

บมจ. อิตาลีเลียนไทย ดีเวล็อปเมนต์ (ITD)

คาดผลประกอบการดีขึ้นในปีนีและจะยิ่งแข็งแกร่งขึ้นในปีหน้า

หลังจากที่มีผลประกอบการที่ไม่ดีนักเมื่อปีที่แล้ว เราคาดว่าผลประกอบการของ ITD จะปรับตัวดีขึ้นในปีหน้าจากการที่ทีมงานก่อสร้างที่มี margin สูงขึ้นในปีนี เราคาดว่ายอดขายและกำไรสุทธิจะยิ่งแข็งแกร่งขึ้นในปีหน้าจากรายได้โครงการ mega project ต่างๆ ที่มีการประมูลเสร็จสิ้นไปในปีนี อย่างไรก็ตาม เรายังไม่เห็นความคืบหน้าที่มีนัยสำคัญจากโครงการที่ทวายและเหมืองโปแตช คงค่าแนะนำ ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 9.00 บาท

เหตุการณ์ใหม่

- **ITD ได้งานที่มี margin สูงมากขึ้นในปีนี** หลังจากรายงานผลประกอบการที่น่าผิดหวังในไตรมาส 4/58 เราคาดว่าผลประกอบการของ ITD จะปรับตัวดีขึ้นในปี 59 เนื่องจากบริษัทฯ เริ่มทำงานก่อสร้างโครงการที่มี margin สูงเช่นส่วนต่อขยายรถไฟฟ้าสายสีเขียว สายหมอล็อต-สะพานใหม่ และรถไฟฟ้าสายสีแดงสาย บางซื่อ-รังสิต นอกจากนี้ เราสังเกตว่ายอด orderbook ของบริษัทฯ ณ สิ้นปี 58 ประกอบไปด้วยงานก่อสร้างโรงไฟฟ้าที่มี margin สูงมากขึ้น หลังจากผสมผสานกับงานก่อสร้างอื่นๆ ที่มี margin ต่ำ เราจึงคาดว่า gross margin ของ ITD ในปีนีจะปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อยอยู่ที่ 8.8% จาก 8.6% ในปี 58
- **ยอด orderbook ยิ่งแข็งแกร่งและคาดว่าจะขยายตัวขึ้นอีก** ยอด orderbook ของ ITD ณ สิ้นปี 58 ยิ่งแข็งแกร่งอยู่ที่ 107,000 ล้านบาท (ไม่รวมงานในระยะยาวในรูปแบบสัมปทาน) หรือคิดเป็น 2.1 ปีของ annual turnover หรือ market cap to orderbook ที่ 0.3 เท่า เราคาดว่ายอด orderbook ของ ITD จะปรับตัวเพิ่มขึ้นอีกและอาจทำสถิติสูงสุดใหม่ที่ 173,000 ล้านบาทในปีนี หนุนจากการประมูลโครงการ mega project อีกหลายโครงการมูลค่ารวมกว่า 500,000 ล้านบาทที่จะมีการเปิดประมูลในปี 59
- **โครงการที่เมืองทวายและเหมืองโปแตชยังไม่มีความคืบหน้าอย่างมีนัยสำคัญ** จากการที่รัฐบาลญี่ปุ่นขอเวลาอีกชักระยะเพื่อศึกษารายละเอียดของโครงการก่อนที่จะลงทุนในโครงการที่เมืองทวาย ดังนั้น โครงการที่เมืองทวายจึงยังไม่มีความคืบหน้ามากนักในขณะนี้ ITD อาจต้องเชิญรัฐบาลจีนมาร่วมลงทุนในโครงการนี้แทน ในส่วนของเหมืองโปแตช แม้จะมีการทำประชาพิจารณ์เกิดขึ้นในเร็ววันนี้ แต่ประชาชนในพื้นที่ยังคงคัดค้านการก่อสร้างโครงการนี้อยู่ และจากการที่รัฐบาลมีเป้าหมายที่จะสร้างความสามัคคีภายในชาติ เราจึงคาดว่ามีโอกาสน้อยมากที่กระทรวงอุตสาหกรรมจะออกใบอนุญาตก่อสร้างเหมืองให้กับ ITD ในเร็ววันนี้ เนื่องจากจะเกิดความขัดแย้งในพื้นที่ ดังนั้นเราได้รวมโครงการทวายเข้าไปในราคาเป้าหมายของ ITD แล้วเนื่องจากมีการเริ่มก่อสร้างไปบ้างแล้วแม้ว่าความคืบหน้าจะน้อยมากก็ตาม จากการที่เราคิดว่า ITD มีโอกาสน้อยมากที่จะได้รับใบอนุญาตทำเหมือง เราจึงยังไม่รวมโครงการเหมืองโปแตชในเป้าหมายของเรา ในกรณีที่บริษัทฯ ได้รับใบอนุญาตก่อสร้างเหมืองโปแตช เราจะเพิ่มราคาเป้าหมายของ ITD ขึ้นอีกที่ 3 บาท/หุ้น

KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Net turnover	48,082	51,298	54,784	59,556	65,436
EBITDA	4,053	4,156	4,600	4,994	5,469
Operating profit	2,040	1,956	2,311	2,679	3,127
Net profit (rep./act.)	581	(362)	216	332	604
Net profit (adj.)	239	95	216	332	604
EPS (Bt)	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
PE (x)	143.4	386.3	169.9	110.4	60.7
P/B (x)	2.6	2.8	2.7	2.7	2.6
EV/EBITDA (x)	17.5	17.1	15.5	14.2	13.0
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.3	0.5	0.8
Net margin (%)	1.2	(0.7)	0.4	0.6	0.9
Net debt/(cash) to equity (%)	205.5	231.5	244.8	259.8	259.7
Interest cover (x)	1.6	1.6	1.7	1.7	1.8
ROE (%)	4.6	(2.9)	1.7	2.6	4.7
Consensus net profit	-	-	491	725	666
UOBKH/Consensus (x)	-	-	0.44	0.46	0.91

Source: Italian-Thai Development, Bloomberg, UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดย UOB Kay Hian PTE. LTD. เป็นบริการให้ข้อมูลเท่านั้น ไม่ได้เป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบ เคีย เอชไอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณั้ต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะให้บุคคลลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

ซื้อ

(Maintained)

ราคาหุ้น	6.95 บาท
ราคาเป้าหมายปี'59	9.00 บาท
Upside	+29.5%
(ราคาเป้าหมายเดิม)	9.50 บาท)

รายละเอียดบริษัท

ผู้รับเหมารายใหญ่ที่สุดในประเทศไทยโดยมีประสบการณ์ในการก่อสร้างระบบขนส่งมวลชน ทางด่วน ทางรถไฟ สนามบินและเขื่อน นอกจากนี้ บริษัทฯ ยังมีบริษัทในเครือที่ดำเนินการผลิตซีเมนต์และกำลังรอใบอนุญาตก่อสร้างเหมืองโปแตชอยู่ขณะนี้ อีกทั้ง ยังดำเนินธุรกิจก่อสร้างในต่างประเทศโดยเน้นที่ประเทศในทวีปเอเชียเป็นหลัก

STOCK DATA

GICS sector	Industrials
Bloomberg ticker:	ITD TB
Shares issued (m):	5,279.8
Market cap (Btm):	36,694.9
Market cap (US\$m):	1,051.0
3-mth avg daily t'over (US\$m):	10.4

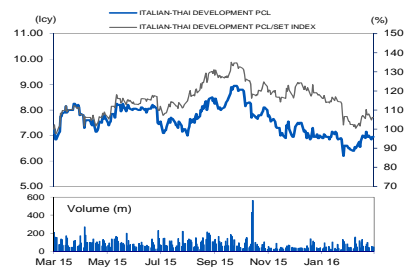
Price Performance (%)

52-week high/low					Bt8.95/Bt6.20
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD	
5.3	0.0	16.8	9.2	7.3	

Major Shareholders

Kamasuta family	19.0
Wachirapont family	10.1
Charanachitta family	9.3
FY16 NAV/Share (Bt)	2.56
FY16 Net Debt/Share (Bt)	6.28

PRICE CHART



Source: Bloomberg

นักวิเคราะห์

โกวิท พงศ์วิญญู
02-659-8304

kowitzp@uobkayhian.co.th

ผลกระทบในอนาคต

- **คาดการณ์ประกอบกำไรไตรมาส 1/59 ดี** เราคาดว่า ITD จะรายงานผลประกอบการที่ดีในไตรมาส 1/59 โดยคาดยอดขายจะเพิ่มขึ้น 10% yoy อยู่ที่ 12,872 ล้านบาทจากยอด orderbook ที่แข็งแกร่ง นอกจากนี้ เราคาดว่า gross และ EBITDA margins ในไตรมาส 1/59 จะขยายตัวขึ้นอยู่ที่ 8.9% และ 8.6% (ไตรมาส 1/58 อยู่ที่ 7.8% และ 8.0%) ตามลำดับหนุนจากงานก่อสร้างที่มี margin สูง ดังนั้น เราคาดว่ากำไรหลักในไตรมาส 1/59 จะอยู่ที่ 42 ล้านบาท ลดลง 76% yoy ทั้งนี้ ปัจจัยหลักที่ช่วยหนุนผลประกอบการในไตรมาส 1/59 มาจาก minority interest ที่มีการบวกกลับเข้าไปจำนวน 238 ล้านบาทจากผลขาดทุนของบริษัทในเครือที่ประเทศอินเดีย อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าผลประกอบการของบริษัทในเครือที่อินเดียจะพลิกกลับมารู้กำไรในไตรมาส 1/59
- **คาดการณ์กำไรสุทธิเพิ่มขึ้นกว่า 100% ในปีนี้จากฐานที่ต่ำ** ด้วยปัจจัยหนุนจากยอด orderbook ที่แข็งแกร่งและกำไรจากโครงการ mega project เราจึงคาดว่ายอดขายของ ITD ในปี 59 และ 60 จะเพิ่มขึ้น 7% และ 9% yoy อยู่ที่ 54,784 ล้านบาทและ 59,556 ล้านบาทตามลำดับ นอกจากนี้ จาก gross margin ที่ดีขึ้นและการควบคุมต้นทุนอย่างเข้มงวด เราจึงคาดว่ากำไรหลักของ ITD ในปี 59 และ 60 จะเติบโตขึ้น 127% yoy และ 54% yoy จากฐานที่ต่ำเมื่อปีที่แล้วอยู่ที่ 216 ล้านบาทและ 332 ล้านบาทตามลำดับ

การปรับกำไรสุทธิ/ปัจจัยเสี่ยง

- **ปรับประมาณการลง** จากผลประกอบการในไตรมาส 4/58 ที่ออกมาต่ำกว่าคาด เราจึงปรับลดประมาณการยอดขายและกำไรสุทธิของ ITD ในปี 59 และ 60 ลง

คำแนะนำ

- **ปรับลดราคาเป้าหมายลงอยู่ที่ 9.00 บาท** เพื่อให้สอดคล้องกับการปรับลดประมาณการกำไรสุทธิและการคำนวณมูลค่าใหม่โดยใช้ EV/EBITDA เฉลี่ยในรอบ 5 ปีที่ +1SD เหนือ mean ที่ 15.9 เท่า เราจึงได้มูลค่าธุรกิจก่อสร้างหลักของ ITD ที่ 7.76 บาท/หุ้น และใช้วิธี SOTP ในการคำนวณมูลค่าหุ้นในการรวมโครงการทวายเข้าไปด้วย ทำให้ได้ราคาเป้าหมายของ ITD ที่ 9.00 บาท
- **คงคำแนะนำ ซื้อ** เนื่องจากเราคาดว่าผลประกอบการของ ITD จะปรับตัวเพิ่มขึ้นและโครงการ mega project จะช่วยหนุนยอดขายและกำไรสุทธิในปีหน้า เราจึงยังคงคำแนะนำ ซื้อ

เหตุการณ์สำคัญที่อาจส่งผลกระทบต่อราคาหุ้น

- การประมูลโครงการ mega project และ ITD เป็นผู้ชนะประมูลในบางโครงการ

1Q16F RESULTS

Year to 31 Dec (Btm)	1Q15	1Q16F	yoy % chg	4Q15	qoq % chg
Sales	11,746	12,872	9.6	13,885	(7.3)
Gross Profit	913	1,142	25.1	1,180	(3.2)
EBITDA	935	1,112	18.9	869	28.0
Pre-tax Profit	(153)	82	(153.6)	(40)	(305.0)
Tax	97	-	(100.0)	(48)	(100.0)
Net Profit	(510)	42	(108.2)	9	(366.7)
Net Profit (Ex EI)	172	42	(75.6)	(222)	118.9
EPS (Bt)	(0.10)	0.01	(108.2)	0.00	385.8
Gross margin (%)	7.8%	8.9%		8.5%	
EBITDA margin (%)	8.0%	8.6%		6.3%	
Net margin (%)	(4.3%)	0.3%		0.1%	

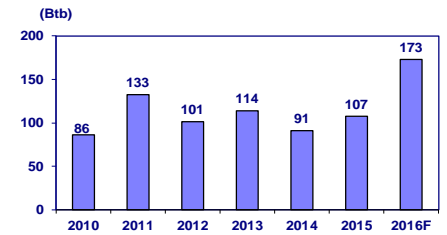
Source: UOB Kay Hian

SOTP VALUATION

	Value (Btm)	Value/Share (Bt)	Note
ITD TB	40,961	7.76	15.9x EV/EBITDA
Dawei (Phase 1)	6,552	1.24	2.8x P/B
Total	47,513	9.00	

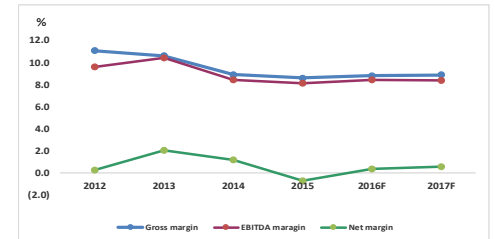
Source: UOB Kay Hian

ORDERBOOK



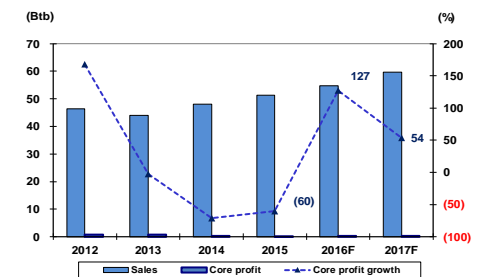
Source: ITD

MARGINS



Source: ITD, UOB Kay Hian

SALES AND NET PROFIT



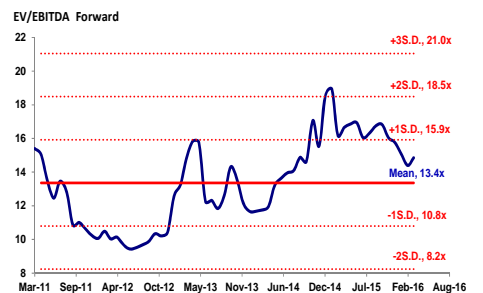
Source: ITD, UOB Kay Hian

REVISION OF EARNINGS FORECASTS

(Btm)	2016F			2017F		
	Old	New	%chg	Old	New	%chg
Sales	56,844	54,784	-4%	63,718	59,556	-7%
Net profits	852	216	-75%	1,099	332	-70%

Source: UOB Kay Hian

EV/EBITDA MEAN AND SD



Source: Bloomberg, UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเยน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำ ขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน