

INSET (INSET TB)

บมจ. อินฟราเซท

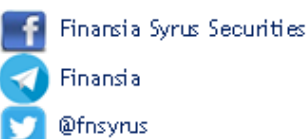
HOLD

Previous	BUY
2021 Target Price (Bt)	4.00
Price (18/02/2021)	3.76
up/downside (%)	+6.4
SET Index	1,511.03
Sector	mai/Technology
Foreign limit/actual (%)	49.00/0.00
Free float (%)	39.06
Market cap (Bt m)	2,105.60
Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD)	27.18
hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)	3.76, 3.30, 3.59
IOD 2020	3
THAI CAC	N/A

Consolidated earnings				
BT (mn) - Ended Sep	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	1,501	1,703	1,798	1,900
Normalized profit	135	164	174	181
Net profit	135	164	174	181
EPS (Bt) - norm	0.24	0.27	0.28	0.29
EPS (Bt)- reported	0.24	0.27	0.28	0.29
% growth y-y	-10.4	9.7	6.3	4.0
Dividend/share (Bt)	0.13	0.11	0.12	0.12
BV/share (Bt)	1.50	1.49	1.57	1.67
EV/EBITDA (x)	9.3	8.5	8.2	7.1
PER (x) - norm	15.5	14.2	13.3	12.8
PER (x)	15.5	14.2	13.3	12.8
PBV (x)	2.5	2.5	2.4	2.2
Dividend yield (%)	3.5	3.0	3.2	3.3
Norm ROE (%)	16.1	17.8	18.0	17.5
YE No. of shares (million)	560.0	616.0	616.0	616.0
Par (Bt)	0.50	0.50	0.50	0.50

Source: Company data, Finansia estimates

Analyst: Jitra Amornthum
 Register No.: 014530
 Tel.: +662 646 9966
 email: jitra.a@fnsyrus.com
 www.fnsyrus.com



กำไร 4Q20 -36.0% Q-Q จากอัตรากำไรที่ชะลอ

กำไรสุทธิ 4Q20 อยู่ที่ 33.3 ล้านบาท -36.0% Q-Q จากอัตรากำไรขั้นต้นที่ลดลง เป็น 12.8% ต่ำสุดในรอบ 10 ไตรมาสเนื่องจากบริษัทส่งมอบงานขนาดใหญ่ซึ่งมีมาร์จินต่ำกว่างานขนาดเล็กกว่า แต่กำไรยังเติบโต 43.1% Y-Y จากปริมาณงานที่เพิ่มขึ้น สำหรับกำไรสุทธิปี 2020 ยังคงเกินหน้าทำสถิติสูงสุดที่ 135.5 ล้านบาท +12.8% Y-Y เติบโตชะลอจากในช่วง 3 ปีที่ผ่านมาที่เติบโต 35-48% จากอัตรากำไรขั้นต้นที่ลดลง เราปรับประมาณการกำไรปี 2021-2023 ขึ้น 4-5% จากการปรับลดค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารลง ชดเชยอัตรากำไรขั้นต้นที่มีแนวโน้มลดลงได้ ทำให้กำไรปี 2021 คาดเติบโต 20.7% Y-Y อย่างไรก็ตามการจ่ายปันผลเป็นหุ้น ทำให้ราคาเป้าหมายของเราถูก dilute ลงเป็น 4.00 บาท จากเดิม 4.20 บาท Upside เหลือต่ำกว่า 10% จึงลดคำแนะนำเป็นถือ จากเดิมซื้อ

กำไร 4Q20 -36.0% -Q-Q, +43.1% Y-Y ต่ำกว่าเราคาดแต่ใกล้เคียงตลาดคาด

INSET มีกำไรสุทธิ 33.3 ล้านบาทใน 4Q20 -36.0% Q-Q, +43.1% Y-Y ต่ำกว่าที่เราคาด 12% แต่ใกล้เคียง Consensus คาด แม้รายได้รวมในไตรมาสนี้จะลดลง 16.3% Q-Q เป็น 443.4 ล้านบาท แต่ถือว่าอยู่ในระดับสูงเมื่อเทียบกับในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา อย่างไรก็ตาม อัตรากำไรขั้นต้นลดลงต่ำสุดในรอบ 10 ไตรมาส อยู่ที่ 12.8% จากการรับรู้โครงการขนาดใหญ่จำนวนมากซึ่งมีอัตรากำไรต่ำกว่างานขนาดเล็ก สำหรับภาพรวมทั้งปี 2020 มีกำไรสุทธิ 135.5 ล้านบาท +12.8% Y-Y ต่ำกว่าการเติบโตของรายได้ที่ 23.4% เนื่องจากในปีนี้มีส่งมอบงานขนาดใหญ่ 2 โครงการคือโครงการ CAT Filter และโครงการ KTBCS มูลค่ารวม 1.4 พันล้านบาท รับรู้เป็นรายได้ในปี 2020 ราวครึ่งหนึ่ง เป็นงานที่มีอัตรากำไรต่ำกว่างานโครงการขนาดเล็ก ทั้งนี้ INSET ประกาศจ่ายปันผลเป็นหุ้นในอัตรา 10 : 1 และเงินสด 0.081 บาทต่อหุ้น คิดเป็น Dividend yield 3.5% XD 28 เม.ย. จ่ายเงิน 20 พ.ค. 2021

ปรับกำไรปี 2021-2023 ขึ้น 4-5% จากการลดรายจ่าย ชดเชยมาร์จินที่ลดลงได้

ปัจจุบัน INSET มี Backlog อยู่ในระดับสูง 2.8 พันล้านบาท คิดเป็นเกือบ 2 เท่าของรายได้แต่ละปีและยังมีโอกาสรับงานเพิ่มได้อีกมากจากความต้องการ Data center และการลงทุนขององค์กรต่างๆในด้านเทคโนโลยีการสื่อสาร เราทบทวนประมาณการของ INSET ใหม่ ส่วนใหญ่เป็นการปรับลดอัตรากำไรขั้นต้นเพราะคาดว่าจะการดำเนินงานขนาดใหญ่มากขึ้นในอนาคตจะมีผลกระทบต่ออัตรากำไร และปรับลดค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารลงจากเดิมที่คาดไว้สูงกว่าที่บริษัททำได้ค่อนข้างมาก ทำให้กำไรในช่วงปี 2021-2023 เพิ่มขึ้นจากประมาณการเดิมราว 4-5% เป็นกำไร 163.5 ล้านบาทในปี 2021 เป็น 173.8 ล้านบาทในปี 2022 และเป็น 180.8 ล้านบาทในปี 2023 คิดเป็นอัตรากำไรเติบโตที่เร่งตัวขึ้นในปี 2021 +20.7% Y-Y และคาดเติบโตชะลอเป็น +6.3% Y-Y และ +4.0% Y-Y ในปี 2022-2023 ตามลำดับ

ปรับราคาเป้าหมายลงเป็น 4.00 บาทเพราะ Dilution แนะนำถือ

จำนวนหุ้นที่เพิ่มขึ้น 10% จากการจ่ายปันผลเป็นหุ้น ทำให้ EPS ปี 2021 เป็น 0.27 บาท เมื่ออิง Target PE 15 เท่า หรือคิดเป็น PEG 1.5 ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยของกลุ่ม ได้ราคาเป้าหมายใหม่ที่ 4.00 บาท ลดลงจากเดิมที่ 4.20 บาท ราคาหุ้นปัจจุบันที่ 3.76 บาท มี upside ต่ำกว่า 10% จึงลดคำแนะนำเป็นถือ จากเดิมซื้อ

Company Overview

INSET ประกอบธุรกิจเป็นผู้ให้บริการรับเหมาก่อสร้างให้ผู้ประกอบการในกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสารโทรคมนาคม ซึ่งสามารถแบ่งการให้บริการของบริษัทเป็น 3 ธุรกิจได้แก่

1. ธุรกิจก่อสร้างศูนย์ข้อมูลและระบบเทคโนโลยีสารสนเทศ (Data Center & Information Technology (IT) Infrastructure) ตัวอย่างผลงานเช่น โครงการก่อสร้างอาคารสถานีเคเบิลใต้น้ำ พร้อมอาคารกำลังของบริษัท ซิมโฟนี คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน) (SYMC) จ.ระยอง, โครงการก่อสร้างอาคารชุมสายโทรคมนาคม (Mobile Switching Center (MSC) – TYB) จ.ปทุมธานี, โครงการก่อสร้างศูนย์ CAT IDC, โครงการก่อสร้างศูนย์ข้อมูล True IDC อาคารทูทาวเวอร์ 2 เป็นต้น
2. ธุรกิจโครงสร้างพื้นฐานและโครงข่ายโทรคมนาคม (Infrastructure and Telecommunication Network) เช่น ก่อสร้างโครงข่ายเสาสัญญาณโทรคมนาคมของบริษัท ทรู ยูนิเวอร์แซล คอเนเวอร์เจนซ์ จำกัด (TUC) ในเขตกรุงเทพฯ, โครงการติดตั้ง Optical Fiber Cable ของการไฟฟ้านครหลวง, โครงการติดตั้ง Optical Fiber Cable ของกระทรวงศึกษาธิการ (NEdNet), โครงการติดตั้ง Optical Fiber Cable ของโครงการ ICONSIAM, โครงการติดตั้งเสาสัญญาณ CAT Collocate Tower ในพื้นที่อุทยานแห่งชาติทั่วประเทศ เป็นต้น
3. ธุรกิจงานซ่อมบำรุงและบริการ (Maintenance and Service) บริการให้บริการดำเนินงานซ่อมบำรุงและดูแลรักษาโครงการที่เป็นศูนย์ข้อมูล โครงสร้างเทคโนโลยีสารสนเทศ และโครงข่ายโทรคมนาคม ธุรกิจนี้สร้างรายได้อย่างต่อเนื่อง (Recurring income)

Valuation Methodology

เราประเมินราคาเป้าหมายที่ 4.00 บาท อิง Target PE 15 เท่า หรือคิดเป็น PEG 1.5 เท่าใกล้เคียงค่าเฉลี่ยของกลุ่ม SI

ESG



Environment

- INSET มีแนวทางในการดำเนินกิจกรรมเพื่อชุมชน สังคม และสิ่งแวดล้อมอย่างต่อเนื่องควบคู่ไปกับการดำเนินธุรกิจโดยมีนโยบายให้จัดการโครงการเพื่อร่วมสร้างสรรค์ สังคม ชุมชน และสิ่งแวดล้อมอย่างสม่ำเสมอ ทั้งที่ดำเนินการเองและร่วมมือกับหน่วยงานภาครัฐ ภาคเอกชน และชุมชน
- บริษัทจะตอบสนองอย่างรวดเร็วและมีประสิทธิภาพต่อเหตุการณ์ที่มีผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมอันเนื่องมาจากการดำเนินงานของบริษัท โดยให้ความร่วมมือกับภาครัฐและหน่วยงานที่เกี่ยวข้องในการดำเนินการรวมถึงส่งเสริมให้พนักงานทุกระดับของบริษัทตระหนักถึงความสำคัญ มีจิตสำนึกและสนับสนุนกิจกรรมที่เป็นการรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม



Social

- INSET มีแนวทางในการดำเนินกิจกรรมเพื่อชุมชน สังคม และสิ่งแวดล้อมอย่างต่อเนื่องควบคู่ไปกับการดำเนินธุรกิจโดยมีนโยบายให้จัดการโครงการเพื่อร่วมสร้างสรรค์ สังคม ชุมชน และสิ่งแวดล้อมอย่างสม่ำเสมอ ทั้งที่ดำเนินการเองและร่วมมือกับหน่วยงานภาครัฐ ภาคเอกชน และชุมชน
- บริษัทจะตอบสนองอย่างรวดเร็วและมีประสิทธิภาพต่อเหตุการณ์ที่มีผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมอันเนื่องมาจากการดำเนินงานของบริษัท โดยให้ความร่วมมือกับภาครัฐและหน่วยงานที่เกี่ยวข้องในการดำเนินการรวมถึงส่งเสริมให้พนักงานทุกระดับของบริษัทตระหนักถึงความสำคัญ มีจิตสำนึกและสนับสนุนกิจกรรมที่เป็นการรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม



Governance

- บริษัท ให้ความสำคัญต่อการดำเนินธุรกิจอย่างระมัดระวังในเรื่องการทุจริตคอร์รัปชัน โดยยึดถือปฏิบัติตาม หลักการการกำกับดูแลกิจการที่ดีเพื่อประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้นผู้มีส่วนได้เสียและผู้ที่เกี่ยวข้อง
- คณะกรรมการบริษัทให้ความสำคัญต่อระบบการควบคุมภายในซึ่งได้จัดทำให้มีระบบการควบคุมภายในที่ครอบคลุมทั้งในด้านการเงิน การบริหาร การดำเนินงานให้มีประสิทธิภาพและประสิทธิผลเป็นไปตามกฎหมายข้อบังคับ ระเบียบที่เกี่ยวข้อง
- คณะกรรมการบริษัทจะดูแลให้มั่นใจว่าผู้ถือหุ้นมีส่วนร่วมในการตัดสินใจในเรื่องสำคัญของบริษัท โดยจะจัดส่งหนังสือเชิญประชุมพร้อมเอกสารที่เกี่ยวข้อง และเผยแพร่บนเว็บไซต์ของบริษัทเป็นการล่วงหน้าก่อนวันประชุมตามระยะเวลาที่กฎหมายหรือกฎระเบียบที่เกี่ยวข้องกำหนด

กำไรสุทธิ 4Q21 -36.0% Q-Q เพราะส่งมอบงานขนาดใหญ่แต่มีมาร์จิ้นต่ำ และ +43.1% Y-Y

INSET มีกำไรสุทธิ 33.3 ล้านบาทใน 4Q20 -36.0% Q-Q, +43.1% Y-Y ต่ำกว่าที่เรคาด 12% แต่ใกล้เคียง Consensus คาด แม้ว่ารายได้รวมในไตรมาสจะลดลง 16.3% Q-Q เป็น 443.4 ล้านบาท แต่ถือว่าอยู่ในระดับสูงเมื่อเทียบกับในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา อย่างไรก็ตาม อัตราการขึ้นต้นลดลงต่ำที่สุดในรอบ 10 ไตรมาส อยู่ที่ 12.8% จากการรับรู้โครงการขนาดใหญ่จำนวนมากซึ่งมีอัตรากำไรต่ำกว่างานขนาดเล็ก จะเห็นว่าอัตรากำไรของธุรกิจก่อสร้าง Data center และธุรกิจโครงสร้างพื้นฐานโครงข่ายโทรคมนาคมและขนส่ง ซึ่งเป็นรายได้หลัก 91.9% ของรายได้รวม มีอัตรากำไรขึ้นต้นที่ลดลงค่อนข้างมากเหลือ 14.1% และ 12.9% ตามลำดับ จากปกติที่ธุรกิจก่อสร้าง Data center จะมีอัตรากำไรขึ้นต้น 18-20% และธุรกิจโครงสร้างพื้นฐานโครงข่ายโทรคมนาคมและขนส่งมักมีอัตรากำไรขึ้นต้น 20-30% สำหรับค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารยังสามารถควบคุมได้ดี และแทบไม่มีภาระดอกเบี้ยจ่าย จึงมีกำไร 33.3 ล้านบาทดังกล่าว คิดเป็นอัตรากำไรสุทธิ 7.5% ลดลงต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในช่วงหลายไตรมาสที่ผ่านมาที่ 10%

สำหรับภาพรวมทั้งปี 2020 มีกำไรสุทธิ 135.5 ล้านบาท +12.8% Y-Y ทำสถิติสูงสุดใหม่ต่อเนื่อง แต่อัตราการเติบโตชะลอลง และการเติบโตของกำไรต่ำกว่าการเติบโตของรายได้ที่ 23.4% เนื่องจากในปีนี้มีส่งมอบงานขนาดใหญ่ 2 โครงการคือโครงการ CAT Filter และโครงการ KTBCS มูลค่ารวม 1.4 พันล้านบาท รับรู้เป็นรายได้ในปี 2020 ราวครึ่งหนึ่ง เป็นงานที่มีอัตรากำไรต่ำกว่างานโครงการขนาดเล็ก

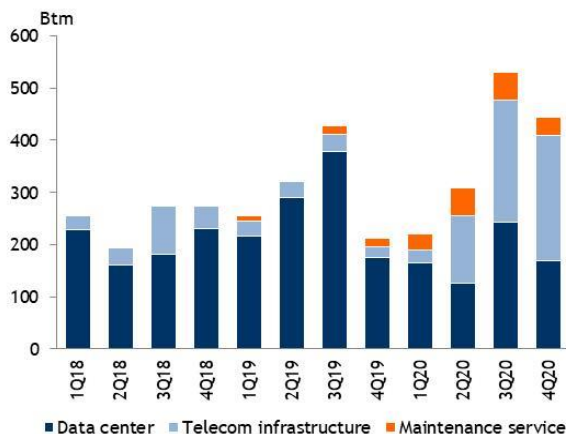
ทั้งนี้ INSET ประกาศจ่ายปันผลเป็นหุ้นในอัตรา 10 : 1 และเงินสด 0.081 บาทต่อหุ้น คิดเป็น Dividend yield 3.5% XD 28 เม.ย. จ่ายเงิน 20 พ.ค. 2021

4Q20 Earnings Result

(Bt mn)	4Q20	3Q20	% Q-Q	4Q19	% Y-Y
Revenue	444	530	-16.3	213	108.3
Cost of services	387	446	-13.2	179	116.3
Gross profit	57	84	-32.6	34	66.5
SG&A expense	15	19	-22.9	9	67.4
EBIT	42	65	-35.5	25	66.2
Interest expense	0.2	0.2	-12.6	0.3	-30.8
Net profit	33	52	-34.2	23	43.1
Gross margin %	12.8	15.9	-3.1	16.0	-3.2
EBIT margin %	9.4	12.2	-2.8	11.8	-2.4
EBITDA margin %	10.0	12.7	-2.7	13.0	-3.0
Net margin %	7.5	9.8	-2.3	10.9	-3.4

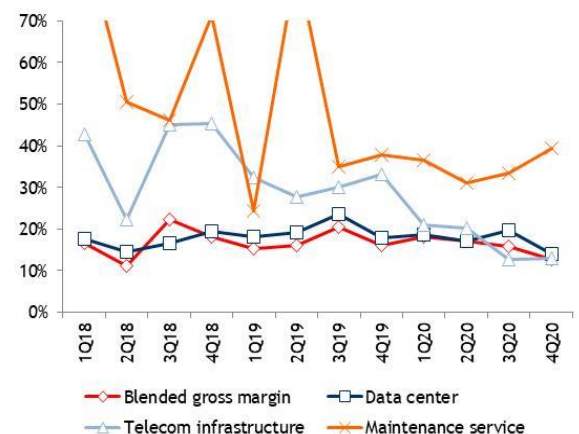
ที่มา: INSET

รายได้รายไตรมาส

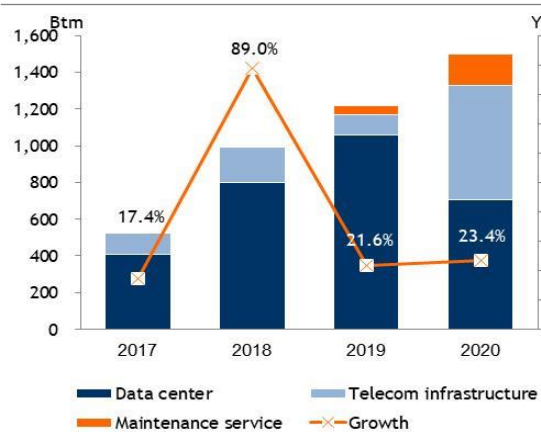


ที่มา: INSET

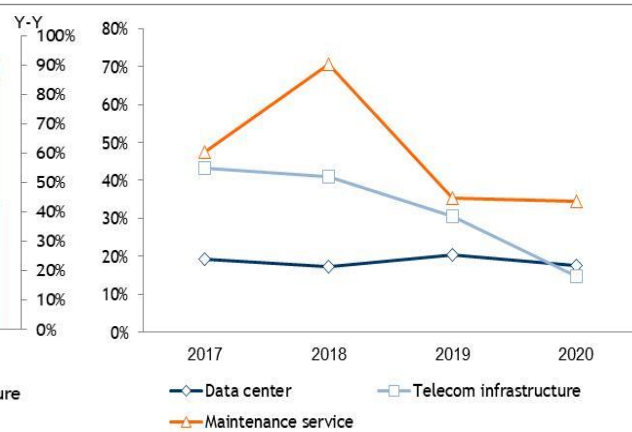
อัตรากำไรรายไตรมาส



รายได้จากการขายแยกธุรกิจ

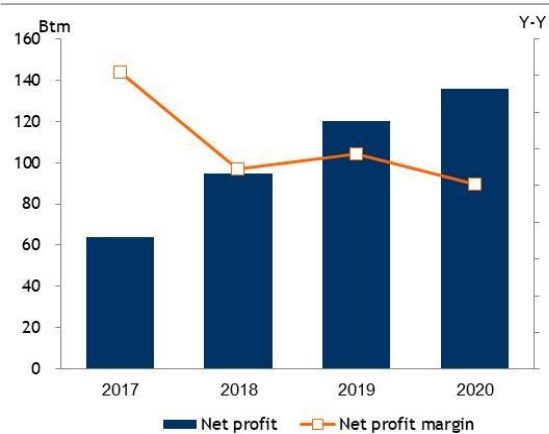


อัตรากำไรขั้นต้นแยกธุรกิจ

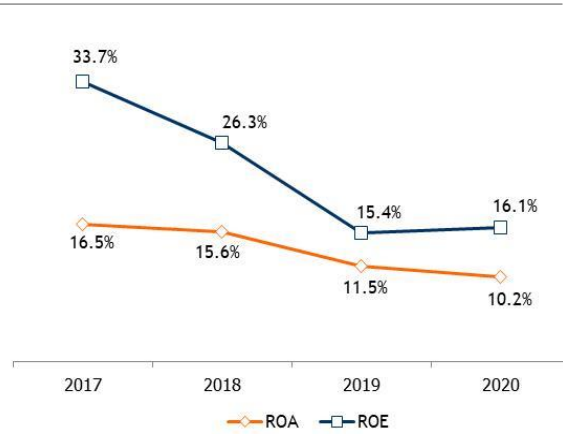


ที่มา: INSET

กำไรสุทธิและอัตรากำไรสุทธิ



ROA และ ROE



ที่มา: INSET

ปรับประมาณการกำไรปี 2021-2023 ขึ้น 4-5% จากโอกาสในการรับงานมากขึ้น ชดเชยมาร์จินที่ลดลงได้

ปัจจุบัน INSET มี Backlog อยู่ในระดับสูง 2.8 พันล้านบาท คิดเป็นเกือบ 2 เท่าของรายได้แต่ละปีและยังมียังมีโอกาสรับงานเพิ่มได้อีกมากจากความต้องการ Data center และการลงทุนขององค์กรต่างๆในด้านเทคโนโลยีการสื่อสาร เราทบทวนประมาณการของ INSET ใหม่ ส่วนใหญ่เป็นการปรับลดอัตรากำไรขั้นต้นเพราะคาดว่าจะการได้รับงานขนาดใหญ่มากขึ้นในอนาคตจะมีผลกระทบต่ออัตรากำไร และปรับลดค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารลงจากเดิมที่คาดว่าจะสูงกว่าที่บริษัททำได้ค่อนข้างมาก ทำให้กำไรเพิ่มขึ้นจากประมาณการเดิมราว 4-5% เป็นกำไร 163.5 ล้านบาทในปี 2021 และเป็น 173.8 ล้านบาทในปี 2022 และเป็น 180.8 ล้านบาทในปี 2023 คิดเป็นอัตราการเติบโตที่เร่งตัวขึ้นในปี 2021 +20.7% Y-Y และคาดการณ์การเติบโตชะลอเป็น +6.3% Y-Y และ +4.0% Y-Y ในปี 2022-2023 ตามลำดับ

การปรับสมมติฐานผลประกอบการปี 2021-2023

(Btm)	2021E			2022E			2023E		
	Old	New	% chg.	Old	New	% chg.	Old	New	% chg.
Revenue	1,745	1,703	-2.4	1,844	1,798	-2.5	1,949	1,899	-2.6
Data center	914	816	-10.7	973	870	-10.6	1,036	870	-16.0
Infrastructure	614	661	7.7	639	680	6.4	664	681	2.6
Maintenance	217	214	-1.4	232	248	6.9	248	248	0.0
Gross margin (%)	16.6	16.2	-0.4	16.9	16.5	-0.4	17.0	16.5	-0.5
Data center	16.0	14.5	-1.5	16.3	14.7	-1.6	16.3	14.7	-1.6
Infrastructure	12.5	12.5	0.0	12.8	12.8	0.0	12.8	12.8	0.0
Maintenance	31.0	33.0	2.0	31.0	33.0	2.0	31.0	33.0	2.0
SG&A expense	99	72	-27.3	109	79	-27.5	117	88	-24.8
SG&A to sales (%)	5.7	4.3	-1.4	5.9	4.5	-1.4	6.0	4.6	-1.4
EBIT	192	203	5.7	205	217	5.9	214	226	5.6
EBIT margin (%)	11.0	11.9	0.9	11.0	12.1	1.1	10.9	11.9	1.0
Net profit	155	164	5.8	165	174	5.5	174	181	4.0
Net margin (%)	8.9	9.6	0.7	9.0	9.7	0.7	8.9	9.5	0.6
Net profit growth (%)	14.6	20.7	6.1	6.4	6.3	-0.1	5.1	4.0	-1.1

ที่มา: Finansia estimates

ปรับราคาเป้าหมายลงเป็น 4.00 บาท เน้นนำถือ

จำนวนหุ้นที่เพิ่มขึ้น 10% จากการจ่ายปันผลเป็นหุ้น ทำให้ EPS ปี 2021 เป็น 0.27 บาท เมื่ออิง Target PE 15 เท่า หรือคิดเป็น PEG 1.5 ไกลเคียงค่าเฉลี่ยของกลุ่ม ได้ราคาเป้าหมายใหม่ที่ 4.00 บาท ลดลงจากเดิมที่ 4.20 บาท ราคาหุ้นปัจจุบันที่ 3.76 บาท มี upside ต่ำกว่า 10% จึงลดคำแนะนำเป็นถือ จากเดิมซื้อ

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากการพึ่งพาลูกค้ารายใหญ่

INSET เป็นผู้รับเหมาช่วง รับงานต่อจากผู้รับเหมาหลักมาโดยตลอดโดยเฉพาะ W&W ซึ่งเป็นบริษัทในกลุ่ม TRUE บริษัทจึงมีความเสี่ยงจากการพึ่งพาลูกค้ารายใหญ่ว่าจะดำเนินไปอย่างไรก็ตาม บริษัทมีนโยบายและแนวทางในการลดการพึ่งพาลูกค้ารายใหญ่ทั้งในระยะสั้นและระยะยาว โดยการขยายฐานลูกค้า ขยายการดำเนินงานให้มีลักษณะเป็น one-stop service และลดการพึ่งพาลูกค้ารายใดรายหนึ่ง

ความเสี่ยงจากการพึ่งพาบุคลากร

ธุรกิจรับเหมาก่อสร้างและติดตั้งโครงการต่างๆ เป็นงานที่ต้องอาศัยบุคลากรหลายส่วนในการรับงานและดำเนินการ ไม่ว่าจะเป็นผู้บริหาร กลุ่มผู้ก่อตั้งบริษัท วิศวกร อย่างไรก็ตาม บริษัทเชื่อว่าได้รับงานด้วยชื่อเสียงของคุณภาพของงาน การพึ่งพาจาก Connection ของผู้บริหารลดน้อยลง และบริษัทมีแผนสืบทอดตำแหน่งในส่วนของผู้บริหารระดับสูง ซึ่งมีการกำหนดคุณสมบัติและความสามารถที่เหมาะสมและสอดคล้องกับธุรกิจของบริษัทอยู่แล้ว ในส่วนของการพึ่งพาวิศวกรนั้น บริษัทมีนโยบายบริหารจัดการบุคลากรที่สามารถทำงานให้กับบริษัท อย่างมีประสิทธิภาพ และรักษามูลค่าดังกล่าวให้ทำงานกับบริษัท ในระยะยาว

ความเสี่ยงจากการแข่งขัน

ในธุรกิจก่อสร้างศูนย์ Data center ผู้รับเหมาต้องมีความรู้ ความชำนาญ และประสบการณ์ในการออกแบบก่อสร้างศูนย์ข้อมูลขนาดใหญ่ เช่น ศูนย์ Data center ระดับ Tier 3 ขึ้นไป เป็นต้น ในอุตสาหกรรมมีคู่แข่งไม่มาก ภาวะการแข่งขันจึงรุนแรง แต่ในธุรกิจก่อสร้างโครงสร้างพื้นฐานและโครงข่ายโทรคมนาคม เป็นงานที่ไม่มีความซับซ้อนมากนัก จึงมีการแข่งขันอยู่บ้าง แต่เนื่องจากปริมาณงานมีค่อนข้างมาก ผู้รับเหมาที่มีคุณภาพจึงค่อนข้างมีงานอย่างเพียงพอ จุดแข็งของผู้รับเหมาในธุรกิจนี้คือความสามารถในการควบคุมและรักษาระดับคุณภาพงาน และส่งมอบงานได้ตรงเวลา ซึ่ง INSET มีคุณสมบัติดังกล่าว

ความเสี่ยงจากการควบคุมต้นทุน

งานส่วนใหญ่เป็นงานรับเหมาแบบเบ็ดเสร็จ (Turnkey project) สิ่งสำคัญที่มีผลต่อผลประกอบการคือการควบคุมต้นทุนในการดำเนินงานแต่ละโครงการให้อยู่ในระดับที่ประเมินไว้ตั้งแต่ตอนที่เสนอราคาแก่ลูกค้าซึ่งเป็นผู้รับเหมาหลัก หากไม่สามารถควบคุมต้นทุนได้ หรือประเมินต้นทุนผิดพลาด อาจส่งผลกระทบต่อผลประกอบการของบริษัท

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn) - End Sep	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Total revenue	1,217	1,501	1,703	1,798	1,900
Cost of services	1,004	1,268	1,428	1,502	1,585
Gross profit	213	233	275	297	314
SG&A	67	66	72	80	89
Operating profit	145	167	203	217	226
Other income	3	3	3	3	3
EBIT	145	167	203	217	226
EBITDA	149	178	210	225	235
Interest expense	1	1	1	2	3
Tax	27	34	41	43	45
EAT	120	135	164	174	181
Minority interest	0	0	0	0	0
Norm profit	120	135	164	174	181
Extra	0	0	0	0	0
Net profit	120	135	164	174	181

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn) - End Sep	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Profit before tax	120	135	204	217	226
Deprec. & amortization	3	10	7	8	9
Change in working capital	-91	-358	72	-62	125
Other adjustments	29	35	9	3	21
Cash flow from operations	61	-178	293	166	382
Capital expenditure	-284	-339	-134	-102	-85
Others	-15	502	-45	-38	-38
Cash flow from investing	-299	163	-179	-140	-123
Free cash flow	-238	-15	114	26	258
Net borrowings	-14	-12	-5	-6	-6
Equity capital raised	381	0	0	0	0
Dividends paid	-80	-86	-69	-73	-76
Others	0	0	0	0	1
Cash flow from financing	287	-97	-74	-79	-81
Net change in cash	49	-112	40	-53	177

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn) - End Sep	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Cash	223	111	151	97	110
Accounts receivable	169	485	513	542	458
Unbilled receivables	259	498	504	532	468
Other current assets	251	80	85	90	95
Total current assets	903	1,174	1,253	1,261	1,132
Restricted cash	51	51	51	51	51
PPE	83	86	91	96	101
Other assets	8	10	13	15	16
Total assets	1,045	1,332	1,420	1,434	1,311
Short-term loans	0	0	0	0	0
Trade account payable	179	440	457	434	416
Current maturity	9	13	9	7	5
Other current liabilities	25	10	9	12	10
Total current liabilities	212	465	475	453	432
Long-term loan	13	11	8	4	3
Other non-current liab.	39	17	17	10	10
Total liabilities	264	493	500	467	445
Registered capital	280	280	308	308	308
Paid-up capital	280	280	308	308	308
Share premium	371	371	371	371	371
Legal reserve	27	28	28	28	28
Retained earnings	97	154	206	255	153
Total equity	780	839	919	968	866

Important Ratios (Consolidated)

End Sep	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Growth (%)					
Revenue	21.6	23.4	13.5	5.6	5.6
EBITDA	29.3	19.6	18.3	7.0	4.4
Net profit	27.0	12.8	20.7	6.3	4.0
Normalized earnings	34.6	12.8	20.7	6.3	4.0
Profitability (%)					
Gross profit margin	17.5	15.5	16.2	16.5	16.5
EBITDA margin	12.2	11.8	12.3	12.5	12.4
EBIT margin	11.9	11.1	11.9	12.1	11.9
Normalized profit margin	9.9	9.0	9.6	9.7	9.5
Net profit margin	9.9	9.0	9.6	9.7	9.5
Normalized ROA	11.5	10.2	11.5	12.1	13.8
Normalize ROE	15.4	16.1	17.8	18.0	20.9
Normalized ROCE	14.4	15.6	17.3	17.7	20.6
Risk (x)					
D/E	0.3	0.6	0.5	0.5	0.5
Net D/E	0.1	0.5	0.4	0.4	0.4
Net debt/EBITDA	0.3	2.1	1.7	1.6	1.4
Per share data (Bt)					
Reported EPS	0.27	0.24	0.27	0.28	0.29
Normalized EPS	0.21	0.24	0.27	0.28	0.29
EBITDA	0.27	0.32	0.34	0.37	0.38
Book value	1.39	1.50	1.49	1.57	1.67
Dividend	0.11	0.13	0.11	0.12	0.12
Par	0.50	0.50	0.50	0.50	1.00
Valuations (x)					
P/E	13.9	15.5	14.2	13.3	12.8
Norm P/E	17.5	15.5	14.2	13.3	12.8
P/BV	2.7	2.5	2.5	2.4	2.2
EV/EBITDA	10.4	9.3	8.5	8.2	7.1
Dividend yield (%)	2.9	3.5	3.0	3.2	3.3

Source: Company data, FSS research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศ แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-658-9000, 02-658-9500	สำนักงานอัลมาลิ่งค์ 25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15 ช.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-646-9600, 02-646-9999	สำนักงานอัมรินทร์ ทาวเวอร์ 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-660-5000, 02-264-6000	สาขา เซ็นทรัลปิ่นเกล้า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ปิ่นเกล้า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร 02-878-5999	สาขา บางกระบือ 3105 อาคารเอ็มมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ จ.กรุงเทพมหานคร 02-378-4545
สาขา บางนา 589 หมู่ 12 อาคารชุดทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 589/105 (เดิม 1093/105) ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร 02-740-7100	สาขา มินท์ ทาวเวอร์ ชั้น 6 (ห้องเลขที่ 601), 7, 8 และ 9 อาคาร มินท์ ทาวเวอร์ เลขที่ 719 ถนนบรรทัดทอง แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-680-0700	สาขา สิ้นธร 1 130-132 อาคารสิ้นธร ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-690-4100	สาขา เคียนหวน (สิ้นธร 2) 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร 02-254-1717	สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร 02-580-9130
สาขา สาทร เลขที่ 48/32 ชั้น 16 อาคารทีเอสโกทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร 02-036-4859	สาขา รังสิต 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ซอยพหลโยธิน 60 ถนนพหลโยธิน ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี 02-993-8180	สาขา รัตนาธิเบศร์ 576 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี 02-831-8300	สาขา แจ้งวัฒนะ 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ บูติลเลขที่ 1904 ชั้น 19 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี 02-005-4193	สาขา สมุทรสาคร เลขที่ 813/30 ถนนนรสิงห์ ตำบลมหาชัย อำเภอเมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร 034-428-045
สาขา ขอนแก่น 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่งแก่นนคร) ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น 043-058-925	สาขา อุดรธานี 197/29, 213/3 ถ.อุดรชัย ต. หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี 042-245-589	สาขา เชียงใหม่ 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่ 053-235-889, 053-204-711	สาขา เชียงราย 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย 053-750-120	สาขา แม่สาย 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย 053-640-599
สาขา นครราชสีมา 198/1 ตรอกสมอราย ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา 044-288-700, 044-014-322, 044-014-323	สาขา ออนไลน์ภูเก็ต 22/18 ถ.หลวงพ่อดิลลอง ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต 076-210-499	สาขา หาดใหญ่ 106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา 074-243-777	สาขา ตรัง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง 075-211-219	สาขา สุราษฎร์ธานี 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี 077-222-595
สาขา บิดดาบ 300/69-70 หมู่ 4 ต.รูสมณีแล อ.เมือง จ.บิดดาบ 073-350-140-4				

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

BUY	"ซื้อ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 10%
HOLD	"ถือ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 0% - 10%
SELL	"ขาย" เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
TRADING BUY	"ซื้อเก็งกำไรระยะสั้น" เนื่องจากมีประเด็นที่มีผลบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้น แม้ว่าราคาปัจจุบันจะสูงกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
OVERWEIGHT	"ลงทุนมากกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ สูงกว่า ตลาด
NEUTRAL	"ลงทุนเท่ากับตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ เท่ากับ ตลาด
UNDERWEIGHT	"ลงทุนน้อยกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ ต่ำกว่า ตลาด

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

DISCLAIMER: รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เราเชื่อหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ตัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ AAV, ADVANC, AEONTS, AMATA, ANAN, AOT, AP, BANPU, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BGRIM, BH, BJC, BLAND, BPP, BTS, CBG, CENTEL, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DTAC, EA, EGCO, EPG, ERW, ESSO, GFPT, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMT, KBANK, KCE, KKP, KTB, KTC, LH, MAJOR, MBK, MEGA, MINT, MTC, ORI, OSP, PLANB, PRM, PSH, PS, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, RS, SAWAD, SCB, SCC, SGP, SIRI, SPALI, SPRC, STA, STEC, SUPER, TASCO, TCAP, THAI, THANI, TISCO, TKN, TMB, TOA, TOP, TPIPP, TRUE, TTW, TU, TVO, WHA และ SET50 Future โดยบริษัทฯ อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

Thai Institute of Directors Association (IOD) – Corporate Governance Report Rating 2020

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
100-90		ดีเลิศ
80-89		ดีมาก
70-79		ดี
60-69		ดีพอใช้
50-59		ผ่าน
<50	no logo given	n/a

สัญลักษณ์ **N/R** หมายถึง “ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR”

IOD (IOD Disclaimer)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (“บริษัทจดทะเบียน”) เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

- ข้อมูล CG Score ประจำปี 2563 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 24 มิถุนายน 2562) มี 2 กลุ่ม คือ
 - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
 - ได้รับการรับรอง CAC