

25 October 2022

IPO details

Bloomberg ticker	ITNS TB
Secondary market	MAI
Sector	Technology
Offering price (Bt)	3.89
No. of IPO shares (mn)	70
Post-IPO shares (mn)	220
Par value (Bt)	1.00
Offering period	12-18 October 2022
First day of trading	25 October 2022
Financial advisor	DAOL Securities (Thailand)
Lead underwriter	DAOL Securities (Thailand)

Financial & valuation highlights

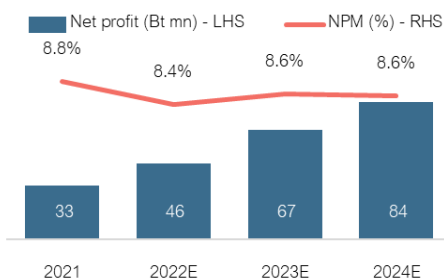
FY: Dec (Bt mn)	2021A	2022E	2023E	2024E
Revenue	369	550	776	976
EBITDA	47	64	90	113
Net profit	33	46	67	84
EPS (Bt)	0.22	0.21	0.30	0.38
Growth	13.0%	-3.2%	44.1%	25.4%
Core EPS (Bt)	0.22	0.21	0.30	0.38
Growth	13.0%	-3.2%	44.1%	25.4%
DPS (Bt)	0.20	0.12	0.17	0.21
Div. yield	5.1%	3.1%	4.4%	5.4%
PER (x)	17.9	18.5	12.8	10.2
Core PER (x)	17.9	18.5	12.8	10.2
EV/EBITDA (x)	17.6	9.8	7.3	6.2
PBV (x)	3.1	1.8	1.7	1.5

Note: Financial ratios are based on IPO price

Company background

ITNS ดำเนินธุรกิจเป็นผู้ออกแบบระบบเครือข่ายและระบบสื่อสารอย่างครบวงจร (System Integrator หรือ SI) ให้บริการในกลุ่มลูกค้าทั้งภาครัฐและเอกชน โดยปัจจุบัน ITNS ได้เป็น gold certified partner กับ Cisco

2021-24E net profit



Note: DAOL SECURITIES (THAILAND) acts as an underwriter for the initial public offering of International Network System PCL.

*****นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนก่อนตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์*****

Analyst: Amnat Ngosawang (Reg. No. 029734)

International Network System (ITNS)

ธุรกิจ SI ครบวงจร พร้อมเติบโตสูงไปกับอุตสาหกรรม IT

ITNS ดำเนินธุรกิจ system integrator (SI) ครบวงจร โดยมีผลการดำเนินงานในอดีตปี 2018-21 กำไรเติบโตได้ดีเฉลี่ย +30% CAGR ขณะที่เราประเมินปี 2022E-24E จะเติบโตดีขึ้นเป็น +37% CAGR โดยมีจุดแข็งจาก 1) ITNS อยู่ในอุตสาหกรรม IT ที่มีการเติบโตและเปลี่ยนแปลงเทคโนโลยีอยู่เสมอและรวดเร็ว ทำให้แต่ละองค์กรต้องมีการพัฒนาและปรับปรุงระบบ IT อย่างสม่ำเสมอ โดยจะมีการเปลี่ยนอุปกรณ์ตามอายุการใช้งานประมาณ 5 ปี, 2) ได้เป็น Gold Certified Partner กับ Cisco ซึ่งเป็นพันธมิตรระดับขั้นสูงสุด ทำให้มีความได้เปรียบในแข่งขันกับคู่แข่งที่เป็นพันธมิตรประเภทอื่น, 3) ยังอยู่ในช่วงเริ่มต้นของการเติบโต ปัจจุบันมีส่วนแบ่งการตลาดราว 1% ซึ่งการได้เงินทุนเพิ่มขึ้นจะทำให้มีเงินทุนหมุนเวียนในการรองรับมูลค่างานได้มากขึ้น และสามารถขยายตลาดไปประมูลโครงการที่มีขนาดใหญ่ขึ้นได้ ช่วยหนุนการเติบโตด้านรายได้ในเติบโตได้มากขึ้น

เราประเมินกำไรปี 2022E/23E ที่ 46 ล้านบาท +42% YoY และ 67 ล้านบาท +44% YoY โดยได้ผลบวกจาก backlog (ณ 2Q22) ที่สูงทำสถิติสูงสุดใหม่ที่ 523 ล้านบาท โดยจะรับรู้รายได้ 2H22E ที่ 370 ล้านบาท ซึ่งสูงกว่ารายได้ 1H22 ที่ 176 ล้านบาท ส่วนปี 2023E จะดีขึ้นจากการเร่งเข้าประมูลงานใหม่เพิ่มมากขึ้นทั้งภาครัฐและเอกชน ซึ่งในช่วง 2H22E ITNS ได้มีการเพิ่มทีมพนักงานขายอีกเท่าตัวรองรับการเติบโตในอนาคตแล้ว นอกจากนี้ กำไรยังมีโอกาส upside เพิ่มได้อีก จากแผนการลงทุนใหม่ๆ ในธุรกิจ SI และธุรกิจที่เกี่ยวข้อง ทั้งนี้ เราประเมินราคาเหมาะสมที่ 5.20 บาท อิง 2023E PER ที่ 17.0 เท่า ใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ย peers ได้แก่ AIT, MFEC, SAMTEL และ TPS ซึ่งมีค่าเฉลี่ย PER ย้อนหลัง 5 ปีในอดีต

KEY HIGHLIGHTS

□ **ดำเนินธุรกิจ system integrator (SI) ครบวงจร แนวโน้มเติบโตสดใสไปพร้อมกับอุตสาหกรรม IT** โดยธุรกิจของ ITNS แบ่งเป็น 1) ธุรกิจจำหน่ายและติดตั้งอุปกรณ์ที่เกี่ยวข้องกับระบบเทคโนโลยีสารสนเทศ และการสื่อสาร, 2) ธุรกิจให้บริการซ่อมแซม และบำรุงรักษาอุปกรณ์ และ 3) ธุรกิจให้เช่าอุปกรณ์ ดังนั้น ธุรกิจของ ITNS จะเติบโตไปพร้อมกับอุตสาหกรรม IT โดย Gartner ซึ่งเป็นบริษัทที่ทำกรวิจัยด้าน IT ได้มีการประเมินมูลค่าการใช้จ่ายด้าน IT ของไทยในปี 2020-22E จะเติบโตเฉลี่ย 7% CAGR ส่วนกำไรของ ITNS ปี 2018-21 ยังมีการเติบโตได้ดีกว่าอยู่ที่เฉลี่ย +30% CAGR ทั้งนี้ ITNS ยังมีจุดแข็งจากการได้เป็น Gold Certified Partner กับ Cisco ซึ่งเป็นพันธมิตรระดับขั้นสูงสุด ทำให้มีความได้เปรียบในแข่งขันกับคู่แข่งที่เป็นพันธมิตรประเภทอื่น

□ **ธุรกิจอยู่ในช่วงเริ่มต้นการเติบโต + กระแสเงินสดที่เพิ่มขึ้น ช่วยหนุนกำไรเติบโตสูงขึ้นอย่างน้อย 2-3 ปีข้างหน้า** เราประเมินกำไรปี 2022E-24E จะเติบโตดีขึ้นเป็น +37% CAGR เนื่องจากธุรกิจยังอยู่ในช่วงเริ่มต้นการเติบโต (ปัจจุบัน ITNS มีส่วนแบ่งการตลาดเพียง 1%) และจากกระแสเงินสดที่มากขึ้นหลังได้รับเงินจาก IPO จะทำให้ ITNS มีเงินทุนหมุนเวียนในการรองรับมูลค่างานได้มากขึ้น รวมถึงสามารถเข้าประมูลโครงการที่มีขนาดใหญ่ได้มากขึ้นที่จะต้องใช้งบลงทุนที่สูง โดยเราประมาณการว่าการมีกระแสเงินสดในระดับราว 300 ล้านบาท จะทำให้ ITNS สามารถสร้างรายได้ต่อปีเพิ่มเป็น 1 พันล้านบาทได้ (จากปี 2021 ที่มีรายได้ 369 ล้านบาท)

□ **กำไรสุทธิปี 2022E/23E จะเติบโตดีต่อเนื่อง +42%/+44% และมีโอกาส upside เพิ่มจากดีลใหม่** เราประเมินกำไรปี 2022E ที่ 46 ล้านบาท +42% YoY โดย 1H22 มีกำไร 22 ล้านบาท +95% YoY ซึ่งคิดเป็น 46% ของกำไรทั้งปี ขณะที่ 2H22E จะเติบโตทั้ง YoY, HoH เนื่องจากมี backlog ที่รอรับรู้รายได้ 2H22E มากถึง 370 ล้านบาท สูงกว่ารายได้ 1H22 ที่ 176 ล้านบาท ส่วนปี 2023E กำไรจะดีขึ้นเป็น 67 ล้านบาท +44% YoY เนื่องจากการเร่งประมูลงานใหม่เพิ่มในช่วง 2H22E และปี 2023E ซึ่งจะช่วยเพิ่ม backlog ให้มากขึ้นอย่างต่อเนื่อง นอกจากนี้ ITNS ยังมีการขยายทีมพนักงานขายเพิ่มขึ้นเท่าตัวในช่วง 2H22E เพิ่มรองรับการเติบโตในอนาคตแล้ว

Valuation/Catalyst/Risk

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมปี 2023E ที่ 5.20 บาท อิง PER ที่ 17.0 เท่า โดยเปรียบเทียบกับบริษัทที่ประกอบธุรกิจใกล้เคียงกันด้าน system integration ได้แก่ AIT, MFEC, SAMTEL และ TPS ซึ่งมีค่าเฉลี่ย PER ย้อนหลัง 5 ปีในอดีตที่ 17.5 เท่า

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC 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 the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

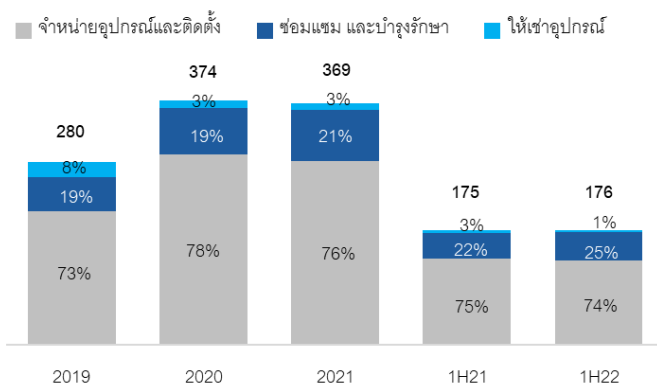
KEY HIGHLIGHTS

ITNS ดำเนินธุรกิจด้าน system integrator (SI) ที่ครบวงจร

บริษัท อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล เน็ตเวิร์ค ซิสเต็ม จำกัด (มหาชน) หรือ ITNS ดำเนินธุรกิจด้านเทคโนโลยีสารสนเทศ และการสื่อสาร โดยเป็นผู้ออกแบบและติดตั้งระบบเครือข่ายและระบบสื่อสารอย่างครบวงจร (System Integrator) พร้อมทั้งจำหน่ายอุปกรณ์ที่ใช้ในงานเทคโนโลยีสารสนเทศ และการสื่อสาร การให้บริการซ่อมแซมและบำรุงรักษาอุปกรณ์ และการให้เช่าอุปกรณ์ ซึ่งสามารถแบ่งประเภทธุรกิจเป็น 3 ประเภทดังนี้

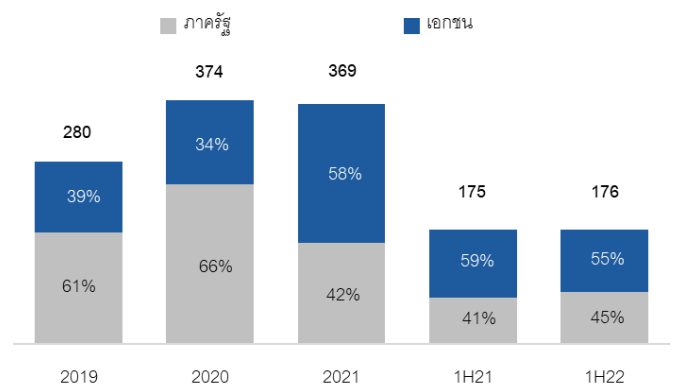
- 1) ธุรกิจจำหน่ายและติดตั้งอุปกรณ์ที่เกี่ยวข้องกับระบบเทคโนโลยีสารสนเทศ และการสื่อสาร
- 2) ธุรกิจให้บริการซ่อมแซม และบำรุงรักษาอุปกรณ์ (recurring income)
- 3) ธุรกิจให้เช่าอุปกรณ์ (recurring income)

Fig 1: โครงสร้างรายได้แยกตามประเภทธุรกิจ (ล้านบาท)



Source: Company

Fig 2: โครงสร้างรายได้แยกตามประเภทธุรกิจของลูกค้า (ล้านบาท)



Source: Company

โอกาสการเติบโตสูง ตามมูลค่าการใช้จ่ายด้าน IT ของไทยที่มีโอกาสเร่งตัวขึ้น

ธุรกิจ ITNS อยู่ในอุตสาหกรรม IT ที่มีแนวโน้มเติบโตสูงในอนาคต ซึ่งมีปัจจัยสนับสนุนการเติบโตในอนาคตที่สำคัญ ได้แก่

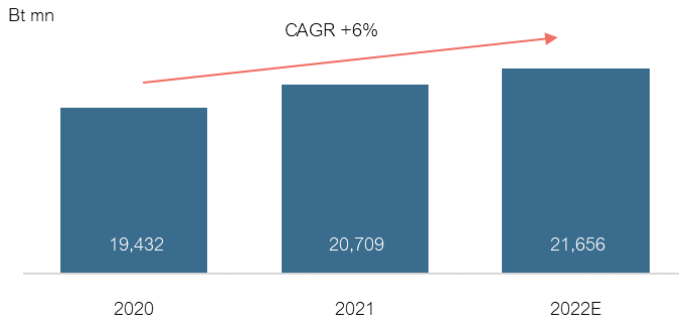
Fig 3: มีหลายปัจจัยที่ช่วยสนับสนุนการเติบโตทางธุรกิจของ ITNS ในอนาคต

1) เทคโนโลยีมีการเปลี่ยนแปลงอยู่เสมอและอย่างรวดเร็ว	➡	แต่ละองค์กรจำเป็นต้องมีการพัฒนาและปรับปรุงระบบ IT เป็นประจำสม่ำเสมอ ประกอบกับการปรับเปลี่ยนอุปกรณ์ IT ต่างๆ ซึ่งมีอายุการใช้งานประมาณ 5 ปี
2) ความปลอดภัยทางไซเบอร์ (Cyber Security)	➡	ทุกองค์กรจะจัดเก็บข้อมูลสำคัญต่างๆ ไว้ในระบบคอมพิวเตอร์ ซึ่งข้อมูลเหล่านี้มีความอ่อนไหวด้านความลับ และเป็นข้อมูลเชิงกลยุทธ์สำหรับองค์กร แต่หากเกิดการรั่วไหลของข้อมูล อาจสร้างความเสียหายมหาศาลให้กับองค์กรนั้นได้
3) Business Transformation	➡	ปัจจุบัน ทุกภาคส่วนของธุรกิจได้เร่งทำ Business Transformation เพื่อตอบสนองพฤติกรรมของผู้บริโภคที่เปลี่ยนไป โดยเฉพาะอย่างยิ่งธุรกิจในกลุ่มอุตสาหกรรมธนาคารและการเงิน
4) Business Strategy	➡	หลายองค์กรได้นำระบบเทคโนโลยีที่ทันสมัยมาช่วยในการควบคุมต้นทุนในการดำเนินงาน รวมไปถึงการวางแผนธุรกิจที่เพิ่มผลกำไรให้มากขึ้น และสร้างความได้เปรียบทางการแข่งขัน
5) วิถีชีวิตใหม่ (New Normal)	➡	รูปแบบการทำงานขององค์กรเปลี่ยนไปเป็นการทำงานแบบรีโมท (Remote Work) และทำงานจากที่บ้าน (Work From Home) มากขึ้น

Source: Company, DAOL

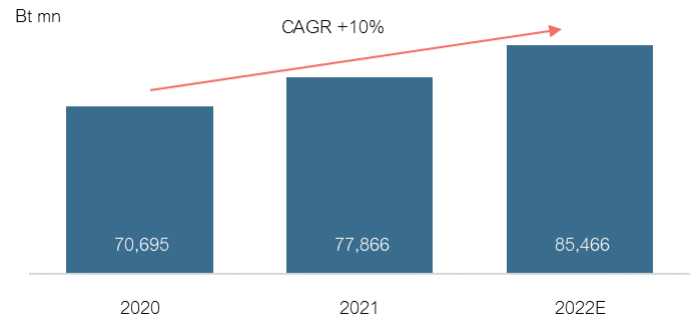
ทั้งนี้ การ์ทเนอร์ (Gartner) ซึ่งเป็นบริษัทที่ทำการวิจัยเกี่ยวกับเทคโนโลยีสารสนเทศได้มีการประเมินมูลค่าการใช้จ่ายด้านเทคโนโลยีสารสนเทศในประเทศไทยยังคงมีแนวโน้มการเติบโตที่ดีต่อเนื่อง

Fig 4: มูลค่าการใช้จ่ายด้าน IT ของไทย - Data Center



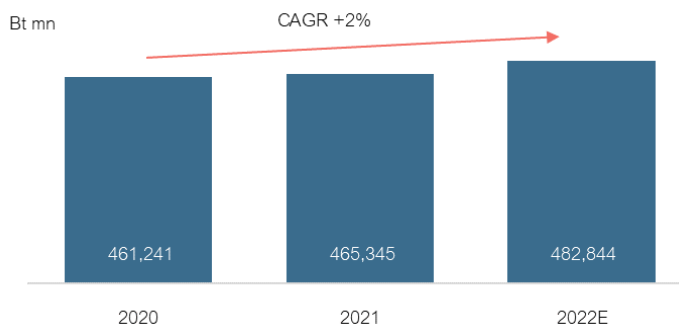
Source: Gartner (Nov 2021)

Fig 5: มูลค่าการใช้จ่ายด้าน IT ของไทย - บริการด้านไอที



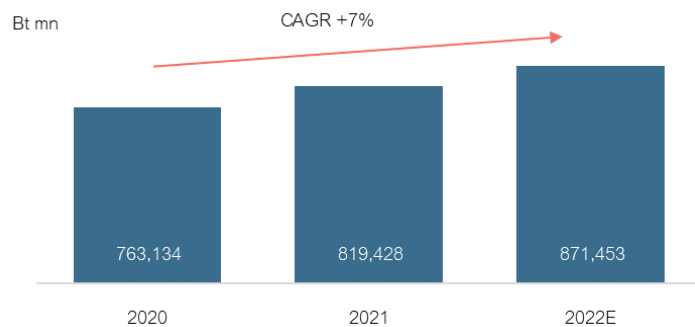
Source: Gartner (Nov 2021)

Fig 6: มูลค่าการใช้จ่ายด้าน IT ของไทย - บริการด้านการสื่อสาร



Source: Gartner (Nov 2021)

Fig 7: มูลค่าการใช้จ่ายด้าน IT ของไทยทั้งหมด



Source: Gartner (Nov 2021)

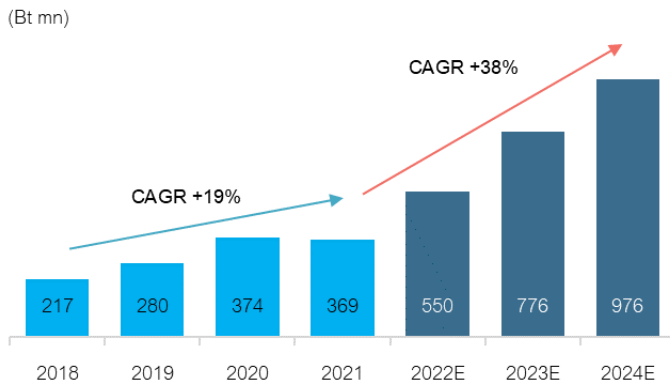
□ อยู่ในช่วงเริ่มธุรกิจ + กระแสเงินสดที่สูงขึ้น = การเติบโตสูงอย่างน้อย 2-3 ปีข้างหน้า

เราประเมินว่า ITNS จะมีศักยภาพการเติบโตในอัตราที่สูงขึ้นอย่างน้อยในช่วง 2-3 ปีข้างหน้า จากกระแสเงินสดที่มากขึ้นหลังได้รับเงินจาก IPO ซึ่งจะทำให้ ITNS มีเงินทุนหมุนเวียนในการรองรับมูลค่างานได้มากขึ้น รวมถึงสามารถเข้าประมูลโครงการที่มีขนาดใหญ่ได้มากขึ้นที่ต้องใช้เงินลงทุนที่สูง โดยเราประมาณการว่าการมีกระแสเงินสดในระดับราว 300 ล้านบาท จะทำให้ ITNS สามารถสร้างรายได้ต่อไปเพิ่มเป็น 1 พันล้านบาทได้ (จากปี 2021 ที่มีรายได้ 369 ล้านบาท)

ขณะที่หากเปรียบเทียบด้านการแข่งขัน ITNS ยังมีจุดแข็งจากการได้เป็น Gold Certified Partner กับ Cisco ซึ่งเป็นหนึ่งในผู้นำด้านส่วนแบ่งการตลาดในธุรกิจนี้ทั้งในประเทศและทั่วโลกตลอดระยะเวลาที่ผ่านมา การเป็นพันธมิตรระดับขั้นสูงสุด จะทำให้มีความได้เปรียบในแข่งขันกับคู่แข่งที่เป็นพันธมิตรประเภทอื่น โดยหากเปรียบเทียบทางด้านรายได้ ITNS ยังมีส่วนแบ่งการตลาดต่ำเพียง 1% เปรียบเทียบกับผู้ประกอบการรายใหญ่ในตลาดที่มีรายได้ 5-7 พันล้านบาท/ปี

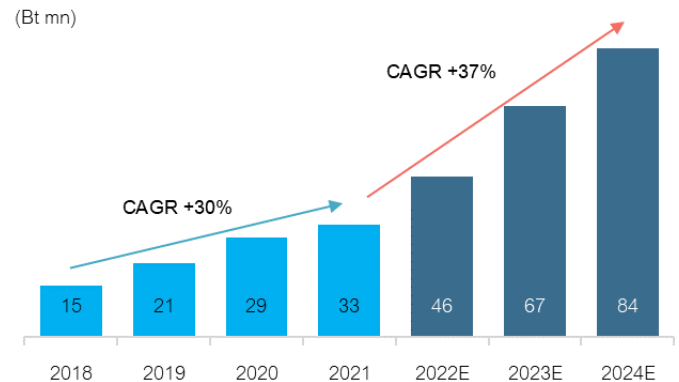
ดังนั้น จากกระแสเงินสดที่สูงขึ้นหลัง IPO, การที่ยังอยู่ในช่วงเริ่มต้นธุรกิจ, อุตสาหกรรม IT ที่มีโอกาสเติบโตสูงในอนาคต ประกอบกับทีมผู้บริหารและทีมงานของ ITNS ที่มีประสบการณ์และความเชี่ยวชาญในอุตสาหกรรม SI มานานเกือบ 20 ปี ทำให้เราประเมินว่าอัตราการเติบโตของกำไรในช่วง 3 ปีข้างหน้า (2022E-24E) จะเพิ่มขึ้นเป็นเฉลี่ยต่อปีที่ 37% CAGR เทียบกับในอดีตปี 2018-21 ที่เติบโตเฉลี่ยต่อปีที่ 30% CAGR

Fig 8: 2018-24E revenue



Source: Company, DAOL

Fig 9: 2018-24E Net profit



Source: Company, DAOL

Fig 10: คู่แข่งขันทางธุรกิจที่ได้รับ Gold Certified Partner จาก Cisco (หน่วย: ล้านบาท)

ลำดับ	ชื่อบริษัท	System Integrator ¹	ขนาดโครงการที่รับงานได้ ²	รายได้รวม ปี 2021	สินทรัพย์รวม ปี 2021	ทุนจดทะเบียน ปี 2021
1	บริษัท เมโทรซิสเต็มส์คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (MSC)	✓	ใหญ่	7,263	3,305	360
2	บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์เมชัน เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน) (AIT)	✓	ใหญ่	7,035	5,752	1,032
3	บริษัท ไอบีเอ็ม ประเทศไทย จำกัด (IBM) ⁶		ใหญ่	5,557	5,881	100
4	บริษัท เอ็มเอฟอีซี จำกัด (มหาชน) (MFEC)	✓	ใหญ่	5,185	5,657	441
5	บริษัท สามารถเทลคอม จำกัด (มหาชน) (SAMTEL)	✓	ใหญ่	4,656	7,144	618
6	บริษัท ซีเอส ล็อกอินโฟ จำกัด (มหาชน) (CSL) ³		ใหญ่	2,946	3,157	149
7	บริษัท เอ็นอีซี คอร์ปอเรชั่น (ประเทศไทย) จำกัด (NEC) ⁶		ใหญ่	2,201	2,290	350
8	บริษัท ดาต้าโปร คอมพิวเตอร์ ซิสเต็มส์ จำกัด (DCS) ⁴	✓	กลาง	2,149	1,292	100
9	บริษัท เอ็นทีที (ประเทศไทย) จำกัด (NTT) ⁶	✓	ใหญ่	2,024	3,033	665
10	บริษัท แทนเจอริน จำกัด (Tangerine)	✓	กลาง	1,560	634	18
11	บริษัท เน็กซ์เทค เอเชีย จำกัด (Nextech)	✓	กลาง	787	624	20
12	บริษัท เดอะแพรวคทีเวลโซลูชั่น จำกัด (มหาชน) (TPS)	✓	กลาง	589	774	168
13	บริษัท บีที สยาม จำกัด (BT Siam)		N/A	418	359	3
14	บริษัท อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล เน็ตเวิร์ค ซิสเต็ม จำกัด (มหาชน) (ITNS)	✓	กลาง	371	264	150
15	บริษัท เน็ทวัน เน็ตเวิร์ค โซลูชั่น จำกัด (NETONE) ⁵	✓	กลาง	342	238	100
16	บริษัท เน็กซ์เทล จำกัด (Nexentel)	✓	กลาง	109	107	30
17	บริษัท ออเรนจ์ บิสซิเนส เซอร์วิส (ประเทศไทย) จำกัด (ORANGE) ⁶		N/A	55	201	13

Source:

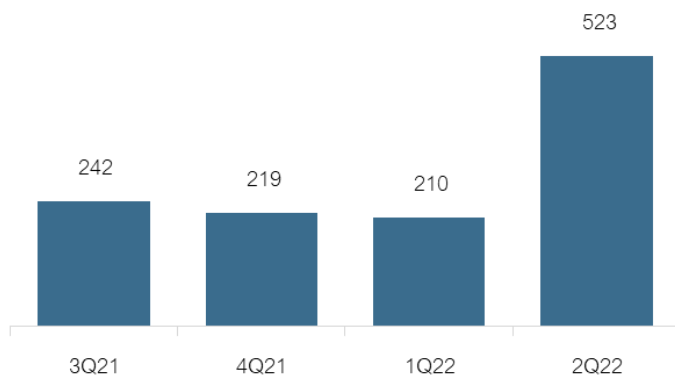
1. บริษัทที่ประกอบธุรกิจเป็นผู้ออกแบบระบบเครือข่ายและระบบสื่อสารอย่างครบวงจร (System Integrator) ข้อมูลจาก ITNS
2. โครงการขนาดใหญ่มีมูลค่า 500 ล้านบาทขึ้นไป, ขนาดกลาง 10 - 500 ล้านบาท และขนาดเล็กมีมูลค่าไม่เกิน 10 ล้านบาท
3. บริษัทย่อยของบริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน) (ADVANC)
4. บริษัทย่อยของบริษัท พีริเมียร์ เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน) (PT)
5. บริษัทย่อยของบริษัท ล็อกซ์เลย์ จำกัด (มหาชน) (LOXLEY)
6. บริษัทย่อยของบริษัทในต่างประเทศ

□ Backlog สูงขึ้นทำสถิติสูงสุดใหม่ จากการเริ่มเข้าประมูลงานขนาดใหญ่มากขึ้น

ITNS มี backlog ณ สิ้น 2Q22 (30 มิ.ย.22) อยู่ที่ 523 ล้านบาท ซึ่งสูงขึ้นทำสถิติสูงสุดใหม่ เพิ่มขึ้นจาก 4Q21 และ 1Q22 ที่อยู่ที่ 219 ล้านบาท และ 210 ล้านบาท ตามลำดับ เนื่องจาก ITNS เริ่มมีการเข้าประมูลงานโครงการขนาดใหญ่มากขึ้น หลังจากที่ได้คาดว่าจะได้รับเงินจาก IPO ในอนาคต ทั้งนี้ ITNS ประเมินว่าจะสามารถรับรู้รายได้ในช่วง 2H22E ที่ 370 ล้านบาท, ปี 2023E ที่ 71 ล้านบาท และปี 2024E-27E ที่ 81 ล้านบาท

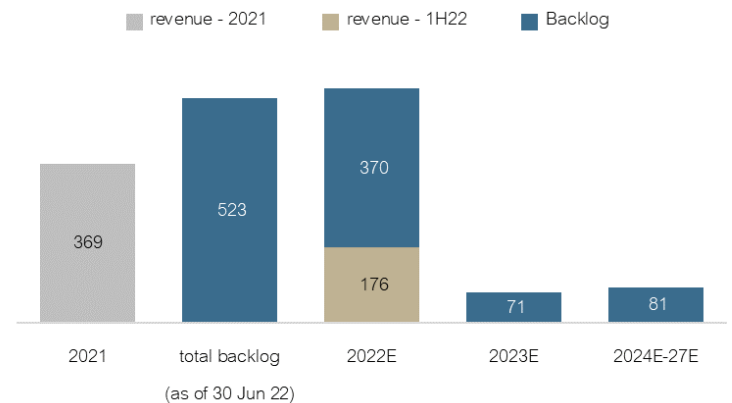
สำหรับ backlog ในอนาคต จะมีโอกาสเพิ่มขึ้นได้อีกต่อเนื่อง จากกระแสเงินสดในบริษัทที่สูงขึ้น ทำให้สามารถเพิ่มงานใหม่ ๆ ได้มากขึ้น รวมถึงสามารถขยายโอกาสในการเข้าไปประมูลโครงการที่มีขนาดใหญ่มากขึ้น

Fig 11: Backlog ณ 30 มิ.ย.22 ทำสถิติสูงสุดใหม่ (ล้านบาท)



Source: Company

Fig 12: รายได้ 2021-1H22 และ Backlog ปี 2022E-27E (ล้านบาท)



Source: Company

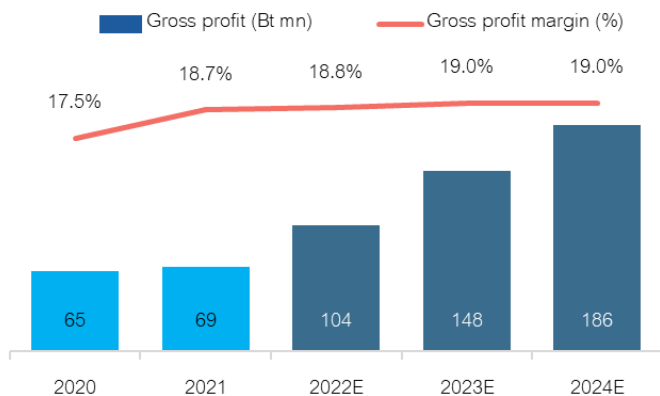
□ ประเมินกำไรปี 2022E-24E จะเติบโตสูงเฉลี่ย +37% CAGR

เราประเมินกำไรสุทธิปี 2022E-24E จะเติบโตได้ดีต่อเนื่องเฉลี่ยต่อปี +37% CAGR จาก 1) ITNS อยู่ในอุตสาหกรรม IT ที่เติบโตและมีการเปลี่ยนแปลงเทคโนโลยีอยู่เสมอและรวดเร็ว ทำให้แต่ละองค์กรต้องมีการพัฒนาและปรับปรุงระบบ IT อย่างสม่ำเสมอ, 2) ITNS ได้เป็น Gold Certified Partner กับ Cisco ซึ่งเป็นพันธมิตรระดับขั้นสูงสุด ทำให้มีความได้เปรียบในการแข่งขันกับคู่แข่งที่เป็นพันธมิตรประเภทอื่น, 3) ITNS ยังอยู่ในช่วงเริ่มต้นของการเติบโต การได้เงินทุนเพิ่มขึ้นจะทำให้มีเงินทุนหมุนเวียนในการรองรับมูลค่างานได้มากขึ้น และสามารถขยายตลาดไปประมูลโครงการที่มีขนาดใหญ่ขึ้นได้ ช่วยหนุนการเติบโตด้านรายได้มากขึ้น และ 4) มีโอกาส upside เพิ่มขึ้นได้อีกจากแผนการเข้าลงทุนในธุรกิจใหม่ๆ ที่เกี่ยวข้องกับ SI รวมถึงธุรกิจให้เช่าอุปกรณ์เครือข่ายเทคโนโลยีสารสนเทศทั้งอุปกรณ์ใหม่ และอุปกรณ์ IT ที่เป็นมือสอง

ปี 2022E เราประเมินกำไรจะอยู่ที่ 46 ล้านบาท +42% YoY โดยมีกำไร 1H22 อยู่ที่ 22 ล้านบาท +95% YoY และคิดเป็น 48% ของกำไรทั้งปี สำหรับกำไร 2H22E จะเติบโตได้ทั้ง YoY และ HoH เนื่องจากมี backlog ที่รอรับรู้รายได้ในช่วง 2H22E สูงถึง 370 ล้านบาท สูงกว่ารายได้ในช่วง 1H22 ที่ทำได้ 176 ล้านบาท อย่างไรก็ตาม GPM ใน 2H22E จะลดลงจาก 1H22 เนื่องจากมีงานโครงการที่จะรับรู้รายได้มี GPM ค่อนข้างต่ำ สำหรับ GPM รวมทั้งปี 2022E จะอยู่ที่ 18.8% (1H22 อยู่ที่ 26.8%) ต่ำลงเล็กน้อยจากปี 2021 ที่ 18.7%

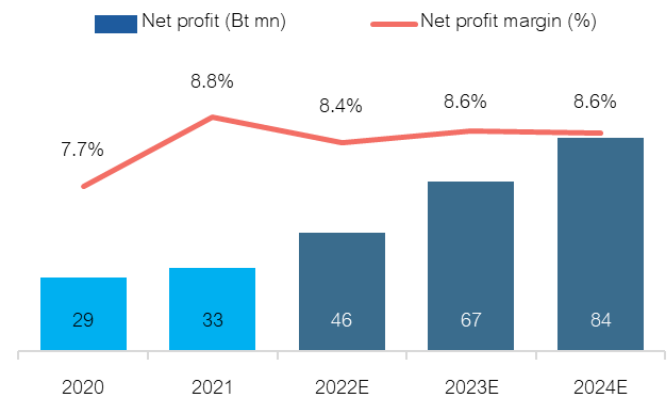
ปี 2023E เราประเมินกำไรจะเพิ่มขึ้นต่อเนื่องเป็น 67 ล้านบาท +44% YoY เนื่องจาก ITNS จะมีการเร่งเข้าประมูลงานเพิ่มเติมในช่วง 2H22E และปี 2023E ซึ่งจะช่วยเพิ่ม backlog ที่จะรับรู้รายได้มากขึ้นอย่างต่อเนื่อง นอกจากนั้น ITNS ยังมีการขยายทีมพนักงานขายเพิ่มขึ้นทั่วตัวในช่วง 2H22E เพิ่มรองรับการเติบโตในอนาคตด้วย สำหรับรายได้ในปี 2023E จะยังเติบโตได้ดีเป็น 776 ล้านบาท +41% YoY ส่วน GPM จะเพิ่มขึ้นเป็น 19.0% จากสัดส่วนรายได้ recurring ที่จะเพิ่มขึ้นเล็กน้อย 27% จากปี 2022E ที่ 26%

Fig 13: 2020-24E gross profit



Source: Company, DAOL

Fig 14: 2020-24E Net profit



Source: Company, DAOL

VALUATION

ประเมินราคาเหมาะสมที่ 5.20 บาท

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ ITNS ด้วยวิธี relative valuation โดยเปรียบเทียบกับบริษัทที่ประกอบธุรกิจใกล้เคียงกันด้าน system integration ได้แก่ AIT, MFEC, SAMTEL และ TPS ซึ่งมีค่าเฉลี่ย PER ย้อนหลัง 5 ปีในอดีตที่ 17.5 เท่า ทั้งนี้ แม้ ITNS ยังมีขนาดธุรกิจที่เล็กกว่า แต่เราประเมินแนวโน้มการเติบโตของกำไรในปี 2022E-24E ที่ยังมีแนวโน้มเติบโตสูง เราจึงมองว่า ITNS ควรเทรดในระดับที่ใกล้เคียงกับกลุ่มได้ ดังนั้น เราจึงประเมินมูลค่าของ ITNS ปี 2023E ด้วย PER ที่ 17.0 เท่า ได้ราคาเหมาะสมที่ 5.20 บาท

Fig 15: เปรียบเทียบ PER ของกลุ่มที่ทำธุรกิจ SI

Company	5-yr average PER	Current PER
AIT	13.0	11.8
MFEC	12.6	16.9
SAMTEL	28.1	n.a.
TPS*	16.4	19.6
Average	17.5	16.1

*TPS ข้อมูลตั้งแต่เริ่มเทรดวันแรก 15 พ.ย.19

Source: Company

Fig 16: AIT – PER Band



Source: Company, DAOL

Fig 17: MFEC – PER Band



Source: Company, DAOL

Fig 18: SAMTEL – PER Band



Source: Company, DAOL

Fig 19: TPS – PER Band



Source: Company, DAOL

RISK FACTORS

ทุกการลงทุนมีความเสี่ยง สำหรับ ITNS มีปัจจัยเสี่ยงที่จะกระทบต่อผลการดำเนินงาน ดังนี้

- ความเสี่ยงจากการไม่ได้รับการต่อสัญญาพันธมิตรทางธุรกิจจากทาง Cisco** โดยในช่วงปี 2019-21 ITNS ได้จัดซื้อผลิตภัณฑ์ของ Cisco คิดเป็น 31%, 25% และ 29% ตามลำดับ ซึ่ง ITNS มีสัญญาพันธมิตรทางธุรกิจกับ Cisco ที่มีอายุสัญญาเป็นเวลา 1 ปี และจะมีการต่อสัญญาแบบปีต่อปี ทั้งนี้ ITNS คาดว่าจะได้รับการต่อสัญญาการเป็นตัวแทนจำหน่ายจากทาง Cisco อย่างต่อเนื่อง เนื่องจากบริษัทฯ มีความสัมพันธ์อันดีกับทาง Cisco มาเป็นระยะเวลากว่า 9 ปี และที่ผ่านมาบริษัทฯ เคยได้รับการต่อสัญญา Gold Certified Partner มาแล้วจำนวน 1 ครั้งในปี 2021 โดยไม่มีอุปสรรคใดๆ ทำให้บริษัทฯ มีความมั่นใจว่ายังคงสามารถรักษาคูณสมบัติและเงื่อนไขของการเป็นตัวแทนจำหน่ายผลิตภัณฑ์ Cisco ได้
- ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงผู้จัดจำหน่ายสินค้า** ITNS มีความสัมพันธ์ที่ดีกับผู้จัดจำหน่าย โดยมีการจัดซื้อผลิตภัณฑ์สายเคเบิลอย่างต่อเนื่อง รวมถึงมีประวัติการสั่งซื้อและชำระค่าสินค้าที่ดีมาโดยตลอด ทำให้ได้รับความไว้วางใจจากผู้จัดจำหน่ายในการสั่งซื้อผลิตภัณฑ์สายเคเบิลมาโดยตลอด อีกทั้งในประเทศไทยยังมีส่วนจำหน่ายผลิตภัณฑ์สายเคเบิลดังกล่าวเป็นจำนวนมาก ดังนั้น ITNS จึงเชื่อว่าจะได้รับผลกระทบจากความเสี่ยงนี้ไม่มากนัก

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC 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 the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

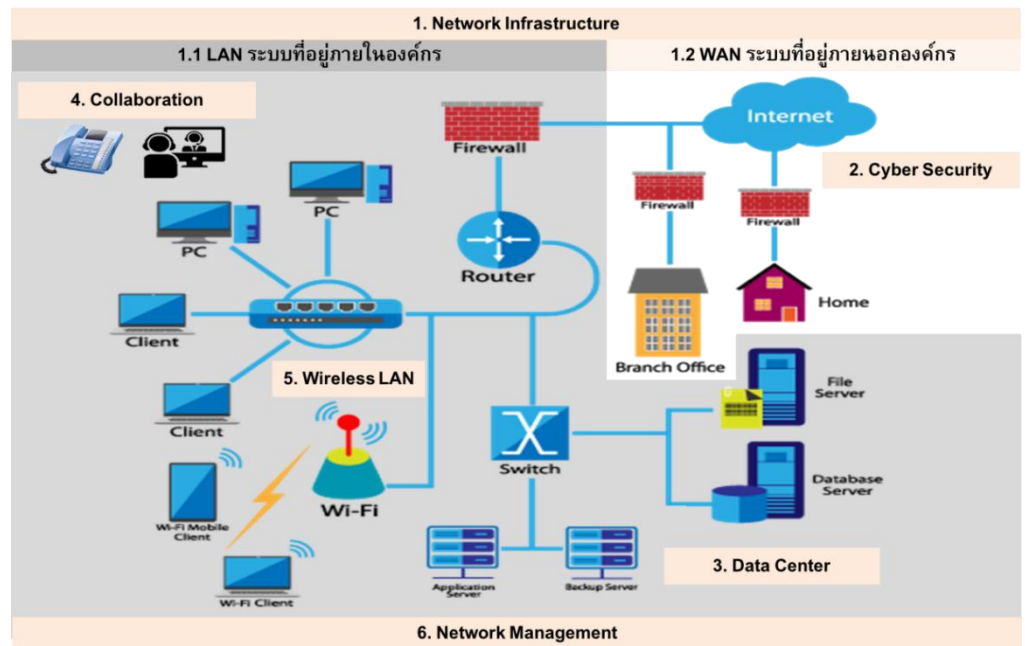
3. **ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงลูกค้ารายใหญ่** ITNS มีนโยบายไม่พึ่งพิงลูกค้ารายใดเป็นหลัก และตระหนักถึงการบริหารความเสี่ยงจากการพึ่งพิงลูกค้ารายใหญ่ โดยสร้างความสัมพันธ์ที่ดีกับลูกค้าเดิมทุกราย รวมถึงขยายฐานลูกค้าไปยังกลุ่มลูกค้าใหม่อยู่เสมอ
4. **ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงเทคโนโลยี** ITNS มีการติดตามข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินธุรกิจอย่างใกล้ชิด และมีนโยบายให้พนักงานที่เกี่ยวข้องได้รับการอบรมพัฒนาความรู้อย่างสม่ำเสมอทั้งจากเจ้าของผลิตภัณฑ์ และตัวแทนจำหน่าย อีกทั้งยังมีนโยบายส่งซื้ออุปกรณ์เกี่ยวข้องกับระบบเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสารภายหลังจากได้ลงนามข้อตกลงหรือสัญญาเกี่ยวกับลูกค้าเรียบร้อยแล้ว เพื่อลดความเสี่ยงจากการลดลงของมูลค่าสินค้าที่ล้าสมัย
5. **ความเสี่ยงจากความไม่ต่อเนื่องของรายได้** ITNS ให้ความสำคัญกับความต่อเนื่องของรายได้อย่างสม่ำเสมอ ประกอบกับงานโครงการในแต่ละปีมีระยะเวลาส่งมอบงานที่แตกต่างกัน นอกจากนี้ ยังมีรายได้จากแหล่งอื่นที่มาจากการจำหน่ายอุปกรณ์และอะไหล่
6. **ความเสี่ยงจากการส่งมอบงานล่าช้าและค่าปรับ** ก่อนที่ ITNS จะรับงานที่เป็นรายได้จากการจำหน่ายอุปกรณ์มีลักษณะเป็นงานโครงการทุกครั้ง ผู้บริหารจะพิจารณาปริมาณงานโครงการที่ยังไม่ส่งมอบและความเพียงพอของบุคลากร
7. **ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงผู้บริหารและบุคลากรที่มีประสบการณ์และความสามารถ** ITNS ได้มีการกำหนดผลตอบแทนและสวัสดิการต่างๆ ให้กับบุคลากรในระดับที่เหมาะสมและมีการสำรวจอัตราค่าแรงในอุตสาหกรรมที่ดำเนินธุรกิจเดียวกันอย่างต่อเนื่อง เพื่อประกอบการพิจารณาการกำหนดค่าแรงให้อยู่ในระดับเดียวกับบริษัทอื่นๆ

COMPANY PROFILE

บริษัท อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล เน็ตเวิร์ค ซิสเต็ม จำกัด (มหาชน) หรือ ITNS ดำเนินธุรกิจด้านเทคโนโลยีสารสนเทศ และการสื่อสาร โดยเป็นผู้ออกแบบและติดตั้งระบบเครือข่ายและระบบสื่อสารอย่างครบวงจร (System Integrator) พร้อมทั้งจำหน่ายและให้เช่าอุปกรณ์ที่ใช้ในงานเทคโนโลยีสารสนเทศ และการสื่อสารที่มีประสิทธิภาพ และมีมาตรฐานเป็นที่ยอมรับในระดับโลก เพื่อตอบสนองความต้องการของลูกค้าทั้งภาครัฐและเอกชน นอกจากนี้ ITNS ยังให้บริการซ่อมแซม และบำรุงรักษาอุปกรณ์ภายหลังจากการส่งมอบสินค้า โดยทีมงานที่มีความรู้ และประสบการณ์ด้านเทคโนโลยีสารสนเทศ และการสื่อสารมาอย่างยาวนาน รวมทั้งบุคลากรที่ผ่านการรับรองจากมาตรฐานสากล เพื่อสร้างความมั่นใจให้กับลูกค้าสำหรับงานบริการที่มีคุณภาพ และเพิ่มศักยภาพในการดำเนินธุรกิจของลูกค้าต่อไปในอนาคต ทั้งนี้ ลักษณะธุรกิจของ ITNS สามารถแบ่งกลุ่มธุรกิจเป็น 3 ประเภท ดังนี้

- 1) **ธุรกิจจำหน่ายอุปกรณ์ที่เกี่ยวข้องกับระบบเทคโนโลยีสารสนเทศ และการสื่อสาร**: ธุรกิจหลักของ ITNS ประกอบด้วยงานออกแบบ ติดตั้ง พร้อมทั้งจำหน่ายอุปกรณ์ที่เกี่ยวข้องกับระบบเทคโนโลยีสารสนเทศ และการสื่อสาร เพื่อนำเสนอผลิตภัณฑ์และบริการอย่างครบวงจรให้แก่ลูกค้า โดยสามารถแบ่งออกเป็น 6 ประเภทดังต่อไปนี้
 - 1.1) ระบบเครือข่ายโครงสร้างพื้นฐาน (Network Infrastructure)
 - 1.2) ระบบรักษาความปลอดภัยทางด้านคอมพิวเตอร์ (Cyber Security)
 - 1.3) ระบบศูนย์ควบคุมข้อมูล (Data Center)
 - 1.4) ระบบการติดต่อสื่อสารแบบครบวงจร (Collaboration)
 - 1.5) ระบบการเชื่อมต่อแบบไร้สาย (Wireless LAN)
 - 1.6) ระบบการบริหารจัดการเครือข่าย (Network Management)
- 2) **ธุรกิจให้บริการซ่อมแซม และบำรุงรักษาอุปกรณ์**: ภายหลังจากการติดตั้งอุปกรณ์ที่เกี่ยวข้องกับระบบเทคโนโลยีสารสนเทศ และการสื่อสารเรียบร้อยแล้ว ITNS ยังได้ให้บริการซ่อมแซม และบำรุงรักษาอุปกรณ์ที่เกี่ยวข้องกับระบบเทคโนโลยีสารสนเทศ และการสื่อสารแก่ลูกค้าให้อยู่ในสภาพที่พร้อมใช้งานตามเงื่อนไขที่ลูกค้ากำหนด เพื่อให้ลูกค้าสามารถดำเนินธุรกิจได้อย่างต่อเนื่อง โดยบริการดังกล่าวสามารถแบ่งออกได้เป็น 3 ประเภทดังนี้
 - 2.1) งานบำรุงรักษาตามรอบระยะเวลาที่ได้มีการตกลงกันไว้ในสัญญา (Preventive Maintenance)
 - 2.2) งานบำรุงรักษาเชิงแก้ไขปรับปรุง (Collective Maintenance)
 - 2.3) การรับประกันสินค้า (Warranty)
- 3) **ธุรกิจให้เช่าอุปกรณ์**: ITNS ให้บริการเช่าอุปกรณ์ที่เกี่ยวข้องกับระบบเทคโนโลยีสารสนเทศ และการสื่อสารแก่ลูกค้า เพื่อเป็นทางเลือกสำหรับลูกค้าที่ไม่ต้องการลงทุนในอุปกรณ์เป็นของตนเอง แต่มีความจำเป็นต้องใช้อุปกรณ์ดังกล่าว

Fig 20: ลักษณะการประกอบธุรกิจ



Source: Company

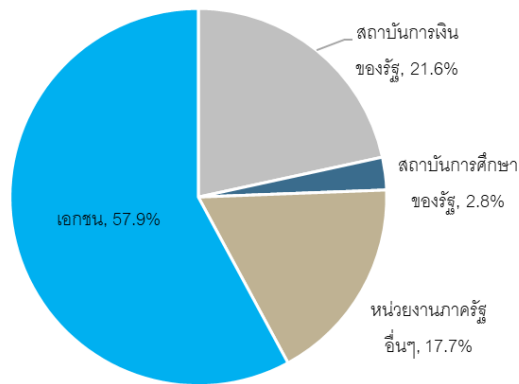
□ **กลุ่มลูกค้าเป้าหมายกระจายใกล้เคียงกันทั้งภาครัฐและเอกชน**

กลุ่มลูกค้าของ ITNS ครอบคลุมทั้งกลุ่มลูกค้าภาครัฐ และภาคเอกชนที่มีขนาดใหญ่เป็นจนถึงขนาดเล็กในอุตสาหกรรมต่างๆ ซึ่งมีความต้องการผลิตภัณฑ์และบริการที่เกี่ยวข้องกับระบบโครงข่ายเทคโนโลยีสารสนเทศ และการสื่อสาร เพื่อรองรับการดำเนินงานขององค์กร และเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพความปลอดภัยของระบบข้อมูล และเทคโนโลยีสารสนเทศในองค์กร โดยสามารถแบ่งฐานกลุ่มลูกค้าเป้าหมายเป็น 2 ประเภทดังนี้

- 1) **กลุ่มลูกค้าภาครัฐ** ประกอบด้วยหน่วยงานของรัฐ สถาบันการเงินที่เป็นรัฐวิสาหกิจ และสถาบันการศึกษาของรัฐ
กลยุทธ์ในการหาลูกค้าภาครัฐ: ITNS ได้รับงานโครงการภาครัฐใหม่ผ่านการเข้าร่วม E-bidding เมื่อ ITNS ทราบประกาศจากทางภาครัฐว่าจะเปิดประกวดราคาอิเล็กทรอนิกส์ (E-Bidding) ในโครงการที่บริษัทฯ มีความเชี่ยวชาญ ITNS จะเริ่มสำรวจข้อมูลด้านเทคนิค/สำรวจพื้นที่ติดตั้งเบื้องต้น ออกแบบ สำรวจ ประกอบกับสำรวจราคาผลิตภัณฑ์ และจัดทำเอกสารต้นทุนโครงการ (Business Unit Process) รวมทั้งประสานงานกับผู้ผลิตอุปกรณ์หลัก ก่อนเข้าสู่กระบวนการ Bidding งาน
- 2) **กลุ่มลูกค้าภาคเอกชน** ประกอบด้วยบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย บริษัทจำกัด และบริษัทข้ามชาติ

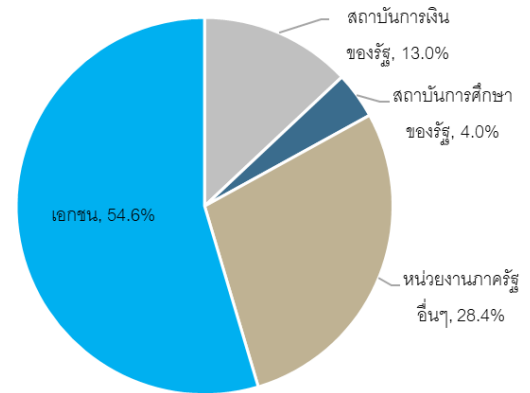
กลยุทธ์ในการหาลูกค้าภาคเอกชน: ITNS เริ่มหาลูกค้าใหม่จากการส่ง Sale เข้าไปแนะนำตัว และสำรวจความต้องการของลูกค้า หากลูกค้ามีความสนใจ ITNS จะส่งพนักงานแผนกพัฒนาธุรกิจ (Pre-sale) ที่มีความเชี่ยวชาญในผลิตภัณฑ์เข้าไปพูดคุยกับลูกค้า เพื่อขายงานตามความต้องการของลูกค้า ประกอบกับ ITNS อาจเข้าหาลูกค้ารายใหม่จากฐานข้อมูลของทาง Cisco เนื่องจาก Cisco มีกลุ่มลูกค้าเป้าหมายที่ต้องการดำเนินธุรกิจด้วย เช่น ธุรกิจโรงแรม

Fig 21: สัดส่วนรายได้จากลูกค้าในปี 2021



Source: Company

Fig 22: สัดส่วนรายได้จากลูกค้าในปี 2021



Source: Company

□ ผลการดำเนินงานในอดีต

ITNS มีกำไรสุทธิปี 2020 อยู่ที่ 29 ล้านบาท +36% YoY โดยมีสาเหตุมาจากรายได้ที่เติบโตสูงขึ้นเป็น 374 ล้านบาท +34% YoY เนื่องจากการชนะการประมูลโครงการขนาดใหญ่ของหน่วยงานภาครัฐ 2 แห่ง ประกอบกับการควบคุมต้นทุนและต้นทุนในการจัดจำหน่ายและการบริหารได้อย่างมีประสิทธิภาพ สำหรับ NPM ในปี 2020 อยู่ที่ 7.7% เพิ่มขึ้นเล็กน้อยจากปี 2019 ที่อยู่ที่ 7.6%

ปี 2021 มีกำไรสุทธิเพิ่มขึ้นเป็น 33 ล้านบาท +13% YoY โดยรายได้ปรับตัวลดลงเล็กน้อยเป็น 369 ล้านบาท -1% YoY ขณะที่ NPM ปรับตัวดีขึ้นเป็น 8.8% (2021 = 7.7%) ซึ่งเป็นผลจากงานโครงการที่ ITNS ได้รับมามี GPM ที่สูงกว่าปีก่อน จากลักษณะงานโครงการที่ ITNS มีความชำนาญในการออกแบบติดตั้งวางระบบ ส่งผลให้ GPM ปรับตัวเพิ่มขึ้นเป็น 18.7% (2021 = 17.5%) ประกอบกับการลดลงของต้นทุนทางการเงินหลังจากได้จ่ายชำระคืนเงินกู้ให้กับสถาบันการเงินในปี 2020 สำหรับ 1H22 มีกำไรสุทธิยังคงดีขึ้นต่อเนื่องเป็น 22 ล้านบาท +95% YoY, +5% HoH สาเหตุหลักเป็นมาจากการเพิ่มขึ้นของ GPM เป็น 25.0% (1H21 = 14.9%, 2H21 = 22.2%) เนื่องมาจากการรับงานโครงการของลูกค้าเดิมรายใหญ่รายหนึ่ง ซึ่ง ITNS มีความชำนาญในพื้นที่นี้ ทำให้อาจวางแผนการติดตั้งระบบได้เป็นอย่างดี รวมทั้งควบคุมต้นทุนของงานโครงการได้อย่างมีประสิทธิภาพ

Fig 23: 2Q22 results review

FY: Dec (Bt mn)	2Q22	2Q21	YoY	1Q22	QoQ	1H22	1H21	YoY
Revenues	77	73	6%	98	-21%	176	175	0.1%
CoGS	(57)	(63)	-10%	(75)	-25%	(132)	(149)	-11.8%
Gross profit	21	10	100%	23	-11%	44	26	68.1%
SG&A	(8)	(6)	29%	(9)	-9%	(17)	(13)	29.0%
EBITDA	13	6	129%	16	-17%	30	18	68.1%
Other inc./exps	0	0	147%	0	-42%	1	1	-54.5%
Interest expenses	(0)	(0)	-27%	(0)	-11%	(0)	(0)	-70.7%
Income tax	(2)	(1)	245%	(3)	-20%	(5)	(3)	92.6%
Core profit	10	3	201%	12	-11%	22	11	95%
Net profit	10	3	201%	12	-11%	22	11	95%
EPS (Bt)	0.07	0.02	201%	0.08	-11%	0.22	0.15	47%
Gross margin	26.8%	14.2%		23.6%		25.0%	14.9%	
Net margin	13.5%	4.8%		12.0%		12.7%	6.5%	

Source: Company

□ วัตถุประสงค์การเพิ่มทุน

1. ใช้เป็นเงินลงทุนในบริษัทที่ดำเนินธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจของบริษัทฯ
2. ใช้ในการขยายธุรกิจให้เข้าอุปกรณ์
3. ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในการดำเนินธุรกิจ

□ โครงสร้างผู้ถือหุ้น

ITNS จะมีการเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนจำนวน 70 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 1.00 บาท ภายหลังการเสนอขายหุ้นครั้งนี้ บริษัทจะมีทุนชำระแล้วจำนวน 220 ล้านบาท คิดเป็นหุ้นสามัญทั้งสิ้น 220 ล้านหุ้น

Fig 24: Shareholder structure in pre & post IPO

ลำดับ	รายชื่อผู้ถือหุ้น	ก่อนการเสนอขาย หุ้นต่อประชาชน		หลังการเสนอขายหุ้นต่อประชาชน			
				กรณีที่ไม่มีการใช้สิทธิ ซื้อหุ้นสามัญส่วนเกิน		กรณีที่มีการใช้สิทธิซื้อหุ้น สามัญส่วนเกินทั้งจำนวน	
		จำนวนหุ้น	ร้อยละ	จำนวนหุ้น	ร้อยละ	จำนวนหุ้น	ร้อยละ
1	นายสมชาย อ่วมกระทุ่ม ¹	105,500,000	70.33	105,500,000	47.95	95,500,000	43.41
2	นางสาวกรกช อ่วมกระทุ่ม ³	22,000,000	14.67	22,000,000	10.00	22,000,000	10.00
	รวมครอบครัวอ่วมกระทุ่ม	127,500,000	85.00	127,500,000	57.95	117,500,000	53.41
3	นางสาวนันทยา นันทนิช ¹	6,000,000	4.00	6,000,000	2.73	6,000,000	2.73
4	นายศรัณย์ สุภักศรัณย์ ¹	4,500,000	3.00	4,500,000	2.05	4,500,000	2.05
5	นายธัชชัย วรวงศาธิกร ²	3,000,000	2.00	3,000,000	1.36	3,000,000	1.36
6	นายณัฐภูมิ จินดาพล ¹	3,000,000	2.00	3,000,000	1.36	3,000,000	1.36
7	นายสมบุญ พงศธรคุณูปการ ²	3,000,000	2.00	3,000,000	1.36	3,000,000	1.36
8	นายสิทธิธา รัตนาลังการ ¹	3,000,000	2.00	3,000,000	1.36	3,000,000	1.36
	รวม	150,000,000	100.00	150,000,000	68.18	140,000,000	63.64
	จำนวนหุ้นที่เสนอขายประชาชนทั่วไป			70,000,000	31.82	80,000,000	36.36
	รวมทั้งหมด	150,000,000	100.00	220,000,000	100.00	220,000,000	100.00

หมายเหตุ:

1. กรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทฯ
2. พนักงานของบริษัทฯ
3. บุตรที่บรรลุนิติภาวะแล้วของนายสมชาย อ่วมกระทุ่ม

Source: Company

Balance sheet

FY: Dec (Bt mn)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Cash & deposits	60	29	230	196	163
Accounts receivable	59	76	110	144	192
Inventories	29	16	37	50	59
Other current assets	58	52	81	107	127
Total cur. assets	206	174	458	496	541
Investments	19	19	32	42	54
Fixed assets	37	32	36	44	51
Other assets	31	39	59	75	100
Total assets	294	264	586	658	745
Short-term loans	16	0	0	0	0
Accounts payable	81	44	72	94	127
Current maturities	0	0	1	1	1
Other current liabilities	9	14	15	23	31
Total cur. liabilities	106	58	88	118	158
Long-term debt	0	0	0	0	0
Other LT liabilities	4	18	20	23	23
Total LT liabilities	4	18	20	23	23
Total liabilities	110	76	109	140	182
Registered capital	0	0	0	0	0
Paid-up capital	150	150	220	220	220
Share premium	0	0	202	202	202
Retained earnings	33	38	55	95	141
Others	0	(0)	0	0	(0)
Minority interests	0	0	0	0	0
Shares' equity	183	188	477	517	563

Cash flow statement

FY: Dec (Bt mn)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Net profit	29	33	46	67	84
Depreciation	(8)	(7)	(6)	(7)	(8)
Chg in working capital	(13)	31	54	43	37
Others	53	(41)	(127)	(95)	(94)
CF from operations	61	15	(32)	8	19
Capital expenditure	(33)	(0)	(10)	(15)	(15)
Others	(0)	0	0	0	0
CF from investing	(33)	(0)	(10)	(15)	(15)
Free cash flow	28	15	(42)	(7)	4
Net borrowings	(33)	(16)	1	0	0
Equity capital raised	100	0	272	0	0
Dividends paid	(50)	(28)	(30)	(26)	(37)
Others	(2)	(2)	(0)	(0)	(0)
CF from financing	15	(46)	243	(27)	(38)
Net change in cash	43	(31)	201	(34)	(33)

Income statement

FY: Dec (Bt mn)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Sales	374	369	550	776	976
Cost of sales	(309)	(300)	(447)	(628)	(791)
Gross profit	65	69	104	148	186
SG&A	(28)	(30)	(47)	(66)	(83)
EBITDA	46	47	64	90	113
Depre. & amortization	(8)	(7)	(6)	(7)	(8)
Equity income	0	0	0	0	0
Other income	1	2	2	2	2
EBIT	38	40	58	83	105
Finance costs	(2)	(0)	(0)	(0)	(0)
Income taxes	(7)	(8)	(12)	(17)	(21)
Net profit before MI	29	33	46	67	84
Minority interest	0	0	0	0	0
Core profit	29	33	46	67	84
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net profit	29	33	46	67	84

Key ratios

FY: Dec (Bt mn)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Growth YoY					
Revenue	33.7%	-1.3%	49.0%	41.0%	25.8%
EBITDA	22.8%	1.8%	35.9%	41.0%	24.6%
Net profit	35.6%	13.0%	42.0%	44.1%	25.4%
Core profit	35.6%	13.0%	42.0%	44.1%	25.4%
Profitability ratio					
Gross profit margin	17.5%	18.7%	18.8%	19.0%	19.0%
EBITDA margin	12.4%	12.8%	11.6%	11.6%	11.5%
Core profit margin	7.7%	8.8%	8.4%	8.6%	8.6%
Net profit margin	7.7%	8.8%	8.4%	8.6%	8.6%
ROA	9.8%	12.3%	7.9%	10.1%	11.2%
ROE	15.7%	17.3%	9.7%	12.9%	14.8%
Stability					
D/E (x)	0.60	0.40	0.23	0.27	0.32
Net D/E (x)	0.09	0.00	0.00	0.00	0.00
Interest coverage ratio	23.49	516.4	827.3	834.6	1,046
Current ratio (x)	1.94	2.99	5.19	4.22	3.41
Quick ratio (x)	1.67	2.71	4.77	3.79	3.04
Per share (Bt)					
Reported EPS	0.19	0.22	0.21	0.30	0.38
Core EPS	0.19	0.22	0.21	0.30	0.38
Book value	1.22	1.26	2.17	2.35	2.56
Dividend	0.19	0.20	0.12	0.17	0.21
Valuation (x)					
PER	20.24	17.91	18.49	12.83	10.23
Core PER	20.24	17.91	18.49	12.83	10.23
P/BV	3.18	3.10	1.79	1.65	1.52
EV/EBITDA	17.56	17.55	9.80	7.33	6.17
Dividend yield	4.8%	5.1%	3.1%	4.4%	5.4%

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 และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

DAOL SEC: ความหมายของคำแนะนำ

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

หมายเหตุ ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

IOD disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information that 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.

DAOL SEC's stock rating definition

- BUY** The stock presents a good buying opportunity as it appears undervalued and/or will appreciate in the medium term. A return of the stock, excluding dividend, is expected to exceed 10%.
- HOLD** The stock lacks a catalyst in the medium to long term, and there is uncertainty regarding earnings growth. A return of the stock is expected to be between 0% and 10%.
- SELL** The stock appears overvalued and/or will perform poorly in the medium to long term, while there is major challenge at a company.

Notes: The expected returns may be subject to change at any time without notice.

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

DAOL SEC มีการจัดทำ ESG Rating (ESG: Environment, Social, Governance) เพื่อบ่งบอกว่าบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการและมีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมระดับใด โดยทาง DAOL SEC ให้ความสำคัญกับการลงทุนในบริษัทที่มีการพัฒนาที่ยั่งยืน จึงได้จัดทำเกณฑ์ในการให้คะแนน ESG สำหรับหุ้นที่รา Cover อยู่ สำหรับหลักเกณฑ์ในการประเมินคะแนน ESG ของ DAOL SEC ทำการพิจารณาจาก 3 ด้าน ดังนี้

๙ **การจัดการด้านสิ่งแวดล้อม (Environment)** หมายถึง การที่บริษัทมีนโยบายและกระบวนการทำงานในองค์กรเพื่อจัดการสิ่งแวดล้อมอย่างชัดเจนและใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงมีการฟื้นฟูสภาพแวดล้อมทางธรรมชาติที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจ ซึ่งเราใช้เกณฑ์ด้านรายได้ของบริษัทว่าบริษัทนั้นๆ มีสัดส่วนรายได้ที่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมเท่าไร

๙ **การจัดการด้านสังคม (Social)** การที่บริษัทมีนโยบายการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม มีการส่งเสริมและพัฒนาพนักงานอย่างต่อเนื่องและมีคุณภาพ รวมถึงสนับสนุนคู่ค้าให้มีการปฏิบัติตามแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องให้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่ใช่งานการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง กับบริษัท และกิจกรรมทาง NGO

๙ **บรรษัทภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างโปร่งใส มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจนต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชัน ตลอดจนดูแลผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งรวมถึงการจ่ายภาษีให้แก่ภาครัฐอย่างโปร่งใส ซึ่งเราใช้เกณฑ์พิจารณาจาก CG rating ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ESG Rating ที่ DAOL SEC ประเมินมี 5 ระดับ ได้แก่

Excellent (5)	Very Good (4)	Good (3)	Satisfactory (2)	Pass (1)
---------------	---------------	----------	------------------	----------

สำหรับบริษัทที่มีข้อมูลไม่เพียงพอในการประเมินจะได้ rating เป็น n.a.

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

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

๙ **Environmental** criteria consider how the company safeguards the environment and conserves natural resources. DAOL SECURITIES (THAILAND) calculates how much revenue derives from a business operation that can be harmful to the environment.

๙ **Social** criteria examine how it manages relationships with employees, suppliers, customers, and the communities where it operates. It also consists of employee welfare. DAOL SECURITIES (THAILAND) analyzes the company's non-financial statement reports (news and announcements), including NGO-related activities, retrieved from Bloomberg.

๙ **Governance** ensures a company uses accurate and transparent accounting method, internal controls, risk assessments, shareholder rights, and anti-corruption policies. DAOL SECURITIES (THAILAND) relates the IOD's CG rating system.

DAOL SECURITIES (THAILAND)'S ESG Scale of Ratings

Excellent (5)	Very Good (4)	Good (3)	Satisfactory (2)	Pass (1)
---------------	---------------	----------	------------------	----------

DAOL SECURITIES (THAILAND) assigns an "n.a." to notify an insufficient information.

Disclaimer: บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอและเผยแพร่บทวิเคราะห์ให้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนทั่วไป โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนอันเชื่อถือได้ และไม่ได้มีเจตนาเชิญชวนหรือชี้แนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการใช้บทวิเคราะห์ฉบับนี้ทั้งทางตรงและทางอ้อม และขอให้นักลงทุนใช้ดุลพินิจพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC 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 the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.