

# อินเตอร์ลิงค์ เทเลคอม

ITEL TB / ITELm.BK

15 ธันวาคม 2559

## โมเดลธุรกิจแข็งแกร่งหนุนการเติบโต

### ประเด็นการลงทุน

การประกาศงาน O&M โครงการ Fiber Optic มูลค่า 125 ล้านบาท คาดจะเป็น Positive Surprise เพราะเป็นโมเดลธุรกิจที่เปลี่ยนจากการแบกต้นทุนมาเป็นหากำไร ซึ่งบริษัทมีโอกาสขยายธุรกิจ O&M เพิ่มอีกในอนาคต สำหรับให้เข้า Fiber คาดตลาดจะเริ่มให้มูลค่ากับกำไรที่ได้จากลูกค้าใหม่เมื่อเห็นรายได้เติบโตต่อเนื่องทุกไตรมาส โดยใน 4Q16-1Q17 นี้ จะเริ่มให้บริการกับ mobile operator รายใหม่ และลูกค้าร้านสะดวกซื้อที่ได้สัญญาไปแล้วกว่า 1,000 สาขา ในขณะที่การเติบโตระยะยาวมีโอกาสมากกว่าคาดจากแผนธุรกิจเชิงรุก และโอกาสที่เข้าไปขายการเชื่อมต่อกับตู้ ATM ที่อยู่หน้าร้านสะดวกซื้อที่บริษัทมีวงจรเชื่อมต่ออยู่แล้ว

### ได้รับงาน O&M โครงการ เปลี่ยนต้นทุนเป็นกำไร

กลุ่มบริษัทเป็นผู้เสนอราคาต่ำสุดในงานซ่อมบำรุง (O&M) โครงการ Fiber Optic จำนวน 2 สัญญา มูลค่า 125 ล้านบาท ของการไฟฟ้าส่วนภูมิภาค (PEA) เรามองว่าเป็นการโมเดลธุรกิจที่เพิ่มศักยภาพในการทำกำไรให้กับบริษัท เพราะบริษัทมีหน่วยงานวิศวกรรมของที่ใช้ในการดูแลโครงการของตัวเองอยู่แล้ว (เดิมบริษัทต้องแบกต้นทุนหน่วยงานนี้) ซึ่งสามารถนำมาหารายได้ด้วยการรับจ้าง O&M โครงการให้กับลูกค้าได้ ซึ่งเรามองว่าบริษัทมีโอกาสขยายธุรกิจ O&M เพิ่มในอนาคต ซึ่งจะเป็นกระแสรายได้ต่อเนื่องเพิ่มอีกช่องทางหนึ่ง

### ค่าเช่าโครงข่าย เดิมโตสูงจากลูกค้าใหม่

เรามีความมั่นใจในการเติบโตของรายได้ค่าเช่าโครงข่าย Fiber Optic คาดราว 40%YoY ในปี 2017 (ซึ่งจะมาจากหาราคาลูกค้าใหม่เข้ามาเพิ่ม utilization rate หนุนรายได้เติบโตราว 8-10%QoQ ในทุกไตรมาส) โดยใน 4Q16 จะเริ่มรับรู้รายได้จาก mobile operator รายใหม่ที่เข้ามาเช่าโครงข่าย Interlink Dark Fiber ในเส้นทางภาคใต้เพิ่มขึ้น และไปจนถึง 1Q17 คาดจะเติบโตจากการรับรู้รายได้ของลูกค้าที่เป็นร้านสะดวกซื้อ ปัจจุบันบริษัทได้รับสัญญาเข้ามาราว 1,000 สาขา ซึ่งมีโอกาสที่จะได้รับสัญญาเพิ่มจวงจรของจำนวนสาขาเพิ่มขึ้นในอนาคต นอกจากนี้ยังมีโอกาสที่เข้าไปขายการเชื่อมต่อกับตู้ ATM ที่อยู่หน้าร้านสะดวกซื้อที่บริษัทมีวงจรเชื่อมต่ออยู่แล้ว

### อัปเดตต่อประมาณการจากแผนธุรกิจเชิงรุก

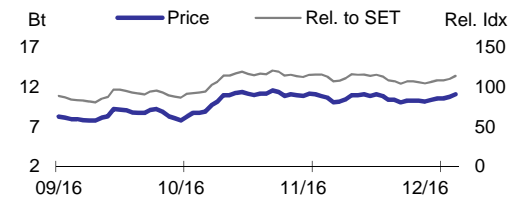
การเติบโตในระยะยาวมีโอกาสมากกว่าคาด ซึ่งบริษัทวางแผนเพิ่ม utilization rate เป็น 50% ภายใน 5 ปี ซึ่งมากกว่าที่เราคาดการณ์ที่ u-rate 35% ใน 5 ปี (จากปัจจุบันที่ราว 17%) และวางแผนขยับ market share เพิ่มขึ้นเป็น 17% จากปัจจุบันอยู่ที่ 9% หรือขยับขึ้นเป็นอันดับ 4 (รายได้ใหญ่ได้แก่ mobile operator และ CAT/TOT) ปัจจุบันบริษัทมีลูกค้าราว 310 ราย คิดเป็นจำนวน 6,000 จวงจร ซึ่งเพิ่มขึ้นจาก ลูกค้า 242 ราย และ 2,900 จวงจรในปีที่แล้ว

เรามองว่าจุดแข็งของโครงข่าย Interlink Fiber Optic คือมีความครอบคลุมถึง 75 จังหวัด ทั้งในส่วนของ Core backbone (ตามเส้นทางรถไฟ) และ Last mile (ตามเส้นทางถนน) ช่วยให้สามารถให้บริการกับลูกค้าที่มีสาขากระจายตัวทั่วประเทศได้ และคุณภาพ SLA ที่สูงถึง 99.9985% เป็นเวลาหลายปี บริษัทจึงมีความได้เปรียบในการแข่งขัน คาดจะเป็นปัจจัยหนุนให้รายได้มีการเติบโตอย่างต่อเนื่อง

### Sector: MAI

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**  
เป้าหมายพื้นฐาน: 15.00 บาท  
ราคา (14/12/59): 11.10 บาท

### Price chart

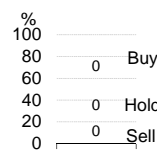


Share price perf. (%)	1M	3M	12M
Relative to SET	6.9	34.4	-
Absolute	9.9	38.8	-

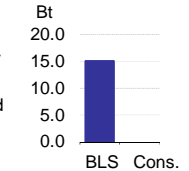
### Key statistics

Market cap	Bt5.6bn	USD0.2bn
12-mth price range	Bt7.0/Bt11.7	
12-mth avg daily volume	Bt36m	USD1.0m
# of shares (m)	500	
Est. free float (%)	33.4	
Foreign limit (%)	49.0	

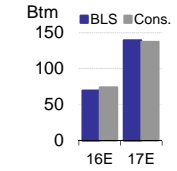
### Consensus rating



### 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 growth (%)	+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 growth (%)	+111%	+127%	+100%	+44.3%
PER (x)	50.9	78.1	39.0	27.0
PBV (x)	4.8	4.0	3.8	3.5
Dividend (Bt)	0.00	0.06	0.11	0.16
Dividend yield (%)	0.0	0.5	1.0	1.5
ROE (%)	9.9	8.2	9.9	13.3

### CG/Anti-Corruption

N/A / -

วิกิจ ธีรธรรมรัตน์ , 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)
<b>Gross profit</b>	<b>49</b>	<b>133</b>	<b>197</b>	<b>298</b>	<b>378</b>
SG&A	(34)	(66)	(71)	(98)	(113)
<b>EBIT</b>	<b>15</b>	<b>66</b>	<b>127</b>	<b>200</b>	<b>266</b>
Interest expense	(13)	(39)	(57)	(50)	(47)
Other income/exp.	5	14	18	20	22
<b>EBT</b>	<b>7</b>	<b>40</b>	<b>87</b>	<b>171</b>	<b>240</b>
Corporate tax	2	(10)	(17)	(34)	(48)
<b>After-tax net profit (loss)</b>	<b>9</b>	<b>31</b>	<b>70</b>	<b>137</b>	<b>192</b>
Minority interest	0	0	0	0	0
Equity earnings from affiliates	0	0	0	3	9
Extra items	0	0	0	0	0
<b>Net profit (loss)</b>	<b>9</b>	<b>31</b>	<b>70</b>	<b>140</b>	<b>202</b>
Reported EPS	0.03	0.10	0.14	0.28	0.40
<b>Fully diluted EPS</b>	<b>0.03</b>	<b>0.06</b>	<b>0.14</b>	<b>0.28</b>	<b>0.40</b>
<b>Core net profit</b>	<b>9</b>	<b>31</b>	<b>70</b>	<b>140</b>	<b>202</b>
Core EPS	0.03	0.06	0.14	0.28	0.40
<b>EBITDA</b>	<b>53</b>	<b>154</b>	<b>214</b>	<b>291</b>	<b>359</b>

### 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

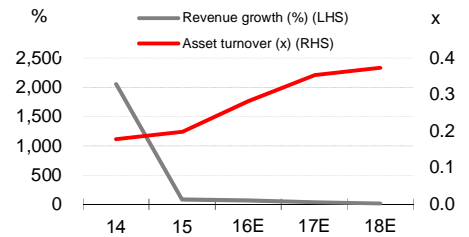
### BALANCE SHEET (Btm)

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
<b>Total assets</b>	<b>1,847</b>	<b>2,433</b>	<b>2,573</b>	<b>2,952</b>	<b>3,083</b>
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
<b>Total liabilities</b>	<b>1,553</b>	<b>2,108</b>	<b>1,206</b>	<b>1,501</b>	<b>1,511</b>
Paid-up capital	300	300	500	500	500
Share premium	0	0	800	800	800
Retained earnings	(7)	25	67	151	272
<b>Shareholders equity</b>	<b>293</b>	<b>325</b>	<b>1,367</b>	<b>1,451</b>	<b>1,572</b>
Minority interests	0	0	0	0	0
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>1,847</b>	<b>2,433</b>	<b>2,573</b>	<b>2,952</b>	<b>3,083</b>

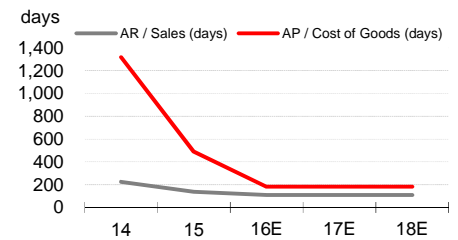
### CASH FLOW (Btm)

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
<b>Cash flows from operating activities</b>	<b>(99)</b>	<b>150</b>	<b>(30)</b>	<b>231</b>	<b>275</b>
Capex (Invest)/Divest	(657)	(907)	(150)	(150)	(100)
Others	163	69	0	0	0
<b>Cash flows from investing activities</b>	<b>(494)</b>	<b>(838)</b>	<b>(150)</b>	<b>(150)</b>	<b>(100)</b>
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
<b>Cash flows from financing activities</b>	<b>600</b>	<b>784</b>	<b>223</b>	<b>158</b>	<b>(96)</b>
Net change in cash	8	96	43	239	79
<b>Free cash flow (Btm)</b>	<b>(756)</b>	<b>(756)</b>	<b>(180)</b>	<b>81</b>	<b>175</b>
<b>FCF per share (Bt)</b>	<b>(2.5)</b>	<b>(2.5)</b>	<b>(0.4)</b>	<b>0.2</b>	<b>0.4</b>

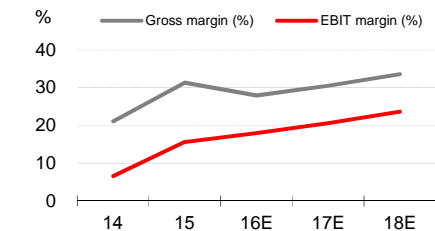
### Revenue growth and asset turnover



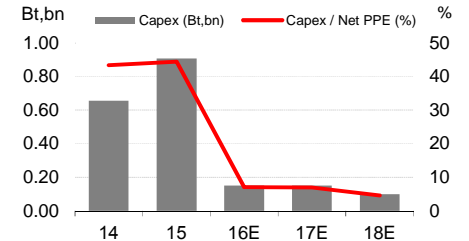
### A/C receivable & A/C payable days



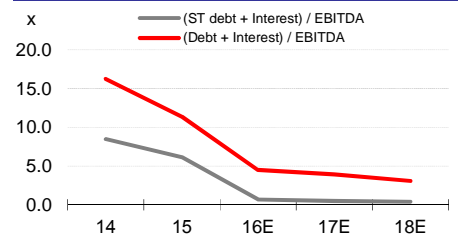
### Profit margins



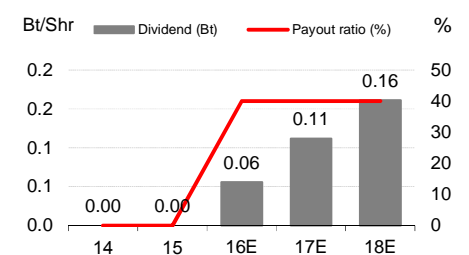
### Capital expenditure



### 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)
<b>EBIT</b>	<b>23</b>	<b>38</b>	<b>26</b>
Interest expense	(13)	(13)	(14)
Other income/exp.	5	5	5
<b>EBT</b>	<b>15</b>	<b>30</b>	<b>17</b>
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
<b>Net profit (loss)</b>	<b>12</b>	<b>24</b>	<b>20</b>
Reported EPS	0.04	0.08	0.06
<b>Fully diluted EPS</b>	<b>0.02</b>	<b>0.05</b>	<b>0.04</b>
<b>Core net profit</b>	<b>12</b>	<b>24</b>	<b>20</b>
Core EPS	0.04	0.08	0.04
<b>EBITDA</b>	<b>50</b>	<b>66</b>	<b>56</b>

### 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
<b>Total assets</b>	<b>2,511</b>	<b>2,697</b>	<b>3,296</b>
Accounts payable	392	443	528
ST debts & current portion	932	964	381
Long-term debt	839	913	991
Other liabilities	11	16	7
<b>Total liabilities</b>	<b>2,174</b>	<b>2,336</b>	<b>1,907</b>
Paid-up capital	300	300	500
Share premium	0	0	809
Retained earnings	37	61	81
<b>Shareholders equity</b>	<b>337</b>	<b>361</b>	<b>1,389</b>
Minority interests	0	0	0
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>2,511</b>	<b>2,697</b>	<b>3,296</b>

### Company profile

บริษัท อินเทอร์เน็ต เอ็นจิเนียริ่ง 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	THB11.90	1,834	12.7	11.8	8.8	7.6	1.1	1.1	9.0	9.7	8.1	8.5
Interlink Communication	ILINK TB	THB19.50	198	27.1	17.6	-2.0	54.2	3.5	3.1	13.6	18.8	1.5	2.3
Symphony Communication	SYMC TB	THB7.80	71	9.8	6.5	128.1	50.0	n.a.	n.a.	18.1	24.9	n.a.	n.a.
CS Loxinfo	CSL TB	THB6.00	100	12.0	13.0	n.a.	n.a.	5.0	5.0	43.5	36.0	n.a.	n.a.
ALT Telecom	ALT TB	THB9.25	259	30.8	23.7	-22.2	35.7	4.8	4.3	19.5	18.6	1.5	1.7
Advanced Information Technology	AIT TB	THB24.80	143	11.8	10.8	-12.8	10.0	1.8	1.7	16.2	17.1	6.5	6.5
<b>Simple average</b>				<b>17.4</b>	<b>13.9</b>	<b>20.0</b>	<b>31.5</b>	<b>3.2</b>	<b>3.0</b>	<b>20</b>	<b>20.8</b>	<b>4.4</b>	<b>4.7</b>

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.