

Italian-Thai Development Public Co., Ltd. : ITD

Property Sector

ราคาปิด (19/12/45): 23 บาท

ประเด็นสำคัญการลงทุน

- **ประมาณการกำไรสุทธิปี 2546 ขยายตัว 10% YoY** โครงการหนองงูเห่ามูลค่า 14.35 พันล้านบาท (34.27% ของงานในมือทั้งหมด) จะเริ่มรับรู้รายได้ในปี 2546 ประมาณ 4.0 พันล้านบาทหรือคิดเป็น 20% ของรายได้ของ ITD ที่ CNS ประมาณการรายได้รวม 21.70 พันล้านบาท อย่างไรก็ตาม โครงการหนองงูเห่า เป็นงานที่ ITD ประมูลได้ในช่วงที่ธุรกิจรับเหมาก่อสร้างมีการแข่งขันสูง ทำให้อัตรากำไรเบื้องต้นอยู่ในระดับต่ำเพียง 8-10% อย่างไรก็ตามอัตรากำไรเบื้องต้นในปี 2546 คาดว่าจะทรงตัวช่วง 9-11% จากการรับรู้รายได้จากโครงการเดิมทั้งในและต่างประเทศ สำหรับกำไรสุทธิจากการดำเนินงานธุรกิจปกติคาดว่าจะอยู่ที่ 1.09 พันล้านบาท เพิ่มขึ้นจากปี 2545 ที่ 457 ล้านบาท 139.39% ทั้งนี้เป็นผลจากต้นทุนทางการเงินที่ลดลง ซึ่งจัดเป็นอัตราการขยายตัวของกำไรสุทธิแบบก้าวกระโดด
- **แนวโน้มระยะกลางและระยะยาวยังคงสดใส คาดมูลค่างานในมือเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง** ถึงแม้ว่า ITD จะได้รับผลกระทบจากการล่าช้าของโครงการหนองงูเห่า CNS ยังคงเชื่อว่าแนวโน้มระยะกลางและระยะยาวของ ITD ยังสามารถเติบโตได้อย่างมั่นคงและต่อเนื่อง โดย ITD มีแผนเข้าประมูลโครงการเพิ่มมูลค่ารวม 92.5 พันล้านบาท ซึ่งบริษัทคาดว่าจะสามารถได้รับงานเพิ่มอย่างน้อยประมาณ 15 พันล้านบาทในปี 46
- **ITDจะได้รับผลประโยชน์อย่างมากจากเมื่อบริษัทออกจากแผนฟื้นฟูกิจการ** เนื่องจากการออกจากแผนฟื้นฟูจะเป็นผลดีกับบริษัท เพราะ ITD จะมีคุณสมบัติพร้อมเข้าประมูลโครงการทั้งในและต่างประเทศมากขึ้นโดยเฉพาะโครงการขนาดใหญ่และโครงการต่างประเทศที่ให้อัตราผลกำไรขั้นต้นในระดับสูง ทำให้มีโอกาสขยายมูลค่างานในมือและได้รับผลตอบแทนจากอัตรากำไรขั้นต้นที่สูงขึ้นตามไปด้วย โดยปัจจุบัน บริษัทมีสัดส่วนงานในและต่างประเทศอยู่ที่ 86.37% และ 13.63% อัตรากำไรขั้นต้นอยู่ที่ 8-11% และ 13-15% ตามลำดับ
- **คำแนะนำ ซื้อ CNS โดยราคาตามปัจจัยพื้นฐานอยู่ที่ 46.15 บาทต่อหุ้น** โดยวิธีส่วนลดกระแสเงินสดสุทธิ (DCF) ที่ประเมินจากมูลค่างานในมือปัจจุบันที่มีอยู่ 41.87 พันล้านบาทและในอนาคตที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้น 5-10% ต่อปี

แนวโน้มอุตสาหกรรม

- ในช่วง 2 ปีข้างหน้าคาดว่าจะมีโครงการใหม่ที่จะเปิดประมูลอีกประมาณ 1 แสนล้านบาท โดยส่วนใหญ่เป็นงานของภาครัฐบาลและโครงการที่ได้รับเงินสนับสนุนจากองค์กรระหว่างประเทศ เช่น ADB World Bank ซึ่งส่วนใหญ่เกี่ยวข้องกับสาธารณูปโภคพื้นฐาน (Infrastructure) เช่น โครงการสร้างเขื่อน ทางรถไฟ รถไฟฟ้าส่วนขยาย ทางด่วน และโครงการต่อเนื่องของสนามบินหนองงูเห่า ในส่วนของงานภาคเอกชน คาดว่าจะเริ่มทยอยเพิ่มขึ้น ตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจและการส่งเสริมของภาครัฐบาล
- นอกจากงานในประเทศแล้ว คาดว่าการแข่งขันที่รุนแรงในประเทศคงจะทำให้ผู้ประกอบการต้องปรับตัวโดยไปประมูลงานในต่างประเทศเพิ่มขึ้นด้วย ซึ่งคงจะเป็นโอกาสของผู้ประกอบการที่มีเทคโนโลยีและฐานเงินทุนที่แข็งแกร่งที่จะเข้าไปร่วมเป็นพันธมิตรกับผู้รับเหมาท้องถิ่น

กลยุทธ์การดำเนินงานและโครงการอนาคต

- ณ พ.ย 45 บริษัทมีมูลค่างานในมือ 41.87 พันล้านบาท และมีโครงการจะเข้าประมูลงานเพิ่มอีก 92.5 พันล้านบาท โดยคาดว่าจะได้รับงานอย่างน้อย 15 พันล้านบาทในปี 46
- ปี 2546 ITD จะเริ่มก่อสร้างโครงการเขื่อนน้ำเทิน 2 โดยโครงการดังกล่าว ITD มีเงินลงทุนอยู่ 20% ซึ่งต้องทยอยใส่เงินเพิ่มทุนทั้งหมดประมาณ 2,000 ล้านบาท สำหรับโครงการนี้ ITD จะได้รับประโยชน์ในแง่เป็นผู้ก่อสร้างและได้รับประโยชน์จากการขายไฟฟ้าให้กับ EGAT ในระยะยาว
- บริษัทยังมีนโยบายหางานในประเทศเพื่อนบ้านและในแถบภูมิภาคเอเชียเพิ่มเติมหลังจากแผนฟื้นฟู ซึ่งงานขนาดใหญ่เหล่านี้จะกำหนดคุณสมบัติผู้เข้าประมูลไว้สูง โดยที่ผ่านมามีบริษัทได้รับการสนับสนุนจากสถาบันการเงินที่น่าเชื่อถือได้ เช่น ธนาคารพัฒนาเอเชีย (ADB), World Bank, หรือ JBIC เป็นต้น

Stock Nature :	Growth		
Sector Rating :	Overweight		
Stock Rating :	BUY		
Consensus Rating :	BUY		
Outlook :	Positive		
Valuation Approach :	DCF (Present Value)		
Target Price :	46.15 Bt		
Price Performance	1 Month 6 Month 12 Month		
ITD	-19.30%	-35.21%	73.58%
Relative to SET	-18.82%	-24.81%	46.37%

ผู้ถือหุ้นใหญ่ :	% ถือหุ้น
บ.เปรมชัย กรรณสูต	24.52
นาง นิจพร จระณะจิตต์	13.74
บ.อิตัลไทย โฮลดิ้ง คัมปะนี จำกัด	10.17

รายละเอียดการเพิ่มทุน			
วันที่	ทุนเดิม (ลบ.)	ทุนใหม่ (ลบ.)	อัตราส่วน (เก่า:ใหม่)
04/45	3,000	3,738	Creditor @59.87
04/45	2,500	3,000	5:1 @10

รายละเอียดการจ่ายเงินปันผล			
ระหว่างกาล/ปี	จำนวน (บาท)	XD Date	วันที่จ่าย
2544	งดจ่ายเงินปันผล		
2543	งดจ่ายเงินปันผล		
2542	งดจ่ายเงินปันผล		

Share Summary	
Price Target (12-Mo)	Bt46.15
12-Mo High	Bt39.5
12-Mo Low	Bt14.9
Avg.Daily Turnover	Bt136mn
Issued Shares	373.87mn
Par Value	Bt10
Mkt. Capitalization	Bt8,785mn
Foreign Limit/Actual	32%/29.24%
Free Float	13%
NVDR	1.57%
Dividend Policy	>40

- ข้อมูลพื้นฐาน**
- ITD ประกอบธุรกิจ 9 สายงาน คือ 1) การก่อสร้างอาคารสำนักงาน อาคารชุด ตึกสูง 2) การก่อสร้างโรงงานอุตสาหกรรมขนาดใหญ่ 3) การวางระบบท่อขนส่งน้ำมัน แก๊ส ท่อจ่ายน้ำ ท่อร้อยสายไฟใต้ดิน และถังเก็บน้ำมันขนาดใหญ่ 4) การก่อสร้างทางหลวงแผ่นดิน ทางรถไฟ ระบบทางด่วน 5) งานก่อสร้างสนามบิน ทำจอดเรือ ท่าเรือท่าลิ่ง และงานทะเลอื่น ๆ 6) งานก่อสร้างเขื่อน อเนกประสงค์ อุโมงค์ และโรงผลิตกระแสไฟฟ้า 7) งานระบบโครงสร้างเหล็ก 8) งานระบบการสื่อสารและโทรคมนาคม และ 9) งานด้านพัฒนาเมืองแร่และถ่านหิน
 - ITD เป็นผู้รับเหมาก่อสร้างที่ใหญ่ที่สุดในประเทศไทย มีส่วนแบ่งตลาด 53.29% เป็นอันดับหนึ่ง ตามด้วย CK 18.52% STECON 9.69% และ CNT 5.98% ตามลำดับ โดยมีสัดส่วนงานรัฐบาลต่องานเอกชนเท่ากับ 95.58% และ 4.32%
 - ในวันที่ 4 กันยายน 44 บริษัทฯได้ยื่นคำขอเข้าสู่กระบวนการฟื้นฟูกิจการต่อศาลล้มละลายกลางพร้อมแต่งตั้งบริษัท ไอทีดี แพลนเนอร์ จำกัด เป็นผู้ทำแผน ซึ่งได้รับอนุมัติจากที่ประชุมเจ้าหนี้ในวันที่ 24 ธันวาคม 44 และล่าสุดศาลล้มละลายกลางได้อนุมัติให้ ITD ออกจากแผนฟื้นฟูกิจการแล้วในวันที่ 16 ธันวาคม 2545

Profit & Loss (Btmn)					
FY Ended December	2000	2001	2002F	2003F	2004F
Sales	14,696	17,936	19,730	21,702	23,873
Costs of Sales	-14,053	-16,424	-17,757	-19,315	-21,008
Gross Profit	643	1,512	1,973	2,387	2,865
Depreciation Expense	1,159	1,105	1,185	1,197	1,209
EBITDA	537	1,337	2,171	2,499	2,880
SG&A Expense	-1,265	-1,280	-986	-1,085	-1,194
EBIT	-623	232	986	1,302	1,671
Interest Expense	-1,191	-1,225	-637	-300	-330
Other Income (Expense)	331	-831	274	279	335
Pre-tax Profit	-1,483	-1,824	624	1,281	1,676
Corporate Tax	-78	-118	-197	-217	-239
Pre-exceptional Profit	-1,561	-1,943	427	1,064	1,437
Forex Gain (Loss)	-374	68	-444	0	0
Extraordinary Items	-2,039	-509	6,059	0	0
Gn (Ls) from Affiliates	-58	-89	50	50	50
Minority Interest	66	-56	-20	-20	-20
Net Profit	-3,967	-2,528	6,072	1,094	1,467
Normalized Profit (excl.FX&extra)	-1,553	-2,088	457	1,094	1,467
EPS (Bt)	-15.87	-10.11	15.98	2.88	3.86

Balance Sheet (Btmn)					
FY Ended December	2000	2001	2002F	2003F	2004F
Cash & S-T Investments	2,651	4,834	3,852	4,953	6,640
Current Assets	9,473	12,024	11,786	13,122	15,150
Fixed Assets	6,305	6,788	8,603	8,307	7,937
Total Assets	23,052	22,741	22,309	23,368	25,046
Short-term Loan and Overdrafts	950	1,044	1,250	1,250	1,250
Current Portion of Debt	4,511	6,313	1,901	1,920	1,922
Current Liabilities	11,730	15,385	9,894	9,823	9,996
LT Debt	9,351	8,157	4,854	4,889	4,926
Total Liabilities	21,081	23,541	14,748	14,712	14,922
Paid-up Capital	2,500	2,500	3,739	3,739	3,739
Retained Earnings	-5,121	-7,649	2,376	3,471	4,938
Minority Interests	0	56	57	57	58
Total Equity	1,972	-856	7,504	8,598	10,066

Interim Profit & Loss (Btmn)					
	3Q/01	4Q/01	1Q/02	2Q/02	3Q/02
Sales	5,264	5,720	5,312	5,483	4,719
Costs of Sales	-4,521	-5,073	-4,695	-4,825	-4,414
Gross Profit	743	647	617	658	305
Depreciation Expense	281	314	209	290	343
EBITDA	724	557	590	746	383
SG&A Expense	-300	-404	-236	-203	-265
EBIT	442	243	381	455	40
Interest Expense	-397	-263	-263	-270	-51
Other Income (Expense)	225	103	61	113	126
Pre-tax Profit	271	82	179	298	115
Corporate Tax	-47	-42	-71	-15	-30
Pre-exceptional Profit	224	40	107	283	84
Forex Gain (Loss)	-4	80	65	-543	34
Extraordinary Items	106	-120	25	156	-126
Gn (Ls) from Affiliates	13	-112	55	-18	-1
Minority Interest	-19	-32	-1	-7	4
Net Profit	319	-144	251	-128	-5
Normalized Profit (excl.FX&extra)	218	-104	162	259	87
EPS (Bt)	1.26	-0.65	1.01	21.97	-2.83

Key Statistics & Ratios					
FY Ended December	2000	2001	2002F	2003F	2004F
Per/Share Data (Bt)					
EPS	-15.87	-10.11	15.98	2.88	3.86
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
BV	7.89	-3.42	20.07	23.00	26.92
EV	75.55	70.05	27.25	27.25	27.25
Multiplier (X)					
PE	-1.7	-2.7	1.7	9.4	7.0
P/BV	3.4	-7.9	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA	35.2	13.1	4.7	4.1	3.5
Dividend yield (%)	0%	0%	0%	0%	0%
Percentage Growth (%)					
Sales Growth	-22%	22%	10%	10%	10%
EBITDA Growth	-57%	149%	62%	15%	15%
Normalized Profit Growth	182%	-38%	-105%	778%	34%
Net Profit Growth	172%	-36%	-340%	-82%	34%
EPS Growth	176%	-36%	-258%	-82%	34%
Profitability Ratio (%)					
Gross Margin	4%	8%	10%	11%	12%
EBITDA Margin	4%	7%	11%	12%	12%
EBIT Margin	-4%	1%	5%	6%	7%
ROE	-84%	-453%	183%	14%	16%
ROA	-15%	-11%	27%	5%	6%
ROCE	-4%	2%	12%	16%	18%
Asset Utilization (X)					
Fixed Asset Turnover	2.2	2.7	2.6	2.6	2.9
Receivable Turnover	5.3	6.7	6.6	7.2	7.4
Inventory Turnover	19.5	26.8	27.1	28.7	29.5
Payable Turnover	6.1	6.1	5.6	6.4	6.8
LIQUIDITY RATIOS (X)					
Current ratio	0.8	0.8	1.2	1.3	1.5
Quick ratio	0.6	0.7	1.0	1.2	1.3
LEVERAGE RATIOS (X)					
Liabilities/Equity	10.7	-27.5	2.0	1.7	1.5
Interest-bearing Debt/Equity	6.7	-16.3	0.6	0.5	0.4
Interest Coverage	-0.5	0.2	1.5	4.3	5.1
Debt Service Coverage	0.1	0.2	3.4	8.3	8.7

Price Performance and Volume

ผลการดำเนินงานไตรมาสที่ผ่านมา

ใน Q3/45 ITD ขาดทุนสุทธิ 4.55 ล้านบาท โดยรายได้รวมลดลง 10.35% YoY จากสัดส่วนที่ลดลงของการรับรู้รายได้จากโครงการหลัก ๆ ที่ให้ผลอัตรากำไรขั้นต้นสูง ในขณะที่โครงการใหม่อย่างหนองงูเห่าเพิ่งเริ่มและยังรับรู้รายได้ในสัดส่วนที่ไม่สูงนัก ส่งผลให้ยอดขายลดลงและอัตรากำไรขั้นต้นลงไปอยู่ที่ 6.47% บริษัทมีการตั้งสำรองเผื่อหนี้สงสัยจะสูญเพิ่มจำนวน 126.13 ล้านบาท เพื่อรองรับความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนของบริษัทรวม เอ็มซีอาร์พี คอนสตรัคชั่น คอร์ปอเรชั่น, ฟิลิปปีนส์ และยังมีการลงทุนในเครื่องจักร (capex) เพิ่มประมาณ 4 พันล้านบาทในโครงการเหมืองที่แม่เมาะ ทำให้มีค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายเพิ่มขึ้นถึง 18% ใน Q3/45