

14 กันยายน 2559

MAI

**ITEL**

**บมจ. อินเทอร์เน็ต เทเลคอม**

Current	Previous	IPO Price
--	--	5.20

2017 TP	Exp Return	Support	Resistance
7.80	--	--	--

**IPO details**

ผู้ออกหลักทรัพย์	ITEL
จำนวนหุ้น IPO (ล้านหุ้น)	200 ล้านหุ้น
ราคาเสนอขาย (บาท)	5.20
มูลค่าหุ้นที่ตราไว้ (บาท)	1.00
ระยะเวลาจองซื้อ	7-9 ก.ย. 16
วันที่เริ่มทำการซื้อขาย	14 ก.ย. 16
ที่ปรึกษาทางการเงิน	บล. ฟินันเซีย ไซรัส
แกนนำการจัดจำหน่าย	บล. ฟินันเซีย ไซรัส

**ITEL ผู้ให้บริการเช่าโครงข่าย Fiber Optic ที่มาแรงสุดในช่วงนี้**

ITEL ผู้เล่นใหม่ในตลาดให้บริการเช่าโครงข่ายใยแก้วนำแสงที่กำลังมาแรง ด้วยจุดเด่นโครงข่ายที่หลากหลายทั้งถนนและรถไฟครอบคลุม 75 จังหวัดทั่วประเทศ โดยใช้เทคโนโลยีทันสมัย MPLS และ DWDM เพื่อให้บริการลูกค้าที่เป็นองค์กรภาครัฐ เอกชน และผู้ให้บริการโทรคมนาคม อีกทั้ง ยังบริการรับผิดชอบติดตั้งโครงข่ายและดูแลศูนย์เซิร์ฟเวอร์ที่มีระบบมาตรฐานสากลของตนเอง การบริการที่เป็นกลางและโครงข่ายที่มีประสิทธิภาพสูง ทำให้ผลประกอบการพลิกจากขาดทุน 16 ล้านบาทในปี 2013 เป็นกำไร 31 ล้านบาทในปี 2015 โดยคาดว่าจะกำไรสุทธิปีนี้จะโตแรง 135% Y-Y เป็น 72 ล้านบาท ตามอุตสาหกรรมที่โต 25-30% ต่อปี การทำตลาดเชิงรุกเพื่อเพิ่มส่วนแบ่งตลาด และดูแลศูนย์เซิร์ฟเวอร์ที่ให้เช่าพื้นที่เพิ่มขึ้น ขณะที่ กำไรสุทธิปี 2017-2019 คาดโตแรงเฉลี่ย 47% ต่อปี โดยอัตรากำไรขั้นต้นจะขยายตัวเร็วกว่ารายได้ เพราะต้นทุนกว่า 40% คือต้นทุนคงที่ ซึ่ง ITEL ผ่านช่วงลงทุนหนักไปแล้ว ประเมินมูลค่าที่เหมาะสมปี 2017 ด้วยวิธี DCF ได้เท่ากับ 7.80 บาท คิดเป็น PE2017 ที่ 26 เท่า ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยกลุ่ม ICT และ ILINK ที่ 22-30 เท่า

**ITEL ผู้ให้บริการโครงข่ายโทรคมนาคมและดาต้าเซ็นเตอร์**

ITEL ผู้ให้บริการเช่าโครงข่ายความเร็วสูง ที่มีความหลากหลายทั้งเส้นทางถนนและรถไฟด้วยสาย Fiber Optic หุ้มเหล็กอีกหนึ่งชั้น ผ่านเทคโนโลยี MPLS และ DWDM ทำให้วงจรการเชื่อมต่อมีประสิทธิภาพสูง โดยสามารถรักษาระดับคุณภาพบริการ (SLA) ที่ 99.9% อีกทั้ง ยังให้บริการติดตั้งโครงข่ายและดาต้าเซ็นเตอร์ที่มีอาคารและระบบมาตรฐานสากลของตนเอง โดยอาศัยความชำนาญที่ส่งผ่านจาก ILINK ทำให้ความเสี่ยงในการเริ่มต้นธุรกิจต่ำ ซึ่งสะท้อนจากผลประกอบการที่เติบโตอย่างรวดเร็วในปี 2013-2015

**ภาวะอุตสาหกรรมอยู่ในช่วงเติบโตระดับ 25-30% ต่อปี**

CISCO คาดว่าการเชื่อมต่อโครงข่าย (IP Network) ทั่วโลกจะขยายตัวปีละ 22% ในปี 2015-2020 จากการรับส่งข้อมูลขนาดใหญ่ และผลของการพัฒนาแอปพลิเคชันและอุปกรณ์รับส่ง ขณะที่ เงินลงทุนด้านบรอดแบนด์ในประเทศ ศูนย์วิจัยกสิกรไทยคาดโตเฉลี่ยปีละ 12% ในปี 2015-2018 ซึ่งสอดคล้องกับรายงานของ กสทช. งวต 9M15 ที่ระบุว่าปริมาณการเช่าวงจรเช่าโตเฉลี่ย 25% Y-Y ด้วยความต้องการใช้โครงข่ายและดาต้าเซ็นเตอร์ที่เพิ่มขึ้น อีกทั้ง ยังได้รับการสนับสนุนของภาครัฐผ่าน Digital Economy ทำให้เราคาดว่าภาวะอุตสาหกรรมจะยังโตเฉลี่ย 25-30% ต่อปีในปี 2017-2019

**ศักยภาพการแข่งขันสูง ถือเป็นผู้เล่นใหม่ที่มาแรงในตลาด**

เรามอง ITEL มีความได้เปรียบในการแข่งขัน จากโครงข่ายที่ครอบคลุมและทันสมัยที่สุดเมื่อเทียบกับคู่แข่งทั้ง TOT CAT TRUE UIH TCCT และ SYMC ซึ่งธุรกิจบริการที่ไม่มี ความแตกต่างกันชัดเจน ประสิทธิภาพของบริการและการควบคุมต้นทุนคือกุญแจสร้าง การเติบโตอย่างยั่งยืน จากส่วนแบ่งการตลาดที่เพิ่มขึ้นเรืบนับตั้งแต่เริ่มลงทุนโครงข่ายปี 2013 มาอยู่ที่ 9% ใน 3Q15 (รายงานของ กสทช.) โดยที่ศักยภาพการทำกำไรไม่แตกต่างจากผู้ให้บริการรายเดิม ได้สะท้อนให้เห็นว่า ITEL ดำเนินธุรกิจมาถูกทางและคือผู้เล่นรายใหม่ที่จะทำให้โครงสร้างการแข่งขันในอุตสาหกรรมเปลี่ยนไป

**ผ่านพ้นช่วงลงทุนหนักไปแล้ว หลังจากนี้คือเวลาเก็บเกี่ยวผลประโยชน์**

ITEL ผ่านช่วงลงทุนหนักทั้งโครงข่ายหลักและดาต้าเซ็นเตอร์ไปแล้ว หลังจากนั้นเหลือเพียงลงทุน Last mile และดาต้าเซ็นเตอร์แห่งที่ 2 ซึ่งร่วมทุนกับ AIT และ WHA ด้วยผลประกอบการในอดีตที่พลิกเป็นบวกอย่างรวดเร็ว ทำให้การทำตลาดหลังจากนี้ง่ายยิ่งขึ้น ซึ่งรายได้ที่โตจะยิ่งทำให้กำไรสุทธิขยายตัวแรงจากผลของ Operating Leverage เพราะ ต้นทุนกว่า 40% เป็นต้นทุนคงที่ เราคาดว่ากำไรสุทธิในปี 2016 โต 135% Y-Y เป็น 72 ล้านบาท และโตต่อเนื่องเฉลี่ย 47% ต่อปีในช่วง 2017-2019 บนสมมติฐานรายได้โตเฉลี่ย 20% ต่อปีใกล้เคียงอุตสาหกรรม และอัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้นเฉลี่ย 2-3% ต่อปี

**ประเมินมูลค่าเหมาะสมปี 2017 ที่ 7.80 บาท ด้วยวิธี DCF อิง WACC 7.6%**

**Consolidated earnings**

(Bt mn)	2014	2015	2016E	2017E
Normalized profit	9	31	72	148
Net profit	9	31	72	148
EPS (Bt)-Norm	0.03	0.10	0.14	0.30
EPS (Bt)	0.03	0.10	0.14	0.30
% EPS growth	-168.0	251.7	40.89	105.1
Dividend (Bt)	0.00	0.00	0.05	0.11
BV/share (Bt)	0.98	1.08	2.42	2.60
EV/EBITDA (x)	17.7	9.9	11.1	7.5
PER (x) - Norm	178.9	50.9	36.1	17.6
PER (x)	178.9	50.9	36.1	17.6
PBV(x)	5.3	4.8	2.1	2.0
Dividend yield (%)	0.0	0.0	1.1	2.2
No. of shares- full dilution	300	300	500	500
Par (Bt)	300	500	500	500

Source: Company data, FSS estimates

**หมายเหตุ :** บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) เป็นที่ปรึกษาทางการเงินและผู้จัดการการจัดจำหน่าย และรับประกันการจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัท อินเทอร์เน็ต เทเลคอม จำกัด (มหาชน) ที่เสนอขายต่อประชาชนเป็นครั้งแรก

นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนก่อนตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์

Analyst: Natapon Khamthakrue  
 Register No.: 026637  
 Tel: 0-2646-9820  
 Email: natapon.k@fnsyrus.com

**www.fnsyrus.com**

## ลักษณะการประกอบธุรกิจ

บริษัท อินเทอร์เน็ต เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน) หรือ ITEL เป็นผู้ให้บริการเครือข่ายโทรคมนาคมความเร็วสูงผ่านโครงข่ายเคเบิลใยแก้วนำแสง โดยได้รับอนุญาตประกอบกิจการโทรคมนาคมแบบที่ 3 ประเภทมีโครงข่ายเป็นของตัวเอง จาก กสทช. อายุ 15 ปี จนถึง 8 พ.ค. 2027 ปัจจุบันมีโครงข่ายครอบคลุม 75 จังหวัดทั่วประเทศ ทั้งโครงข่ายเสาโทรเลขตามแนวเส้นทางของการรถไฟแห่งประเทศไทย และตามเส้นทางถนนผ่านเสาไฟฟ้าของการไฟฟ้านครหลวงและการไฟฟ้าส่วนภูมิภาค อีกทั้ง ITEL ยังให้บริการติดตั้งโครงข่ายโทรคมนาคมแบบครบวงจรแก่ลูกค้าผู้เช่าโครงข่าย และบริการพื้นที่ดาต้าเซ็นเตอร์ตามมาตรฐาน TIER 3 ที่มีอาคารและระบบสาธารณูปโภคเป็นของตัวเอง โดยกลุ่มลูกค้าหลักคือ ธุรกิจให้บริการโทรคมนาคม ธุรกิจถ่ายทอดสัญญาณวิทยุโทรทัศน์ องค์กรภาครัฐและเอกชน ซึ่งบริการทั้งหมดมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

### รายละเอียดของการบริการ

(1) ธุรกิจให้บริการเช่าโครงข่ายใยแก้วนำแสง (Data Service) ผ่านโครงข่าย Interlink Fiber Optic ตามแนวรถไฟและถนนครอบคลุม 75 จังหวัดทั่วประเทศ ซึ่งถือเป็นโครงข่ายที่ทันสมัยที่สุด เพราะเป็น Fiber Optic 100% และมีการนำเทคโนโลยี Internet Protocol ที่เป็นเทคโนโลยีใหม่ในปัจจุบันมาใช้เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพการบริการ ทั้งในรูปแบบของ Multi-Protocol Label Switching (MPLS) ซึ่งเหมาะกับกลุ่มลูกค้าองค์กรทั่วไป และ Dense Wavelength Division Multiplexing (DWDM) ที่เหมาะกับการรับส่งข้อมูลขนาดใหญ่ (Big Data) ของผู้ให้บริการโทรคมนาคมในรูปแบบต่างๆ

โดย ITEL ถือเป็นผู้ประกอบการที่สามารถให้บริการได้ถึงระดับ 3 (Layer 3: Network Layer) ซึ่งมีความสมบูรณ์เพิ่มเติมจาก Layer 2 ที่ให้บริการกันทั่วไปตรงที่มีความสามารถในการรับ-ส่งข้อมูลเป็นโครงข่าย ทำให้สามารถจัดการเส้นทางการรับ-ส่งได้มีประสิทธิภาพ

Table 1: ระดับเทคโนโลยีเพื่อให้บริการโครงข่าย

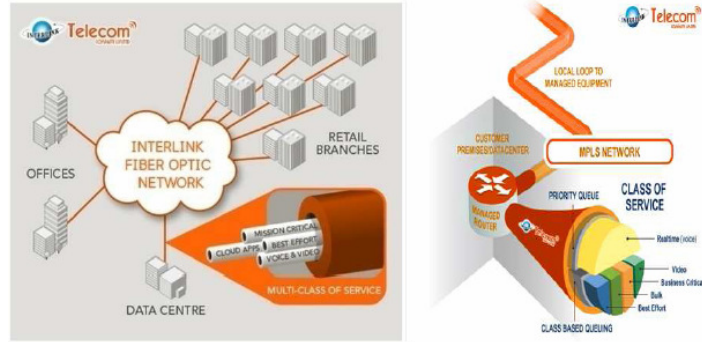
Layer	ลักษณะการทำงาน
Layer 3 : Network Layer	กำหนดเส้นทางการรับส่งข้อมูลผ่านโครงข่าย
Layer 2 : Data Link Layer	ควบคุมการรับส่งข้อมูลในระดับฮาร์ดแวร์ และตรวจสอบความถูกต้องในการรับส่งข้อมูล
Layer 1 : Physical Layer	ควบคุมการรับส่งข้อมูลระหว่างเครื่องคอมพิวเตอร์ในระดับบิต โดยเชื่อมต่อเข้ากับสายรับส่งข้อมูล

Source: ITEL, FSS Research

(1.1) Interlink MPLS IP-VPN คือ บริการโครงข่ายที่มีการส่งผ่านข้อมูลผ่านโครงข่ายส่วนตัวเสมือนจริง (Virtual Private Network: VPN) ที่ทำให้สามารถส่งข้อมูลระหว่างองค์กรโดยไม่ต้องส่งกลับข้อมูลมาประมวลผลที่ส่วนกลาง อีกทั้งยังช่วยลำดับความสำคัญและตรวจสอบประสิทธิภาพของอุปกรณ์ต่างๆ รวมถึงมีการปรับเปลี่ยนเส้นทางเมื่อเส้นทางเดิมเกิดปัญหาโดยอัตโนมัติ

เหมาะกับผู้ให้บริการองค์กรที่มีจำนวนสาขามากกว่า 2 แห่ง ซึ่ง MPLS จะให้การรับส่งข้อมูลแบบ Multi Point to Multi Point ดีกว่า Lease Line เดิมที่เป็นแบบ Point to Point และยังมีการส่ง Media ที่ซับซ้อนด้วยต้นทุนที่ถูกลง ซึ่งถือเป็นทางเลือกที่น่าสนใจสำหรับผู้ให้บริการอินเทอร์เน็ต (ISP) และระบบที่เชื่อมโยงที่หลากหลายอย่าง ATM ของกลุ่มธนาคาร โดยสามารถรองรับการเชื่อมต่อข้อมูลได้สูงถึง 10 Gbps

**Figure 1: รูปแบบการรับส่งข้อมูล MPLS**



Source: ITEL, FSS Research

(1.2) **Interlink Wavelength** คือ บริการเชื่อมต่อเพื่อรับ-ส่งข้อมูลขนาดใหญ่ (Big Data) ตั้งแต่ 1 Gbps ไปจนถึง 100 Gbps ผ่านเทคโนโลยี DWDM ที่พัฒนาจาก WDM เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพ ทั้งความเร็วและความยาวของคลื่นแสงผ่าน Interlink Fiber Optic เหมาะกับลูกค้าที่ต้องการเชื่อมต่อข้อมูลขนาดใหญ่แบบ Point to Point เช่น กลุ่มผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ กลุ่มผู้ให้บริการอินเทอร์เน็ต และผู้ที่ต้องการเชื่อมต่อระหว่างศูนย์สำรองข้อมูล (Data Center) เปรียบเสมือนการเช่าใช้แบบ Wholesales

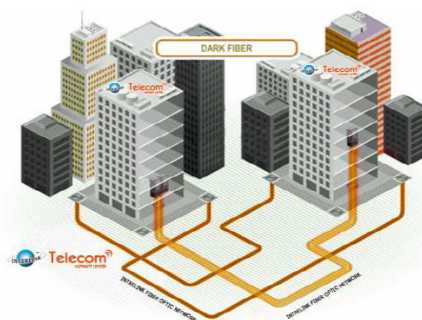
**Figure 2: รูปแบบการรับส่งข้อมูล DWDM**



Source: ITEL, FSS Research

(1.3) **Interlink Dark Fiber** เป็นการให้เช่าโครงข่าย Interlink Fiber Optic โดยผู้ใช้จัดการโครงข่ายเองทั้งหมด แต่ยังมีทีมของ ITEL คอยเฝ้าระวังและแก้ไขปัญหาตลอด 24 ชั่วโมงเหมือน 2 บริการแรก เหมาะกับลูกค้า เช่น กลุ่มธนาคาร กลุ่มผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ และผู้ได้ใบอนุญาตประกอบการกิจการโทรคมนาคมประเภทที่ 1, 2 และ 3

**Figure 3: การเช่าใช้โครงข่ายแบบ Dark Fiber**



Source: ITEL, FSS Research

(1.4) **Interlink IPLC** เป็นบริการใหม่ที่ให้ลูกค้าสามารถเชื่อมต่อแบบ Point to Point ผ่านวงจรสื่อสารความเร็วสูงระหว่างประเทศของ Interlink Fiber Optic และพันธมิตรทางธุรกิจที่มีอยู่ทั่วโลก เหมาะกับองค์กรธุรกิจที่มีสาขาต่างประเทศ ธุรกิจโรงแรมและท่องเที่ยว ธุรกิจนำเข้า-ส่งออก ผู้ให้บริการอินเทอร์เน็ต รวมถึงผู้ได้ใบอนุญาตประกอบการกิจการโทรคมนาคม ประเภทที่ 1, 2 และ 3

**Table 2: ตารางสรุปให้บริการเช่าโครงข่ายใยแก้วนำแสง**

บริการ	แบนด์วิธ	เทคโนโลยี	ลักษณะการใช้งาน	อายุสัญญาเฉลี่ย
Interlink MPLS IP-VPN	1 Mbps - 10 Gbps	MPLS & DWDM	เชื่อมต่อสำนักงานที่มีสาขา มากกว่า 1 แห่ง	15 เดือน
Interlink Wavelength	1 - 10 Gbps	DWDM	เชื่อมต่อเพื่อรับส่งข้อมูลขนาด ใหญ่ที่ต้องการแบนด์วิธ มากกว่า 1 Gbps	12 เดือน
Interlink Dark Fiber	Unlimited	-	เชื่อมต่ออุปกรณ์ของลูกค้าและ ลูกค้าเป็นผู้จัดการโครงข่ายเอง	18 เดือน
Interlink IPLC	1 Mbps - 10 Gbps	MPLS & DWDM	เชื่อมต่อโครงข่ายต่างประเทศ	12 เดือน

Source: ITEL, FSS Research

(2) ธุรกิจให้บริการติดตั้งโครงข่ายโทรคมนาคม แบบครบวงจรเริ่มตั้งแต่ให้คำปรึกษา ออกแบบ และดำเนินการติดตั้งโครงข่ายที่เกี่ยวข้องกับระบบสื่อสารความเร็วสูง ซึ่งธุรกิจนี้ถือเป็นจุดเริ่มต้นของ ITEL ก่อนจะให้บริการเช่าโครงข่ายใยแก้วนำแสง โดยอาศัยช่องว่างในการติดตั้งปรับปรุงโครงข่ายโทรคมนาคมของผู้ให้บริการขนาดใหญ่ที่ไม่สามารถดำเนินการเองได้ทั้งหมด กลุ่มลูกค้าที่เคยมีผลงาน ได้แก่ การไฟฟ้านครหลวง, บริษัท กสท โทรคมนาคม จำกัด (มหาชน), บริษัท ซีเอส ล็อกอินโฟ จำกัด (มหาชน), บริษัท ทู มูฟ จำกัด, และบริษัท ทู ยูนิเวอร์แซล คอนเวอร์เจนซ์ จำกัด

ถือเป็นข้อแตกต่างจากผู้ประกอบการทั่วไป ที่จะดำเนินธุรกิจอย่างใดอย่างหนึ่งระหว่างผู้ให้บริการเช่าโครงข่าย หรือผู้ให้บริการติดตั้งโครงข่ายเพียงอย่างเดียวเท่านั้น

**Figure 4: งานบริการติดตั้งโครงข่าย**



Source: ITEL, FSS Research

(3) บริการพื้นที่ดาต้าเซ็นเตอร์ (Data Center) หรือศูนย์ให้บริการรับฝากข้อมูลทั้งในรูปแบบของการให้เช่าเซิร์ฟเวอร์ (Virtual Server) เซาพื้นที่วางเซิร์ฟเวอร์ (Co-Location) และศูนย์สำรองข้อมูลฉุกเฉิน (Disaster Recovery Service) เพื่อป้องกันเหตุร้ายจากภัยพิบัติหรือเหตุการณ์ต่างๆ โดย Interlink Data Center ถือเป็นศูนย์ข้อมูลแห่งแรกในประเทศไทยที่ได้มาตรฐาน TIER 3 ขนาด 1,800 ตารางเมตร

348 Racks มีเสถียรภาพการให้บริการสูงถึง 99.982% ตลอด 24 ชั่วโมง ปัจจุบันมีลูกค้าใช้บริการเต็มพื้นที่แล้ว และกำลังเริ่มก่อสร้างแห่งที่ 2 ร่วมกับพันธมิตรทางธุรกิจอีก 2 รายคือ AIT และ WHA ขนาด 600 Racks ในลักษณะกิจการร่วมค้า ซึ่งคาดว่าจะแล้วเสร็จใน 1Q17 โดย ITEL ถือหุ้น 33.33%

และก็อีกเช่นกัน ที่การให้บริการดาต้าเซ็นเตอร์ของ ITEL มีความแตกต่างจากผู้ให้บริการทั่วไป ตรงที่มีอาคารและมีโครงข่ายในการเชื่อมต่อกับศูนย์ข้อมูลลูกค้าเป็นของตัวเอง ทำให้มีความเป็นกลางและเสถียรภาพการให้บริการระดับสูง

**Figure 5: Interlink Data Center**



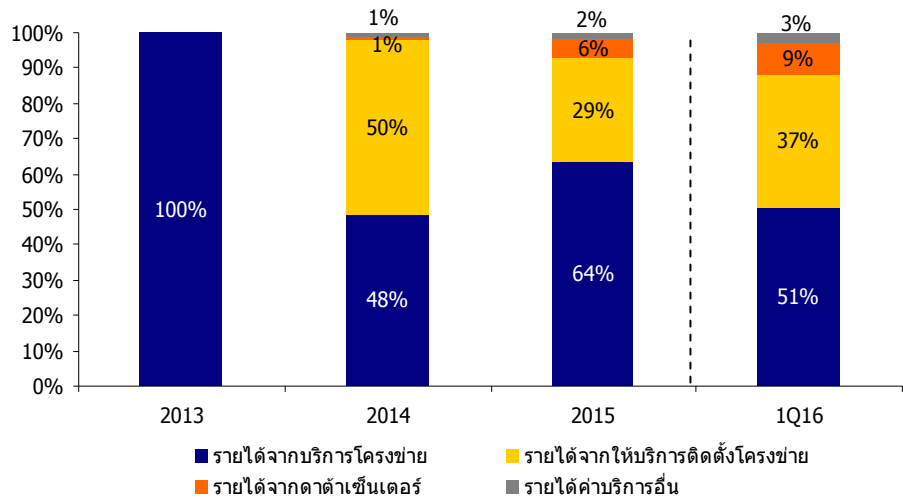
Source: ITEL, FSS Research

**Table 3: ตารางสรุปคุณสมบัติดาต้าเซ็นเตอร์ในแต่ละ TIER ตามมาตรฐานสากล**

ลักษณะ	TIER 1	TIER 2	TIER 3	TIER 4
ระบบไฟฟ้าและระบบทำความเย็น	1 Active	1 Active	1 Active/ 1 Passive	2 Active
จำนวนอุปกรณ์สำรอง	N	N+1	N+1	2(N+1)
อัตราส่วนพื้นที่สนับสนุนต่อพื้นที่วางอุปกรณ์	20%	30%	80-90%	100%
กำลังไฟฟ้าขั้นต่ำต่อพื้นที่	20-30 วัตต์/ ตารางฟุต	40-50 วัตต์/ ตารางฟุต	40-60 วัตต์/ ตารางฟุต	50-80 วัตต์/ ตารางฟุต
ความสูงของพื้นที่ยก	12 นิ้ว	18 นิ้ว	30-36 นิ้ว	30-36 นิ้ว
ความสามารถในการรับน้ำหนักของพื้น	85 ปอนด์/ ตารางฟุต	100 ปอนด์/ ตารางฟุต	100-150ปอนด์/ ตารางฟุต	150 ปอนด์/ ตารางฟุต
แรงดันไฟฟ้าใช้งาน	208, 480V	208, 480V	12-15kV	12-15kV
ระยะเวลาที่ไม่สามารถใช้งานได้	28.8 ชั่วโมง	22.0 ชั่วโมง	1.6 ชั่วโมง	0.4 ชั่วโมง
อัตราการใช้งานได้	99.67%	99.75%	99.98%	100.00%

Source: ITEL, FSS Research

Figure 6: โครงสร้างรายได้แบ่งตามประเภทบริการ



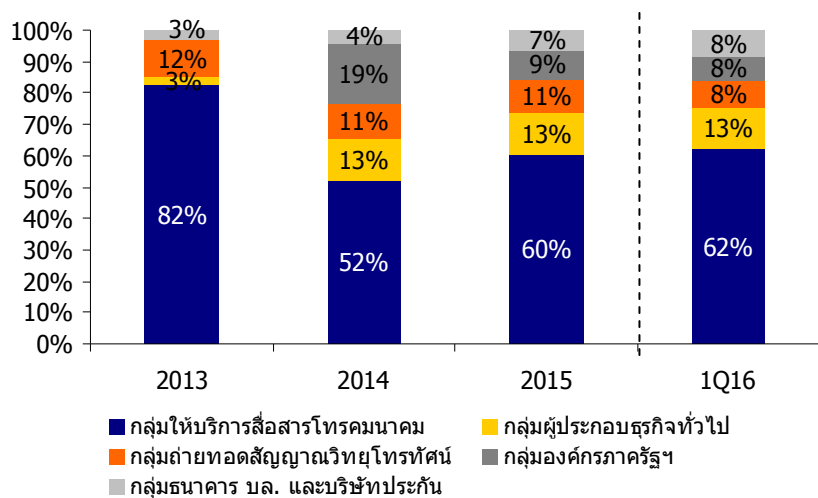
Source: ITEL, FSS Research

**ช่องทางการจัดจำหน่ายและกลุ่มลูกค้าเป้าหมาย**

ITEL มีนโยบายการดำเนินธุรกิจที่เป็นกลางโดยไม่ลงไปแข่งขันกับลูกค้าตนเอง กลุ่มลูกค้าเป้าหมายหลักในแต่ละประเภทการให้บริการจึงเป็นลูกค้าองค์กรทั้งภาครัฐและเอกชน ธนาคารพาณิชย์ รวมถึงผู้ให้บริการโทรคมนาคม ซึ่งถือว่าเป็นตลาดที่มีการแข่งขันไม่สูงเมื่อเทียบกับตลาดระดับครัวเรือน

- (1) กลุ่มลูกค้าเป้าหมายสำหรับบริการโครงข่ายวงจรรสื่อสารความเร็วสูง สัดส่วนเกินครึ่งคือผู้ให้บริการสื่อสารโทรคมนาคม เช่น บริษัท ซีเอส ล็อกอินโฟ จำกัด (มหาชน), บริษัท อินเทอร์เน็ตประเทศไทย จำกัด (มหาชน), บริษัท ทู ยูนิเวอร์แซล คอเนกเจอร์เนชั่น จำกัด, และ บริษัท กสท โทรคมนาคม จำกัด (มหาชน) รองลงมาคือ ผู้ประกอบการธุรกิจทั่วไปและผู้ถ่ายทอดสัญญาณวิทยุโทรทัศน์ เช่น สถานีวิทยุโทรทัศน์กองทัพบก, บริษัท บีอีซี-มัลติมีเดีย จำกัด, และบริษัท วอยซ์ ทีวี

Figure 7: โครงสร้างกลุ่มลูกค้าเชิงวงจรรสื่อสารความเร็วสูง



Source: ITEL, FSS Research

- (2) กลุ่มลูกค้าเป้าหมายสำหรับบริการติดตั้งโครงข่ายโทรคมนาคม คือ ผู้ให้บริการโทรคมนาคมที่มีความต้องการขยายโครงข่ายทั้งของตัวเองและเพื่อเชื่อมต่อกับโครงข่าย Interlink Fiber Optic ผลงานขนาดใหญ่ที่ผ่านมา เช่น การติดตั้ง ADSS Optical Fiber Cable รองรับ FRTU สำหรับโครงการ DMS ของการไฟฟ้านครหลวงมูลค่า 133 ล้านบาท และงานสร้างหรือปรับปรุงโครงข่ายสายสัญญาณโทรคมนาคมของบริษัท ทรู มูฟ จำกัดมูลค่า 180 ล้านบาท
- (3) กลุ่มลูกค้าเป้าหมายสำหรับบริการดาต้าเซ็นเตอร์ คือ กลุ่มธุรกิจขนาดกลางถึงใหญ่ และกลุ่มธนาคารหรือบริษัทหลักทรัพย์ ซึ่งปัจจุบันมีผู้ใช้เช่าใช้แห่งแรกแล้ว 85%

### กลยุทธ์และจุดแข็งของการให้บริการที่สำคัญ

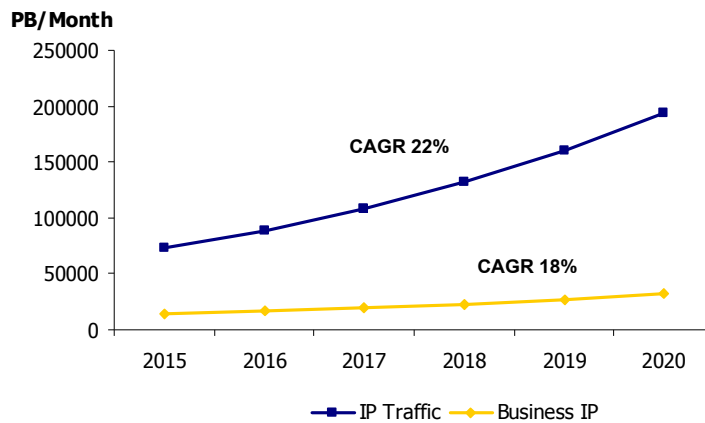
- (1) เป็นทั้งผู้ให้บริการและติดตั้งโครงข่าย ประสบการณ์ที่ส่งผ่านจาก ILINK ทำให้ ITEL มีความเชี่ยวชาญในการบริการและติดตั้งโครงข่ายโทรคมนาคมและดาต้าเซ็นเตอร์ โดยเฉพาะในส่วนที่เกี่ยวข้องกับสายสัญญาณ ซึ่งผลของการประหยัดจากขนาดและ Learning Curve ที่เร่งตัวขึ้นเร็วกว่าการเริ่มธุรกิจใหม่ ถือเป็นปัจจัยที่สร้างความได้เปรียบในด้านของการบริหารต้นทุน (Cost Leadership)
- (2) โครงข่ายความเร็วสูงเป็น Fiber Optic ทั้งหมด ครอบคลุม 75 จังหวัดทั่วประเทศ ทำให้สามารถรับส่งข้อมูลได้จำนวนมาก และมีความเสถียรในการให้บริการซึ่งถือเป็นหัวใจสำคัญของการดำเนินธุรกิจ อีกทั้ง การใช้ท่อเหล็กหุ้มอีกหนึ่งชั้นยังช่วยให้เสียหายยากกว่าสาย Fiber Optic หรือสายทองแดงธรรมดา และด้วยความที่ ITEL มีโครงข่ายเป็นของตัวเอง ยังส่งผลดีต่อการให้บริการดาต้าเซ็นเตอร์ที่ช่วยลดต้นทุนและเพิ่มความปลอดภัยให้กับลูกค้าด้วย
- (3) โครงข่ายความเร็วสูงมีความหลากหลาย โดยมีทั้งเส้นทางรถไฟและถนน ถือเป็นปัจจัยที่ช่วยเพิ่มความได้เปรียบในการแข่งขัน เพราะถ้าเส้นทางถนนมีความเสียหาย การเชื่อมต่อโครงข่ายของลูกค้ายังคงอยู่จากการสลับไปใช้เส้นทางรถไฟแทน ซึ่ง ITEL ถือเป็นรายเดียวที่ให้บริการโครงข่ายครบวงจรทั้งรถไฟและถนน
- (4) เลือกใช้เทคโนโลยีใหม่ที่ทันสมัย ทั้ง MPLS และ DWDM ซึ่งสามารถให้บริการได้ถึง Layer 3 ที่เป็นระดับสูงสุด ทำให้เกิดความแตกต่างในการแข่งขันเมื่อเทียบกับผู้ประกอบการที่ให้บริการ Lease Line ธรรมดา
- (5) มีความเป็นกลางในการให้บริการ ซึ่งการกำหนดกลยุทธ์ให้เช่าแก่ลูกค้าองค์กร หรือผู้ให้บริการโทรคมนาคม โดยไม่แข่งขันกับลูกค้าตัวเองที่ให้บริการอินเทอร์เน็ต ทำให้ ITEL สามารถทำตลาดแบบโพสิทีฟและไม่ต้องไปแข่งขันในตลาดอินเทอร์เน็ตที่เป็นไปอย่างรุนแรง
- (6) ดาต้าเซ็นเตอร์มีดีกและระบบสาธารณูปโภคของตัวเอง ทำให้มีความปลอดภัยและมีประสิทธิภาพในการให้บริการสูงกว่าผู้ประกอบการรายอื่น ที่ไม่สามารถควบคุมระบบความปลอดภัยหรือระบบสาธารณูปโภคได้เอง โดยคุณสมบัติในการคัดเลือกดาต้าเซ็นเตอร์ที่ผู้ใช้บริการตัดสินใจเลือก เช่น ความน่าเชื่อถือของผู้ให้บริการ ประสิทธิภาพในการเชื่อมต่อโครงข่าย ความเสี่ยงด้านภูมิศาสตร์ มีความเป็นกลางในการให้บริการ และมีความปลอดภัย

**ภาวะอุตสาหกรรม –อยู่ในช่วงเติบโตสูงตามเทคโนโลยีที่เปลี่ยนเร็ว**

**ตลาด IP Traffic ทั่วโลกมีแนวโน้มเติบโตสูงเฉลี่ย 22% ต่อปีในช่วง 2015-2020**

จากผลของการขยายตัวด้านเทคโนโลยีรับส่งข้อมูลขนาดใหญ่ โดยเฉพาะการรับส่งกับอุปกรณ์เคลื่อนที่ และการเติบโตอย่างรวดเร็วของแอปพลิเคชัน และสุดท้ายคือการรวมโครงข่ายระหว่างโทรศัพท์เคลื่อนที่และบอร์ดแบนด์เพื่อให้บริการรับส่งข้อมูลความเร็วสูง CISCO คาดว่าความต้องการรับส่งข้อมูลผ่านโครงข่ายทั่วโลกจะเพิ่มขึ้นเฉลี่ยแบบทบต้นต่อเนื่อง (CAGR) 22% ต่อปีในช่วงปี 2015-2020 โดยในเอเชียเป็นตลาดที่มีขนาดใหญ่ที่สุด (คาดโต 22% ต่อปี) ส่วนตลาดที่โตแรงที่สุดคือตะวันออกกลาง (คาดโต 41% ต่อปี) ขณะที่การเชื่อมต่อในเชิงธุรกิจขององค์กรและผู้ให้บริการโทรคมนาคมต่างๆ คาดว่าจะโตเฉลี่ย 18% ต่อปี ส่วนภาคครัวเรือนคาดโต 22% ต่อปี ซึ่งถือเป็นอัตราการเติบโตในระดับสูง และยังคงอยู่ในช่วงขยายตัวเร็วตามเทคโนโลยีการรับส่งข้อมูลที่เปลี่ยนแปลงต่อเนื่อง

**Figure 8: คาดการณ์การขยายตัวของ IP Traffic ทั่วโลกในช่วงปี 2015-2020**



Source: CISCO

**ตลาดในประเทศกำลังใหม่เอียงมาทางการให้บริการโครงข่ายความเร็วสูงมากขึ้น**

จากข้อมูลของ สวทช. พบว่ามูลค่าตลาดสื่อสารในประเทศปี 2013-2015 มีการเติบโต 13% ต่อปี อยู่ที่ 5.7 แสนล้านบาท รวบรวม 60% หรือ 3.4 แสนล้านบาท คือตลาดบริการสื่อสาร โตเฉลี่ย 11% ต่อปี อีก 40% หรือ 2.3 แสนล้านบาท คือตลาดอุปกรณ์สื่อสาร โตเฉลี่ย 17% ต่อปี ส่วนเงินลงทุนด้านบอร์ดแบนด์ ศูนย์วิจัยกสิกรไทยคาดโตเฉลี่ย 12% ต่อปีในระหว่างปี 2015-2018

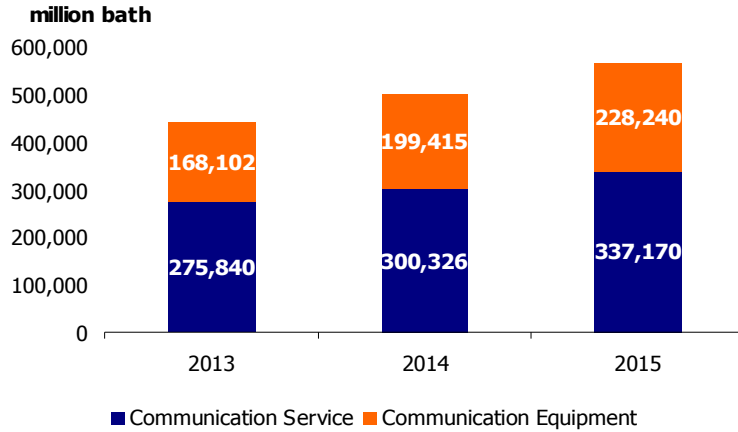
โดยถ้าพิจารณาควบคู่กับการให้ความสำคัญกับการลงทุนด้านบอร์ดแบนด์ของทั้งผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่และภาครัฐ ทำให้เรายังมั่นใจต่อการเติบโตของความต้องการใช้โครงข่ายความเร็วสูงในประเทศช่วง 3-5 ปีข้างหน้า ด้วยอัตราที่สูงกว่าการขยายตัวของโครงข่าย IP ทั่วโลกที่ CISCO คาดไว้ โดยตัวแปรที่จะเปิด Upside ดังกล่าวคือ ฐานของผู้ใช้อินเทอร์เน็ตและบอร์ดแบนด์ที่อยู่ในระดับต่ำกว่าประเทศพัฒนาแล้วและกำลังพัฒนาในภูมิภาคเดียวกัน ถ้าอิงตัวเลขของธนาคารโลกและ Yozza บริษัทที่ปรึกษาด้านโทรคมนาคม คาดว่าสัดส่วนผู้ใช้อินเทอร์เน็ตและบอร์ดแบนด์ของประเทศไทยปี 2015 จะอยู่ที่ 50% และ 10% ของประชากรรวม ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของประเทศพัฒนาแล้วในเอเชียที่มีสัดส่วนสูงถึง 70% และ 25% ตามลำดับ

ขณะที่ รายงานสภาพตลาดโทรคมนาคมของ กสทช. 9M15 ระบุว่าปริมาณการใช้วงจรรหัสโตเฉลี่ย 25% Y-Y เทคโนโลยี Ethernet ได้รับความนิยมมากที่สุด รองลงมาคือ MPLS โดย TRUE มีส่วนแบ่งการตลาดสูงสุด 27% รองลงมาคือ TOT 18% UIH 17% SYMC 13% และ ITEL 9%



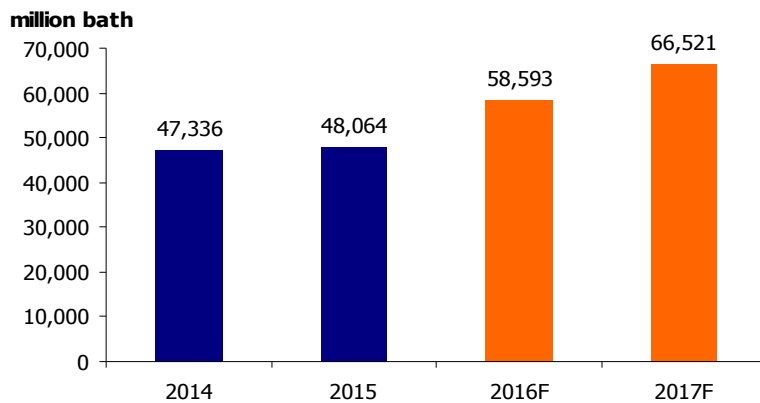
เพราะฉะนั้นในเชิงของการวิเคราะห์วงจรการเติบโตทางเศรษฐกิจของอุตสาหกรรม เราคาดว่า อุตสาหกรรมให้บริการรับส่งข้อมูล รวมไปถึงดาต้าเซ็นเตอร์กำลังเข้าสู่ช่วงที่ 2 คือ ช่วงเติบโตเร็ว โดยคาดว่าจะกินเวลาอย่างน้อย 3-5 ปีข้างหน้าก่อนจะเข้าสู่ขั้นอิ่มตัวตามการแข่งขันที่สูงขึ้น

**Figure 9: มูลค่าตลาดสื่อสารของประเทศไทย**



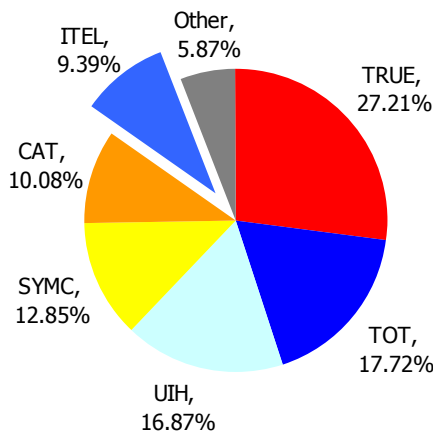
Source: สวทช., FSS Research

**Figure 10: มูลค่าเงินลงทุนบรอดแบนด์ใยแก้วนำแสง**



Source: ศูนย์วิจัยกสิกรไทย, FSS Research

**Figure 11: ส่วนแบ่งการตลาดบริการวงจรเช่า 3Q15**



Source: กสทช., FSS Research

### การแข่งขันอุตสาหกรรมของบริษัทที่ประกอบธุรกิจใกล้เคียงกันยังไม่รุนแรง

ผู้ประกอบการโทรคมนาคมที่ได้รับใบอนุญาตประเภทที่ 3 จาก กสทช. มีทั้งสิ้น 38 ราย แต่ถ้าพิจารณาเฉพาะผู้ประกอบการที่มีโครงข่ายเป็นของตัวเอง และให้บริการวางจรเช่าโดยเน้นลูกค้าองค์กรหรือผู้ประกอบการโทรคมนาคมเหมือน ITEL มีเพียง บริษัท ทีโอที จำกัด (มหาชน), บริษัท กสท โทรคมนาคม จำกัด (มหาชน), บริษัท ทูริ ยูนิเวอร์แซล คอนเวอร์เจนซ์ จำกัด, บริษัท ยูไนเต็ด อินฟอร์เมชั่น ไฮเวย์ จำกัด, บริษัท อินฟอร์เมชั่น ไฮเวย์ จำกัด, บริษัท ซิมโพนี คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน) การแข่งขันจึงไม่รุนแรง ซึ่งสะท้อนมายังอัตราค่าบริการที่เริ่มทรงตัว ข้อแตกต่างจึงขึ้นอยู่กับคุณภาพและความหลากหลายของโครงข่าย ปัจจุบันมีเพียง ITEL เท่านั้นที่ให้บริการด้วยสาย Fiber Optic ทั้งเส้นทางรถไฟและถนนครอบคลุม 75 จังหวัดทั่วประเทศ

### การเข้ามาของคู่แข่งรายใหม่ไม่ใช่เรื่องง่าย ประสิทธิภาพของตลาดจึงสูงด้วยข้อจำกัดจากขนาด

แม้ประเด็นการขออนุญาตดำเนินธุรกิจจาก กสทช. จะไม่ใช่เรื่องยาก แต่ธุรกิจให้บริการเช่าใช้โครงข่ายแก่ลูกค้าองค์กรนี้ ต้องใช้เงินลงทุนที่สูงเมื่อเทียบกับมูลค่าตลาดที่ยังไม่สูงมากนักราว 10,000-15,000 ล้านบาท จึงเป็นข้อจำกัดการเข้ามาของคู่แข่งรายใหม่โดยปริยาย ขณะที่ การเช่าใช้ของลูกค้ายังมีต้นทุนการเปลี่ยนผู้ให้บริการอยู่บ้าง โดยเฉพาะกลุ่มการเงินที่มักไม่เปลี่ยนโครงข่ายหรือศูนย์ดาต้าเซ็นเตอร์ถ้าไม่จำเป็น เราจึงประเมินว่าตลาดที่ ITEL กำลังทำอยู่เป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับสูง

### Fiber Optic ยังมีความจำเป็นในการสื่อสาร แม้การสื่อสารไร้สายจะมีประสิทธิภาพมากขึ้น

แม้ปัจจุบันการสื่อสารไร้สายจะมีประสิทธิภาพมากขึ้นทั้งความเร็วและขนาดการรับ-ส่งข้อมูล หลังจาก กสทช. จัดประมูล 4G คลื่น 1800 MHz และ 900 MHz แต่เพราะยังมีข้อจำกัดที่ไม่สามารถเทียบเท่ากับบอร์ดแบนด์แบบใช้สายโดยเฉพาะด้านความเสถียรและความปลอดภัย ซึ่งมุมมองนี้ถูกสนับสนุนด้วยการลงทุนเพื่อให้บริการบอร์ดแบนด์ผ่านโครงข่าย Fiber Optic ของผู้ประกอบการโทรศัพท์เคลื่อนที่

แม้ด้านหนึ่งจะสะท้อนให้เห็นถึงคู่แข่งในตลาดที่ห่างแล้ว เพราะมาด้วยแบนด์ที่ลูกค้ารู้จักเป็นทุนเดิม แต่อีกด้านหนึ่ง ซึ่งเป็นมุมมองที่เราอยากให้เห็นภาพคือ การเชื่อมต่อแบบมีสายยังเป็นสิ่งจำเป็นและไม่ถูกแทนที่ด้วยแบบไร้สาย แต่จะใช้คู่กันไปในลักษณะหลอมรวมเป็นโครงข่ายเดียวกันในท้ายที่สุด

### โครงการ National Broadband เป็นทั้งโอกาสและอุปสรรค แต่โน้มเอียงมาทางโอกาสมากกว่า

ด้วยนโยบาย Digital Economy ของภาครัฐ ที่ต้องการนำเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสารมาประยุกต์เข้ากับกิจกรรมทางเศรษฐกิจและสังคม ซึ่งพันธกิจแรกที่มีการกล่าวถึงมากที่สุดคือ การพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานทางเทคโนโลยีดิจิทัลครอบคลุมทั่วประเทศ หรือ National Broadband ซึ่งจะให้หน่วยงานภาครัฐ ทั้ง TOT และ CAT เป็นผู้ลงทุนหลัก ตั้งเป้า 90% ของจำนวนหมู่บ้านทั้งหมดต้องเข้าถึงอินเทอร์เน็ตความเร็วสูงไม่ต่ำกว่า 2 Mbps. ภายในปี 2016 และ 100% ในปี 2017 ส่วนดาต้าเซ็นเตอร์ตั้งเป้า 40% ของหน่วยงานภาครัฐทั้งหมดต้องมีศูนย์สำรองข้อมูลในปี 2016 และต้องมีครบ 100% ในปี 2018

เรามองโครงการนี้เป็นทั้งโอกาสและอุปสรรคของอุตสาหกรรมผู้ให้บริการเช่าโครงข่ายรวมถึงดาต้าเซ็นเตอร์ โดยในเชิงของอุปสรรค จะเป็นคู่แข่งกับผู้ประกอบการที่มีโครงข่ายของตัวเองและเห็นทำตลาดรายย่อยโดยตรง แต่จะเป็นโอกาสสำหรับผู้ที่มีโครงข่ายประสิทธิภาพสูงและสามารถรับงานติดตั้งโครงข่ายให้กับผู้อื่นได้ ซึ่งปัจจุบันโครงการดังกล่าวกำลังสำรวจโครงข่ายที่มีอยู่เดิมเพื่อลดการลงทุนที่ซ้ำซ้อน เป็นไปได้ที่ภาครัฐ อาจเลือกเช่าใช้ในเส้นทางที่เอกชนลงทุนไว้แล้วแทนการลงทุนเอง

**Table 4: เปรียบเทียบศักยภาพการแข่งขันของคู่แข่งในอุตสาหกรรม**

	ITEL	SYMC	ALT	UIH	CSLOX	INET	TCCT
บริการที่ได้รับใบอนุญาต	Core Network Access Network	Core Network Access Network IPLC	Core Network	Core Network Access Network	Access Network	Access Network	IPLC
โครงข่ายเป็นของตัวเอง	Fiber Optic	Fiber Optic ADSL	Fiber Optic ADSL	Fiber Optic ADSL	ไม่มี	ไม่มี	ไม่มี
ความครอบคลุม	75 จังหวัด	43 จังหวัด	กรุงเทพฯและ ปริมาณทล เส้นทางรถไฟ	นิคมฯ 45 แห่ง	ไม่มี	ไม่มี	ไม่มี
ความหลากหลาย	ถนน รถไฟ	ถนน รถไฟฟ้า	ถนน รถไฟ รถไฟฟ้า	ถนน	ไม่มี	ไม่มี	ไม่มี
ดาต้าเซ็นเตอร์	มี	ไม่มี	ไม่มี	ไม่มี	มี	มี	มี
บริการติดตั้งโครงข่าย	มี	ไม่มี	มี	ไม่มี	ไม่มี	ไม่มี	ไม่มี
กลุ่มลูกค้าเป้าหมาย	องค์กร ผู้ให้บริการ โทรคมนาคม	องค์กร ผู้ให้บริการ โทรคมนาคม	องค์กร ผู้ให้บริการ โทรคมนาคม	องค์กร ผู้ให้บริการ โทรคมนาคม	ครัวเรือน	ครัวเรือน	องค์กร

Source: FSS Research

**ผลการดำเนินงานในอดีต**

**กำไรสุทธิปี 2013-2015 เติบโตอย่างก้าวกระโดดจากรายได้และอัตรากำไรที่ดีขึ้นต่อเนื่อง**

รายได้รวมในช่วงปี 2013-2015 เติบโตอย่างก้าวกระโดดเฉลี่ย 5 เท่าตัวต่อปี จากเพียง 11 ล้านบาทในปี 2013 ซึ่งเป็นช่วงเริ่มต้นของทั้ง 3 ธุรกิจ คือ บริการโครงข่าย บริการติดตั้งโครงข่าย และดาต้าเซ็นเตอร์ มาอยู่ที่ 430 ล้านบาทในปี 2015 โดยหลังจากที่ ITEL ขยายการลงทุนในโครงข่ายมากขึ้นจาก 58 จังหวัดในปี 2014 เป็น 64 จังหวัดในปี 2015 ทำให้สามารถหาลูกค้ามาเช่าใช้โครงข่ายได้มากขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับงานบริการติดตั้งโครงข่ายที่ขยายตัวเร็วตามไปด้วย ขณะที่ อัตรากำไรขั้นต้นของดาต้าเซ็นเตอร์ก็เพิ่มขึ้นจาก 36% ในปี 2014 เป็น 85% ในปี 2015 อัตรากำไรเติบโตของรายได้รวมที่สูงกว่าอุตสาหกรรมซึ่งโตในระดับ 20-30% แม้ส่วนหนึ่งจะเป็นเพราะการโตจากฐานที่ต่ำ แต่ก็สะท้อนให้เห็นถึงความสามารถในการทำตลาดที่มีประสิทธิภาพด้วย

ส่วนความสามารถในการบริหารต้นทุนถือว่าทำได้ดีขึ้นต่อเนื่อง โดยอัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 32.4% ในปี 2015 จาก 21.8% ในปี 2014 ตัวแปรที่ทำให้อัตรากำไรขั้นต้นเหวี่ยงมากที่สุดคือ งานบริการติดตั้งโครงข่ายที่ขึ้นอยู่กับภาระการลงทุน ต้นทุนอุปกรณ์ และค่าจ้างผู้รับเหมา ถ้าคู่แข่งในการประมูลมีน้อยและได้รับงานประเภทติดตั้งโครงข่ายเพื่อเชื่อมต่อกับโครงข่ายของ ITEL อัตรากำไรขั้นต้นก็จะสูงเหมือนที่เกิดขึ้นในปี 2015 ส่วนอัตรากำไรขั้นต้นของธุรกิจบริการโครงข่ายและดาต้าเซ็นเตอร์ จะค่อนข้างนิ่งและมีแนวโน้มขยายตัวขึ้นอย่างต่อเนื่อง เพราะสัดส่วนต้นทุนกว่า 40-50% คือต้นทุนคงที่ เช่น ค่าเสื่อมราคาโครงข่ายและดาต้าเซ็นเตอร์ ค่าเช่าพื้นที่ และพนักงาน

ดอกเบี้ยจ่ายถือเป็นรายการที่มีนัยสำคัญ โดยเพิ่มขึ้นจาก 6% ของรายได้รวมหรือ 13 ล้านบาทในปี 2014 มาอยู่ที่ 9% ของรายได้รวมหรือ 39 ล้านบาทในปี 2015 เนื่องจากเงินลงทุนโครงการมาจากเงินกู้ยืมจากสถาบันการเงินและ ILINK ซึ่งปัจจุบันมียอดอยู่ที่ 808 ล้านบาท และ 850 ล้านบาท ตามลำดับ

กำไรสุทธิเพิ่มขึ้นต่อเนื่องมาอยู่ที่ 31 ล้านบาทในปี 2015 จากขาดทุนสุทธิ 13 ล้านบาทในปี 2013 จากผลของรายได้ที่ขยายตัวเร็ว และการบริหารต้นทุนรวมถึงค่าใช้จ่ายที่ดีขึ้นต่อเนื่อง

**ความเสี่ยงทางการเงินอยู่ในระดับสูง แต่จะลดลงหลังเพิ่มทุน**

ด้วยลักษณะการประกอบธุรกิจที่ต้องใช้เงินลงทุนสูง (Capital Intensive) ทำให้อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio) ในช่วงเริ่มต้นธุรกิจอยู่ในระดับสูงตาม โดยเพิ่มขึ้นต่อเนื่องจาก 1.6 เท่าในปี 2013 มาอยู่ที่ 6.5 เท่าในปี 2015 แต่ถ้าหักเงินกู้ยืมจากกิจการที่เกี่ยวข้องกันคือ ILINK ออกราว 850 ล้านบาท D/E Ratio จะอยู่ที่ 2.5 เท่า และจะลดลงต่อเนื่องหลังเพิ่มทุนตามสัดส่วนผู้ถือหุ้นที่เพิ่มขึ้น

ส่วน ROA และ ROE มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นตามผลประกอบการที่ดีขึ้นต่อเนื่อง โดย ROA เพิ่มขึ้นจาก -1.7% ในปี 2013 มาอยู่ที่ 2.9% ในปี 2015 ส่วน ROE เพิ่มขึ้นจาก -4.5% ในปี 2013 มาอยู่ที่ 9.5% ในปี 2015 สาเหตุที่ ROE เพิ่มขึ้นเร็วกว่า ROA เพราะผลจากการจัดหาเงินทุนเพื่อลงทุนด้านโครงการขายที่ส่วนใหญ่มาจากเงินกู้ยืม

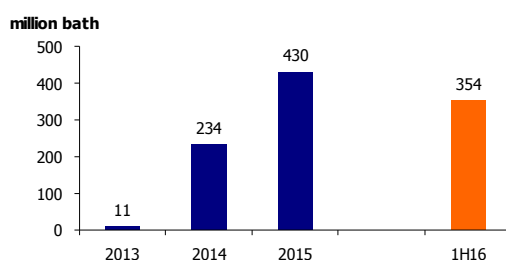
**กำไรสุทธิ 1Q16 ลดลง 7% Y-Y มาอยู่ที่ 12 ล้านบาท จากอัตรากำไรขั้นต้นงานติดตั้งโครงการที่ลดลง**

แม้รายได้รวมจะปรับตัวเพิ่มขึ้นแรงถึง 64% Y-Y มาอยู่ที่ 160 ล้านบาท จากรายได้ที่เพิ่มขึ้นในทุกหมวดธุรกิจ โดยรายได้บริการโครงการเพิ่มขึ้น 64% Y-Y เป็น 82 ล้านบาท รายได้งานบริการติดตั้งโครงการเพิ่มขึ้น 56% Y-Y เป็น 61 ล้านบาท และรายได้ค่าเช่าเน็ตเวิร์กเพิ่มขึ้น 305% Y-Y เป็น 12 ล้านบาท แต่เพราะอัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ยลดลงเหลือ 27.7% จาก 34.5% ใน 1Q15 เนื่องจากรับรู้งานบริการติดตั้งโครงการที่มีอัตรากำไรขั้นต้นต่ำเพียง 23.3% จาก 40.9% ใน 1Q15 ขณะที่ ดอกเบี้ยจ่ายก็เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญจาก 8 ล้านบาทใน 1Q15 เป็น 13 ล้านบาทใน 1Q16 จากผลของการลงทุนโครงการขายเพื่อให้ครอบคลุม 75 จังหวัดทั่วประเทศ ทำให้กำไรสุทธิ 1Q16 ลดลง 7% Y-Y มาอยู่ที่ 12 ล้านบาท

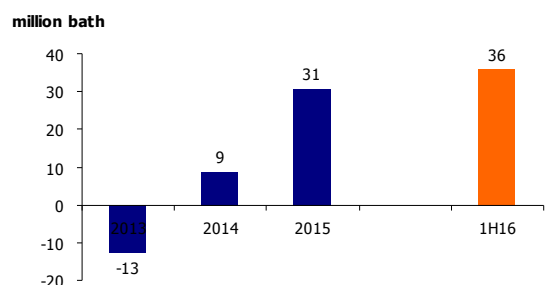
**กำไรสุทธิ 2Q16 กระชากแรง 108% Q-Q และ 1,249% Y-Y จากรายได้และอัตรากำไรขั้นต้นที่เพิ่มขึ้น**

รายได้รวมเพิ่มขึ้น 21% Q-Q และ 146% Y-Y อยู่ที่ 194 ล้านบาท จากรายได้ทั้งการให้บริการเช่าโครงการขายติดตั้งโครงการ และค่าเช่าเน็ตเวิร์กที่เพิ่มขึ้น ขณะที่ อัตรากำไรขั้นต้นก็ขยายตัวมาอยู่ที่ 31.8% จาก 27.7% ใน 1Q16 และ 31.2% ใน 2Q15 จากการรับรู้งานบริการติดตั้งโครงการที่มีอัตรากำไรขั้นต้นสูง ซึ่งต่างจาก 1Q16 ที่ส่วนใหญ่เป็นงานอัตรากำไรต่ำ ส่วนการบริหารค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารก็ลดลงมาอยู่ที่ 10.1% ของรายได้รวม จาก 10.7% ใน 1Q16 และ 16.7% ใน 2Q15 สุทธิแล้วจึงทำให้กำไรสุทธิเพิ่มขึ้นแรงถึง 108% Q-Q และ 1,249% Y-Y อยู่ที่ 24 ล้านบาท

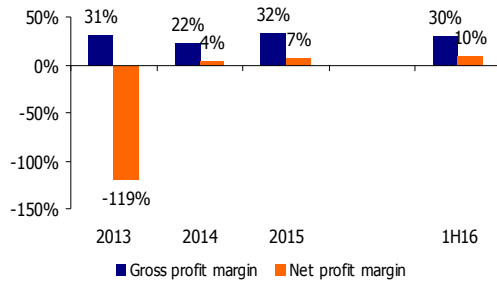
**Figure 12: แนวโน้มรายได้**



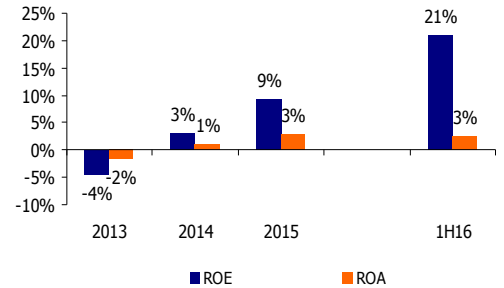
**Figure 13: แนวโน้มกำไรสุทธิ**



**Figure 14: อัตรากำไรขั้นต้นและอัตรากำไรสุทธิ**



**Figure 15: แนวโน้ม ROE และ ROA**



Source: ITEL, FSS Research

**คาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคต**

คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2016 ที่ 72 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 135% Y-Y แม้ว่ากำไรสุทธิ 1Q16 จะลดลง 7% Y-Y แต่เป็นเพราะ 1Q15 มีการรับรู้รายได้งานอัตรากำไรสูงกว่าปกติมาก ซึ่งถือเป็นรายการที่เกิดขึ้นไม่บ่อย ขณะที่ รายได้รวม 1Q16 ยังมีการเติบโตทั้งตามภาวะอุตสาหกรรมและจากส่วนแบ่งตลาดที่เพิ่มขึ้น โดยเฉพาะรายได้จากบริการโครงข่ายและดาต้าเซ็นเตอร์ที่โตแรง 56% Y-Y และ 305% Y-Y ตามลำดับ ฐานการคำนวณที่ต่างกันจึงไม่สามารถสะท้อนภาพผลการดำเนินงานได้อย่างชัดเจน

โดยเราคาดการณ์รายได้รวมปี 2016 ที่ 738 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 72% Y-Y ภายใต้สมมติฐาน

- (1) คาดรายได้บริการโครงข่ายเติบโต 50% Y-Y อยู่ที่ 411 ล้านบาท เติบโตในอัตราใกล้เคียงกับที่ทำได้ใน 1Q16 โดยมีการเติบโตของอุตสาหกรรมที่ระดับ 25-35% ต่อปีเป็นตัวสนับสนุน และคาดการณ์ส่วนแบ่งการตลาดเพิ่มขึ้นอีก 5% ซึ่งถ้าอิงตัวเลขของ กสทช. จะเพิ่มเป็น 15% ในสิ้นปีนี้
- (2) คาดรายได้บริการติดตั้งโครงข่ายที่เพิ่มขึ้น 108% Y-Y อยู่ที่ 260 ล้านบาท โดย ณ สิ้น 1Q16 มี Backlog ที่จะส่งมอบทั้งหมดปีนี้รองรับอยู่ 108 ล้านบาท รวมส่วนที่รับรู้ใน 1Q16 ไปแล้ว 61 ล้านบาทเป็น 169 ล้านบาท ส่วนที่เหลืออีก 93 ล้านบาทขึ้นอยู่กับงานประมูลที่จะมีออกมาจำนวนมากใน 2H16
- (3) คาดรายได้ดาต้าเซ็นเตอร์เพิ่มขึ้น 120% Y-Y อยู่ที่ 54 ล้านบาท จากการรับรู้รายได้ค่าเช่าในระดับ 85% ของพื้นที่ทั้งหมดเต็มปี จากปีก่อนที่รับรู้เพียง 4Q15 ขณะที่ 3Q16 จะเริ่มรับรู้รายได้จากลูกค้ารายใหม่ ซึ่งจะทำให้อัตราการใช้พื้นที่เพิ่มขึ้นเป็น 95%

อัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ยคาดว่าจะลดลงเหลือ 30.5% จาก 32.4% ในปี 2015 จากเหตุผลการรับรู้งานอัตรากำไรขั้นต้นสูงผิดปกติใน 1Q15 ที่ได้กล่าวไปข้างต้น โดยเราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นของบริการโครงข่ายที่ 33.0% เพิ่มขึ้นจากจากปี 2015 ที่ 26.9% ดาต้าเซ็นเตอร์คาดว่าจะอยู่ที่ 40% ซึ่งต้นทุนใน 2 ส่วนนี้มีต้นทุนค่าเสื่อมราคาที่เป็นต้นทุนคงที่อยู่มาก 40% และ 60% ของต้นทุนรวมตามลำดับ ขณะที่ บริการติดตั้งโครงข่ายคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นระดับปกติที่ 25%

ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารคาดว่าจะควบคุมได้ดีขึ้น แม้ค่าใช้จ่ายการตลาดราว 20-25% ของค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารยังจำเป็นต้องเพิ่มขึ้นจากการสร้างแบรนด์ แต่ค่าใช้จ่ายพนักงานที่มีสัดส่วน 50-60% จะเริ่มนิ่ง ทำให้คาดว่าสัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อรายได้รวมจะลดลงเหลือ 10.8% จาก 13.0% ในปี 2015

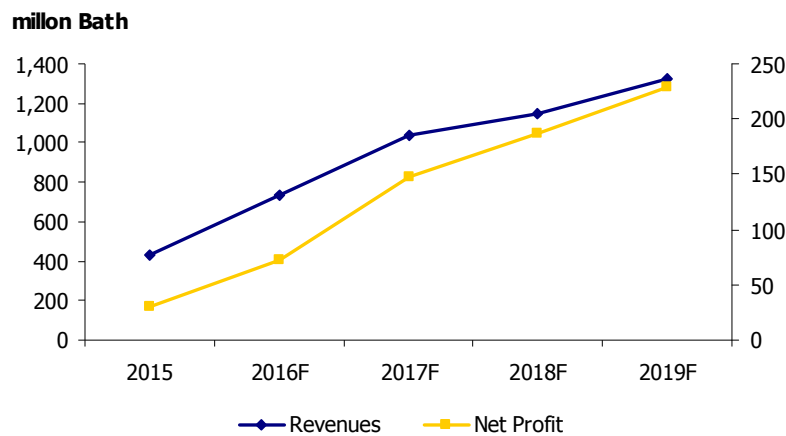
แนวโน้มปี 2017-2019 เราคาดว่ากำไรสุทธิเพิ่มขึ้นในอัตราเฉลี่ย 47% ต่อปี จากคาดการณ์การเติบโตของรายได้รวมที่ระดับ 22% ต่อปีใกล้เคียงกับอุตสาหกรรมบริการโครงข่าย บวกเพิ่มด้วยรายได้จากดาต้าเซ็นเตอร์แห่งแรกที่ระดับ 100% เต็มปี และแห่งที่ 2 ซึ่งเป็นการร่วมทุนกับ WHA และ AIT โดย ITEL ถือหุ้น 33.33% ขนาด 600 Racks (แห่งแรก 348 Racks เป็นของ ITEL 100%) คาดว่าจะแล้วเสร็จปลายปีนี้และเริ่มรับรู้รายได้

1Q17 โดยเรคาดว่ารายได้ที่เป็น **Recurring** จะมีสัดส่วนเพิ่มขึ้นเป็น **76%** ของรายได้รวมในปี **2019** จาก **57%** ในปี **2016**

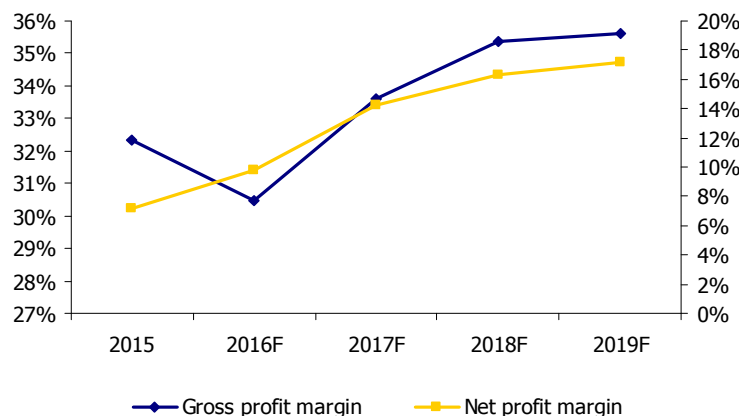
ส่วนอัตรากำไรขั้นต้นในปี 2017-2019 คาดขยายตัวต่อเนื่องเป็น 33.6% 35.4% และ 35.6% ตามลำดับ เนื่องจากต้นทุนรวม 40% ของต้นทุนรวมคือต้นทุนคงที่ซึ่ง ITEL ผ่านช่วงการลงทุนหนักใน Core Backbone ไปแล้ว หลังจากนั้นเหลือเพียงลงทุน Last mile และอุปกรณ์ Node เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพการบริการจาก 10 Gbps เป็น 40 Gbps เฉลี่ยปีละราว 200 ล้านบาท ผลจาก Economy of scale และ Operating Leverage จึงทำงานได้อย่างเต็มที่

โดยอัตรากำไรสุทธิคาดว่าจะเพิ่มขึ้นจาก 9.8% ในปี 2016 เป็น 14.2% 16.3% และ 17.2% ในปี 2017-2019 ตามลำดับ สูงกว่าค่าเฉลี่ยของบริษัทที่ทำธุรกิจใกล้เคียงกันเช่น ALT CSL INET SYMC และ PCA ที่ 7-10% ขณะที่ กลุ่ม ICT อยู่ที่ 15% (ข้อมูล 1Q16) ส่วน ROE และ ROA คาดว่าจะค่อยๆปรับตัวเพิ่มขึ้นจาก 6.0% และ 4.3% ในปี 2016 มาอยู่ที่ 14.6% และ 7.4% ในปี 2019

**Figure 16: แนวโน้มรายได้และกำไรสุทธิในอนาคต**



**Figure 17: แนวโน้มอัตรากำไรขั้นต้นและอัตรากำไรสุทธิในอนาคต**



Source: ITEL, FSS Research

**ประเมินมูลค่าเหมาะสมปี 2017 เท่ากับ 7.80 บาท (DCF, WACC 7.6%)**

ประเมินมูลค่าที่เหมาะสมด้วยวิธี Discount Cash Flow โดยเราประเมินว่า ITEL ดำเนินธุรกิจในลักษณะ Capital Intensive และเพิ่งอยู่ในช่วงเริ่มต้นของ Growth stage การใช้วิธี Relative Valuation Technique จึงอาจไม่ได้คำนึงของผลของ Operating Leverage และ Economy of scale เท่าที่ควร ตรงข้ามกับ DCF ที่ให้นำหนักกับกระแสเงินสดในอนาคตสอดคล้องกับการเติบโตของอุตสาหกรรมและบริษัท

โดยกำหนดสมมติฐานต้นทุนทางการเงิน (WACC) ที่ 7.6% อิงค่า Beta ที่ 0.90 เท่า สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 0.75 เท่า และกำหนดอัตราการเติบโตในระยะยาวที่ 2% ได้ราคาตามปัจจัยพื้นฐานปี 2017 ที่ 7.80 บาท คิดเป็น PE2017 ที่ 26 เท่า ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยกลุ่ม ICT และ I LINK ที่ 22-30 เท่า

**Table 5: สมมติฐานในการประเมินมูลค่าหุ้น**

FCFF	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
EBIT	145	240	284	332	370	417
Less: corporate tax	-21	-43	-53	-65	-76	-87
<b>NOPAT</b>	<b>124</b>	<b>198</b>	<b>231</b>	<b>267</b>	<b>295</b>	<b>329</b>
Add: Depreciation&Amortization	116	137	147	157	165	172
<b>Change in net working capital</b>						
Operating current asset	-137	-142	-32	-91	-113	-47
Operating current liabilities	-40	108	168	169	190	53
<b>FCF before CAPEX</b>	<b>63</b>	<b>301</b>	<b>515</b>	<b>501</b>	<b>536</b>	<b>507</b>
<b>CAPEX</b>	<b>-415</b>	<b>-476</b>	<b>-234</b>	<b>-221</b>	<b>-195</b>	<b>-158</b>
<b>FCFF</b>	<b>-352</b>	<b>-176</b>	<b>281</b>	<b>281</b>	<b>341</b>	<b>349</b>

Present value of FCFF	802
Present value of Terminal value	4,432
<b>Value of operation</b>	<b>5,233</b>
Market value of non operating	102
<b>Total corporate value</b>	<b>5,336</b>
Market value of debt	1,440
<b>Equity value</b>	<b>3,896</b>
Number of share	500
<b>Target price2017</b>	<b>7.80</b>

<b>WACC</b>	<b>7.6%</b>
Kd	3.5%
Tax rate	22.0%
<b>Ke</b>	<b>12.9%</b>
Rf	2.5%
MRP	12.0%
Beta	0.87
Wd	52.5%
We	47.5%
<b>Terminal growth</b>	<b>2.0%</b>

**Scenario Analysis-DCF (FCFF)**

		WACC				
		6.6%	7.1%	7.6%	8.1%	8.6%
Terminal Growth	0.0%	6.71	5.97	5.33	4.76	4.27
	1.0%	8.19	7.21	6.37	5.66	5.04
	2.0%	10.31	8.93	<b>7.80</b>	6.85	6.05
	3.0%	13.62	11.50	9.84	8.51	7.42
	4.0%	19.50	15.74	13.03	10.98	9.39

Table 6: เปรียบเทียบผลการดำเนินงานปี 2015 กับบริษัทในตลาดที่ทำธุรกิจใกล้เคียงกัน

	Net Profit Margin	ROA	ROE	D/E	Beta	PE	PBV
ALT	8.50	10.40	43.60	3.10	-	-	-
CSL	10.63	22.05	49.67	1.91	0.42	13	5.9
INET	6.11	6.22	8.11	1.36	0.91	50	2.1
SYMC	8.63	6.85	8.80	1.81	0.42	25	2.1
PCA	5.19	9.67	11.31	0.93	0.67	30	1.91
SIMAT	-5.73	-2.69	-12.47	1.04	0.65	40	2.27
Average	5.56	8.75	18.17	1.69	0.61	31.60	2.86
ILINK	8.63	11.00	16.08	0.90	0.6	20	3.45
ITEL	7.13	1.30	9.40	6.10	-	-	-

Source: FSS Research

### โครงสร้างการถือหุ้น การเพิ่มทุน และนโยบายการจ่ายเงินปันผล

ITEL เพิ่มทุนจดทะเบียนจาก 300 ล้านบาท เป็น 500 ล้านบาท มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 1 บาท โดยการออกหุ้นเพิ่มทุนจำนวน 200 ล้านหุ้นเพื่อเสนอขายให้กับ

- (1) หุ้นสามัญเพิ่มทุน 60 ล้านหุ้น ขายให้ผู้ถือหุ้นของบริษัท อินเทอร์เน็ต คอมมิวนิเคชั่น จำกัด (มหาชน) (ILINK)
- (2) หุ้นสามัญเพิ่มทุน 140 ล้านหุ้น ขายให้ประชาชนทั่วไป

มีวัตถุประสงค์ในการใช้เงินเพิ่มทุนครั้งนี้เพื่อ

- (1) ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียน
- (2) ลงทุนในการปรับปรุงและขยายประสิทธิภาพของโครงข่าย
- (3) ลงทุนในการจัดตั้งบริษัทร่วมทุนเพื่อสร้างศูนย์ดาต้าเซ็นเตอร์
- (4) ชำระคืนเงินกู้ยืมบริษัทที่เกี่ยวข้อง

### โครงสร้างผู้ถือหุ้นใหญ่

	ก่อน IPO	หลัง IPO
บริษัท อินเทอร์เน็ต คอมมิวนิเคชั่น จำกัด (มหาชน)	99.99977%	59.99986%
นายสมบัติ อนันตรัมพร	0.00003%	0.00002%
นางชลิตา อนันตรัมพร	0.00003%	0.00002%
นายอดิศักดิ์ เองมหัสสกุล	0.00003%	0.00002%
นางสาวขวัญตา มีสมพร	0.00003%	0.00002%
นายจณรัฐพล สุประสงค์สิน	0.00003%	0.00002%
นางเพ็ญศรี จันตะคาด	0.00003%	0.00002%
นายเมฆ สามัคคี	0.00003%	0.00002%
จัดสรรให้ผู้ถือหุ้นเดิมของ ILINK ตามสัดส่วน Pre-Emptive Right		12.00%
เสนอขายให้ประชาชนทั่วไป		28.00%
จำนวนหุ้นรวม	300 ล้านหุ้น	500 ล้านหุ้น



### นโยบายการจ่ายเงินปันผล

บริษัทมีนโยบายจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นในอัตราไม่น้อยกว่าร้อยละ 40 ของกำไรสุทธิหลังหักภาษีเงินได้นิติบุคคลของงบการเงินเฉพาะและหลังหักสำรองตามกฎหมาย

### ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

- (1) การพึ่งพาผู้จัดจำหน่ายสินค้า เนื่องจากโครงข่าย Interlink Fiber Optic ของบริษัทเลือกใช้สายเคเบิลใยแก้วนำแสงของ LINK เพียงรายเดียว ทำให้มีความเสี่ยงในแง่ของการพึ่งพิงผู้ผลิตรายใดรายหนึ่งมากเกินไป จนอาจสร้างผลเสียต่อการหยุดชะงักในแง่ของการขยายโครงข่ายหากผู้ผลิตไม่สามารถจัดส่งสินค้าได้ทัน

อย่างไรก็ตาม เนื่องจาก ITEL ได้ลงทุนในส่วนของ Core Backbone ครอบคลุมพื้นที่ให้บริการทั่วประเทศแล้ว การขยายโครงข่ายหลังจากนี้จึงพึ่งพิงผู้ผลิตรายดังกล่าวไม่มากนัก

- (2) ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงลูกค้ารายใหญ่ โดย ณ 1Q16 มีลูกค้าหนึ่งรายที่มีสัดส่วนรายได้สูงถึง 44% ของรายได้รวม หากลูกค้ารายดังกล่าวเลิกใช้บริการของบริษัทอาจกระทบกับรายได้โดยมีนัยสำคัญ

แต่ด้วยความที่นโยบายของบริษัทต่างการกระจายกลุ่มลูกค้ามากขึ้น โดยเฉพาะกลุ่มสถาบันการเงิน ผลกระทบจากการพึ่งพิงลูกค้ารายใหญ่จึงมีแนวโน้มลดลงในอนาคต

- (3) ความเสี่ยงจากการแข่งขันในธุรกิจให้บริการโทรคมนาคม ทั้งในธุรกิจให้บริการเช่าโครงข่าย บริการติดตั้งโครงข่าย และบริการดาต้าเซ็นเตอร์ ด้วยความที่เป็นกลุ่มธุรกิจซึ่งมีแนวโน้มได้รับการสนับสนุนจากภาครัฐ และมีความต้องการใช้มากขึ้นตามเทคโนโลยีที่เปลี่ยนแปลงเร็ว ทำให้มีคู่แข่งรายใหม่เข้ามาในอุตสาหกรรมนี้มากขึ้น แต่เพราะตลาดให้บริการเช่าโครงข่ายและดาต้าเซ็นเตอร์ยังมีขนาดใหญ่มาก จึงเป็นตัวจำกัดผู้เล่นหน้าใหม่ได้ระดับหนึ่งทำให้คาดว่า การแข่งขันในช่วง 3-5 ปีข้างหน้ายังไม่รุนแรง สังเกตได้จากค่าบริการที่ลดลงจนเริ่มนิ่งและมีความใกล้เคียงกันในแต่ละผู้ให้บริการ

- (4) ความเสี่ยงจากการทำงานของอุปกรณ์โครงข่ายและระบบการทำงาน เนื่องจากความน่าเชื่อถือและความเสถียรในการให้บริการถือเป็นปัจจัยสำคัญของธุรกิจนี้ หากเกิดปัญหาไม่ว่าจะเป็นด้านโครงข่ายหรือระบบคอมพิวเตอร์อาจลดทอนคุณสมบัติที่ลูกค้าใช้พิจารณา ซึ่งถือเป็นความเสี่ยงที่สำคัญของการดำเนินธุรกิจอย่างต่อเนื่อง

- (5) ความเสี่ยงด้านกฎระเบียบและนโยบายภาครัฐที่เกี่ยวข้องกับกิจการโทรคมนาคม การดำเนินธุรกิจของ ITEL อยู่ภายใต้ใบอนุญาตประกอบกิจการโทรคมนาคมแบบที่ 3 ประเภทมีโครงข่ายเป็นของตนเองของ กสทช. หากกฎระเบียบหรือแนวทางปฏิบัติเปลี่ยนแปลงไปอาจกระทบต่อศักยภาพการดำเนินธุรกิจและการแข่งขันในระยะยาวได้ ขณะเดียวกัน อายุของใบอนุญาตที่ 15 ปี ซึ่งสั้นกว่าอายุการเช่าเสาโทรเลขกับ รฟท. ที่ 30 ปี อาจทำให้มีความเสี่ยงในการรับภาระเช่าใช้พื้นที่โดยที่ไม่สามารถให้บริการโครงข่าย ซึ่งถือเป็นปัจจัยเสี่ยงต่อการประเมินมูลค่ากิจการในระยะยาว

**Income Statement (Consolidated)**

(Bt mn)	2014	2015	2016F	2017E	2018E
Revenue	234	430	738	1,039	1,144
Costs of sales	183	291	513	690	739
Gross profit	51	139	225	349	404
SG&A costs	31	56	80	109	120
Operating profit	17	76	133	222	265
Other income	3	7	13	18	19
EBIT	20	83	145	240	284
EBITDA	58	171	261	377	432
Interest charge	13	39	50	47	41
Tax on income	-2	10	21	43	53
Earnings after tax	9	31	72	148	186
Minority interests	0	0	0	0	0
Normalized earnings	9	31	72	148	186
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net profit	9	31	72	148	186

**Balance Sheet (Consolidated)**

(Bt mn)	2014	2015	2016F	2017E	2018E
Cash& equivalents	15	111	80	102	82
Account receivable	129	97	148	208	229
Inventory	12	0	0	0	0
Other current asset	97	164	251	332	343
Total current asset	253	372	479	643	654
Investment	69	0	0	0	0
PPE	1,516	2,041	2,331	2,661	2,743
Other asset	9	19	28	37	42
Total assets	1,847	2,433	2,838	3,341	3,439
Short term loan loans	367	850	369	623	572
Accounts payable	660	389	344	447	613
Current maturities	99	57	118	135	126
Other current liabilities	13	8	13	19	21
Total current liabilities	1,139	1,304	844	1,224	1,331
Long-term debt	413	802	767	800	675
Other LT liabilities	1	1	17	17	17
Total LT liabilities	414	804	784	817	692
Total liabilities	1,553	2,108	1,628	2,040	2,023
Registered capital	300	500	500	500	500
Paid up capital	300	300	500	500	500
Share premium	0	0	640	640	640
Legal reserve	0	0	4	11	20
Retained earnings	-7	25	66	150	256
Minority Interest	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	293	325	1,210	1,301	1,417

Source: Company data, FSS research

**Cash Flow Statement (Consolidated)**

(Bt mn)	2014	2015	2016F	2017E	2018E
Net profit	9	31	72	148	186
Depreciation & amortization	38	88	116	137	147
Change in working capital	271	-280	-136	0	131
Other adjustments	-50	-19	-41	-34	6
Cash flow from operation	267	-181	11	251	470
Capital expenditure	-1,091	-613	-406	-467	-229
Others	156	59	-9	-9	-5
Cash flow from investing	-935	-554	-415	-476	-234
Free cash flow	-668	-735	-404	-225	236
Net borrowings	676	831	-440	304	-186
Equity capital raised	0	0	840	0	0
Dividends paid	0	1	-27	-56	-71
Others	0	0	0	0	0
Cash flow from financing	675	832	373	248	-256
Net change in cash	8	96	-31	22	-20

**Important Ratios (Consolidated)**

	2014	2015	2016F	2017E	2018E
<b>Growth (%)</b>					
Revenues	2074.66	83.97	71.67	40.79	10.11
Net profit	-168.02	251.69	134.81	105.11	26.09
Norm profit	-168.02	251.69	134.81	105.11	26.09
<b>Profitability Ratios (%)</b>					
Gross profit margin	21.80	32.35	30.50	33.61	35.36
EBIT margin	8.46	19.32	19.70	23.11	24.86
Normalized profit margin	3.73	7.13	9.76	14.22	16.28
Net profit margin	3.73	7.13	9.76	14.22	16.28
Normalized ROA	0.47	1.26	2.54	4.42	5.41
Normalized ROE	2.97	9.43	5.95	11.35	13.15
<b>Risk (x)</b>					
D/E (x)	5.29	6.48	1.35	1.57	1.43
Net D/E (x)	5.24	6.14	1.28	1.49	1.37
<b>Per share data (Bt)</b>					
Reported EPS	0.03	0.10	0.14	0.30	0.37
Norm EPS	0.03	0.10	0.14	0.30	0.37
FCF	-2.23	-2.45	-0.81	-0.45	0.47
Book value	0.98	1.08	2.42	2.60	2.83
Dividend	0.00	0.00	0.05	0.11	0.14
Par	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
<b>Valuations (x)</b>					
P/E	178.91	50.87	36.11	17.60	13.96
Norm P/E	178.91	50.87	36.11	17.60	13.96
P/BV	5.32	4.80	2.15	2.00	1.84
EV/EBTDA	17.66	9.95	11.05	7.52	6.89
Dividend yield (%)	0.00	0.00	1.05	2.16	2.72

**บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)**

<p><b>สำนักงานใหญ่</b> 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สำนักงานไทยซัมมิท ทาวเวอร์</b> (สำนักงานสนับสนุน) 1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 5, 31 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา อัลมาลิ่งค์</b> 25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา อัมรินทร์ ทาวเวอร์</b> 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1</b> 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ทาวเวอร์ ปิ่นเกล้า ชั้นที่ 14 ห้อง 1404 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย กรุงเทพมหานคร</p>
<p><b>สาขา บางกระบือ</b> 3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา บางนา</b> 1093 อาคารเซ็นทรัลพลาซ่าทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 1093/105 หมู่ 12 ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา สันทร 1</b> 140/1 อาคารเคียนทงวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา สันทร 2</b> 130-132 อาคารสันทร ทาวเวอร์ 3 ชั้น 24 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา สันทร 3</b> 130-132 อาคารสันทร ทาวเวอร์ 3 ชั้น 19 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร กรุงเทพมหานคร</p>
<p><b>สาขา ลาดพร้าว</b> 555 อาคารระสา ทาวเวอร์ 2 ยูนิท 1106 ชั้น 11 ถ.พหลโยธิน แขวงจตุจักร เขตจตุจักร กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา ประชาชื่น</b> 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา รังสิต</b> 1/832 พหลโยธิน 60 ต.คูคต อ.ลำลูกกา ปทุมธานี</p>	<p><b>สาขา ไทยซัมมิท</b> 1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 2 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา รัตนาธิเบศร์</b> 68/127 หมู่ 8 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอบ อ.เมืองนนทบุรี นนทบุรี</p>
<p><b>สาขา ศรีราชา</b> 135/99 (ตึกคอม ชั้น G) ถนนสุขุมวิท ต.ศรีราชา อ.ศรีราชาชลบุรี</p>	<p><b>สาขา ขอนแก่น 1</b> 311/16 ถ.กลางเมือง ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น</p>	<p><b>สาขา ขอนแก่น 3</b> 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่ง) ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น</p>	<p><b>สาขา อุดรธานี</b> 104/6 ชั้น 2 อาคาร ธนาคารไอซีบีซี(ไทย)จำกัด(มหาชน) ถ.อุดรธานี ต.หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี</p>	<p><b>สาขา เชียงใหม่ 1</b> 308 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่</p>
<p><b>สาขา เชียงใหม่ 2</b> 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่</p>	<p><b>สาขา เชียงใหม่ 3</b> อาคารมะลิเพลส 32/4 หมู่ที่ 2 ชั้น 1 ห้อง B1-1, B1-2 ต.แม่เหียะ อ.เมืองเชียงใหม่ เชียงใหม่</p>	<p><b>สาขา เชียงราย</b> 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย</p>	<p><b>สาขา แม่สาย</b> 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย</p>	<p><b>สาขา นครราชสีมา</b> 124/2/2 ห้อง A3 ชั้น 7 สำนักงานเดอะมอลล์ นครราชสีมา ถ.มิตรภาพ ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา</p>
<p><b>สาขา สมุทรสาคร</b> 1045/16-17 ถ.วิเชียรโชฎก ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร</p>	<p><b>สาขา นครปฐม</b> 28/16-17 ถ.ยิงเป้า ต.สนามจันทร์ อ.เมือง จ.นครปฐม</p>	<p><b>สาขา ภูเก็ต</b> 22/18 ศูนย์การค้าวานิชพลาซ่า ถ.หลวงพ่อดำ ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต</p>	<p><b>สาขา หาดใหญ่ 1</b> 200/221, 200/223 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา</p>	<p><b>สาขา หาดใหญ่ 2</b> 106 ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา</p>
<p><b>สาขา หาดใหญ่ 3</b> 200/222, 200/224, 200/226 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา</p>	<p><b>สาขา กระบี่</b> 223/20 ถ.มหาพรต ต.ปากน้ำ อ.เมือง จ.กระบี่</p>	<p><b>สาขา ตรัง</b> 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง</p>	<p><b>สาขา สุราษฎร์ธานี</b> 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี</p>	<p><b>สาขา บิดดาดี</b> 300/69-70 หมู่ 4 ต.ระมุขมิลเล อ.เมือง จ.บิดดาดี</p>

**คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน**

BUY	"ซื้อ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน <b>ต่ำกว่า</b> มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 10%
HOLD	"ถือ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน <b>ต่ำกว่า</b> มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 0% - 10%
SELL	"ขาย" เนื่องจากราคาปัจจุบัน <b>สูงกว่า</b> มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
TRADING BUY	"ซื้อเก็งกำไรระยะสั้น" เนื่องจากมีประเด็นที่มีผลบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้น แม้ว่าราคาปัจจุบันจะสูงกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
OVERWEIGHT	"ลงทุนมากกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ <b>สูงกว่า ตลาด</b>
NEUTRAL	"ลงทุนเท่ากับตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ <b>เท่ากับ ตลาด</b>
UNDERWEIGHT	"ลงทุนน้อยกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ <b>ต่ำกว่า ตลาด</b>

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

**DISCLAIMER:** รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เราเชื่อหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ โดยบริษัทฯ อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าวนี้ ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

**Thai Institute of Directors Association (IOD) - Corporate Governance Report Rating 2015**

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
100-90		ดีเลิศ
80-89		ดีมาก
70-79		ดี
60-69		ดีพอใช้
50-59		ผ่าน
<50	no logo given	n/a

สัญลักษณ์ **N/R** หมายถึง “ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR”

**IOD (IOD Disclaimer)**

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (“บริษัทจดทะเบียน”) เปิดเผยมต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

**การเปิดเผยข้อมูล Anti-corruption Progress Indicator**

ระดับ 5	Extended	ขยายผลผู้ที่เกี่ยวข้อง	มีการขยายผลการดำเนินนโยบายต่อต้านการทุจริตสู่ผู้ที่เกี่ยวข้องในห่วงโซ่อุปทาน และการเปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับกรณีทุจริตที่เกิดขึ้น
ระดับ 4	Certified	ได้รับการรับรอง	มีการสอบทานจากคณะกรรมการตรวจสอบหรือผู้สอบบัญชีที่สำนักงาน ก.ล.ด. ให้ความเห็นชอบ และได้รับการรับรองหรือผ่านการตรวจสอบเพื่อความเชื่อมั่นอย่างเป็นทางการจากหน่วยงานภายนอก (เช่น CAC)
ระดับ 3	Established	มีมาตรการป้องกัน	มีมาตรการป้องกัน การประเมินความเสี่ยง การสื่อสารและฝึกอบรมแก่พนักงาน รวมทั้งการดูแลให้มีการดำเนินการและการทบทวนความเหมาะสมของมาตรการอย่างสม่ำเสมอ
		- ระดับ 3A	บริษัทมีการประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วมโครงการ CAC หรือภาคี
		- ระดับ 3B	บริษัทมีค่านิยมและนโยบายของบริษัท แต่มิได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วมโครงการ CAC หรือภาคี
ระดับ 2	Declared	ประกาศเจตนารมณ์	มีการประกาศเจตนารมณ์เข้าเป็นแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านการทุจริต (CAC) หรือโครงการต่อต้านทุจริตที่กำหนดให้องค์กรต้องมีกระบวนการในตนเองเดียวกัน
ระดับ 1	Committed	มีนโยบาย	มีค่านิยมหรือมติคณะกรรมการในเรื่องการดำเนินธุรกิจที่จะไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตและการดูแลให้บริษัทปฏิบัติตามให้เป็นไปตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง

ข้อมูล Anti-corruption Progress Indicator จาก สถาบันไทยพัฒนา (ข้อมูล ณ วันที่ 6 พฤศจิกายน 2558)