

อินเตอร์ลิงค์ เทเลคอม

ITEL TB / ITELm.BK

10 มกราคม 2560

... Telecom margin to jump better

ประเด็นการลงทุน

เรคาด ITEL จะเติบโตไปพร้อมกับนโยบาย Thailand 4.0 หนุนด้วยการทำธุรกิจกับผู้ให้บริการโทรศัพท์มือถือ ซึ่งบริษัทมี TRUE และ AIS เป็นลูกค้าแล้ว คาดรายได้ค่าเช่า Fiber Optic (Data service) จะเติบโตสูงจากการพัฒนาโครงข่ายมือถือผ่านการ "เช่า" เพิ่มมากขึ้น ซึ่งเป็นไปตามเทรน Infrastructure as a Services เรามองปีจ่ายหนี้ราคาหุ้นมาจาก กำไรที่เติบโตแรง คาดโต 100% ในปี 2017 เป็นกำไร 140 ล้านบาท ซึ่งจะส่งผลให้ P/E จะลดลงอย่างมากจาก 82 เท่าในปีที่แล้ว เหลือเพียง 40 เท่า เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมาย 15 บาท

ล้นกำไร 4Q16 มีโอกาสดีกว่าเราและตลาดคาด

คาดกำไร 4Q16 มีโอกาสดีกว่าคาด เป็นประมาณ 20 ล้านบาท (เพิ่มขึ้น 100%YoY และทรงตัวสูง QoQ) เดิมคาดเพียง 14 ล้านบาท หนุนให้กำไรปี 2016 อาจปิดที่ 76 ล้านบาท จากการเร่งรับรู้รายได้โครงการ FTTX ของ TRUE คาดส่งผลให้รายได้อยู่ที่ราว 230 ล้านบาท (เพิ่มขึ้น 53%YoY และ 48% QoQ) ในขณะที่รายได้ค่าเช่าโครงข่าย Fiber Optic (Data service) คาดเพิ่มขึ้นอีกราว 11% QoQ เป็นไตรมาสละ 115 ล้านบาท ส่งผลให้ปี 2016 รายได้ Data service เป็นไปตามเป้าหมายการเติบโตที่ 47% จากปี 2015

อัตรากำไรเพิ่มขึ้นตามการลงทุนที่ลดลง

คาดอัตรากำไรสุทธิของบริษัทจะเริ่มปรับตัวสูงขึ้นเป็น 14.3% จาก 9.9% เพราะว่าการ Data service รายได้ที่เติบโตอย่างก้าวกระโดด 40-50% ต่อปี ในขณะที่บริษัทมีค่าเสื่อมราคาซึ่งเป็นต้นทุนคงที่ส่วนใหญ่ และแผนการลงทุน (CAPEX) ของบริษัทอยู่ที่ราวปีละ 200 ล้านบาท ซึ่งเป็นการลงทุนเฉพาะส่วน last mile เพิ่ม ซึ่งน้อยมากเพราะคิดเป็นเพียง 10% ของมูลค่าสินทรัพย์ (PP&E) ดังนั้นรายได้ที่เติบโตสูงจึงมีผลผลักดันให้อัตรากำไรเพิ่มสูงขึ้นอย่างมีนัยยะสำคัญ เมื่อเทียบกับต้นทุนค่าเสื่อมราคา ที่เพิ่มขึ้นเพียง 10%

ลูกค้าที่หลากหลาย ช่วยกระจายความเสี่ยงและหนุนการเติบโต

ปัจจุบันบริษัทมีสัญญาการให้บริการกับผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ และ 2 ใน 3 รายใหญ่ ได้แก่ TRUE และ ล่าสุดได้ AIS เข้ามาเป็นลูกค้าทางภาคใต้เพิ่ม ซึ่งเรามองว่าบริษัทมีโอกาสที่จะขยายบริการให้กับ AIS ในภูมิภาคอื่นๆ ซึ่งเป็นปัจจัยหนุนการเติบโตในอนาคต และด้วยลูกค้าที่หลากหลายกว่า 337 ราย คิดเป็นจำนวน 6,700 วงจร ประกอบด้วย การให้บริการ Bandwidth กับลูกค้าองค์กร หรือการให้บริการ Dark fiber กับผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ ส่งผลให้บริษัทมีการเติบโตได้จากทุกกลุ่มลูกค้า และลดความเสี่ยงจากการพึ่งพาลูกค้ารายใดรายหนึ่ง

โครงการโรงเรียนประชารัฐ มีโอกาสเพิ่มการรับงานได้อีกมาก

เรามองว่างาน turnkey "โครงการโรงเรียนประชารัฐ" มูลค่าราว 76 ล้านบาท ในเฟสที่ 1 ได้รับมาเมื่อ 4Q16 ที่ผ่านมา จำนวน 1,281 โรงเรียน จากทั้งหมดราว 3,000 โรงเรียน คาดบริษัทมีโอกาสที่จะมีโอกาสนในการขยายการรับงานอีกมาก โดยในเฟสถัดไปคาดว่าจะมีงานออกมาราว 4,000 โรงเรียนให้ครบ 7,000 โรงเรียน ทุกตำบลทั่วประเทศ ในปี 2018 ตามนโยบายภาครัฐฯ และในอนาคต 30,000 โรงเรียนทั่วประเทศ

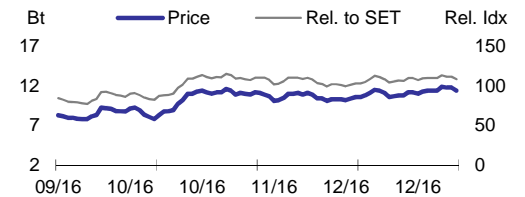
Sector: MAI

 คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**

เป้าหมายพื้นฐาน: 15.00 บาท

ราคา (9/01/60): 11.40 บาท

Price chart

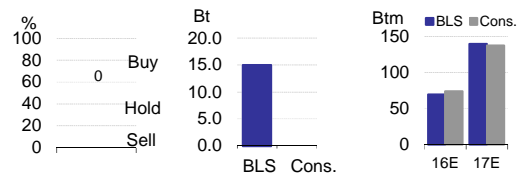


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	3.1	30.0	-
Absolute	5.6	37.3	-

Key statistics

Market cap	Bt5.7bn	USD0.2bn
12-mth price range	Bt7.0/Bt12.0	
12-mth avg daily volume	Bt39m	USD1.1m
# of shares (m)	500	
Est. free float (%)	33.4	
Foreign limit (%)	49.0	

Consensus rating vs. Consensus BLS Target price vs. Consensus BLS earnings vs. Consensus



Financial summary

FY Ended 31 Dec	2015	2016E	2017E	2018E
Revenues (Btm)	423	705	975	1,125
Net profit (Btm)	31	70	140	202
EPS (Bt)	0.10	0.14	0.28	0.40
EPS grow th (%)	+251%	+36.5%	+100%	+44.3%
Core profit (Btm)	31	70	140	202
Core EPS (Bt)	0.06	0.14	0.28	0.40
Core EPS grow th (%)	+111%	+127%	+100%	+44.3%
PER (x)	50.9	81.7	40.8	28.3
PBV (x)	4.8	4.2	3.9	3.6
Dividend (Bt)	0.00	0.06	0.11	0.16
Dividend yield (%)	0.0	0.5	1.0	1.4
ROE (%)	9.9	8.2	9.9	13.3

CG/Anti-Corruption N/A / -

วิกิจ อธิวรรณรัตน์, นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน/ปัจจัยทางเทคนิค

Wikij.tir@bualuang.co.th

+662 618 1336

ธนัท พจนเกษมสิน

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

Thanat.poj@bualuang.co.th

+662 618 1333

ITEL : Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Revenue	231	423	705	975	1,125
Cost of sales and services	(183)	(291)	(508)	(677)	(747)
Gross profit	49	133	197	298	378
SG&A	(34)	(66)	(71)	(98)	(113)
EBIT	15	66	127	200	266
Interest expense	(13)	(39)	(57)	(50)	(47)
Other income/exp.	5	14	18	20	22
EBT	7	40	87	171	240
Corporate tax	2	(10)	(17)	(34)	(48)
After-tax net profit (loss)	9	31	70	137	192
Minority interest	0	0	0	0	0
Equity earnings from affiliates	0	0	0	3	9
Extra items	0	0	0	0	0
Net profit (loss)	9	31	70	140	202
Reported EPS	0.03	0.10	0.14	0.28	0.40
Fully diluted EPS	0.03	0.06	0.14	0.28	0.40
Core net profit	9	31	70	140	202
Core EPS	0.03	0.06	0.14	0.28	0.40
EBITDA	53	154	214	291	359

KEY RATIOS

Revenue growth (%)	2,052.8	82.9	66.5	38.3	15.4
Gross margin (%)	21.1	31.3	27.9	30.5	33.6
EBITDA margin (%)	23.0	36.4	30.4	29.8	31.9
Operating margin (%)	6.5	15.6	17.9	20.5	23.6
Net margin (%)	3.8	7.2	9.9	14.3	17.9
Core profit margin (%)	3.8	7.2	9.9	14.3	17.9
ROA (%)	0.7	1.4	2.8	5.1	6.7
ROCE (%)	1.1	1.9	3.2	5.8	7.8
Asset turnover (x)	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4
Current ratio (x)	0.2	0.3	1.2	1.6	1.6
Gearing ratio (x)	2.9	5.3	0.7	0.8	0.7
Interest coverage (x)	1.2	1.7	2.2	4.0	5.6

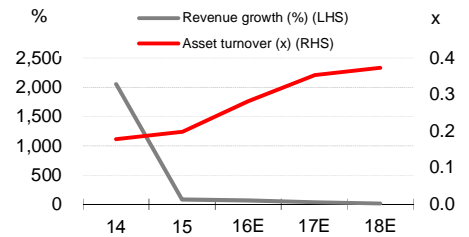
BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	15	111	152	390	469
Accounts receivable	143	159	212	293	338
Inventory	12	0	0	0	0
PP&E-net	1,516	2,041	2,103	2,163	2,170
Other assets	161	121	106	106	106
Total assets	1,847	2,433	2,573	2,952	3,083
Accounts payable	660	389	254	339	374
ST debts & current portion	438	907	92	92	92
Long-term debt	414	804	811	997	957
Other liabilities	41	8	48	73	89
Total liabilities	1,553	2,108	1,206	1,501	1,511
Paid-up capital	300	300	500	500	500
Share premium	0	0	800	800	800
Retained earnings	(7)	25	67	151	272
Shareholders equity	293	325	1,367	1,451	1,572
Minority interests	0	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	1,847	2,433	2,573	2,952	3,083

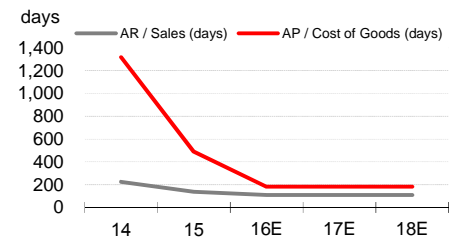
CASH FLOW (Btm)

Net income	9	31	70	140	202
Depreciation and amortization	38	88	88	91	93
Change in working capital	(199)	(33)	(52)	(81)	(45)
FX, non-cash adjustment & others	53	65	(135)	82	26
Cash flows from operating activities	(99)	150	(30)	231	275
Capex (Invest)/Divest	(657)	(907)	(150)	(150)	(100)
Others	163	69	0	0	0
Cash flows from investing activities	(494)	(838)	(150)	(150)	(100)
Debt financing (repayment)	441	483	(785)	0	0
Equity financing	0	0	1,000	0	0
Dividend payment	0	0	0	(28)	(56)
Others	163	69	0	0	0
Cash flows from financing activities	600	784	223	158	(96)
Net change in cash	8	96	43	239	79
Free cash flow (Btm)	(756)	(756)	(180)	81	175
FCF per share (Bt)	(2.5)	(2.5)	(0.4)	0.2	0.4

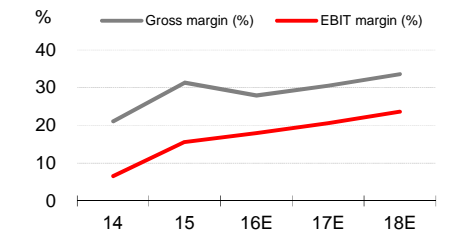
Revenue growth and asset turnover



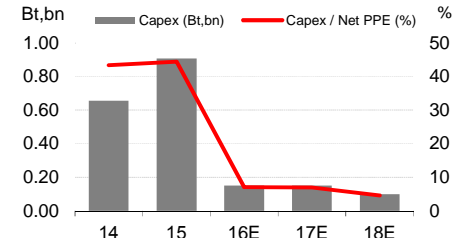
A/C receivable & A/C payable days



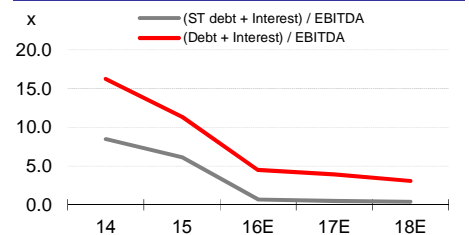
Profit margins



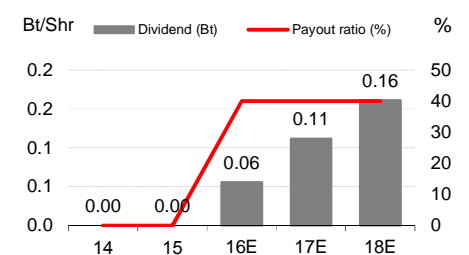
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



ITEL : Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	1Q16	2Q16	3Q16
Revenue	155	190	155
Cost of sales and services	(116)	(132)	(110)
Gross profit	40	58	44
SG&A	(17)	(20)	(19)
EBIT	23	38	26
Interest expense	(13)	(13)	(14)
Other income/exp.	5	5	5
EBT	15	30	17
Corporate tax	(3)	(6)	3
After-tax net profit (loss)	12	24	20
Minority interest	0	0	0
Equity earnings from affiliates	0	0	(0)
Extra items	0	0	0
Net profit (loss)	12	24	20
Reported EPS	0.04	0.08	0.06
Fully diluted EPS	0.02	0.05	0.04
Core net profit	12	24	20
Core EPS	0.04	0.08	0.04
EBITDA	50	66	56

KEY RATIOS

Gross margin (%)	25.6	30.4	28.8
EBITDA margin (%)	32.0	35.0	36.5
Operating margin (%)	14.6	20.0	16.6
Net margin (%)	7.5	12.8	12.8
Core profit margin (%)	7.5	12.8	12.8
BV (Bt)	1.1	1.2	2.8
ROE (%)	13.8	26.8	5.7
ROA (%)	1.9	3.6	2.4
Current ratio (x)	0.2	0.3	0.5
Gearing ratio (x)	5.3	5.2	1.0
Interest coverage (x)	0.3	0.3	0.3

QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	47	39	417
Accounts receivable	90	116	146
Inventory	0	0	0
PP&E-net	2,132	2,230	2,387
Other assets	242	313	347
Total assets	2,511	2,697	3,296
Accounts payable	392	443	528
ST debts & current portion	932	964	381
Long-term debt	839	913	991
Other liabilities	11	16	7
Total liabilities	2,174	2,336	1,907
Paid-up capital	300	300	500
Share premium	0	0	809
Retained earnings	37	61	81
Shareholders equity	337	361	1,389
Minority interests	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	2,511	2,697	3,296

Company profile

บริษัท อินเทอร์เน็ต ประเทศไทย จำกัด (มหาชน) (ITEL) ประกอบธุรกิจโครงข่ายใยแก้วนำแสงทั่วประเทศ (Interlink Fiber Optic Network) ให้บริการให้บริการครอบคลุม ตั้งแต่ Interlink MPLS IP-VPN, Interlink Wavelength และ Interlink Dark Fiber ได้รับใบอนุญาตประกอบกิจการโทรคมนาคมแบบที่ 3 ประเภทโครงข่ายเป็นของตนเอง จาก กสทช. ได้รับอนุญาตจากการทางรถไฟแห่งประเทศไทยให้มีสิทธิที่จะติดตั้งโครงข่ายใยแก้วนำแสงไปตามเส้นทางรถไฟ เป็นระยะเวลา 30 ปี ซึ่งเป็นเส้นทางที่แตกต่างจากโครงข่ายใยแก้วนำแสงที่มีอยู่เดิมของผู้ให้บริการรายอื่นๆ บริษัทฯ ยังได้ต่อยอดธุรกิจ โดยให้บริการพื้นที่ดาต้าเซ็นเตอร์ (Data Center) เพื่อนำเอาประโยชน์ของการมีโครงข่ายใยแก้วนำแสงทั่วประเทศมาเป็นจุดขายซึ่งครอบคลุมการให้บริการเช่าพื้นที่วางเซิร์ฟเวอร์ พื้นที่เซิร์ฟเวอร์เสมือน และศูนย์สำรองข้อมูลฉุกเฉิน (Disaster Recovery) แก่องค์กรต่างๆ

Sector Comparisons

	Bloomberg	Price	Market Cap	PER (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div Yield (%)	
	Code	(local curr.)	(US\$ equivalent)	2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E
Jasmine Broadband Internet Infrastructure Fund	JASIF TB	THB8.55	1,328	9.4	8.5	6.1	10.2	0.8	0.8	8.8	9.7	11.0	11.8
Interlink Communication	ILINK TB	THB16.80	159	18.9	15.4	21.2	22.6	3.0	2.6	16.7	18.2	2.1	2.6
Symphony Communication	SYMC TB	THB8.25	75	10.3	6.9	128.1	50.0	n.a.	n.a.	18.1	24.9	n.a.	n.a.
CS Loxinfo	CSL TB	THB6.05	101	11.4	11.6	n.a.	n.a.	5.0	5.0	46.0	36.0	n.a.	n.a.
ALT Telecom	ALT TB	THB8.50	238	28.3	21.8	-22.2	35.7	4.4	3.9	19.5	18.6	1.6	1.8
Advanced Information Technology	AIT TB	THB25.25	146	12.0	11.0	-12.8	10.0	1.8	1.7	16.2	17.1	6.3	6.4
Simple average				15.0	12.5	24.1	25.7	3.0	2.8	21	20.7	5.3	5.7

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 AN UNDERWRITER/CO-UNDERWRITER/JOINT LEAD IN RESPECT OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO) OF SECURITIES.

Financial Advisor	Lead underwriter/ Underwriter/ Co-underwriter
	AU

CG Rating

Score Range	Score Range	Description
90 – 100		Excellent
80 – 89		Very Good
70 – 79		Good
60 – 69		Satisfactory
50 – 00359		Pass
Below 50	No logo given	N/A

**Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC)
under Thai Institute of Directors**

- companies that have **declared** their intention to join CAC, and
- companies **certified** by CAC.

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 IOD survey 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 neither confirms nor certifies the accuracy of such survey results.

“Disclaimer: The disclosure of the Anti-Corruption Progress Indicators of a listed company on the Stock Exchange of Thailand, which is assessed by the relevant institution as disclosed by the Office of the Securities and Exchange Commission, is made in order to comply with the policy and sustainable development plan for the listed companies. The relevant institution made this assessment based on the information received from the listed company, as stipulated in the form for the assessment of Anti-corruption which refers to the Annual Registration Statement (Form 56-1), Annual Report (Form 56-2), or other relevant documents or reports of such listed company. The assessment result is therefore made from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on any inside information. Since this assessment is only the assessment result as of the date appearing in the assessment result, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, Bualuang Securities Public Company Limited neither confirms, verifies, nor certifies the accuracy and completeness of the assessment 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.