



### สารพัดปัจจัยลบรุมเร้า

งวด 4Q63 ขาดทุนหนักจากสารพัดปัจจัยลบ ทั้งการรับรู้รายได้ที่ล่าช้า ต้นทุนก่อสร้างบานปลายและมีค่าใช้จ่ายพิเศษ มองอนาคตยังเต็มไปด้วยความเสี่ยง ทั้งเรื่องการตั้งสำรองด้วยค่า และอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนที่สูง แม้ราคาหุ้นต่ำกว่า BV มากแต่ยังไม่น่าสนใจลงทุน แนะนำ Switch ไป STEC

### งวด 4Q63 ขาดทุนสุทธิ 129.6 ล้านบาท

งวด 4Q63 ขาดทุนสุทธิ 129.6 ล้านบาท ปัญหาต้นทุนก่อสร้างที่บ้านปลายจากการแพร่ระบาดของไวรัสโควิดในต่างประเทศทำให้งานก่อสร้างล่าช้า แม้จะได้ขยายเวลาเพิ่มแต่ไม่ได้เงินชดเชย กัดกิน Gross margin ลดลงเหลือเพียง 8.38% จากปกติทำได้เกิน 10% ขณะที่รายได้ก่อสร้างทำได้ 14,568 ล้านบาท ลดลง 8%YoY นอกจากนี้ ITD ยังมี FX loss อีก 241 ล้านบาท โดยรวมทำให้ปี 2563 มีผลขาดทุนสุทธิ 1,104 ล้านบาท ถือเป็นการขาดทุนที่สูงที่สุดในรอบ 9 ปี นับแต่ปี 2554 ที่ขาดทุนสุทธิ 1,698 ล้านบาท

### หลายปัจจัยเสี่ยงต้องระวัง ทั้งเรื่อง Debt Covenant และการตั้งสำรอง

ความเสี่ยงสำคัญที่ต้องระวังคือการตั้งสำรองด้วยค่าเงินลงทุนโครงการทวาย ซึ่ง ITD ใช้เงินไปแล้ว 7,825 ล้านบาทในการพัฒนาโครงการดังกล่าว หลังถูกทางการเมียนมาร์แจ้งยกเลิกสัญญาสัมปทาน โดยสิ้นปี 2563 ITD มี IBD/Equity ที่คำนวณตามนิยามใหม่ที่ขออนุมัติจากผู้ถือหุ้นอยู่ที่ 2.4 เท่า จึงสามารถรองรับการลดลงของส่วนของผู้ถือหุ้นได้อีกไม่เกิน 3,500 ล้านบาท เพื่อไม่ให้เกินข้อกำหนดของหุ้นกู้ที่กำหนดไว้ไม่เกิน 3 เท่า

### ไม่น่าสนใจแม้ราคาต่ำกว่า BV มาก แนะนำ Switch ไป STEC

แม้ราคาหุ้นจะต่ำกว่ามูลค่าตามบัญชีมาก แต่ความเสี่ยงหลายด้านที่ต้องเผชิญอาจทำให้มูลค่าตามบัญชีลดลงได้อีก ฝ่ายวิจัยประเมิน FV อิง Adjust PBV 0.7 เท่า ที่ 1.25 บาท คงคำแนะนำ Switch ไป STEC (FV@B 18) ที่มีพื้นฐานแข็งแกร่งกว่ามาก

### ประมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2562	2563	2564F	2565F	2566F
กำไรสุทธิ	1,258	-1,104	-274	-177	38
Norm. Profit	331	-935	-174	-77	138
EPS (บาท)	0.24	-0.21	-0.05	-0.03	0.01
DPS (บาท)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
PER (X)	4.6	N/A	N/A	N/A	152.8
Dividend Yield (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Book Value (บาท)	2.73	2.47	2.66	2.63	2.63
P/BV (X)	0.40	0.45	0.41	0.42	0.42
EV/EBITDA (X)	6.35	8.44	6.67	6.09	5.52

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

# ITD

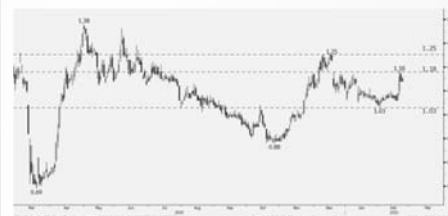
แนะนำ:

Switch



ราคาปัจจุบัน (บาท)	1.10
ราคาเป้าหมาย (บาท)	1.25
Upside (%)	13.68
Dividend Yield (%)	0.00
Total Return (%)	13.68
มูลค่าตลาด (ล้านบาท)	5,808

### Technical Chart



CG Score : 4 = ดีมาก  
Anti-corruption Indic. = na.

RESEARCH DIVISION  
บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส

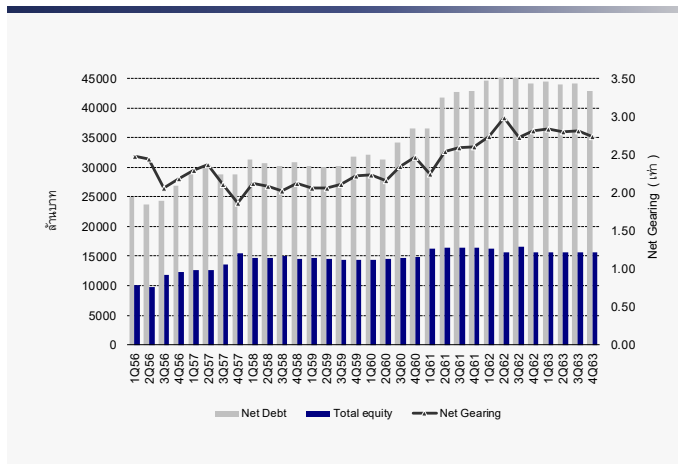
ประสิทธิ์ รัตนกิจภม, CISA, CFA  
นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน และด้านเทคนิค  
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 025917

ผลการดำเนินงาน 4Q63 ของ ITD

Key Data (ล้านบาท)	2Q62	3Q62	4Q62	1Q63	2Q63	3Q63	4Q63	%QoQ	%YoY	2563	2562	%YoY
ยอดขาย	15,696	15,646	15,619	14,573	11,917	12,911	14,568	13%	-7%	53,968	62,221	-13%
กำไรขั้นต้น	1,648	1,511	2,003	1,502	640	781	1,221	56%	-39%	4,144	6,518	-36%
ค่าใช้จ่ายในการขาย	-1,185	-825	-978	-780	-717	-848	-740	-13%	-24%	-3,085	-3,818	-19%
ดอกเบี้ยจ่าย	-673	-678	-701	-657	-621	-655	-600	-8%	-14%	-2,533	-2,687	-6%
กำไรจากการดำเนินงาน	-194	48	365	27	-500	-532	70	N/A	-81%	-935	331	N/A
กำไรสุทธิ	-348	-107	396	-331	-156	-488	-130	N/A	N/A	-1,104	-37	N/A
รายการพิเศษ	-153	-155	31	-358	344	43	-200	N/A	N/A	-170	-368	N/A
EPS	-0.07	-0.02	0.07	-0.06	-0.03	-0.09	-0.02	N/A	N/A	-0.21	-0.01	N/A
Gross Margin	10.5%	9.7%	12.8%	10.3%	5.4%	6.0%	8.4%			7.7%	10.5%	
SG&A/Sale	7.6%	5.3%	6.3%	5.4%	6.0%	6.6%	5.1%			5.7%	6.1%	
Net Gearing	2.99	2.72	2.81	2.83	2.80	2.81	2.74			0.00	2.83	
Book Value/Share (บาท)	2.49	2.49	2.49	2.47	2.39	2.33	2.47			2.47	2.49	

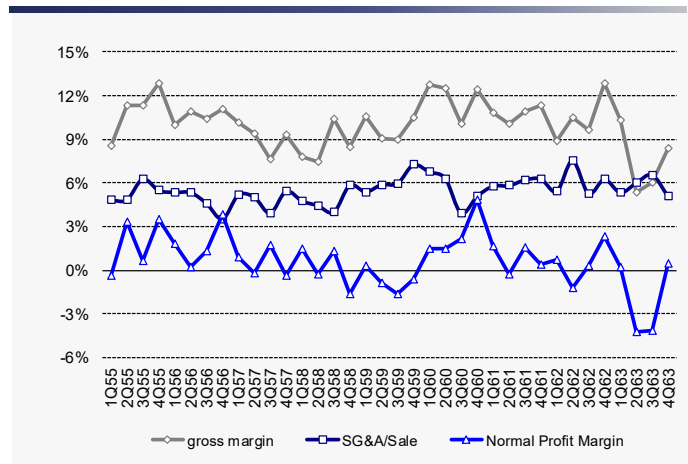
ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

โครงสร้างการเงินของ ITD



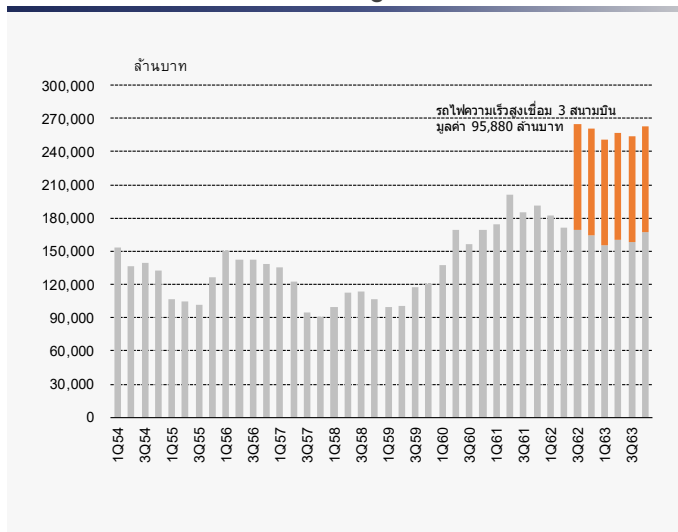
ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ประสิทธิภาพการดำเนินงานของ ITD



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

สถานะ Backlog ของ ITD



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ประเด็นความเสี่ยงที่สำคัญ

- เนื่องจากรายได้หลักในปัจจุบันของ ITD มาจากงานโครงการภาครัฐ จึงมีความเสี่ยงเรื่องรายได้และโอกาสการเติบโตในอนาคต ซึ่งขึ้นอยู่กับนโยบายการลงทุนภาครัฐ
- ประสิทธิภาพการดำเนินงานของ ITD ที่ค่อนข้างต่ำ โดยมีค่าใช้จ่ายคงที่ซึ่งเกิดจาก ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร รวมถึงภาระดอกเบี้ยจ่าย รวมกันกว่า 6,000 ล้านบาท/ปี หักล้างกำไรจากธุรกิจหลักเกือบทั้งหมด
- ค่าปรับงานก่อสร้างอาคารเทียบเครื่องบินสุวรรณภูมิเฟส 2 จำนวน 1,125.79 ล้านบาท จากข้อพิพาทเรื่องการส่งมอบงานล่าช้า ซึ่ง ITD อยู่ระหว่างเจรจาขอขยายระยะเวลาสิ้นสุดสัญญา ก่อสร้างกับ AOT โดยที่ ITD ยังไม่ได้มีการตั้งสำรองหนี้สูญไว้

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2564-66 ของ ITD

งบกำไรขาดทุน				
สิ้นสุด 31 ส.ค.	2563	2564F	2565F	2566F
ยอดขาย	53,968	60,111	66,981	74,666
ต้นทุนขาย	49,824	54,702	60,910	67,850
กำไรขั้นต้น	4,144	5,410	6,071	6,816
ค่าใช้จ่ายในการขาย	3,085	3,606	4,078	4,614
ดอกเบี้ยจ่าย	2,533	2,828	2,938	2,883
ค่าใช้จ่ายอื่น	0	0	0	0
รายได้อื่น	896	851	934	1,026
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	-577	-173	-11	345
ภาษีเงินได้	392	-49	15	158
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	0	0	0	0
รายการพิเศษอื่น ๆ	-266	-200	-200	-199
กำไรสุทธิ	-1,104	-274	-177	38
กำไรจากการดำเนินงาน	-935	-174	-77	138
Norm EPS	(0.18)	(0.03)	(0.01)	0.03
การเติบโตของยอดขาย	-13.3%	11.4%	11.4%	11.5%
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน	-383%	-81%	-56%	-280%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	7.7%	9.0%	9.1%	9.1%
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน	-1.7%	-0.3%	-0.1%	0.2%
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส				
	1Q63	2Q63	3Q63	4Q63
ยอดขาย	14,573	11,917	12,911	14,568
ต้นทุนขาย	13,071	11,277	12,130	13,347
กำไรขั้นต้น	1,502	640	781	1,221
ค่าใช้จ่ายในการขาย	780	717	848	740
ดอกเบี้ยจ่าย	657	621	655	600
ค่าใช้จ่ายอื่น	0	0	0	0
รายได้อื่น	170	253	131	354
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	236	-445	-591	235
ภาษีเงินได้	201	68	36	87
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	-8	12	96	-78
รายการพิเศษอื่น ๆ	384	-689	179	-170
กำไรสุทธิ	-331	-156	-488	-130
กำไรจากการดำเนินงาน	27	-500	-532	70
Norm EPS	0.01	(0.12)	(0.13)	0.02
ยอดขาย (QoQ)	-6.7%	-18.2%	8.3%	12.8%
กำไรขั้นต้น (QoQ)	-25.0%	-57.4%	22.0%	56.3%
กำไรจากการดำเนินงาน (QoQ)	N/A	N/A	N/A	N/A
อัตราส่วนทางการเงิน				
สิ้นสุด 31 ส.ค.	2563	2564F	2565F	2566F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	0.84	0.87	0.94	0.97
อัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว (เท่า)	0.65	0.69	0.74	0.76
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	1.55	1.79	1.79	1.80
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	2.41	2.84	2.85	2.85
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	2.58	2.62	2.62	2.62
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	7.10	6.62	7.18	7.44
Net Gearing	2.85	2.55	2.56	2.50
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	-0.9%	-0.2%	-0.1%	0.1%
ผลตอบแทนจากส่วนผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	-7.2%	-1.2%	-0.6%	1.0%

ที่มา: รายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2564-66 (ต่อ)

งบกระแสเงินสด				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2563	2564F	2565F	2566F
<b>งบกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน</b>				
กำไรสุทธิ	-1,104	-274	-177	38
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด	879	100	100	100
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	4,106	4,506	4,906	5,306
กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	0	0	0	0
อื่นๆ	0	0	0	0
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	1,121	189	-653	-729
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	8,793	4,721	4,377	4,914
<b>กระแสเงินสดจากการลงทุน</b>				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	0	0	0	0
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	-439	0	0	0
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	-2,000	-3,980	-3,980	-3,980
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	-2,439	-3,980	-3,980	-3,980
<b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน</b>				
เพิ่ม/ลด เงินกู้	-1,432	2,000	2,000	-1,000
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	0	0	0	0
ลด จ่ายปันผล	0	0	0	0
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	-1,432	2,000	2,000	-1,000
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	4,922	2,741	2,397	-66
<b>งบดุล</b>				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2563	2564F	2565F	2566F
เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	4,056	7,759	9,853	9,473
ลูกหนี้การค้า	34,906	33,562	37,340	41,567
สินค้าคงเหลือ	22,366	21,137	23,541	26,231
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	7,761	6,637	7,393	8,238
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์สุทธิ	35,004	34,478	33,552	32,226
สินทรัพย์รวม	107,873	109,596	115,985	120,119
เจ้าหนี้การค้า	20,888	22,949	25,559	28,480
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	4,579	3,914	4,326	4,789
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย ระยะสั้น	27,195	26,195	25,195	24,195
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย ระยะยาว	20,835	23,835	26,835	26,835
หนี้สินรวม	92,429	93,031	99,497	103,493
ทุนที่ชำระแล้ว	5,280	5,280	5,280	5,280
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	8,548	8,548	8,548	8,548
กำไรสะสม	-68	954	777	815
ส่วนของผู้ถือหุ้น	13,022	14,044	13,867	13,905
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	2,421	2,521	2,621	2,721
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	107,873	109,596	115,985	120,119
<b>สมมติฐานในการทำประมาณการ</b>				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2563	2564F	2565F	2566F
งานที่เซ็นสัญญาเพิ่มระหว่างปี ( ล้านบาท )	56,763	90,000	85,000	85,000
Backlog ณ สิ้นปี ( ล้านบาท )	167,294	197,183	215,202	225,536
Gross margin	7.7%	9.0%	9.1%	9.1%
SG&A/Sale	5.7%	6.0%	6.1%	6.2%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส