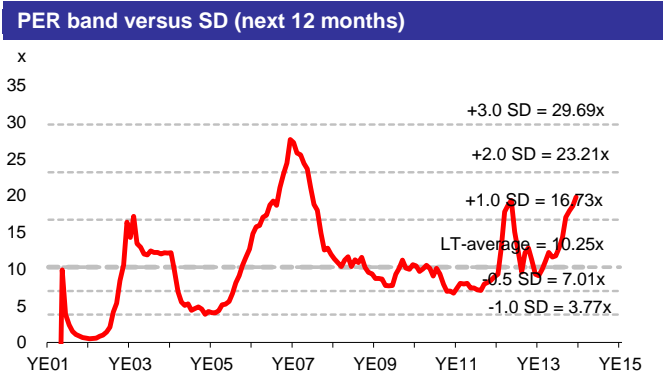
**33.85**



Source: Bualuang Research estimates

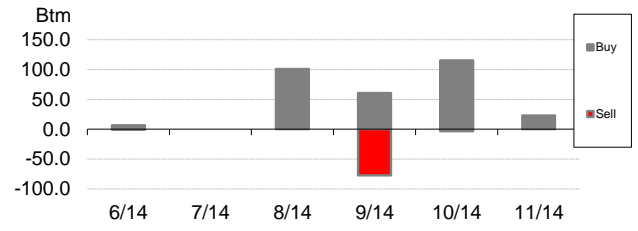
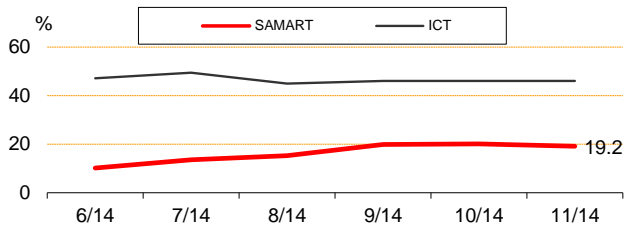
## Sector Comparisons

	Bloomberg Code	Price (local curr.)	Market Cap (US\$ equivalent)	PER (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div Yield (%)	
				2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E
Advanced Info Service	ADVANC TB	THB250.00	22,587	20.7	17.4	-0.9	18.8	16.2	16.2	78.5	93.1	4.8	5.7
Total Access Communication	DTAC TB	THB97.25	6,998	19.6	15.8	11.2	24.3	6.8	6.4	35.2	41.9	5.6	7.0
Shin Corporation	INTUCH TB	THB77.00	7,503	16.5	14.2	2.7	16.3	7.2	6.7	60.6	66.7	5.7	6.5
Samart Corporation	SAMART TB	THB39.00	1,193	24.3	20.3	9.4	19.8	4.0	3.5	23.3	25.0	2.3	2.7
Samart Telcoms	SAMTEL TB	THB21.90	411	17.9	13.9	-12.0	28.6	3.8	3.4	22.6	25.9	3.0	3.9
Samart I-Mobile	SIM TB	THB3.46	463	16.8	13.9	11.5	21.0	4.2	3.6	26.9	28.4	3.6	4.3
Thaicom	THCOM TB	THB35.25	1,174	24.1	17.9	42.5	34.9	2.3	2.1	10.0	12.5	1.9	2.5
True Corporation	TRUE TB	THB11.90	8,899	247.0	1179.1	n.m.	-79.0	n.m.	n.m.	n.m.	0.4	0.0	0.0
<b>Simple average</b>				<b>48.4</b>	<b>161.6</b>	<b>9.2</b>	<b>10.6</b>	<b>6.4</b>	<b>6.0</b>	<b>37</b>	<b>36.7</b>	<b>3.4</b>	<b>4.1</b>



### Foreign holding

### Management trading activities during past six months










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 MAY ACT AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DWs, AND ISSUER OF STRUCTURED NOTES ON THESE SECURITIES. The company may prepare the research reports on those underlying securities. Investors should carefully read the details of the derivative warrants and structured notes in the prospectus before making investment decisions.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED IS OR MAY BE A UNDERWRITER/CO-UNDERWRITER/JOINT LEAD IN RESPECT OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING ("IPO") OF SECURITIES.

Financial Advisor	Lead underwriter/ Underwriter/ Co-underwriter
	EPG

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

#### CORPORATE GOVERNANCE REPORT DISCLAIMER

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 based 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.

#### 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.