

# IIG (IIG TB)

## บมจ. ไอแอนดีไอ กรุ๊ป

### BUY

|                                 |                     |
|---------------------------------|---------------------|
| Previous                        | BUY                 |
| <b>2021 Target Price (Bt)</b>   | <b>31.00</b>        |
| Price (25/03/2021)              | 29.00               |
| up/downside (%)                 | +6.9                |
| SET Index                       | 1,571.04            |
| Sector                          | Mai/Technology      |
| Foreign limit/actual (%)        | 49.00/0.00          |
| Free float (%)                  | 31.13               |
| Market cap (Bt m)               | 2,900.00            |
| Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD) | 22.38               |
| hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)     | 29.00, 22.10, 25.53 |
| IOD 2020                        | N/R                 |
| THAI CAC                        | N/A                 |

| Consolidated earnings      |      |       |       |       |
|----------------------------|------|-------|-------|-------|
| BT (mn)                    | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| Revenue                    | 550  | 691   | 882   | 1,102 |
| Normalized profit          | 63   | 87    | 113   | 143   |
| Net profit                 | 63   | 87    | 113   | 143   |
| EPS (Bt) - norm            | 0.63 | 0.87  | 1.13  | 1.43  |
| EPS (Bt)- reported         | 0.63 | 0.87  | 1.13  | 1.43  |
| % growth y-y               | 2.2  | 39.0  | 30.1  | 25.7  |
| Dividend/share (Bt)        | 0.15 | 0.52  | 0.68  | 0.86  |
| BV/share (Bt)              | 4.9  | 5.6   | 6.1   | 6.8   |
| EV/EBITDA (x)              | 35.8 | 25.8  | 19.9  | 16.1  |
| PER (x) - norm             | 46.2 | 33.2  | 25.6  | 20.3  |
| PER (x)                    | 46.2 | 33.2  | 25.6  | 20.3  |
| PBV (x)                    | 5.9  | 5.2   | 4.8   | 4.3   |
| Dividend yield (%)         | 0.5  | 1.8   | 2.3   | 3.0   |
| Norm ROE (%)               | 50.0 | 50.0  | 50.0  | 50.0  |
| YE No. of shares (million) | 50.0 | 50.0  | 50.0  | 50.0  |
| Par (Bt)                   | 0.5  | 0.5   | 0.5   | 0.5   |

Source: Company data, FSS estimates

### ตัวจริงหุ่นเทคโนโลยีไทย

เรามีมุมมองเชิงบวกต่อ IIG มากขึ้นทั้งธุรกิจ ERP ที่กลับมาเติบโตเร่งตัวอีกครั้งจากกระแส WFH ขณะที่ธุรกิจ CRM ยังคงเป็น Star และมีแนวโน้มโตโดดเด่น ส่วนธุรกิจ CEM และ Data Analytic มีศักยภาพเติบโตสูงและจะเป็น S-Curve ในระยะยาว เราปรับประมาณการกำไรปี 2021-2023 ขึ้น 3-20% สะท้อนการเติบโตของรายได้ที่มี Upside เทียบกับเป้าของผู้บริหาร ทำให้การเติบโตช่วง 3 ปีข้างหน้าเร่งขึ้นเป็น 31.4% CAGR นอกจากนี้เรายังปรับ Target PER เจริญปรับเพิ่มราคาเป้าหมายปี 2021 ขึ้นเป็น 31 บาท และเบื้องต้นหากปรับใช้ราคาเป้าหมายปี 2022 จะอยู่ที่ราว 40 บาท คงคำแนะนำ “ซื้อ”

#### การเติบโตในทุกธุรกิจสดใส

เรามีมุมมองเชิงบวกต่อการเติบโตของผลการดำเนินงานในช่วง 3 ปีข้างหน้าเป็นอย่างน้อย ทั้งธุรกิจ ERP ซึ่งเดิมเป็นธุรกิจที่มีการเติบโตไม่สูงและเป็น Cash Cow แต่ได้อานิสงส์โดยตรงจาก COVID-19 ซึ่งสนับสนุนให้เกิดการ WFH ทำให้บริษัทต่างๆต้องมีการลงทุนระบบ ERP ใหม่จากเดิมที่เป็น On-Premise เป็นระบบ On-Cloud เพื่อให้ยืดหยุ่นและตอบโจทย์ ทำให้การเติบโตของรายได้คาดว่าจะเร่งขึ้นเป็น 10-15% ต่อปีในช่วง 2-3 ปีข้างหน้า ขณะที่ธุรกิจ CRM ยังคงเป็น Star และมีศักยภาพการเติบโตที่โดดเด่นต่อเนื่องระดับ 25-30% ต่อปีจากบริษัทขนาดใหญ่ที่ให้ความสำคัญในการเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันและตอบสนองความต้องการลูกค้าให้ดียิ่งขึ้น นอกจากนี้ 2 ธุรกิจใหม่ด้าน CEM และ Data Analytic เป็นธุรกิจแห่งอนาคตและมีศักยภาพการเติบโตสูงสำหรับใช้วิเคราะห์และคาดการณ์ความต้องการของผู้บริโภคล่วงหน้า ซึ่งจะช่วยหนุนการเติบโต S-Curve ในระยะยาว

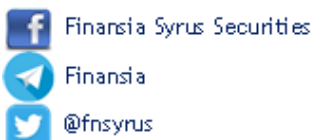
#### ปรับประมาณการสะท้อน Guidance บริษัทมากยิ่งขึ้น

จากมุมมองการเติบโตระยะยาวที่เป็นบวกในทุกธุรกิจ รวมถึงประมาณการเดิมที่มี Upside ในฝั่งรายได้หากเทียบกับเป้าหมายทางการเงินของบริษัท เราจึงปรับเพิ่มประมาณการรายได้ขึ้น 2-19% ขณะที่ Gross Margin ยังคงไว้ในกรอบ 30.5-31% ตามเดิม ส่งผลให้ประมาณการกำไรสุทธิปี 2021-2023 ของเราเพิ่มขึ้น 3-20% ทำให้การเติบโตเฉลี่ยอยู่ที่ 31.4% CAGR เพิ่มขึ้นจากประมาณการเดิมที่ 23.6% CAGR และกำไรดำเนินงานทำจุดสูงสุดใหม่ทุกปี

#### ปรับเพิ่มราคาเป้าหมายเป็น 31 บาท แนะนำ “ซื้อ”

เราปรับเพิ่มราคาเป้าหมายปี 2021 ของ IIG ขึ้นเป็น 31 บาท โดยปรับเพิ่ม Target PER ขึ้นเป็นราว 35 เท่าจากเดิมที่ 30 เท่าสะท้อนการเติบโตของกำไรในช่วง 3 ปีข้างหน้าเพิ่มขึ้น โดยคิดเป็น PEG 1.1 เท่า ซึ่งเรามองว่าไม่สูงเกินไป อย่างไรก็ตามราคาหุ้นปรับขึ้นแรงในช่วงก่อนหน้าทำให้ปัจจุบันมี Upside ราว 7% อย่างไรก็ตามจากภาพธุรกิจที่แข็งแกร่ง เราจึงยังคงคำแนะนำ “ซื้อ” โดยเฉพาะจังหวะราคาหุ้นเกิดการอ่อนตัว และหากปรับใช้ราคาเป้าหมายปี 2022 เบื้องต้นคาดอยู่ที่ 40 บาท

Analyst : Veeravat Virochpoka  
 Register No.:047077  
 Tel.:+662 646 9821  
 email: veeravat.v@fnsyrus.com  
 www.fnsyrus.com



**Company Overview**

IIG ดำเนินธุรกิจที่ปรึกษาด้านดิจิทัลและเทคโนโลยี แบ่งเป็น 5 กลุ่มดังนี้

- ธุรกิจที่ปรึกษาและให้บริการออกแบบติดตั้งระบบ CRM จาก Salesforce
- ธุรกิจที่ปรึกษาและให้บริการออกแบบติดตั้งระบบ ERP จาก Oracle
- ธุรกิจที่ปรึกษา Brand Strategy และ Experience Management
- ธุรกิจ Placement Service
- ธุรกิจให้บริการด้าน Data Analytic

|  |  |  |  |   |
|--|--|--|--|---|
| <p><b>ERP</b></p> <p>Consultation, Design &amp; Implementation Enterprise Resource Planning (ERP)</p> <p>Authorized Reseller of Oracle's ERP Software.</p> <p><b>ORACLE</b></p> <p><b>iICE</b></p> | <p><b>CRM</b></p> <p>Consultation, Design &amp; Implementation Customer Relationship Management (CRM)</p> <p>Authorized Reseller of Salesforce's CRM Software</p> <p><b>Salesforce</b></p> <p><b>iiG</b></p> | <p><b>CEM</b></p> <p>Consultation, Design &amp; Implementation Customer Experience Management (CEM) and end-to-end Digital Marketing.</p> <p><b>iiXP</b></p> | <p><b>OUTSOURCING (PLACEMENT SERVICE)</b></p> <p>Provide Placement Service for IT job positions.</p> <p><b>iiG</b></p> | <p><b>iiG DATA</b></p> <p>Consultation, Design &amp; Implementation Data Analytics, Machine Learning and AI.</p> <p><b>+ a b l e u</b></p> <p><b>MuleSoft</b></p> <p><b>iiG</b></p> |
|--|--|--|--|---|

**Valuation Methodology**

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ IIG EKH ด้วย Target PER ราว 35 เท่า (เทียบเท่าค่าเฉลี่ยในอดีต +2SD) คำนวณราคาเป้าหมายตามปัจจัยพื้นฐาน 31 บาท

ที่ระดับ Target PER ดังกล่าวหากเทียบกับการเติบโตของกำไรปี 2021-2023 ที่คาด +31.4% CAGR จะคิดเป็น PEG ราว 1.1 เท่าซึ่งเรามองว่าสมเหตุสมผล

**ESG**

**Environment**

- IIG ให้ความสำคัญต่อความรับผิดชอบต่อสังคมในการดูแลรักษาสิ่งแวดล้อม ดำเนินการและควบคุมให้การผลิตสินค้าและการให้บริการของปฏิบัติตามกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการดูแลรักษาสิ่งแวดล้อมอย่างเคร่งครัด และยังให้ความสำคัญต่อการลดของเสียจากกระบวนการผลิต โดยยึดหลักการใช้น้อยหรือใช้เท่าที่จำเป็น โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้มีการหมุนเวียนการใช้ทรัพยากรร่วมกันอย่างเกิดประสิทธิภาพสูงสุด เพื่อการดูแลรักษาและหลีกเลี่ยงการทำลายสิ่งแวดล้อม

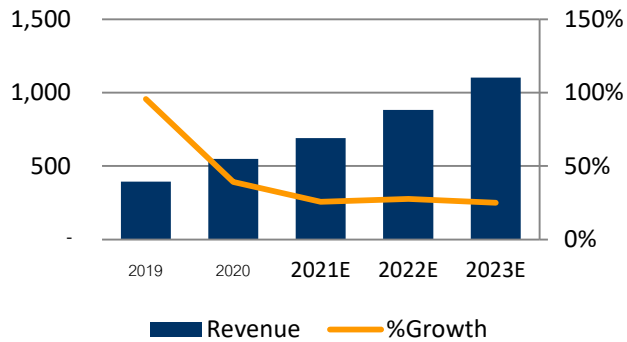
**Social**

- IIG มีนโยบายสนับสนุนและเคารพสิทธิมนุษยชน ไม่เลือกปฏิบัติไม่ว่าจะเรื่อง เชื้อชาติ ศาสนา ภาษา สีผิว และมีการส่งเสริมให้ฝ่ายระงับการปฏิบัติตามข้อกำหนด มีช่องทางร้องเรียนและเยียวยาตามสมควร รวมถึงมีนโยบายปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเป็นธรรม
- IIG มีนโยบายรับผิดชอบต่อชุมชนและสังคมเพื่อเสริมสร้างความเข้มแข็ง มีการสนับสนุนกิจกรรมช่วยเหลือสังคม ส่งเสริมด้านจิตอาสา และปลูกจิตสำนึกแก่พนักงานทุกระดับ

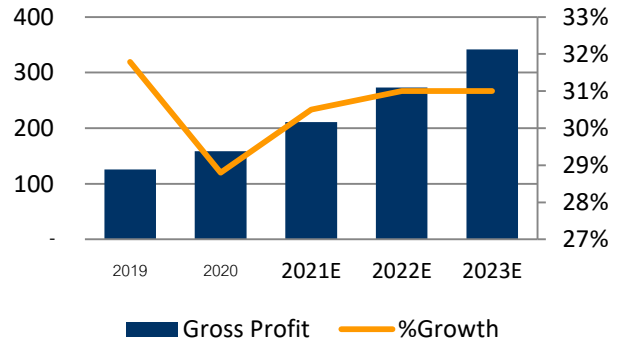
**Governance**

- IIG มีนโยบายประกอบกิจการด้วยความเป็นธรรม และแข่งขันทางการค้าตามหลักจริยธรรม และปฏิเสธพฤติกรรมที่ขัดขวางการแข่งขันอย่างเป็นธรรม รวมถึงปลูกจิตสำนึกแก่บุคลากรทุกระดับชั้นให้รับผิดชอบต่อสังคม
- IIG มีนโยบายต่อต้านการทุจริตคอร์รัปชัน บริหารกิจการบนพื้นฐานความโปร่งใส มีจริยธรรม ยึดมั่นในหลักกำกับดูแลกิจการและปฏิบัติตามข้อกำหนด กรรมการ ผู้บริหารและพนักงานมีหน้าที่ต้องรายงานทุจริต และมีกระบวนการตรวจสอบ ให้ความสำคัญเป็นธรรมและคุ้มครองผู้ร้องเรียน

**Figure 1: Revenue and Growth**

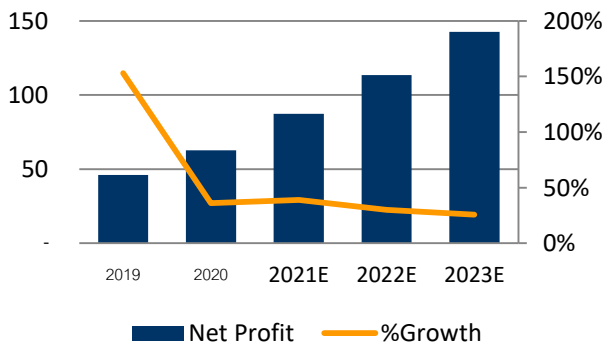


**Figure 2: Gross Profit and Margin**

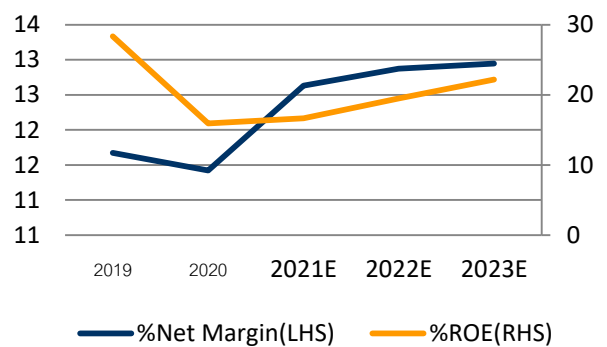


Source: Company Data and Finasia Estimates

**Figure 3: Net Profit and Growth**



**Figure 4: Net Margin and ROE**



Source: Company Data and Finasia Estimates

**Figure 5: Earnings Revision**

|                   | Current |       |       | Previous |       |       | %Change |       |       |
|-------------------|---------|-------|-------|----------|-------|-------|---------|-------|-------|
|                   | 2021E   | 2022E | 2023E | 2021E    | 2022E | 2023E | 2021E   | 2022E | 2023E |
| Revenues          | 691     | 882   | 1,102 | 679      | 804   | 926   | 1.8%    | 9.7%  | 18.9% |
| Cost of services  | 480     | 608   | 760   | 472      | 555   | 639   | 1.8%    | 9.7%  | 18.9% |
| Gross profit      | 211     | 273   | 342   | 207      | 249   | 287   | 1.8%    | 9.7%  | 18.9% |
| SG&A              | 104     | 132   | 165   | 102      | 121   | 139   | 1.8%    | 9.7%  | 18.9% |
| Net profit        | 87      | 113   | 143   | 85       | 102   | 119   | 3.0%    | 11.0% | 20.2% |
| Gross margin      | 30.5%   | 31.0% | 31.0% | 30.5%    | 31.0% | 31.0% | 0.0%    | 0.0%  | 0.0%  |
| SG&A to sales     | 15.0%   | 15.0% | 15.0% | 15.0%    | 15.0% | 15.0% | 0.0%    | 0.0%  | 0.0%  |
| Net profit margin | 12.6%   | 12.9% | 12.9% | 12.5%    | 12.7% | 12.8% | 0.2%    | 0.2%  | 0.1%  |

Source: Finasia Estimates

## ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

### ความเสี่ยงในการพึ่งพิงผู้พัฒนาระบบSoftwareน้อยราย

เนื่องจากปัจจุบันบริษัททำการสั่งซื้อSoftwareจากผู้พัฒนาระบบSoftwareเพียงแค่สองรายได้แก่ Salesforce และ Oracle ทำให้บริษัทเผชิญความเสี่ยงเนื่องจากบริษัทอาจถูกยกเลิกสัญญาในการเป็นตัวแทนจัดจำหน่าย หรือหากลูกค้าติดต่อสั่งซื้อผลิตภัณฑ์จากบริษัทผู้พัฒนาระบบSoftwareโดยตรงหรือผ่านตัวแทนจำหน่ายรายอื่น อาจมีผลกระทบต่อ การดำเนินธุรกิจของบริษัทฯ และบริษัทย่อยได้

### ความเสี่ยงในพึ่งพิงลูกค้ารายใหญ่

ตั้งแต่ปี 2017 บริษัทฯ มีการขายผลิตภัณฑ์และบริการให้แก่ลูกค้ารายใหญ่ ได้แก่ ธนาคารทหารไทย จำกัด (มหาชน) โดยในปี 2017 และปี 2018 บริษัทฯ มีสัดส่วนรายได้จากลูกค้ารายดังกล่าวเทียบเท่าร้อยละ 57.11 และ 49.76 ตามลำดับ อย่างไรก็ตามในปี 2019 สัดส่วนดังกล่าวลดลงเหลือ ร้อยละ 27.81 ของรายได้รวมเนื่องจากการเข้าซื้อหุ้น ในบริษัทย่อย (บริษัท ไอซีอี คอนซัลติ้ง จำกัด) หากบริษัทฯ สูญเสียลูกค้ารายนี้ หรือลูกค้าเกิดเหตุในต้องยุติการทำ ธุรกิจอาจส่งผลกระทบต่ออย่างมีนัยสำคัญต่อรายได้ของบริษัทฯ

### ความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ

เนื่องจากบริษัทฯ มีการสั่งซื้อระบบSoftwareบริหารจัดการความสัมพันธ์กับลูกค้า (CRM) ภายใต้ระบบSoftwareของ Salesforce จากต่างประเทศโดยตรง ซึ่งการชำระเงินจะใช้สกุลดอลลาร์สหรัฐ (USD) เป็นหลัก ทำให้บริษัทฯ ได้รับความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ โดยบริษัทฯ มีนโยบายการทำสัญญาซื้อขายเงินตราต่างประเทศล่วงหน้า (Forward Contract) เป็นการลดความเสี่ยงดังกล่าว

### ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงผู้บริหารและบุคลากรที่มีประสบการณ์และความสามารถ

เนื่องจากประธานเจ้าหน้าที่บริหารของบริษัทฯ และบริษัทย่อยคือ นายสมชาย เมฆะสุวรรณโรจน์ ซึ่งเป็นผู้มีประสบการณ์ในอุตสาหกรรมดังกล่าวมาเป็นเวลานานกว่า 28 ปี จึงมีความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับSoftwareและความต้องการของลูกค้าเป็นอย่างดี นอกจากนี้ บริษัทฯ และบริษัทย่อยยังต้องอาศัยบุคลากรที่มีความรู้และความสามารถ เฉพาะด้าน มีความเข้าใจเกี่ยวกับการใช้งานSoftwareและระบบการทำงานของลูกค้าเป็นอย่างดี โดยบริษัทฯ ไม่ได้มี ที่ดิน อาคาร อุปกรณ์เป็นมูลค่ามากเหมือนบางธุรกิจอื่น จะเห็นได้ว่าบุคลากรมีความสำคัญกับการ ดำเนินธุรกิจของบริษัทฯเป็นอย่างมากโดยเฉพาะผู้บริหาร หากบริษัทฯ ไม่สามารถรักษาผู้บริหารหรือบุคลากรที่มี ความสามารถและไม่สามารถหาผู้ที่เหมาะสมมาทดแทนได้ บริษัทฯ จะได้รับผลกระทบทางลบอย่างมีนัยสำคัญ

### ความเสี่ยงจากการว่าจ้างบุคลากรจากภายนอก (Sub-Contract)

เนื่องจากบริษัทฯ และบริษัทย่อยมีความจำเป็นต้องใช้บุคลากรจำนวนมากในการปฏิบัติงาน ในบางครั้ง มีความจำเป็น ที่บริษัทฯ ต้องว่าจ้างบุคลากรภายนอกมาปฏิบัติงานในส่วนรองงานพื้นฐาน เช่น การแก้ไขปรับปรุงระบบตาม ความต้องการของลูกค้า การจัดการและบำรุงรักษาSoftwareระบบ หากบุคลากรที่บริษัทว่าจ้างมาไม่สามารถปฏิบัติตาม ข้อกำหนดหรือสัญญาได้อย่างมีประสิทธิภาพ อาจส่งผลกระทบต่อผลงาน และชื่อเสียงของบริษัทฯได้

### ความเสี่ยงจากการที่บริษัทมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่ซึ่งถือหุ้นมากกว่าร้อยละ 25

ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทฯ คือ นาย สมชาย เมฆะสุวรรณโรจน์ โดยถือหุ้นของบริษัทฯ ทั้งทางตรงและทางอ้อม (รวม ส่วนของผู้ที่เกี่ยวข้อง) ในสัดส่วนร้อยละ 48.67 ของทุนจดทะเบียนและชำระแล้วซึ่งสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นใหญ่ ดังกล่าว ทำให้สามารถควบคุมมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นได้ ซึ่งกำหนดให้ต้องได้รับเสียงไม่น้อยกว่า 3 ใน 4 ของจำนวนเสียง ของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียง เนื่องจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่สามารถใช้เสียง ซึ่งเกินร้อยละ 25 สำหรับการ ใช้ สิทธิในการคัดค้านในมติต่าง ๆ ได้ ส่งผลให้ผู้ถือหุ้นรายอื่นไม่อาจถ่วงดุลการออกเสียงของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ได้

**Income Statement (Consolidated)**

| (Bt mn)             | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------------|------|------|-------|-------|-------|
| Revenue             | 395  | 550  | 691   | 882   | 1,102 |
| Cost of sales       | 269  | 391  | 480   | 608   | 760   |
| Gross profit        | 125  | 158  | 211   | 273   | 342   |
| SG&A                | 68   | 83   | 104   | 132   | 165   |
| Operating profit    | 57   | 75   | 107   | 141   | 176   |
| Other income        | 2    | 4    | 2     | 2     | 2     |
| EBIT                | 59   | 79   | 109   | 143   | 178   |
| EBITDA              | 62   | 81   | 112   | 147   | 182   |
| Interest charge     | 0    | 0    | 0     | 1     | 0     |
| Tax on income       | 13   | 16   | 22    | 28    | 36    |
| Earnings after tax  | 46   | 63   | 87    | 113   | 143   |
| Minority interest   | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| Normalized earnings | 46   | 63   | 87    | 113   | 143   |
| Extraordinary items | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| Net profit          | 46   | 63   | 87    | 113   | 143   |

**Cash Flow Statement (Consolidated)**

| (Bt mn)                   | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------------------|------|------|-------|-------|-------|
| Net profit                | 46   | 63   | 87    | 113   | 143   |
| Deprec. & amortization    | 3    | 2    | 3     | 4     | 4     |
| Change in working capital | -15  | -64  | -35   | -38   | -45   |
| Other adjustments         | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| Cash flow from operations | 34   | 1    | 55    | 79    | 101   |
| Capital expenditure       | -3   | -3   | -4    | -4    | -4    |
| Others                    | 28   | -1   | 0     | 0     | 0     |
| Cash flow from investing  | 25   | -4   | -4    | -4    | -4    |
| Free cash flow            | 59   | -2   | 51    | 75    | 97    |
| Net borrowings            | -12  | 0    | 0     | 0     | 0     |
| Equity capital raised     | 263  | 161  | 0     | 0     | 0     |
| Dividends paid            | -37  | 0    | -15   | -52   | -68   |
| Others                    | -246 | -35  | 0     | -16   | 0     |
| Cash flow from financing  | -32  | 127  | -15   | -68   | -68   |
| Net change in cash        | 27   | 124  | 36    | 7     | 29    |

**Balance Sheet (Consolidated)**

| (Bt mn)                     | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------------------|------|------|-------|-------|-------|
| Cash                        | 35   | 159  | 195   | 202   | 232   |
| Accounts receivable         | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| Short term investment       | 128  | 169  | 219   | 280   | 349   |
| Inventory                   | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| Other current assets        | 2    | 4    | 4     | 4     | 4     |
| Total current assets        | 165  | 332  | 418   | 486   | 585   |
| Investments                 | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| Plant, property & equipment | 1    | 2    | 3     | 4     | 4     |
| Other assets                | 241  | 245  | 245   | 245   | 245   |
| Total assets                | 407  | 579  | 667   | 734   | 834   |
| Short-term loans            | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| Accounts payable            | 61   | 39   | 48    | 61    | 76    |
| Current maturities          | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| Other current liabilities   | 66   | 85   | 106   | 132   | 162   |
| Total current liabilities   | 127  | 124  | 154   | 193   | 238   |
| Long-term debt              | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| Other non-current liab.     | 18   | 22   | 22    | 22    | 22    |
| Total non-current liab.     | 18   | 22   | 22    | 22    | 22    |
| Total liabilities           | 145  | 146  | 176   | 215   | 260   |
| Registered capital          | 50   | 50   | 50    | 50    | 50    |
| Paid up capital             | 38   | 50   | 50    | 50    | 50    |
| Share premium               | 236  | 385  | 385   | 385   | 385   |
| Legal reserve               | 4    | 5    | 5     | 5     | 5     |
| Retained earnings           | 23   | 48   | 120   | 166   | 240   |
| Others                      | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| Minority Interests          | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| Shareholders' equity        | 300  | 488  | 560   | 605   | 680   |

**Important Ratios (Consolidated)**

|                            | 2019  | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------------------|-------|------|-------|-------|-------|
| <b>Growth (%)</b>          |       |      |       |       |       |
| Revenue                    | 95.6  | 39.2 | 25.7  | 27.6  | 25.0  |
| EBITDA                     | 152.9 | 30.3 | 38.6  | 31.2  | 24.2  |
| Net profit                 | 153.0 | 36.2 | 39.0  | 30.1  | 25.7  |
| Normalized earnings        | 153.0 | 36.2 | 39.0  | 30.1  | 25.7  |
| <b>Profitability (%)</b>   |       |      |       |       |       |
| Gross profit margin        | 31.8  | 28.8 | 30.5  | 31.0  | 31.0  |
| EBITDA margin              | 15.7  | 14.7 | 16.2  | 16.6  | 16.5  |
| EBIT margin                | 15.0  | 14.3 | 15.8  | 16.2  | 16.2  |
| Normalized profit margin   | 11.7  | 11.4 | 12.6  | 12.9  | 12.9  |
| Net profit margin          | 11.7  | 11.4 | 12.6  | 12.9  | 12.9  |
| Normalized ROA             | 13.0  | 12.7 | 14.0  | 16.2  | 18.2  |
| Normalized ROE             | 28.3  | 15.9 | 16.7  | 19.5  | 22.2  |
| Normalized ROCE            | 21.1  | 17.3 | 21.3  | 26.4  | 29.9  |
| <b>Risk (x)</b>            |       |      |       |       |       |
| DE                         | 0.5   | 0.3  | 0.3   | 0.4   | 0.4   |
| Net D/E                    | 0.4   | 0.0  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| Net debt/EBITDA            | 1.8   | -0.2 | -0.2  | 0.1   | 0.2   |
| <b>Per share data (Bt)</b> |       |      |       |       |       |
| Reported EPS               | 0.61  | 0.63 | 0.87  | 1.13  | 1.43  |
| Normalized EPS             | 0.61  | 0.63 | 0.87  | 1.13  | 1.43  |
| EBITDA                     | 0.83  | 0.81 | 1.12  | 1.47  | 1.82  |
| Book value                 | 4.00  | 4.88 | 5.60  | 6.05  | 6.80  |
| Dividend                   | -0.50 | 0.15 | 0.52  | 0.68  | 0.86  |
| Par                        | 0.50  | 0.50 | 0.50  | 0.50  | 0.50  |
| <b>Valuations (x)</b>      |       |      |       |       |       |
| P/E                        | 47.2  | 46.2 | 33.2  | 25.6  | 20.3  |
| Norm P/E                   | 47.2  | 46.2 | 33.2  | 25.6  | 20.3  |
| P/BV                       | 7.3   | 5.9  | 5.2   | 4.8   | 4.3   |
| EV/EBITDA                  | 36.9  | 35.8 | 25.8  | 19.9  | 16.1  |
| Dividend yield (%)         | -1.7  | 0.5  | 1.8   | 2.3   | 3.0   |

Source: Company data, FSS research

**บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)**

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

**คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน**

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

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

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

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้อื่นนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ 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, LI, MAJOR, MBK, MEGA, MINT, MTC, ORI, OSP, PLANB, PRM, PSH, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, RS, SAWAD, SCB, SCC, SGP, SIRI, SPALI, SPRC, STA, STEC, SUPER, TASCOS, 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 **NR** หมายถึง "ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR"

**IOD (IOD Disclaimer)**

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน 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