

อินเทอร์ลิงค์ เทเลคอม

ITEL TB / ITELm.BK

14 กันยายน 2559

Superior recurring growth profile

ประเด็นการลงทุน

เราเริ่มคำแนะนำ "ซื้อ" ITEL ราคาเป้าหมาย 9.20 บาท (และคาด Bull case ขึ้นไปได้ถึง 15 บาท ถึงจาก P/E ของหุ้นที่เป็น Recurring Income High Growth เช่น FSMART ที่เคยเทรด สูงราว 60 เท่า เมื่อตอนเพิ่งเข้าตลาด) ปีฉายหนนคือ กำไรที่ตีขึ้นอย่างต่อเนื่อง เราคาดเติบโตเฉลี่ย 78%/ปี ในช่วง 2016-18 (CAGR) โดยเป็นการเติบโตของรายได้ต่อเนื่องจากค่าเช่าโครงข่าย Interlink Fiber Optic ทั่วประเทศ คาดจะเติบโตสูง 30%/ปี ในช่วง 2016-18 (CAGR) จากการใช้งาน Big data และ Internet ความเร็วสูง และ 4G ที่มีการเติบโตแบบ Exponential และ ต้นทุนส่วนใหญ่เป็นต้นทุนคงที่ รายได้ส่วนเพิ่มจากการเพิ่ม Utilization Rate จะเป็นส่วนที่เป็นกำไรและกระแสเงินสดให้กับบริษัทเกือบทั้งหมด

เติบโตจากโครงข่าย Interlink Fiber Optic ทั่วประเทศ

คาดกำไรรวมของบริษัทเติบโตเฉลี่ย 78%/ปี ในช่วง 2016-18 (CAGR) จากรายได้จากการให้บริการข้อมูล (Fiber Optic) คาดเติบโต 30%/ปี ในช่วง 2016-18 (CAGR) ถึงจาก utilization rate ที่คาดจะปรับตัวเพิ่มขึ้นเป็น 33% ในปี 2018 (จากปัจจุบันที่ 17%) ตามความต้องการที่มีการเติบโตตามการใช้งาน Big data และ Internet ความเร็วสูง รวมถึงการส่งสัญญาณ 4G ของผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ คิดเป็นรายได้หลักมากกว่า 50% โดยฐานลูกค้า คือ กลุ่มธุรกิจ (7-11, และธุรกิจที่มีมากกว่า 1 สาขา) กลุ่มสื่อสาร (CSL, INET, TRUE) ฯลฯ

ต้นทุนส่วนใหญ่คงที่ รายได้ส่วนเพิ่มคือกำไร

เนื่องจากต้นทุนส่วนใหญ่ของโครงข่าย Interlink Fiber Optic ได้ลงทุนไปเกือบหมดแล้วด้วยเงินลงทุนราว 1,800 ล้านบาท จึงเหลือเพียงส่วน last mile ที่เดินสายไปสู่ลูกค้าเพิ่มเติม ซึ่งเรามองว่าจะใช้เงินลงทุนเพียงปีละ 20-50 ล้านบาท ในระยะยาวเท่านั้น และด้วยความสามารถทำกำไรในส่วนอัตรากำไรขั้นต้นได้ถึง 30% (โดย U-rate อยู่ที่ 17%) และ ต้นทุนส่วนใหญ่เป็นต้นทุนคงที่ เราจึงมองว่ารายได้ส่วนเพิ่มจากการเพิ่ม utilization rate จะเป็นส่วนที่เป็นกำไรให้กับบริษัทเกือบทั้งหมด

Data center แห่งใหม่ พร้อมรับรู้กำไรปีหน้า

การที่ภาครัฐให้การสนับสนุนการสร้าง Data Center จะยิ่งเสริมโอกาสในการเติบโตของ Data Center ของบริษัท หลังจากที่ Data center แห่งแรกมีผู้เช่าเต็มแล้ว และมีกำไรปีละ 20-30 ล้านบาท บริษัทเริ่มสร้าง Data center แห่งที่ 2 ขนาด 600 racks (ใหญ่กว่าแห่งแรกที่ 348 racks) คาดเริ่มรับรู้รายได้ปี 2017 เป็นต้นไป และกำไรจาก Data center แห่งที่ 2 คาดเติบโต 100%/ปี ไปอีก 3 ปี ปัจจุบันบริษัทมีข้อตกลงการเช่า (Pre-sale) แล้ว 30% (200 racks) ซึ่งช่วยเพิ่มความมั่นใจว่ากำไรจะเป็นไปตามคาด

ต่อยอด Know-How ด้วยการรับงานติดตั้งโครงข่าย

บริษัทนำความชำนาญในการติดตั้งโครงข่ายโทรคมนาคมมาต่อยอด รับงาน turnkey จากกลุ่มผู้ประกอบการให้บริการด้านการสื่อสารและโทรคมนาคมทั้งภาครัฐและเอกชน ซึ่งมีการฝึกศึกษาเม็ดเงินลงทุนบรรดแบรนด์ไทยแก่นำแสงของไทย จะเติบโตเฉลี่ยปีละ 12% (CAGR 2015-18) ซึ่งรายได้ใน 1H16 และ backlog ที่จะรับรู้ในปีนี้ได้รองรับรายได้ที่เราคาดการณ์ในปี 2016 ไปแล้ว 85% และบริษัทอยู่ระหว่างการประมูลงานสร้าง Data center ของ PEA คาดจะรู้ผลการประมูลในปี

Sector: MAI

คำแนะนำพื้นฐาน: ซื้อ

เป้าหมายพื้นฐาน: 9.20 บาท

ราคา (IPO): 5.20 บาท

Key statistics

Market cap	-	-
12-mth price range	-	-
12-mth avg daily volume	-	-
# of shares (m)	500	
Est. free float (%)	33.4	
Foreign limit (%)	-	

FY Ended 31 Dec	2015	2016E	2017E	2018E
Revenues (Btm)	423	705	975	1,125
Net profit (Btm)	31	61	132	195
EPS (Bt)	0.10	0.12	0.26	0.39
EPS growth (%)	+251%	+18.7%	+117%	+48.0%
Core profit (Btm)	31	61	132	195
Core EPS (Bt)	0.06	0.12	0.26	0.39
Core EPS growth (%)	+111%	+97.8%	+117%	+48.0%
PER (x)	50.9	42.8	19.8	13.4
PBV (x)	4.8	1.9	1.8	1.7
Dividend (Bt)	0.00	0.05	0.11	0.16
Dividend yield (%)	0.0	0.9	2.0	3.0
ROE (%)	9.9	7.2	9.4	13.0

CG/Anti-Corruption

 N/A / -

วิกิจ ธีวรรณรัตน์ , นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน/ปัจจัยทางเทคนิค
Wikij.tir@bualuang.co.th
+662 618 1336

ธนัท พจน์เกษมสิน
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)	(511)	(681)	(750)
Gross profit	49	133	194	294	375
SG&A	(34)	(66)	(78)	(98)	(113)
EBIT	15	66	116	197	262
Interest expense	(13)	(39)	(57)	(54)	(51)
Other income/exp.	5	14	17	18	21
EBT	7	40	76	161	232
Corporate tax	2	(10)	(15)	(32)	(46)
After-tax net profit (loss)	9	31	61	129	186
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	61	132	195
Reported EPS	0.03	0.10	0.12	0.26	0.39
Fully diluted EPS	0.03	0.06	0.12	0.26	0.39
Core net profit	9	31	61	132	195
Core EPS	0.03	0.06	0.12	0.26	0.39
EBITDA	53	154	204	287	355

KEY RATIOS

Revenue growth (%)	2,052.8	82.9	66.5	38.3	15.4
Gross margin (%)	21.1	31.3	27.5	30.2	33.3
EBITDA margin (%)	23.0	36.4	28.9	29.5	31.6
Operating margin (%)	6.5	15.6	16.5	20.2	23.3
Net margin (%)	3.8	7.2	8.6	13.5	17.3
Core profit margin (%)	3.8	7.2	8.6	13.5	17.3
ROA (%)	0.7	1.4	2.4	4.8	6.5
ROCE (%)	1.1	1.9	2.8	5.5	7.6
Asset turnover (x)	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4
Current ratio (x)	0.2	0.3	1.2	1.5	1.6
Gearing ratio (x)	2.9	5.3	0.7	0.8	0.7
Interest coverage (x)	1.2	1.7	2.0	3.6	5.1

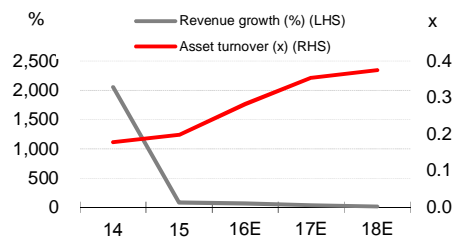
BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	15	111	144	378	454
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	2,565	2,940	3,067
Accounts payable	660	389	256	340	375
ST debts & current portion	438	907	92	92	92
Long-term debt	414	804	811	997	957
Other liabilities	41	8	45	70	86
Total liabilities	1,553	2,108	1,204	1,500	1,510
Paid-up capital	300	300	500	500	500
Share premium	0	0	800	800	800
Retained earnings	(7)	25	61	140	257
Shareholders equity	293	325	1,361	1,440	1,557
Minority interests	0	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	1,847	2,433	2,565	2,940	3,067

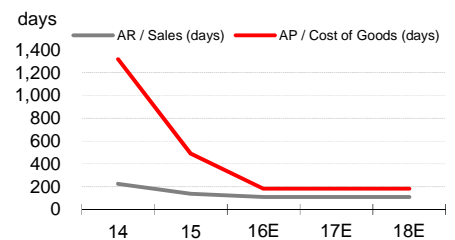
CASH FLOW (Btm)

Net income	9	31	61	132	195
Depreciation and amortization	38	88	88	91	93
Change in working capital	(199)	(33)	(52)	(81)	(45)
FX, non-cash adjustment & others	53	65	(133)	82	26
Cash flows from operating activities	(99)	150	(37)	223	268
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	(24)	(53)
Others	163	69	0	0	0
Cash flows from financing activities	600	784	223	162	(93)
Net change in cash	8	96	36	234	75
Free cash flow (Btm)	(756)	(756)	(187)	73	168
FCF per share (Bt)	(2.5)	(2.5)	(0.4)	0.1	0.3

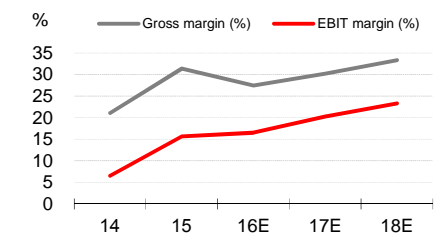
Revenue growth and asset turnover



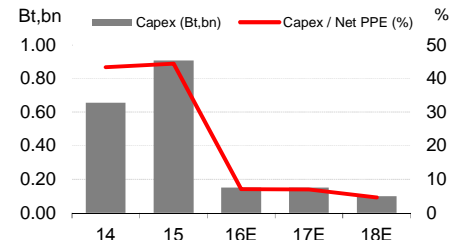
A/C receivable & A/C payable days



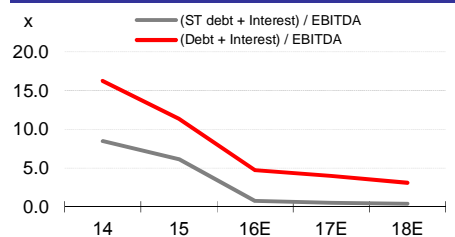
Profit margins



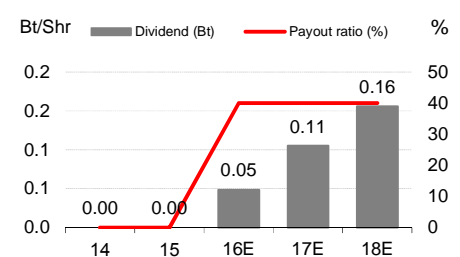
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



ITEL : Financial Tables – Quarter

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

KEY RATIOS

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

QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

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

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

Outlook

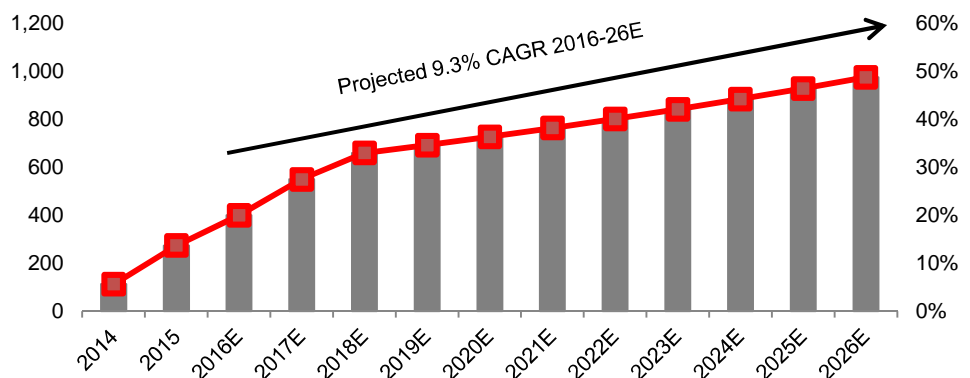
Positive #1—รายได้จากโครงข่ายทั่วประเทศ พร้อมด้วยอายุการใช้งานที่ยืนยาว

ITEL ดำเนินธุรกิจให้บริการโครงข่ายข้อมูลความเร็วสูง Interlink Fiber Optic ที่มีการเติบโตตามความต้องการการใช้งาน Big data และ Internet ความเร็วสูง รวมถึงการส่งสัญญาณ 4G ของผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ คิดเป็นรายได้หลักมากกว่า 50% โดยฐานลูกค้า คือ กลุ่มธุรกิจ (MAJOR, LH, ฮิวเลตต์-แพคการ์ด) กลุ่มสื่อสาร (CSL, INET, TRUE) กลุ่มการเงิน (KKP, บล.ยูโอบี เคย์เฮียน) และมหาวิทยาลัย

บริการโครงข่ายวงจรรสื่อสารข้อมูลความเร็วสูง (Data service) ผ่านโครงข่าย Interlink Fiber Optic Network ซึ่งจุดแข็งคือ **1**) ติดตั้งโครงข่ายบนเส้นทางรถไฟ ซึ่งเป็นเส้นทางที่แตกต่าง **2**) การให้บริการผ่านโครงข่ายใยแก้วนำแสงทั้งเส้นทาง **3**) ให้บริการได้ตรงตามความต้องการของลูกค้า (Customization) **4**) คุณภาพการให้บริการ Service Level Agreement (SLA) ในระดับ 99.9% **5**) การดูแลหลังการขายโดยทีมวิศวกร 100%

รายได้จากธุรกิจ Data service เติบโต 9.3%/ปี (CAGR 2016-26) อิงจาก utilization rate ที่คาดว่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นจาก 17-20% ในปัจจุบัน เป็น 50% ในปี 2027 ซึ่งเทียบเคียงกับรายงานของ ศูนย์วิจัยกสิกรไทย (ปีที่ 22 ฉบับที่ 2735 วันที่ 12 พฤษภาคม 2016) ใน Figure 9 ที่คาดเม็ดเงินลงทุนในบอร์ดแบนด์ใยแก้วนำแสงจะเติบโตเฉลี่ย 12%/ปี (CAGR 2015-18) ซึ่งเรามองว่าการเติบโตของเม็ดเงินลงทุนจะเป็นไปตามความต้องการใช้งานโครงข่าย

Figure 1 : Data service: Revenue projection (LHS) (Btm), Utilization rate (RHS)



Sources: Company data, Bualuang Research

Figure 2 : ประเภทการบริการ Data service และ อายุสัญญาเฉลี่ย

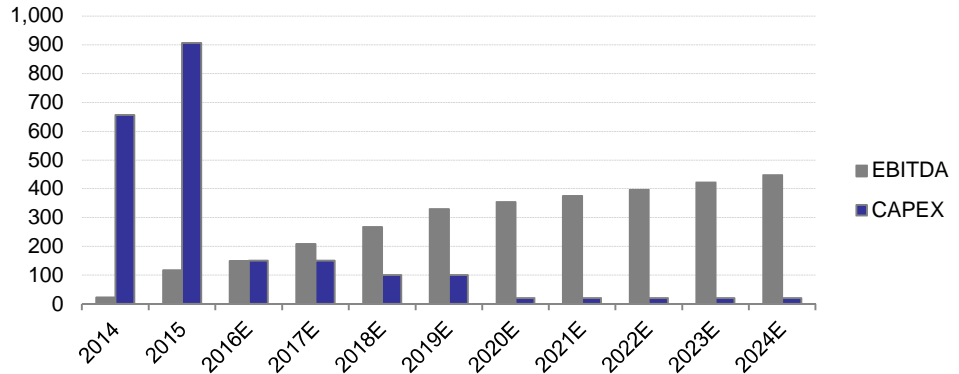
บริการ	Bandwidth	เทคโนโลยี	ลักษณะการใช้งาน	อายุสัญญาเฉลี่ยประมาณ
1. Interlink MPLS IP-VPN	1 Mbps - 10 Gbps	MPLS & DWDM	เชื่อมต่อระหว่างสำนักงานที่มีสาขา มากกว่า 2 แห่ง	15 เดือน
2. Interlink Wavelength	1 - 10 Gbps	DWDM	เชื่อมต่อ เพื่อรับ-ส่ง ข้อมูลขนาดใหญ่ ที่ต้องการ Bandwidth มากกว่า 1 Gbps ขึ้นไป	12 เดือน
3. Interlink Dark Fiber	Unlimited	-	เชื่อมต่อกับอุปกรณ์บริหารการรับ-ส่งข้อมูลของลูกค้าโดยตรง และลูกค้าจะเป็นผู้บริหารจัดการโครงข่ายเองทั้งหมด	18 เดือน
4. Interlink IPLC	1 Mbps - 10 Gbps	MPLS & DWDM	เชื่อมต่อกับโครงข่ายต่างประเทศ	12 เดือน

Sources: Company data

Positive #2—ต้นทุนส่วนใหญ่คงที่ รายได้ส่วนเพิ่มคือกำไร

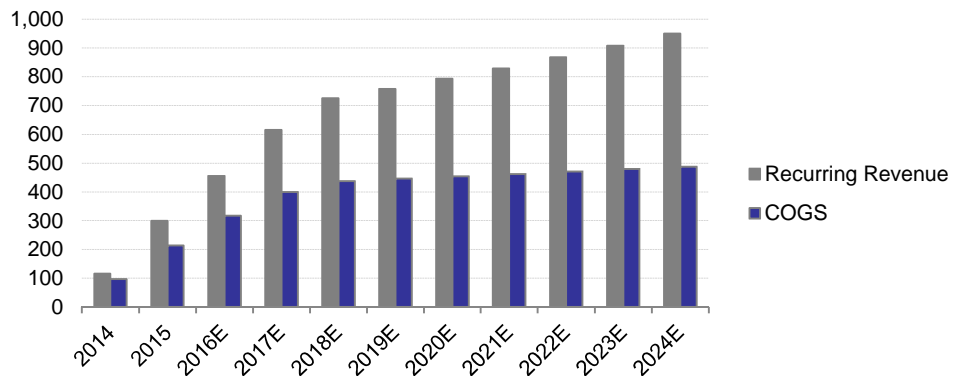
เนื่องจากต้นทุนส่วนใหญ่ของโครงข่าย Interlink Fiber Optic ได้ลงทุนไปเกือบหมดแล้วด้วยเงินลงทุนราว 1,800 ล้านบาท และมีความครอบคลุมถึง 75 จังหวัด จึงเหลือเพียงส่วน last mile ที่เดินสายไปสู่ลูกค้าเพิ่มเติม ซึ่งเรามองว่าจะใช้เงินลงทุนเพียงปีละ 20-50 ล้านบาท ในระยะยาวเท่านั้น และด้วย utilization rate ในปัจจุบันที่ราว 17-20% บริษัทสามารถทำกำไรในส่วนอัตรากำไรขั้นต้นได้ถึง 30% และเนื่องจากต้นทุนส่วนใหญ่เป็นต้นทุนคงที่ ได้แก่ ค่าเสื่อมราคา และอื่นๆ ซึ่งมากกว่า 50% ของต้นทุน เราจึงมองว่ารายได้ส่วนเพิ่มจากการเพิ่ม utilization rate จะเป็นส่วนที่เป็นกำไรและกระแสเงินสดให้กับบริษัทเกือบทั้งหมด

Figure 3 : EBITDA CAPEX profiles for recurring income business (Btm)



Sources: Company data, Bualuang Research

Figure 4 : Recurring Revenue vs cost for FY 2014-24 (Btm)



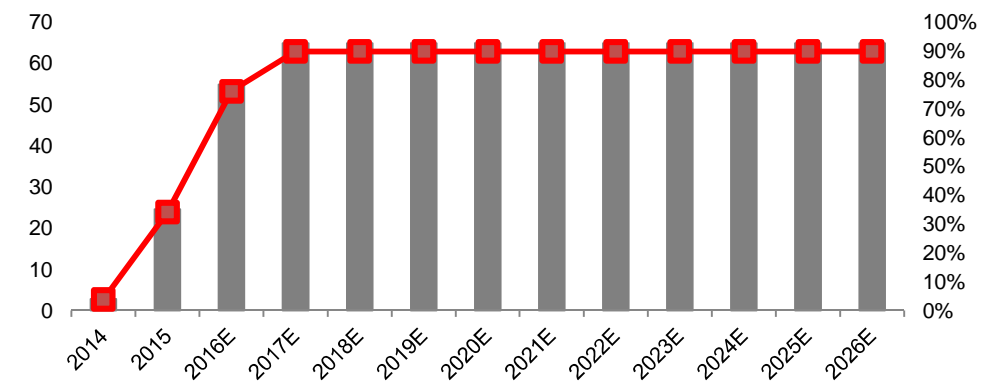
Sources: Company data, Bualuang Research

Positive #3—ธุรกิจพื้นที่ศูนย์ข้อมูล (Data center) เครื่องผลิตเงินสด

ศูนย์รับฝากข้อมูล Interlink Data Center ลูกค้าหลักได้แก่ ธนาคารออมสิน และ TMB ซึ่งศูนย์รับฝากข้อมูลเป็นพื้นที่สำหรับให้บริการให้พื้นที่เซิร์ฟเวอร์ พื้นที่วางเซิร์ฟเวอร์ศูนย์ และศูนย์สำรองข้อมูลฉุกเฉิน (Disaster Recovery) แก่องค์กรต่างๆ เพื่อให้บริการตามจุดประสงค์ต่างๆ มีขนาด 1,800 ตารางเมตร และมีจำนวนทั้งสิ้น 348 Racks ปัจจุบันมีสัญญาเช่าแล้วมากกว่า 85% คาดสร้างรายได้ให้กับบริษัทปีละประมาณ 60-70 ล้านบาท และกำไรราวปีละ 18-20 ล้านบาท โดย Data center ของบริษัทมีจุดแข็งคือ เป็น Data Center ที่ถูกสร้างขึ้นเพื่อให้เป็น Data Center โดยเฉพาะ ซึ่งก่อสร้างตามข้อกำหนดของ Data Center ประเภท TIER 3 และให้บริการตลอด 24 ชั่วโมง ทุกวันไม่มีวันหยุด โดยมีเสถียรภาพการให้บริการที่ระดับไม่ต่ำกว่า 99.982% และได้รับการรับรองคุณภาพตามมาตรฐาน ISO9001:2008 และ ISO27001

รายได้จาก Interlink Data Center 1 คาดที่ 55 และ 65 ล้านบาท ในปี 2016-17 ภายใต้สมมติฐานอัตราการใช้ (Occupancy rate) ที่ 76% ในปี 2016 และ 90% ในระยะยาว ซึ่งปัจจุบันบริษัทมีสัญญาเช่าแล้ว 85%

Figure 5 : Interlink Data center#1: Revenue projection (LHS) (Btm), Occupancy rate (RHS)



Sources: Company data, Bualuang Research

Figure 6 : Interlink Data Center function

ลักษณะการให้บริการพื้นที่ศูนย์ข้อมูลหรือดาต้าเซ็นเตอร์ (Data Center)

Co-Location

Virtual Server

Disaster Recovery Service

การออกแบบดาต้าเซ็นเตอร์ของบริษัทฯ

การก่อสร้างอาคาร	ระบบทำความเย็น	ระบบรักษาความปลอดภัย	ระบบการติดต่อสื่อสาร
<ul style="list-style-type: none"> สร้างตามข้อกำหนด Tier3 มีระบบสาธารณูปโภคสำรอง รองรับการเกิดเหตุร้าย 	<ul style="list-style-type: none"> ระบบทำความเย็นมีประสิทธิภาพ ควบคุมอุณหภูมิให้เหมาะสม มีระบบทำความเย็นสำรองหากเกิดอุบัติเหตุ 	<ul style="list-style-type: none"> มีระบบความปลอดภัยที่เชื่อถือได้ และได้รับการรับรองตามมาตรฐาน ISO 27001 	<ul style="list-style-type: none"> เป็นศูนย์รวมของโครงข่าย สามารถเชื่อมต่อกับผู้ให้บริการโครงข่ายได้หลายและสะดวกรวดเร็ว

Sources: Company data

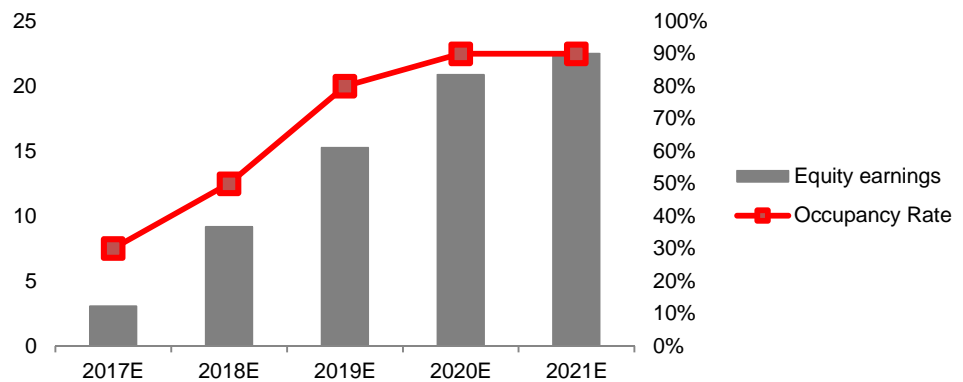
Positive #4— โครงการใหม่ เพิ่มโอกาสในการเติบโต

คาดโครงการ Data Center แห่งใหม่จะเป็นอีกหนึ่งปัจจัยหนุนการเติบโตในช่วงปี 2017-19 โดยบริษัทฯ ได้เข้าร่วมทำสัญญาเพื่อจัดตั้งบริษัทร่วมทุนกับบริษัท ดับบลิวเอชเอ อินโฟนิท โซลูติง จำกัด ("WHA") บริษัท แอ็ดวานซ์ อินฟอร์เมชัน เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน) ("AIT") เพื่อสร้างศูนย์ดาต้าเซ็นเตอร์ โดยจะถือหุ้นคนละ 33.33% ซึ่งทั้ง 3 บริษัทมีจุดแข็งที่แตกต่างกัน จึงเกิด synergy จาก 2 พันธมิตรที่เป็นผู้นำด้านเทคโนโลยีสารสนเทศ (ITEL และ AIT) และผู้นำในธุรกิจคลังสินค้า (WHA) ซึ่งมีที่ดินในโครงการ WHA Mega Logistics Center (ถนนบางนา-ตราด กม. 19) โดยดาต้าเซ็นเตอร์ แห่งใหม่นี้จะมีขนาด 600 racks ใหญ่กว่าแห่งแรกที่มีขนาด 348 racks

เรามองว่าการที่ภาครัฐให้การสนับสนุนการสร้าง Data Center จะยิ่งเสริมโอกาสในการเติบโตในทาง Data Center ของบริษัท อิงจากสำนักงานรัฐบาลอิเล็กทรอนิกส์ (องค์การมหาชน) หรือ สรอ. คาดว่า การทำศูนย์ข้อมูลแห่งชาติจะทำให้เกิดการลงทุนจากเอกชนในการทำศูนย์ข้อมูลราว 30,000 - 40,000 ล้านบาท ซึ่งจะช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจ สร้างงานใหม่ เช่น บุคลากรที่มีความรู้เกี่ยวกับศูนย์ข้อมูล และคลาวด์ นอกจากนี้ หน่วยงานรัฐจะยังได้ใช้ศูนย์ข้อมูลมาตรฐานเดียวกัน สามารถเชื่อมโยงข้อมูลกับหน่วยงานอื่นได้ และประชาชนได้ใช้บริการออนไลน์จากรัฐที่มีความเสถียร

คาดส่วนแบ่งกำไรจาก Data Center แห่งใหม่ที่ 3 และ 9 และ 15 ล้านบาท ในปี 2017-19 ตามลำดับ ภายใต้สมมติฐานอัตราการใช้ (Occupancy rate) ที่ 30% ในปี 2017 และ 50% ในปี 2018 และ 90% ในระยะยาว ซึ่งปัจจุบันบริษัทมีข้อตกลงการขาย (Pre-sale) แล้ว 30% ซึ่งช่วยจำกัดความเสี่ยงด้านล่างของประมาณการกำไรในปี 2017

Figure 7 : New data center: Equity earnings projection (LHS) (Btm), Occupancy rate (RHS)



Sources: Company data, Bualuang Research

Positive #5—ต่อยอด Know-How ด้วยการรับงานติดตั้งโครงข่าย

บริษัทนำความรู้ความสามารถในการติดตั้งโครงข่ายโทรคมนาคมมาต่อยอด ธุรกิจให้บริการติดตั้งโครงข่ายโทรคมนาคม เป็นการให้บริการแบบครบวงจร ตั้งแต่การให้บริการด้านการให้คำปรึกษา ออกแบบ และดำเนินการติดตั้งโครงข่ายที่เกี่ยวข้องกับระบบสื่อสารความเร็วสูง ซึ่งเป็นการนำเอาความรู้ ความเชี่ยวชาญของบุคลากร รวมถึงการทำให้เกิดประโยชน์สูงสุดจากบุคลากรในแต่ละพื้นที่ทั่วประเทศให้เกิดเป็นรายได้ ในลักษณะธุรกิจรับเหมาแบบ turnkey

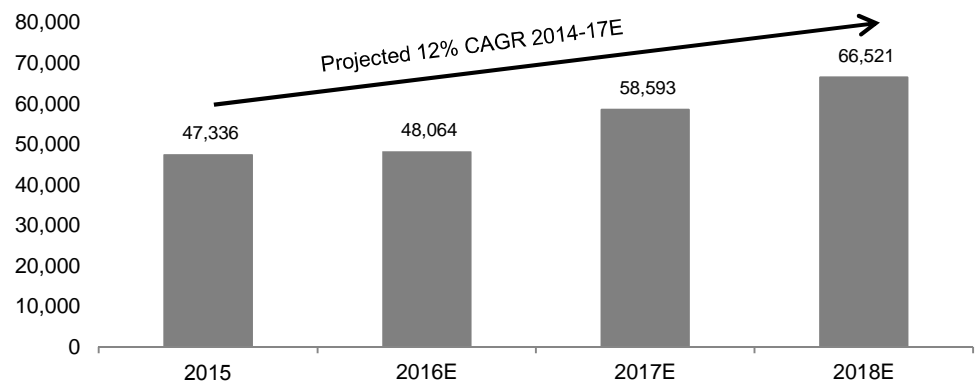
กลุ่มลูกค้าหลักของบริษัทฯ จะเป็นกลุ่มผู้ประกอบการธุรกิจให้บริการด้านการสื่อสารและโทรคมนาคมทั้งภาครัฐและเอกชน เช่น บริษัท กสท โทรคมนาคม จำกัด (มหาชน) บริษัท ซีเอส ล็อกซอินโฟ จำกัด (มหาชน) บริษัท ทู มูฟ จำกัด และบริษัท ทู ยูนิเวอร์แซล คอนเวอร์เจนซ์ จำกัด เป็นต้น และรวมถึงการไฟฟ้านครหลวง ซึ่งเป็นผู้ได้รับใบอนุญาตประกอบกิจการโทรคมนาคมประเภทที่ 3 ด้วย

รายได้จากธุรกิจรับเหมา ที่ 250 และ 360 และ 400 ล้านบาท ในปี 2016-18 ตามลำดับ โดยปัจจุบัน รายได้ใน 1H16 และ backlog ที่จะรับรู้ในปีนี้ได้รองรับรายได้ที่เราคาดการณ์ในปี 2016 ไปแล้ว 85% ซึ่งส่วนที่เหลือคาดว่าจะมาจากงานสร้าง Data center ของ PEA คาดจะรู้ผลการประมูลในปีนี้ และงานอื่นๆ รายงานของ ศูนย์วิจัยกสิกรไทย (ปีที่ 22 ฉบับที่ 2735 วันที่ 12 พฤษภาคม 2016) ใน Figure 9 ที่คาดเม็ดเงินลงทุนในบอร์ดแบนด์ใยแก้วนำแสงจะเติบโตในเฉลี่ย 12%/ปี (CAGR 2015-18)

Figure 8 : งานที่บริษัทได้รับ

โครงการ	ชื่อลูกค้า	ระยะเวลา	มูลค่าโครงการ (ล้านบาท)
1. โครงการติดตั้ง ADSS Optical Fiber Cable รองรับ FRTU สำหรับโครงการ DMS*	การไฟฟ้านครหลวง	2557-2558	133.00
2. โครงการสร้างและ/หรือปรับปรุงข่ายสายสัญญาณโทรคมนาคม	บริษัท ทู มูฟ จำกัด	2558-ปัจจุบัน	180.00

Sources: Company data

Figure 9 : คาดการณ์เม็ดเงินลงทุน broadband โดยก้าวหน้าแสงของไทย (Btm)


Sources: ศูนย์วิจัยกสิกรไทย (ปีที่ 22 ฉบับที่ 2735 วันที่ 12 พฤษภาคม 2016) (as cited in Company data)

Recommendation

เราเริ่มคำแนะนำ "ซื้อ" ITEL ราคาเป้าหมาย 9.20 บาท (และคาดการณ์ Bull case ขึ้นไปได้ถึง 15 บาท) อิงจาก P/E ของหุ้นที่เป็น Recurring Income High Growth เช่น FSMART ที่เคยเทรด สูงราว 60 เท่า เมื่อตอนเพิ่งเข้าตลาด) ปีจ้จยหนนคือ กำไรที่ติขึ้นอย่างต่อเนื่อง เราคาดเติบโตเฉลี่ย 78%/ปี ในช่วง 2016-18 (CAGR) โดยเป็นการเติบโตของรายได้ต่อเนื่อง (Recurring Income) จากรายได้ค่าเช่าโครงข่าย Interlink Fiber Optic ทั่วประเทศ คาดจะเติบโตสูง 30%/ปี ในช่วง 2016-18 (CAGR) จากการใช้งาน Big data และ Internet ความเร็วสูง และ 4G ที่มีการเติบโตแบบ Exponential และต้นทุนส่วนใหญ่เป็นต้นทุนคงที่ รายได้ส่วนเพิ่มจากการเพิ่ม Utilization Rate จะเป็นส่วนที่เป็นกำไรและกระแสเงินสดให้กับบริษัทเกือบทั้งหมด

เราคาดกำไรปี 2016-18 ที่ 61 และ 132 และ 195 ล้านบาท ตามลำดับ คิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ย 78%/ปี (CAGR 2016-18) เราได้ราคาเป้าหมายที่ 9.20 บาท/หุ้น (เทียบ P/E 35 เท่า ในปี 2017 และลดลงเหลือ 23 เท่า ในปี 2018 หรือ PEG เพียง 0.45 เท่า เพราะคาดกำไรเติบโตเฉลี่ย 78%/ปี ในช่วง 2016-18 CAGR) เราใช้การประเมินด้วยวิธีส่วนรวมมูลค่ากิจการ (Sum-of-the-parts) จากวิธี DCF ในส่วนธุรกิจ Data service และ Data center และประเมินส่วนธุรกิจรับเหมามาด้วยวิธี P/E เทียบค่าเฉลี่ยกลุ่มอุตสาหกรรมที่ใกล้เคียงกัน

Figure 10 : Sum-of-the-parts valuation

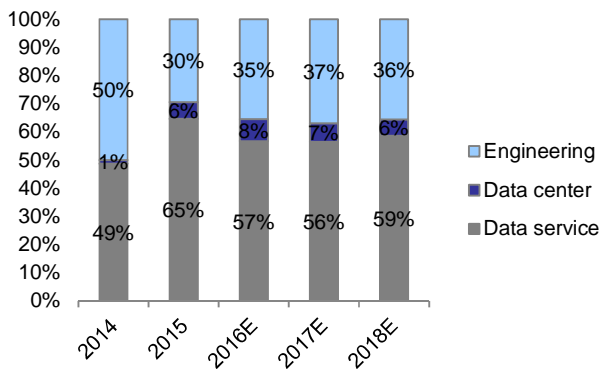
	YE17
Data service and Data center 1	6.41
New Data center (JV)	0.39
Engineering	2.40
Sum-of-the-parts value	9.20

Sources: Bualuang Research

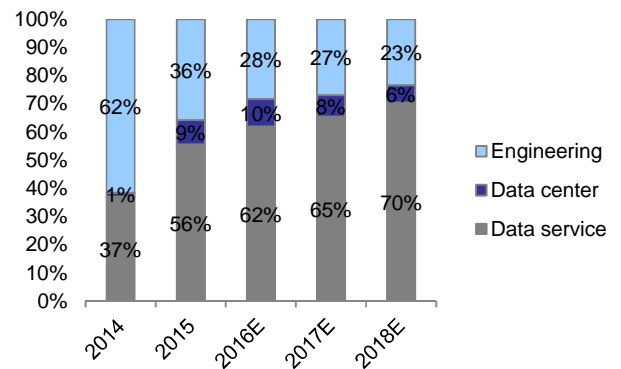
Figure 11 : Price target sensitivity to P/E based on 2017 EPS

	2017E						
EPS	0.26						
P/E	30.0	31.0	32.0	33.0	34.0	35.0	36.0
Target Price	7.80	8.06	8.32	8.58	8.84	9.10	9.36
PEG equivalent	0.38	0.40	0.41	0.42	0.44	0.45	0.46

Sources: Bualuang Research

Figure 12 : Revenue mixed


Sources: Company data, Bualuang Research

Figure 13 : Gross profit mixed


Sources: Company data, Bualuang Research

Figure 14 : ITEL's Profitability analysis

	ROA	ROE	Gross Profit Margin	EBITDA margin	Net Profit Margin
2014	0.7%	3.0%	21.1%	23.0%	3.8%
2015	1.9%	13.3%	31.3%	38.8%	9.7%
2016E	2.4%	7.2%	27.5%	28.9%	8.6%
2017E	4.8%	9.4%	30.2%	29.5%	13.5%
2018E	6.5%	13.0%	33.3%	31.6%	17.3%

Sources: Company data, Bualuang Research

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	THB11.50	1,810	12.6	11.4	6.2	10.2	1.1	1.1	8.8	9.7	8.1	8.8
Interlink Communication	ILINK TB	THB21.50	223	27.0	17.5	-2.0	54.2	3.5	3.1	13.6	18.8	1.5	2.3
Symphony Communication	SYMC TB	THB8.25	77	10.3	6.9	128.1	50.0	n.a.	n.a.	18.1	24.9	n.a.	n.a.
CS Loxinfo	CSL TB	THB5.85	100	11.0	11.3	11.3	8.5	4.9	4.7	46.2	36.2	7.6	6.2
ALT Telecom	ALT TB	THB7.50	215	25.0	18.3	-16.7	36.7	3.6	3.2	22.6	18.4	1.6	2.1
Advanced Information Technology	AIT TB	THB24.70	146	9.1	8.8	0.6	6.6	1.7	1.6	18.4	18.3	8.2	7.4
Simple average				15.8	12.4	21.3	27.7	3.0	2.7	21	21.0	5.4	5.4

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
	RJH, ITEL

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

Anti-Corruption Progress Indicator

Level	Description
5	Extended
4	Certified
3B	Established by Commitment and Policy
3A	Established by Declaration of Intent
2	Declared
1	Committed
Partially progress	Partially progress
No progress	No progress

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.

“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.