

14 June 2022

# Interlink Telecom

## Riding on a new wave

Sector: ICT

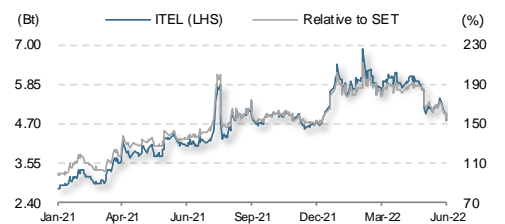
Bloomberg ticker	ITEL TB
Recommendation	BUY
Current price	Bt4.58
Target price	Bt6.80
Upside/Downside	+48%
EPS revision	-

Bloomberg target price	Bt7.35
Bloomberg consensus	Buy 5 / Hold 0 / Sell 0

<b>Stock data</b>	
Stock price 1-year high/low	Bt7.05 / Bt4.52
Market cap. (Bt mn)	6,307
Shares outstanding (mn)	1,314
Avg. daily turnover (Bt mn)	150
Free float	49%
CG rating	Excellent
ESG rating	-

<b>Financial &amp; valuation highlights</b>				
FY: Dec (Bt mn)	2020A	2021A	2022E	2023E
Revenue	2,021	2,466	3,178	3,559
EBITDA	685	784	921	1,021
Net profit	184	251	324	397
EPS (Bt)	0.18	0.20	0.23	0.26
Growth	0.0%	11.1%	15.8%	11.2%
Core EPS (Bt)	0.16	0.20	0.23	0.26
EBITDA	-10.2%	23.7%	15.8%	11.2%
DPS (Bt)	0.00	0.00	0.00	0.00
Div. yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
PER (x)	28.3	30.5	19.8	17.8
Core PER (x)	31.5	30.5	19.8	17.8
EV/EBITDA (x)	13.3	14.6	9.6	9.3
PBV (x)	2.8	2.6	1.5	1.5

<b>Bloomberg consensus</b>				
Net profit	184	251	332	417
EPS (Bt)	0.18	0.23	0.22	0.25



Source: Aspen

<b>Price performance</b>	<b>1M</b>	<b>3M</b>	<b>6M</b>	<b>12M</b>
Absolute	-15.8%	-16.5%	3.0%	10.6%
Relative to SET	-16.4%	-15.6%	2.1%	10.1%

<b>Major shareholders</b>	<b>Holding</b>
1. Interlink Communication Plc.	48.44%
2. The Hongkong and Shanghai Banking Corporation	3.30%
3. Thai NVDR	2.36%

Analyst: Poonpat Chaikumhan, CFA (Reg. no. 038730)

เราเริ่มต้นจัดทำบทวิเคราะห์ ITEL ด้วยคำแนะนำ “ซื้อ” และราคาเป้าหมายที่ 6.80 บาท อิง DCF (WACC 6.6% TG 3.0%) ITEL เป็นหนึ่งในบริษัทที่ได้ประโยชน์โดยตรงจากการเข้าสู่ยุค digital economy โดย 1) คาดรายได้ธุรกิจ Data service (Fiber optic) จะขยายตัว +12% 2021-23E CAGR จากการเข้าสู่ยุค 5G ที่ปริมาณการใช้ data ในช่วงแรกมีมากกว่า 4G ถึง 2.7x, 2) ธุรกิจ Data center แห่งที่สองอยู่ระหว่างขยายจาก 0.6MW เป็น 4.0MW และกำลังศึกษาเพิ่มเติมอีก 20MW ที่มีเป้าหมายในการดึงลูกค้าใหม่เข้ามาให้บริการในอนาคต โดยการสนับสนุนของ partner ใหม่ ETIX Everywhere ผู้ให้บริการ data center ระดับโลก และ 3) ธุรกิจ Installation ยังคงมีงานอย่างต่อเนื่อง จากโครงการโครงสร้างพื้นฐานที่จำเป็นในการเข้าสู่ยุค digital economy ทั้งนี้เราประเมินกำไรสุทธิปี 2022E ที่ 324 ล้านบาท (+29% YoY) หนุนโดยการเติบโตของทุกสายงาน

ราคาหุ้น underperform SET ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมาราว -16% คาดจากปัจจัยทางด้าน macro (สงคราม, เงินเฟ้อ, แนวโน้มการปรับดอกเบี้ย ซึ่งทำให้ภาพการเติบโตชะลอตัวลง) อย่างไรก็ตามเราประเมินราคาหุ้นจะสามารถกลับมา outperform SET ได้ จากการเข้าสู่ Digital economy ปัจจุบันราคาหุ้นเทรดอยู่ที่ PER 20x ยัง laggard peers ที่ทำธุรกิจใกล้เคียงกันซึ่งเทรดบนค่าเฉลี่ยราว 30x โดย Key catalyst คือการใช้งาน data ที่มากขึ้นในยุค 5G ทั้งนี้โดยเราประเมินส่วนแบ่งกำไรที่เพิ่มขึ้นจาก data center 4MW+20MW หากสำเร็จอยู่ที่ราว 250-300 ล้านบาทต่อปี หรือเป็น upside กว่า 70% ต่อประมาณการกำไรปี 2023E ดังนั้นหุ้นควรเทรดที่ premium จากประเด็นดังกล่าว

### KEY HIGHLIGHTS

- **ยุค 5G ดันธุรกิจ Data Service โตแข็งแกร่ง** บริษัทมีโครงข่าย fiber optic ครอบคลุม 75 จังหวัดทั่วประเทศ ปัจจุบันมี utilization rate ราว 60% รายได้เติบโตเฉลี่ยย้อนหลัง CAGR 2017-21 อยู่ที่ +24% โตโดดเด่นตามการใช้งาน data ที่เพิ่มขึ้นจากการเปลี่ยนผ่านยุค 3G-4G ในขณะที่ปัจจุบันประเทศไทยกำลังก้าวเข้าสู่ยุค 5G โดยมีการศึกษาพบว่าการใช้งาน data มีมากกว่า 4G ถึง 2.7X ในระยะเริ่มต้นและมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นในระยะยาว จะเป็นปัจจัยหนุนให้รายได้ในส่วนของ data service เติบโตได้ดีต่อเนื่องในอนาคต
- **ธุรกิจ Data Center ร่วมกับพันธมิตรใหม่ ต่อยอดการเติบโตระยะยาว** ธุรกิจ Data Center แห่งแรกขนาดราว 1.4MW มี utilization rate ที่ 95% ประสบความสำเร็จด้วยดี ในขณะที่แห่งที่ 2 ขนาด 0.6MW ได้พันธมิตรอย่าง Etix Everywhere ซึ่งลงทุน data center ระดับโลกเข้ามา คาดจะช่วยให้บริษัทขยายฐานลูกค้าได้อย่างรวดเร็วจากฐานลูกค้าของพันธมิตร โดยเฉพาะอย่างยิ่งผู้ใช้คลาวด์ในต่างประเทศที่ต้องการใช้ไทยเป็นฐานที่ตั้ง โดยปัจจุบันมีแผนขยาย data center เพิ่มเป็น 4MW และอยู่ระหว่างศึกษาเพิ่มเติมแห่งใหม่อีก 20MW
- **Backlog ในระดับสูงหนุนธุรกิจ Installation โตเด่น** ปัจจุบันมี backlog รอรับรายได้สูงกว่า 1.3 พันล้านบาท โดยกว่า 90% จะรับรู้รายได้ในปี 2022E เติบโตอย่างน้อย +17% YoY ในขณะที่มีโอกาสเกิด upside จากการดำเนินงานเพิ่มเติมในช่วงที่เหลือโดยบริษัทตั้งเป้าได้งานเพิ่มเติมราว 2.0 พันล้านบาท นอกจากนี้บริษัทยังเข้าลงทุนใน Blue Solution (51%) ผู้ประกอบธุรกิจ system integrator โดยผู้บริหารคาดว่าจะสามารถรับรู้รายได้ในปี 2022E ราว 400-700 ล้านบาท
- **ผลประกอบการเติบโตโดดเด่น** ประเมินกำไรสุทธิปี 2022E ที่ 324 ล้านบาท (+29% YoY, EPS +16% จากสมมติฐานแปลง ITEL-W3 ทั้งหมด ณ สิ้นปี 2022E) โดยรายได้รวมประเมินที่ 3.2 พันล้านบาท (+29% YoY) หนุนโดยการเติบโตของทุกสายงานผลักดันจากธีม digital economy ในขณะที่ GPM คาดที่ 21% (-40bps YoY) จากสัดส่วนรายได้งาน installation (GPM ต่ำ) ที่มากขึ้น ในขณะที่ SG&A อยู่ที่ 139 ล้านบาท (+23% YoY) ตามการขยายตัวของธุรกิจ (SG&A to sales ที่ 4% (-20bps YoY) ประโยชน์จาก economy of scale)

### Valuation/Catalyst/Risk

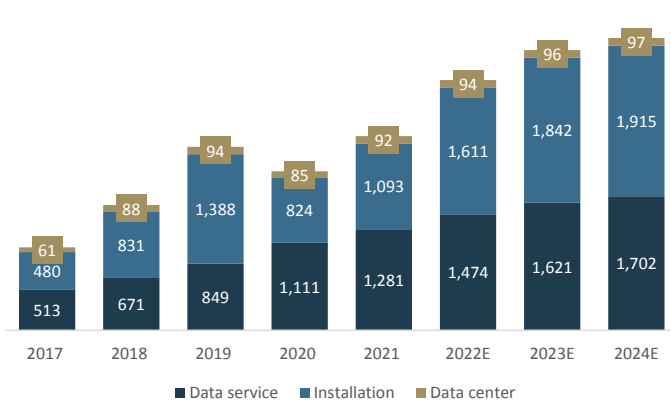
ราคาเป้าหมายที่ 6.80 บาท อิงวิธี DCF (WACC 6.4%, TG 3%) หรือเทียบเท่า implied PER 29X (ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี +0.25SD) และใกล้เคียงค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมที่เทรดราว 30X Key catalyst คือการเข้าสู่ digital economy หนุนความต้องการบริการของบริษัทให้สูงขึ้น

Disclaimer: This report has been prepared by KTBST Securities PCL (KTBST). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, KTBST makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. KTBST has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, KTBST does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without permission of KTBST. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

## COMPANY PROFILE

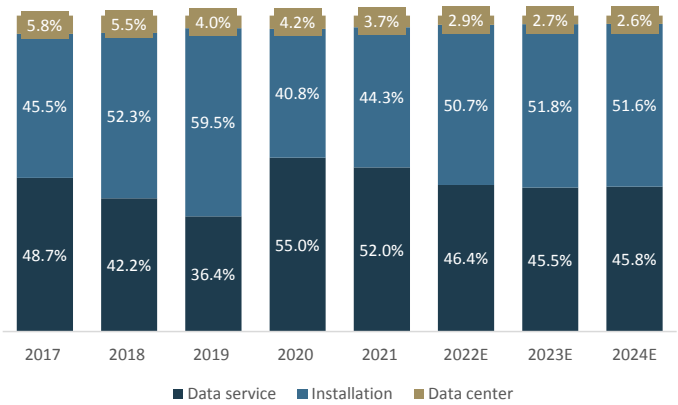
บริษัท อินเทอร์เน็ต เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน) หรือ ITEL ประกอบธุรกิจ 1) ให้บริการโครงข่ายโทรคมนาคมประเภทโครงข่ายเคเบิลใยแก้วนำแสง (Data Service) โดยได้รับใบอนุญาตประกอบกิจการโทรคมนาคมแบบที่ 3 ประเภทมีโครงข่ายเป็นของตนเอง 2) ให้บริการติดตั้งโครงข่ายโทรคมนาคม (Installation) และ 3) ให้บริการพื้นที่ดาต้า เซ็นเตอร์ (Data Center)

Fig 1: Revenue breakdown (Bt mn)



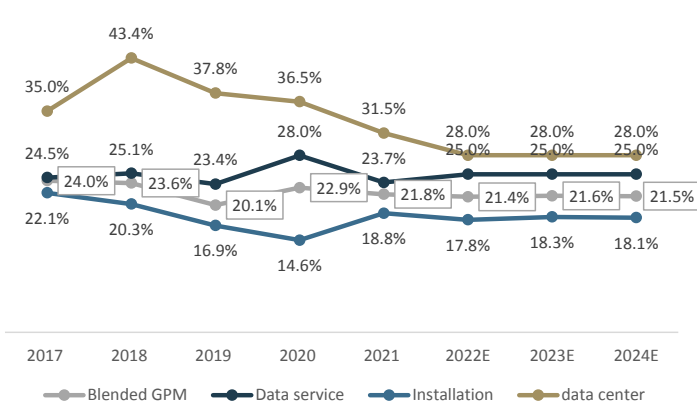
Source: Company, KTBST

Fig 2: Revenue contribution



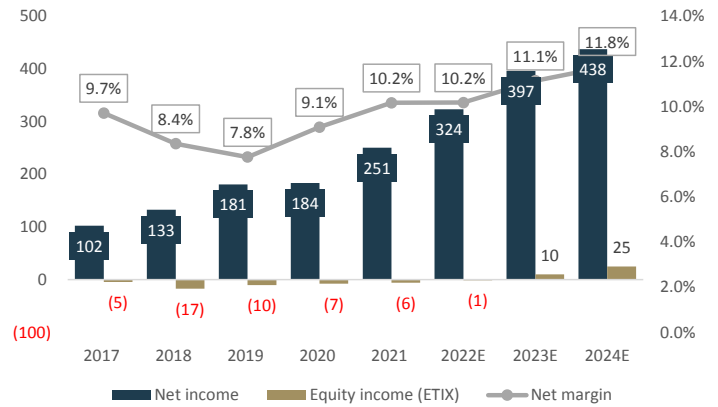
Source: Company, KTBST

Fig 3: Gross profit margin breakdown



Source: Company, KTBST

Fig 4: Net profit (Bt mn) and net profit margin



Source: Company, KTBST

Disclaimer: This report has been prepared by KTBST Securities PCL (KTBST). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, KTBST makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. KTBST has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, KTBST does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without permission of KTBST. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

## Data Service Business

บริษัทฯ ให้บริการโครงข่ายวงจรรีเสาสื่อสารข้อมูลความเร็วสูงโดยใช้โครงข่าย Fiber Optic ครอบคลุม 75 จังหวัดทั่วประเทศ โดย ณ สิ้นปี 2021 มีรายได้อยู่ที่ 1.3 พันล้านบาท และมีอัตราเติบโตเฉลี่ยย้อนหลัง CAGR 2017-21 ที่ +23.7% หนุนโดยการใช้งาน data ที่เพิ่มขึ้นตามการเปลี่ยนถ่ายยุค 3G-4G ทั้งนี้คาดว่าจะรายได้จะสามารถเติบโตได้ต่อเนื่องในอนาคตตามความต้องการใช้ data ที่เพิ่มขึ้นในยุค 5G ซึ่งมีการประเมินว่าในช่วงแรกจะมีการใช้งาน data มากกว่า 4G ถึง 2.7X และเพิ่มต่อเนื่องในระยะยาว โดยปัจจุบันโครงข่ายดังกล่าวมี utilization rate ที่ราว 60% ในขณะที่การลงทุนโครงข่ายหลักเสร็จสิ้นไปแล้ว การขยายฐานลูกค้าเพิ่มเติมในอนาคตจะช่วยให้ธุรกิจดังกล่าวได้ประโยชน์จาก economy of scale มากขึ้น

ทั้งนี้ จุดเด่นของ data service business ของบริษัทคือ 1) การเลือกใช้เสาโทรเลขตามแนวรถไฟเป็นเส้นทางหลักในการวางโครงข่าย Fiber Optic โดยถูกประเมินว่ามีความปลอดภัยสูงกว่าการใช้เส้นทางเสาไฟฟ้าบนถนน โดยมีโครงข่ายครอบคลุมแล้ว 75 จังหวัดทั่วประเทศ และเป็น Fiber Optic ทั้งเส้นทาง 2) เทคโนโลยีที่บริษัทเลือกใช้สามารถให้บริการกับลูกค้าได้ถึง 3 ระดับ (Layer 3 : Network Layer) ซึ่งมีสามารถในด้านการบริหารจัดการรับ-ส่งข้อมูลระหว่างเน็ตเวิร์ก (manage network) ความสามารถในการจัดการเส้นทางรับส่งข้อมูล (routing) ความสามารถในการจัดลำดับความสำคัญในการรับ-ส่งข้อมูล (class of service) และความสามารถในการรับรองคุณภาพในการให้บริการ (quality of service) 3) คุณภาพบริการ Service Level Agreement (SLA) ที่ระดับ 99.99% เป็นระดับการให้บริการที่จะเกิดการขัดข้อง (downtime) ต่ำมาก

ปัจจุบันกลุ่มลูกค้าของ data service business ประกอบด้วย

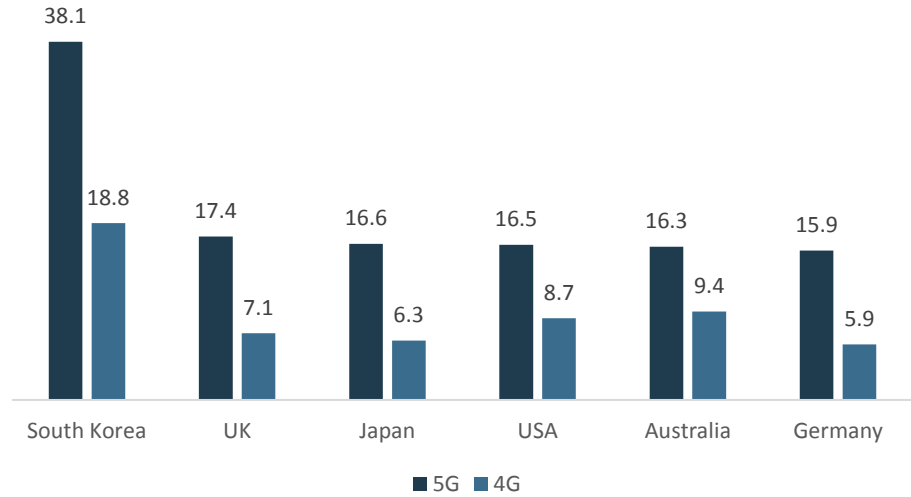
- 1) กลุ่มผู้ประกอบการธุรกิจทั่วไป (BIZ) ที่ต้องการการเชื่อมต่อระหว่างสำนักงานขององค์กรที่มีสาขามากกว่า 2 แห่ง เช่น TRUE, CBG, BCP, TIPCO เป็นต้น
- 2) กลุ่มผู้ประกอบการธุรกิจด้านถนอมอุตสาหกรรมวิทยุโทรทัศน์ (MBC) กลุ่มสถานีโทรทัศน์ กลุ่มเคเบิลทีวี ดิจิทัลทีวี ที่ต้องการกระจายข่าวสาร ข้อมูลมัลติมีเดียต่างๆ ไปยังผู้รับปลายทาง เช่น ไทยรัฐทีวี, GMM, BEC, PPTV เป็นต้น
- 3) กลุ่มผู้ประกอบการธุรกิจให้บริการด้านการสื่อสารและโทรคมนาคม (ISP) บริการระบบโทรศัพท์เคลื่อนที่ บริการระบบอินเทอร์เน็ต เช่น CSL, INET, TRUE, AIS เป็นต้น
- 4) ผู้ประกอบการธุรกิจธนาคารบริษัทหลักทรัพย์และบริษัทประกัน (BFI) ผู้ประกอบการที่ให้ความสำคัญต่อความปลอดภัยและเสถียรภาพในการรับส่งข้อมูล เช่น KBANK, SAWAD, MBKET เป็นต้น
- 5) กลุ่มลูกค้าที่เป็นองค์กรภาครัฐ (GOV) เช่น กระทรวงพาณิชย์ กระทรวงแรงงาน เป็นต้น

Fig 5: Types of service

Service type	Bandwidth	Technology	Operating characteristics	Estimated contract duration
1. Interlink MPLS IP-VPN	1 Mbps - 10 Gbps	MPLS & DWDM	Connect between offices with more than 2 branches	15 months
2. Interlink wavelength	1 - 10 Gbps	DWDM	Connect to send and receive laerg data that requires more than 1Gbps of bandwidth	12 months
3. Interlink dark fiber	Unlimited	-	Connect with the device to manage the transfer direct customer information and the client will manage the network entirely	18 months
4. Interlink IPLC	1 Mbps - 10 Gbps	MPLS & DWDM	Connected to foreign network	12 months
5. Broadcast services	500 Mbps - 1 Gbps	MPLS	Connection between ThaiCom with broadcasting station	12 months

Source: Company, KTBST

Fig 6: Average mobile data consumption per user/month (GB)



Source: Opensignal Limited

## Installation Business

บริษัทฯ ให้บริการติดตั้งโครงข่ายโทรคมนาคมแบบครบวงจร ตั้งแต่การให้บริการให้คำปรึกษา ออกแบบ และดำเนินการติดตั้งโครงข่ายที่เกี่ยวข้องกับระบบสื่อสารความเร็วสูง เช่น การออกแบบ/ติดตั้ง/ซ่อมบำรุง fiber optic/สายสัญญาณโทรคมนาคม โดยมีกลุ่มลูกค้าทั้งภาครัฐและเอกชน เช่น การไฟฟ้านครหลวง, การไฟฟ้าส่วนภูมิภาค, NT, TRUE, AIS เป็นต้น

โดยปี 2021 ส่วนธุรกิจดังกล่าวมีรายได้ 1.1 พันล้านบาท หรือคิดเป็นการเติบโตเฉลี่ยย้อนหลัง CAGR 2017-21 ที่ 22.9% โดยประเมินแนวโน้มยังสามารถเติบโตได้ในอนาคตจากการเข้าสู่ยุค digital economy ซึ่งงานโครงสร้างพื้นฐานสื่อสารและโทรคมนาคมยังเป็นสิ่งจำเป็น

ทั้งนี้ปัจจุบัน Installation Business มีงาน backlog อยู่ราว 1.2 พันล้านบาท ณ สิ้น 1Q22 โดยจะทยอยรับรู้จนถึงปี 2023E

นอกจากนี้ล่าสุดเมื่อช่วงกลาง 1Q22 บริษัทได้เข้าถือหุ้น บริษัท บลู โซลูชั่น จำกัด (Blue Solution) 51% โดยบริษัทดังกล่าวทำธุรกิจเป็นหลักในลักษณะ system integrator ผู้บริหารคาดว่าจะสามารถรับรู้รายได้ในปีนี้ 400-700 ล้านบาท (1Q22 ITEL รับรู้รายได้และกำไรจาก Blue Solution เป็นเวลา 1 เดือนหลังธุรกรรมแล้วเสร็จจำนวน 56 ล้านบาท และ 4 ล้านบาทตามลำดับ)

Fig 7: Backlog on hand at the end of 1Q22

	9M22	2023	2024	2025 onward	Total
Data service	810	690	443	303	2,246
Data center	45	36	35	25	141
Installation	1,054	122	-	-	1,176
Total contracts on hand	1,909	848	478	328	3,563

Source: Company, KTBST

## Data Center Business

การให้บริการพื้นที่ data center ของบริษัทแบ่งออกเป็น 3 ประเภท 1) Co-Location เป็นบริการรับฝากวางเครื่อง server ของลูกค้าในพื้นที่ส่วนตัวที่ทางบริษัทจัดเตรียมไว้ให้ โดยบริษัทที่มีวิศวกรเฝ้าระวังแก้ไขปัญหาให้ 2) Virtual Server การเช่า server ซึ่งบริษัทจะจัดหาให้ตามแบบที่ลูกค้าต้องการ 3) Disaster Recovery Service เป็นการให้บริการจัดเตรียมพื้นที่สำหรับจัดวางเซิร์ฟเวอร์และพื้นที่ทำงานในกรณีเกิดเหตุขัดข้องหรือเหตุการณ์ฉุกเฉินโดยลูกค้าสามารถปรับเปลี่ยนความต้องการภายในศูนย์สำรองข้อมูลได้ตามความต้องการ ทั้งนี้ Data center ของบริษัทมีอยู่ 2 แห่งประกอบด้วย:

- 1) Interlink Data Center ขนาดราว 1.4MW มีพื้นที่ 2,000 ตร.ม. และรองรับอุปกรณ์ 369 Racks ปัจจุบันมี utilization rate 95% จัดอยู่ในประเภท Tier 3 เปิดให้บริการ 24 ชั่วโมงไม่มีวันหยุด โดยมีเสถียรภาพให้บริการ (SLA) ที่ระดับไม่ต่ำกว่า 99.982%
- 2) ETIX ITEL (ITEL ถือ 33%) ขนาด 0.6MW โดยมีแผนขยายเป็น 4.0MW (แผนเดิม 2.4MW) ซึ่งผู้บริหารคาดว่าจะลงนามกับลูกค้าได้ครบภายในปี 2022E และอยู่ระหว่างศึกษา data center แห่งใหม่ขนาด 20WM (check) คาดสามารถ COD ได้ในช่วงกลางปี 2023E

โดยในปี 2021 รายได้ของ Interlink Data Center อยู่ที่ 92 ล้านบาท หรือเติบโตย้อนหลังเฉลี่ย CAGR 2017-21 ที่ 10.6% ส่วน ETIX ITEL มีส่วนแบ่งขาดทุนปี 2021 ที่ -1 ล้านบาท ดีขึ้นจากปี 2018 ที่ขาดทุน -17 ล้านบาท แนวโน้มมีโอกาสกลับมาสร้างกำไรได้ตามความต้องการใช้งานของลูกค้าที่เพิ่มขึ้นและการขยายพื้นที่เพิ่มเติม

Fig 8: Data center classification

Structure	TIER 1	TIER 2	TIER 3	TIER 4
Electrical and cooling system	1 active	1 active	1 active/1 passive	2 active
Number of spare equipment	N	N+1	N+1	2(N+1)
The ratio of supporting areas to equipment areas	20%	30%	80-90%	100%
Data center (white space)	20-30	40-50	40-60	50-80
Minimum electricity power per area	W/ft2	W/ft2	W/ft2	W/ft2
Raised floor	12"	18"	30-36"	30-36"
Floor load-bearing capacity	85lbs/ft2	100lbs/ft2	100-150lbs/ft2	150lbs/ft2
Operating voltage	208,480V	208,480V	12-15 kV	12-15 kV
Downtime per year	28.8 hours	22.0 hours	1.6 hours	0.4 hours
Site availability	99.67%	99.75%	99.98%	100.00%

Source: Company, KTBST

## Financial highlight

ประเมินกำไรสุทธิปี 2022E ที่ 324 ล้านบาท (29%YoY) โดยการเติบโตมี key assumptions คือ:

- รายได้รวมประเมินที่ 3.2 พันล้านบาท (+29% YoY) หนุนโดย 1) data service business เติบโตราว +15% YoY หนุนโดยการใช้งาน data ที่เพิ่มขึ้นมากในยุค 5G 2) installation business คาดเติบโตราว 47% YoY โดยรายได้มี secured backlog ในปีก่อนกว่า 80% ในขณะที่ 3) data center รายได้ทรงตัว YoY เนื่องจากปัจจุบันให้บริการกว่า 95% ใกล้เต็มความจุแล้ว
- ในขณะที่คาด blended GPM อยู่ที่ราว 21% ลดลงจากปี 2021 ราว -40bps จาก revenue contribution ในส่วน installation business ที่มีมากขึ้นจากปีก่อนและเป็นส่วนที่มี GPM ต่ำ (revenue contribution 2021 VS 22E : 43%:51%) นอกจากนี้ GPM ในส่วนของ data center คาดลดลงมาที่ราว 28% (-352bps YoY) จากผลกระทบค่าไฟฟ้าที่ปรับเพิ่มขึ้นแต่ไม่สามารถส่งต่อไปให้ลูกค้าได้
- ส่วน SG&A ประเมินที่ 139 ล้านบาท (+23% YoY) ตามการขยายตัวของธุรกิจ หรือคิดเป็น SG&A to sales ที่ 4% ลดลง -20bps จาก economy of scale

Fig 9: Financial forecast

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Service income from data service	849	1,111	1,281	1,474	1,621	1,702
Service income from network installation service	1,388	824	1,093	1,611	1,842	1,915
Service income from data center space service	94	85	92	94	96	97
<b>Total revenue</b>	<b>2,330</b>	<b>2,021</b>	<b>2,466</b>	<b>3,178</b>	<b>3,559</b>	<b>3,714</b>
Cost of network rendering	(650)	(800)	(978)	(1,105)	(1,216)	(1,276)
Cost of network installation service	(1,153)	(704)	(887)	(1,325)	(1,506)	(1,567)
Cost of data center space service	(58)	(54)	(63)	(67)	(69)	(70)
<b>Total COS</b>	<b>(1,861)</b>	<b>(1,558)</b>	<b>(1,927)</b>	<b>(2,497)</b>	<b>(2,791)</b>	<b>(2,914)</b>
<b>Gross profit</b>	<b>469</b>	<b>462</b>	<b>539</b>	<b>681</b>	<b>768</b>	<b>800</b>
SG&A	(116)	(107)	(112)	(139)	(152)	(159)
Service expenses	(54)	(49)	(41)	(64)	(74)	(76)
Administrative expenses	(61)	(58)	(71)	(75)	(78)	(82)
Equity income	(10)	(7)	(6)	(1)	10	25
<b>EBIT</b>	<b>360</b>	<b>386</b>	<b>464</b>	<b>577</b>	<b>661</b>	<b>701</b>
<b>EBITDA</b>	<b>586</b>	<b>685</b>	<b>784</b>	<b>921</b>	<b>1,021</b>	<b>1,076</b>
<b>Net income</b>	<b>181</b>	<b>184</b>	<b>251</b>	<b>324</b>	<b>397</b>	<b>438</b>
<b>EPS</b>	<b>0.18</b>	<b>0.18</b>	<b>0.20</b>	<b>0.23</b>	<b>0.26</b>	<b>0.28</b>
<b>Growth %</b>						
Revenue						
Service income from data service	26.4%	30.9%	15.3%	15.0%	10.0%	5.0%
Service income from network installation service	66.9%	-40.6%	32.6%	47.5%	14.3%	3.9%
Service income from data center space service	6.7%	-9.0%	7.5%	2.0%	2.0%	2.0%
<b>Total revenue</b>	<b>46.5%</b>	<b>-13.3%</b>	<b>22.0%</b>	<b>28.9%</b>	<b>12.0%</b>	<b>4.4%</b>
Net income	36.1%	1.5%	36.5%	29.0%	22.6%	10.3%
EPS	38.5%	0.0%	11.1%	15.8%	11.2%	10.3%
<b>Margin %</b>						
Blended GP%	20.1%	22.9%	21.8%	21.4%	21.6%	21.5%
GP network rendering	23.4%	28.0%	23.7%	25.0%	25.0%	25.0%
GP installation service	16.9%	14.6%	18.8%	17.8%	18.3%	18.1%
GP data center	37.8%	36.5%	31.5%	28.0%	28.0%	28.0%
EBITDA	25.1%	33.9%	31.8%	29.0%	28.7%	29.0%
NI	7.8%	9.1%	10.2%	10.2%	11.1%	11.8%

Source: Company, KTBST

## VALUATION

### ประเมินราคาเป้าหมายที่ 6.80 บาท

เราประเมินมูลค่า ITEL ที่ 6.80 บาทต่อหุ้น ด้วยวิธี DCF (WACC 6.6%, TG 3%) หรือเทียบเท่า implied PER 29X (ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี +0.25SD) และใกล้เคียงค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมที่เทรดราว 30X ทั้งนี้จำนวนหุ้นที่เราใช้ในปี 2022E อยู่ที่ 1,389 หุ้น (อิงสมมติฐาน ITEL-W3 ถูกแปลงสิทธิครบ ณ ต้นปี 2022E และถัวเฉลี่ยด้วยจำนวนหุ้น ณ ต้นปี 2022E)

แม้เราประเมิน EPS CAGR2022E-24E เติบโตราว +10% อย่างไรก็ตามยังมี upside จากการขยาย Data center ขนาด 4MW+20MW (ทยอย COD ในช่วงปลายปี 2022E และกลางปี 2023E ตามลำดับ) ซึ่งเรายังไม่รวมเข้ามาในประมาณการ โดยหากโครงการดังกล่าวสำเร็จ คาดจะช่วยให้ ITEL ได้ส่วนแบ่งรายได้เพิ่มเติมอีกกว่าปีละ 250-300 ล้านบาท และช่วยหนุน EPS CAGR2022E-24E เติบโตกว่า +40% ทำให้การเทียบ PEG อยู่ในระดับ 0.75X และประเมินตลาดจะให้ valuation premium กับประเด็นดังกล่าวซึ่งมีแนวโน้มประสบความสำเร็จสูงจากการเข้ามาของ partner รายใหม่ (ETIX)

Fig 1: Our valuation

WACC	6.6%
Terminal growth	3.0%
Firm value	11,931
Debt	(2,893)
Cash	441
Equity value	9,478
No. shares	1,398
Value per share	6.78

Source: Company, KTBST

Fig 2: Peers average PER

AIT	14.67
INET	18.98
INSET	24.05
JR	25.73
SAMTEL	64.59
SKY	32.41
SYMC	21.24
TKC	44.04
Average	30.71

Source: Company, KTBST

Fig 12: ITEL historical trading PER band



Source: Company, KTBST

**Quarterly income statement**

(Bt mn)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22
Sales	497	438	519	1,012	584
Cost of sales	(379)	(329)	(387)	(832)	(454)
Gross profit	118	109	132	180	129
SG&A	(32)	(25)	(28)	(28)	(30)
EBITDA	178	177	196	234	188
Finance costs	(39)	(38)	(37)	(33)	(33)
Core profit	46	47	64	94	55
Net profit	46	47	64	94	55
EPS	0.05	0.04	0.06	0.05	0.04
Gross margin	23.8%	24.8%	25.5%	17.7%	22.1%
EBITDA margin	35.7%	40.3%	37.7%	23.2%	32.3%
Net profit margin	9.2%	10.8%	12.3%	9.3%	9.4%

**Balance sheet**

FY: Dec (Bt mn)	2019	2020	2021	2022E	2023E
Cash & deposits	288	70	225	441	365
Accounts receivable	405	641	474	611	684
Inventories	216	158	248	248	248
Other current assets	1,572	1,377	1,877	2,373	2,638
<b>Total cur. assets</b>	<b>2,481</b>	<b>2,246</b>	<b>2,824</b>	<b>3,673</b>	<b>3,935</b>
Investments	38	31	25	25	25
Fixed assets	3,860	3,839	3,877	3,903	3,913
Other assets	244	963	1,359	1,636	1,785
<b>Total assets</b>	<b>6,622</b>	<b>7,079</b>	<b>8,084</b>	<b>9,237</b>	<b>9,658</b>
Short-term loans	2,053	2,175	2,248	1,648	1,548
Accounts payable	809	801	816	1,057	1,181
Current maturities	404	349	516	516	516
Other current liabilities	73	157	145	833	833
<b>Total cur. liabilities</b>	<b>3,339</b>	<b>3,482</b>	<b>3,725</b>	<b>4,054</b>	<b>4,078</b>
Long-term debt	1,508	1,461	1,244	729	729
Other LT liabilities	64	243	206	206	206
<b>Total LT liabilities</b>	<b>1,571</b>	<b>1,705</b>	<b>1,450</b>	<b>935</b>	<b>935</b>
<b>Total liabilities</b>	<b>4,910</b>	<b>5,186</b>	<b>5,175</b>	<b>4,989</b>	<b>5,013</b>
Registered capital	625	750	906	906	906
Paid-up capital	500	500	624	884	884
Share premium	815	815	1,433	2,188	2,188
Retained earnings	397	578	829	1,152	1,549
Others	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	1	1
<b>Shares' equity</b>	<b>1,712</b>	<b>1,893</b>	<b>2,909</b>	<b>4,248</b>	<b>4,645</b>

**Cash flow statement**

FY: Dec (Bt mn)	2019	2020	2021	2022E	2023E
Net profit	181	184	251	324	397
Depreciation	226	299	321	345	360
Chg in working capital	(871)	(170)	(376)	(392)	(214)
Others	(41)	190	(26)	688	0
<b>CF from operations</b>	<b>(505)</b>	<b>503</b>	<b>169</b>	<b>964</b>	<b>542</b>
Capital expenditure	(506)	(271)	(353)	(370)	(370)
Others	(145)	(720)	(395)	(278)	(148)
<b>CF from investing</b>	<b>(651)</b>	<b>(991)</b>	<b>(749)</b>	<b>(648)</b>	<b>(518)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>(1,156)</b>	<b>(488)</b>	<b>(579)</b>	<b>316</b>	<b>24</b>
Net borrowings	1,218	21	23	(1,116)	(100)
Equity capital raised	(1,000)	(1,000)	(506)	(753)	(1,769)
Dividends paid	(57)	0	0	0	0
Others	1,042	1,251	1,216	1,769	1,769
<b>CF from financing</b>	<b>1,203</b>	<b>271</b>	<b>734</b>	<b>(100)</b>	<b>(100)</b>
<b>Net change in cash</b>	<b>47</b>	<b>(217)</b>	<b>154</b>	<b>216</b>	<b>(76)</b>

**Forward PER band**

**Income statement**

FY: Dec (Bt mn)	2019	2020	2021	2022E	2023E
Sales	2,330	2,021	2,466	3,178	3,559
Cost of sales	(1,861)	(1,558)	(1,927)	(2,497)	(2,791)
<b>Gross profit</b>	<b>469</b>	<b>462</b>	<b>539</b>	<b>681</b>	<b>768</b>
SG&A	(116)	(107)	(112)	(139)	(152)
<b>EBITDA</b>	<b>586</b>	<b>685</b>	<b>784</b>	<b>921</b>	<b>1,021</b>
Depre. & amortization	226	299	321	345	360
Equity income	(10)	(7)	(6)	(1)	10
Other income	16	38	43	35	35
<b>EBIT</b>	<b>360</b>	<b>386</b>	<b>464</b>	<b>577</b>	<b>661</b>
Finance costs	(131)	(154)	(146)	(144)	(128)
Income taxes	(48)	(48)	(66)	(86)	(107)
<b>Net profit before MI</b>	<b>181</b>	<b>184</b>	<b>251</b>	<b>346</b>	<b>427</b>
Minority interest	0	0	0	22	30
<b>Core profit</b>	<b>181</b>	<b>165</b>	<b>251</b>	<b>324</b>	<b>397</b>
Extraordinary items	0	19	0	0	0
<b>Net profit</b>	<b>181</b>	<b>184</b>	<b>251</b>	<b>324</b>	<b>397</b>

**Key ratios**






FY: Dec (Bt mn)	2019	2020E	2021	2022E	2023E
<b>Growth YoY</b>					
Revenue	46.5%	-13.3%	22.0%	28.9%	12.0%
EBITDA	27.4%	17.0%	14.4%	17.5%	10.8%
Net profit	36.1%	1.5%	36.5%	29.0%	22.6%
Core profit	36.1%	-8.8%	52.0%	29.0%	22.6%
<b>Profitability ratio</b>					
Gross profit margin	20.1%	22.9%	21.8%	21.4%	21.6%
EBITDA margin	25.1%	33.9%	31.8%	29.0%	28.7%
Core profit margin	7.8%	8.2%	10.2%	10.2%	11.1%
Net profit margin	7.8%	9.1%	10.2%	10.2%	11.1%
ROA	2.7%	2.6%	3.1%	3.5%	4.1%
ROE	10.6%	9.7%	8.6%	7.6%	8.5%
<b>Stability</b>					
D/E (x)	2.87	2.74	1.78	1.17	1.08
Net D/E (x)	2.15	2.07	1.30	0.58	0.52
Interest coverage ratio	0.36	0.40	0.32	0.25	0.19
Current ratio (x)	0.74	0.65	0.76	0.91	0.96
Quick ratio (x)	0.21	0.20	0.19	0.26	0.26
<b>Per share (Bt)</b>					
Reported EPS	0.18	0.18	0.20	0.23	0.26
Core EPS	0.18	0.16	0.20	0.23	0.26
Book value	1.70	1.85	2.32	3.04	3.01
Dividend	0.06	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>Valuation (x)</b>					
PER	15.2	28.3	30.5	19.8	17.8
Core PER	15.2	31.5	30.5	19.8	17.8
P/BV	1.6	2.8	2.6	1.5	1.5
EV/EBITDA	10.98	13.31	14.58	9.61	9.29
Dividend yield	2.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Source: Company, KTBST



Corporate governance report of Thai listed companies 2021

CG rating by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)

Score	Symbol	Description	ความหมาย
90-100		Excellent	ดีเลิศ
80-89		Very Good	ดีมาก
70-79		Good	ดี
60-69		Satisfactory	ดีพอใช้
50-59		Pass	ผ่าน
< 50	No logo given	n.a.	n.a.

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลให้ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เคทีบีเอสซี จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

KTBST: ความหมายของคำแนะนำ

- "ซื้อ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- "ถือ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- "ขาย" เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล)

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

IOD disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information which companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment ("listed companies") disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

KTBST's stock rating definition

- BUY** The stock's total return is expected to exceed 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals and attractive valuations.
  - HOLD** The stock's total return is expected to be between 0% - 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals, but may lack of near-term catalysts or its valuations are not attractive.
  - SELL** The stock's total return is expected to fall below 0% or more over the next 6-12 months. Stock should be sold as negative total return is anticipated due to deteriorating fundamentals compared with its valuations.
- The stock's expected total return is the percentage difference between the target price and the current price, which excludes dividend yields.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

KTBST มีการจัดทำ ESG Rating (ESG: Environment, Social, Governance) เพื่อป้องกันความเสี่ยงจากการดำเนินงานที่มีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมระดับใด โดยทาง KTBST ให้ความสำคัญกับการลงทุนในบริษัทที่มีการพัฒนาที่ยั่งยืน จึงได้จัดทำเกณฑ์ในการให้คะแนน ESG สำหรับหุ้นที่เรา Cover อยู่ สำหรับหลักเกณฑ์ในการประเมินคะแนน ESG ของ KTBST ทำการพิจารณาจาก 3 ด้าน ดังนี้

- **การจัดการด้านสิ่งแวดล้อม (Environment)** หมายถึง การที่บริษัทมีนโยบายและกระบวนการทำงานในองค์กรเพื่อจัดการสิ่งแวดล้อมอย่างชัดเจนและใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงมีการฟื้นฟูสภาพแวดล้อมทางธรรมชาติที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจ ซึ่งเราใช้เกณฑ์ด้านรายได้ของบริษัทว่าบริษัทนั้นๆ มีสัดส่วนรายได้ที่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมเท่าไร
- **การจัดการด้านสังคม (Social)** การที่บริษัทมีนโยบายการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม มีการส่งเสริมและพัฒนาพนักงานอย่างต่อเนื่องและมีคุณภาพ รวมถึงสนับสนุนคุณค่าให้มีการปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องให้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่ใช่งบการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับบริษัท และกิจกรรมทาง NGO
- **บรรษัทภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างโปร่งใส มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจนต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชัน ตลอดจนดูแลผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งรวมถึงการจ่ายภาษีให้แก่ภาครัฐอย่างโปร่งใส ซึ่งเราใช้เกณฑ์พิจารณาจาก CG rating ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ESG Rating ที่ KTBST ประเมินมี 5 ระดับ ได้แก่

1. Excellent ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 5
2. Very Good ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 4
3. Good ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 3
4. Satisfactory ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 2
5. Pass ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 1

สำหรับบริษัทที่มีข้อมูลไม่เพียงพอในการประเมินจะได้ rating เป็น n.a.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

KTBST believes environment, social and governance (ESG) practices will help determine the sustainability and future financial performance of companies. We thus incorporate ESG into our valuation model.

- **Environment.** Environment factors relate to corporate responsibility for its actions and how it manages its impact on the environment. KTBST analyzes revenue, which exposes to environment risks and opportunities.
- **Social.** Social factors deal with company's relationship with its employees and vendors. That also includes company's initiatives related to employee health and well-being, as well as community involvement. KTBST's evaluation on social practices is based on Bloomberg, which measure from company's social responsibility news.
- **Governance.** Corporate government factors include company's transparency, decision-making structure, concrete risk assessment method, treatment of minority shareholders and anti-corruption practices. KTBST conduct this analysis based on IOD's scores.

KTBST's ESG ratings score from 1-5

1. Excellent scores at 5
2. Very Good scores at 4
3. Good scores at 3
4. Satisfactory scores at 2
5. Pass scores at 1

KTBST provides "n.a." in cases of insufficient data.

Disclaimer: บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ เคทีบีเอสที จำกัด (มหาชน) มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอและเผยแพร่บทวิเคราะห์ให้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนทั่วไป โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนอื่นเชื่อถือได้ และมีได้มีเจตนาเชิญชวนหรือชี้แนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์ เคทีบีเอสที จำกัด (มหาชน) จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการใช้บทวิเคราะห์ฉบับนี้ทั้งทางตรงและทางอ้อม และขอให้นักลงทุนใช้ดุลพินิจพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

Disclaimer: This report has been prepared by KTBST Securities PCL (KTBST). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, KTBST makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. KTBST has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, KTBST does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without permission of KTBST. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.