

## เงินทุนพร้อมรับงานใหม่

● เริ่มต้นแนะนำ “ทยอยสะสม” ราคาเหมาะสมอยู่ที่ 2.70 บาท

เราเริ่มต้นออกบทวิเคราะห์ ICN ด้วยคำแนะนำ “ทยอยสะสม” ราคาเหมาะสมปี 18 อยู่ที่ 2.70 บาท อิง PER 14x เราคาดว่าผลประกอบการของบริษัทในปี 18 จะเติบโต 29% โดยได้ปัจจัยหนุนหลักจาก Backlog ในระดับสูง ณ สิ้นปี 17 ประกอบกับการลงทุนอย่างต่อเนื่องในโครงการโทรคมนาคมของ TOT และ CAT ซึ่งเป็นลูกค้าหลัก ตามทิศทางการลงทุนเพื่อสนองนโยบาย “ไทยแลนด์ 4.0” จะช่วยให้บริษัทมีโอกาสขยายงานทั้งงานรับเหมาวางระบบและงานบำรุงรักษา

● สถานะการเงินที่แข็งแกร่งพร้อมรับงานขนาดใหญ่ขึ้น

บริษัทมีฐานะการเงินที่แข็งแกร่ง โดย ณ สิ้น 1Q18 มี D/E ratio อยู่ที่ระดับ 0.65 เท่า ลดลงจากระดับ 2 เท่าก่อนเข้ามาระดมทุนในตลาด mai ใน 3Q17 ที่ผ่านมา ส่งผลให้บริษัทมีความพร้อมที่จะรับงานใหญ่ได้มากขึ้นจากการมีฐานทุนที่พร้อม นอกจากนี้บริษัทยังมีความพร้อมในด้านบุคลากรที่มีความชำนาญในอุตสาหกรรม ซึ่งหากมีโครงการขนาดใหญ่ที่ผลตอบแทนเหมาะสม เราเชื่อว่าบริษัทจะสามารถรับงานที่ใหญ่กว่าในอดีต

● โครงสร้างต้นทุนที่เหมาะสมกับการรอคอยโอกาส

ต้นทุนแยกตามลักษณะของบริษัท ที่เปิดเผยในปี 17 บริษัทมีเงินเดือนและค่าแรงพนักงานราว 70 ลบ. ซึ่งเป็นต้นทุนหลักหากบริษัทอยู่ในช่วงที่ไม่มีงาน เราประเมินเบื้องต้นว่าบริษัทต้องการรายได้ราว 540 ลบ. เพื่อมาที่จุดคุ้มทุน ทั้งนี้ บริษัทมีรายได้จากส่วนบำรุงรักษานับตั้งแต่ 3Q16 ขึ้นที่ 56 ลบ. ต่อไตรมาส แสดงว่าหากบริษัทมีการต่อสัญญาการบำรุงรักษากับลูกค้าเดิม เราประเมินว่าบริษัทต้องการงานส่วนอื่นเพิ่มเติมเพียงปีละ 316 ล้านบาท เราชื่นชอบโครงสร้างต้นทุนที่มีต้นทุนคงที่ในระดับต่ำและเชื่อว่าการจัดโครงสร้างต้นทุนลักษณะนี้ จะทำให้บริษัทมีศักยภาพในการเติบโตในระยะยาว

● ประเมินราคาเหมาะสม

เราประเมินราคาเหมาะสมปี 18 ของ ICN ที่ 2.70 บาท อิง PER 14 เท่า และเราเริ่มต้นให้คำแนะนำ “ทยอยสะสม” จาก Upside ที่อยู่ในระดับราว 10.8%

Chavin Saengsiravin

Fundamental Analyst

Sec No. 048514

(+66) 2 088 8156

Chavin.s@zcomsec.com

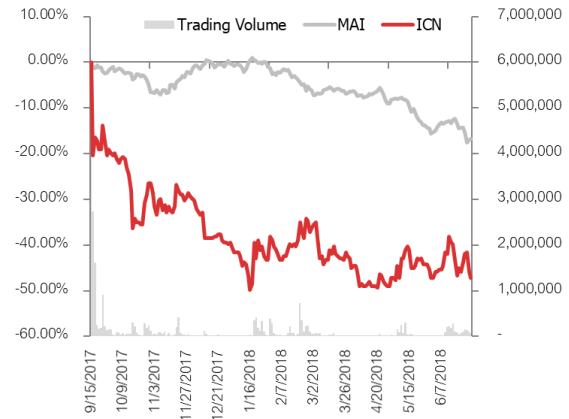


Date

29 June 2018

Last Price (Bt)	2.40
Target Price (Bt)	2.70
Upside (%)	10.8
Shares in issue (Mn)	450.00
Market Cap (MBt)	1,080.00
Free Float (%)	54.06
Foreign Limit/Actual (%)	49.00 / 1.55
NVDR (%)	0.21
Par Value (Bt)	0.50

Price Relative



Source: Aspen

Price Performance	Absolute (%)	mai (%)
YTD	-14.29	8.83

Source: www.set.or.th

Year End Dec 31		2015A	2016A	2017A	2018F	2019F
Net Profit	(MBt)	5	27	66	86	92
EPS	(Bt)	0.48	2.36	0.15	0.19	0.20
BPS	(Bt)	12.00	14.36	1.10	1.20	1.30
DPS	(Bt)	0.00	0.00	0.00	0.11	0.12
PER	(X)	5.04	1.02	16.32	12.63	11.77
PBV	(X)	0.20	0.17	2.18	2.00	1.85
Dividend Yield	(%)	0.00	0.00	0.00	4.58	5.00

Source: Company data, ZCOM estimates



**ผู้รับเหมาโทรคมนาคมที่มีรายได้จากธุรกิจซ่อมบำรุงในสัดส่วนสูง**

บริษัทก่อตั้งเมื่อวันที่ 13 กันยายน 2007 โดยในปี 2013 บริษัทได้มีการปรับโครงสร้างองค์กร และได้แต่งตั้งประธานเจ้าหน้าที่บริหารคนใหม่คือ นาย มนชัย มณีไพโรจน์ เข้ามาบริหารงานพร้อมกับทีมผู้บริหาร ปัจจุบันบริษัท ดำเนินธุรกิจวิศวกรรมระบบสื่อสารโทรคมนาคมให้กับลูกค้าภาครัฐ รัฐวิสาหกิจและบริษัทเอกชน บริษัทมีบุคลากรที่มีความรู้และความเชี่ยวชาญในการออกแบบ รวบรวมอุปกรณ์ต่างๆที่เกี่ยวข้องกับเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสารเข้ามาประยุกต์ให้เป็นระบบเหมาะสมกับความต้องการของแต่ละองค์กร (Systems Integrator) ปัจจุบันได้รับแต่งตั้งให้เป็น Reseller ของสินค้าและบริการสื่อสารโทรคมนาคม ของ Nokia Alcatel -Lucent , Coriant, Huawei, Oscilloquartz, ZTE ,HP และ Gemalto นอกจากนี้ บริษัทยังให้บริการเป็นผู้รับเหมาหลักให้กับ CAT และ TOT สัดส่วนรายได้ของบริษัทในปี 17 แบ่งออกเป็นรายได้จากธุรกิจรับเหมาวางระบบร้อยละ 57 และรายได้จากธุรกิจการจำหน่ายและบำรุงรักษาร้อยละ 43

**แนวโน้มผลประกอบการ 2Q18**

เราประเมินว่าผลประกอบการใน 2Q18 จะอ่อนตัวลงเมื่อเทียบกับช่วง 1Q18 โดยเบื้องต้นเราคาดว่ารายได้จะลดลง 13% QoQ แต่เติบโต 37%YoY จาก Backlog ที่มีแนวโน้มอ่อนแอ (Backlog ณ สิ้น 1Q18 อยู่ที่ระดับ 580 ลบ. ลดลง เมื่อเทียบกับ Backlog ณ สิ้น 4Q17 ที่ระดับ 670 ลบ.) ประกอบกับมูลค่าของสินค้าคงเหลือ ณ สิ้น 1Q18 ลดลงมาที่ระดับ 74 ลบ. จาก ณ สิ้น 4Q17 ที่ระดับ 149 ลบ. อย่างไรก็ตามรายได้หลักจากธุรกิจรับเหมา ซึ่งมีการรับรู้ตามความคืบหน้าโครงการที่แล้วเสร็จมักจะมีความผันผวนของรายได้เมื่อจบโครงการใหญ่ เราประเมิน EBITDA margin แบบอนุรักษ์นิยมที่ระดับ 7.4% บนฐานรายได้ที่สูงกว่า 300 ลบ./ไตรมาส ซึ่งต่ำกว่าในช่วง 2 ปีที่ผ่านมาที่ EBITDA margin อยู่ในช่วง 8.3 -11.9 % บนฐานรายได้ที่สูงกว่า 200 ลบ./ไตรมาส

2Q18 (Apr - Jun 2018) Earnings forecasts					Bt.m	
ICN	2Q18F	1Q18A	%Q-Q	2Q17A	%Y-Y	
Core Revenue (+)	309	357	-13	225	37	
COGS (-)	270	303	-11	185	46	
Gross Profit (+)	39	54	-27	40	-2	
SG&A (-)	17	19	-13	15	12	
EBITDA (+)	23	34	-32	26	-11	
Interest Expense (-)	0	0	#DIV/0!	0	-100	
Norm. Profit (+)	18	28	-33	20	-10	
Net Profit (+)	18	28	-33	20	-10	
EPS (Bt/Share)	0.04	0.06	-33	0.06	-34	
Gross Margin (%)	12.7	15.0	-2.3	17.9	-5.2	
EBITDA Margin (%)	7.5	9.5	-2.0	11.6	-4.1	
Net Margin (%)	5.9	7.7	-1.8	9.0	-3.1	

Source: Company data, ZCOM estimates



## แนวโน้มผลประกอบการ 2018

เราคาดว่ารายได้ของบริษัทในปี 18 จะเติบโตเด่น 33% YoY มาที่ระดับ 1,273 ลบ. หนุนจาก Backlog ในระดับสูง ณ สิ้นไตรมาส 1Q18 ที่ระดับ 580 ลบ. ทั้งนี้หาก Backlog มีการรับรู้รายได้ในปี 18 ได้ที่ระดับ 90% ของ Backlog เมื่อรวมกับที่รับรู้รายได้แล้วใน 1Q18 ที่ 357 ลบ. จะเท่ากับ 879 ลบ. ซึ่งคิดเป็น 70% เมื่อเทียบกับประมาณการของเรา อีกทั้งหากบริษัทสามารถต่อสัญญางานการบำรุงรักษาที่จะมีรอบต่อในเดือน ต.ค. เราคาดว่าจะมีรายได้ที่เพิ่มเติมอีก 60 ล้านบาท ซึ่งจะคิดเป็น 74% ของประมาณการของเรา เราประเมินว่าผลการดำเนินงานของบริษัทจะออกมาโดดเด่น สอดคล้องกับรายได้ของบริษัทที่เพิ่มขึ้น

## รุดลงงานประมูลเพิ่มเติม

บริษัทเปิดเผยว่างานโทรคมนาคมจากหน่วยงานภาครัฐ จะมีความชัดเจนมากขึ้นในช่วง 2H18 โดยงานที่เราประเมินว่าบริษัทมีโอกาสเข้าร่วมประมูล หรือรับงานต่อจากผู้ชนะประมูล จากประสบการณ์การทำงานในอดีต ได้แก่ 1. งานที่เกี่ยวข้องกับโครงการเน็ตประชารัฐ เฟส 2 จำนวน 15,732 หมู่บ้าน 2. งานโครงข่าย TOT เพิ่มเติมหลังจากที่ให้ DTAC ใช้คลื่นความถี่ 2,300 MHz ของ TOT 3. โครงการขยายระบบเคเบิลใต้น้ำระหว่างประเทศ วงเงิน 2,000 ลบ. ของ CAT 4. โครงการพัฒนาโครงข่าย Smart City ของ CAT

## ประเมินราคาเหมาะสม

เราประเมินราคาเหมาะสมปี 18 ของ ICN ที่ 2.70 บาท อิง PER 14 เท่า และเราเริ่มต้นให้คำแนะนำ “ทยอยสะสม” จาก Upside ที่อยู่ในระดับราว 10.8%



Balance Sheet					Bt.m
Year End Dec 31	2015	2016	2017	2018F	2019F
Cash & bank deposits	56	46	188	87	75
Accounts receivable - net	128	229	308	410	451
Inventories	2	1	149	198	218
Other current assets	145	140	187	222	244
<b>Total current assets</b>	<b>332</b>	<b>416</b>	<b>832</b>	<b>917</b>	<b>987</b>
Investments	92	52	129	127	127
PP&E	5	3	5	5	5
Other assets	10	9	5	10	10
<b>Total assets</b>	<b>439</b>	<b>480</b>	<b>971</b>	<b>1,058</b>	<b>1,128</b>
Short-term loans	0	0	0	0	0
Accounts payable	120	166	373	283	311
Current maturities	0	0	0	0	0
Other current liabilities	178	145	95	228	228
<b>Total current liabilities</b>	<b>299</b>	<b>312</b>	<b>468</b>	<b>512</b>	<b>540</b>
Long-term debt	0	0	1	0	0
Other LT liabilities	2	3	5	4	4
<b>Total LT liabilities</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>5</b>
<b>Total liabilities</b>	<b>301</b>	<b>315</b>	<b>475</b>	<b>517</b>	<b>545</b>
Registered capital	115	115	225	225	225
Paid-up capital	115	115	225	225	225
Share premium	0	0	155	155	155
Legal reserve	3	3	6	6	6
Retained earnings	20	47	110	155	198
Others	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
<b>Shareholders' equity</b>	<b>138</b>	<b>165</b>	<b>496</b>	<b>541</b>	<b>584</b>

Cash Flow Statement					Bt.m
Year End Dec 31	2015	2016	2017	2018F	2019F
EBT	15	36	86	108	113
Depreciation	2	2	1	1	1
Chg in working capital	-73	-39	-55	-279	-55
Other adjustments	13	-9	-15	-23	-21
<b>CF from operations</b>	<b>-44</b>	<b>-10</b>	<b>17</b>	<b>-194</b>	<b>38</b>
Capital expenditure	-1	0	-2	-1	-1
Others	-40	42	-76	2	0
<b>CF from investing</b>	<b>-41</b>	<b>41</b>	<b>-78</b>	<b>1</b>	<b>-1</b>
Net borrowings	101	-42	-60	132	0
Equity capital raised	0	0	264	0	0
Dividends paid	0	0	0	-41	-50
Others	0	0	0	0	0
<b>CF from financing</b>	<b>101</b>	<b>-42</b>	<b>204</b>	<b>91</b>	<b>-50</b>
Others	0	0	0	0	0
<b>Net change in cash</b>	<b>16</b>	<b>-10</b>	<b>143</b>	<b>-101</b>	<b>-12</b>

Income Statement					Bt.m
Year End Dec 31	2015	2016	2017	2018F	2019F
Sales	678	570	957	1,273	1,400
Cost of sales	-599	-484	-812	-1,099	-1,214
<b>Gross profit</b>	<b>79</b>	<b>86</b>	<b>145</b>	<b>173</b>	<b>186</b>
SG&A	-64	-51	-61	-68	-74
Equity income	0	0	0	0	0
Other income	1	1	2	2	1
<b>EBIT</b>	<b>16</b>	<b>36</b>	<b>86</b>	<b>108</b>	<b>113</b>
Depre. & amortization	2	1	1	1	1
<b>EBITDA</b>	<b>18</b>	<b>37</b>	<b>87</b>	<b>109</b>	<b>114</b>
Financial costs	-1	0	0	0	0
Income taxes	-9	-9	-19	-22	-21
Net profit before minority	5	27	66	86	92
Minority interest	0	0	0	0	0
<b>Normalized earnings</b>	<b>5</b>	<b>27</b>	<b>66</b>	<b>86</b>	<b>92</b>
Extraordinary items	0	0	0	0	0
<b>Net profit</b>	<b>5</b>	<b>27</b>	<b>66</b>	<b>86</b>	<b>92</b>

Key Ratios					
Year End Dec 31	2015	2016	2017	2018F	2019F
<b>Growth (%)</b>					
Revenue	178.78	-15.94	67.94	33.00	10.00
EBITDA	522.83	103.47	134.13	25.09	4.66
Net profit	1,578.00	395.18	144.11	29.21	7.28
Normalized earnings	1,578.00	395.18	144.11	29.21	7.28
<b>Profitability (%)</b>					
Gross profit margin	11.68	15.03	15.18	13.63	13.27
EBITDA margin	2.70	6.52	9.10	8.55	8.14
Net profit margin	0.81	4.76	6.92	6.72	6.55
Normalized profit margin	0.81	4.76	6.92	6.72	6.55
ROA	1.25	5.65	9.12	8.08	8.13
ROE	3.97	16.42	20.01	15.80	15.72
<b>Stability (x)</b>					
D/E	2.18	1.91	0.96	0.95	0.93
Net D/E	1.77	1.63	0.58	0.79	0.80
Gearing	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Net Gearing	-0.41	-0.28	-0.38	-0.16	-0.13
Interest Coverage Ratio	11.26	164.36	1,488.87	#DIV/0!	#DIV/0!
Current ratio	1.11	1.33	1.78	1.79	1.83
Quick ratio	0.62	0.88	1.06	0.97	0.98
<b>Per Share (Bt)</b>					
EPS	0.48	2.36	0.15	0.19	0.20
Normalized EPS	0.48	2.36	0.15	0.19	0.20
Book value (BPS)	12.00	14.36	1.10	1.20	1.30
Dividend (DPS)	0.00	0.00	0.00	0.11	0.12
<b>Valuation (x)</b>					
PER	5.04	1.02	16.32	12.63	11.77
Normalized PER	5.04	1.02	16.32	12.63	11.77
P/BV	0.20	0.17	2.18	2.00	1.85
EV/EBITDA	-1.60	-0.49	10.26	9.12	8.82

Source: Company data, ZOOM estimates



The opinions and information presented in this report are those of the **GMO-Z com Securities (Thailand) Limited** Research Group. **GMO-Z com Securities (Thailand) Limited** Accepts no liability whatsoever for any loss arising from the use of this report or its contents. This report (in whole or in part) may not be reproduced or published without the express permission of **GMO-Z com Securities (Thailand) Limited**

