

# INSET (INSET TB)

บมจ. อินฟราเซท

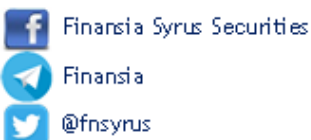
## SELL

Previous	HOLD
<b>2022 Target Price (Bt)</b>	<b>7.00</b>
Price (06/08/2021)	7.80
up/downside (%)	-10.3
SET Index	1,521.72
Sector	mai/Technology
Foreign limit/actual (%)	49.00/1.11
Free float (%)	39.36
Market cap (Bt m)	4,804.80
Avg daily T/O (Bt m) (2021 YTD)	93.46
hi, lo, avg (Bt) (2021 YTD)	7.95, 3.00, 4.64
IOD 2020	3
THAI CAC	N/A

Consolidated earnings				
BT (mn) - Ended Sep	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	1,501	1,511	1,674	1,837
Normalized profit	135	157	186	199
Net profit	135	157	186	199
EPS (Bt) - norm	0.24	0.26	0.30	0.32
EPS (Bt)- reported	0.24	0.26	0.30	0.32
% growth y-y	-10.4	5.6	18.2	7.0
Dividend/share (Bt)	0.13	0.11	0.13	0.14
BV/share (Bt)	1.50	1.49	1.58	1.70
EV/EBITDA (x)	9.3	8.8	7.6	7.1
PER (x) - norm	32.2	30.5	25.8	24.1
PER (x)	32.2	30.5	25.8	24.1
PBV (x)	5.2	5.2	4.9	4.6
Dividend yield (%)	1.7	1.4	1.6	1.7
Norm ROE (%)	16.1	17.2	19.1	19.0
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 Amorntum**  
 Register No.: 014530  
 Tel.: +662 646 9966  
 email: jitra.a@fnsyrus.com  
 www.fnsyrus.com



## กำไร 2Q21 ดีกว่าคาด แต่ Valuations แพง

กำไรสุทธิ 2Q21 +63.0% Q-Q, +23.6% Y-Y ดีกว่าคาด 11% จากการรับรู้รายได้ งาน CAT Filter มากกว่าคาด ซึ่งทำให้อัตรากำไรขั้นต้นต่ำกว่าคาด เมื่อดูผลประกอบการ 1H21 รายได้จากงาน CAT Filter ยังเป็นสัดส่วนหลัก 62% ของรายได้รวม ขณะที่รายได้ก่อสร้าง Data center มีสัดส่วนเหลือเพียง 4% จากสถานการณ์ COVID-19 ที่ทำให้งานประมูลเลื่อนออกไปบ้าง แต่เชื่อว่าบริษัทจะได้รับงานเพิ่มในช่วง 1H21 จากการเข้าร่วมประมูลหลายพันล้านบาท รวมถึงพยายามเพิ่มสัดส่วนรายได้ที่เป็น Recurring income ให้มากขึ้นเพื่อลดความผันผวนของรายได้ เราคงประมาณการกำไรปี 2021 แต่ปรับเพิ่มกำไรปี 2022-2023 ขึ้น 4% ปรับไปใช้ราคาเป้าหมายปี 2022 ที่ 7 บาท โดยปรับ PE ขึ้นเป็น 23 เท่าเท่ากับ ITEL ทั้งที่มี Recurring income น้อยกว่ามากและมีอัตรากำไรน้อยกว่า ราคาหุ้น INSET อ่อนตัวย้งน่าสนใจแต่ปัจจุบันเต็มมูลค่า จึงแนะนำขายหากรวมการใช้สิทธิของ INSET-W1 ราคาเป้าหมายจะ dilute เป็น 4.65 บาท

### กำไร 2Q21 +63.0% -Q-Q, +23.6% Y-Y ดีกว่าเราคาด 11%

INSET รายงานกำไรสุทธิ 37.2 ล้านบาทใน 2Q21 +63.0% Q-Q, +23.6% Y-Y ดีกว่าเราคาด 11% จากรายได้ที่ต่ำกว่าคาด แต่อัตรากำไรขั้นต้นต่ำกว่าคาด กำไรที่เติบโตในไตรมาสส่วนใหญ่มาจากงาน CAT Filter (ติดตั้ง Filter ย่านความถี่ 850 MHz ของ CAT) ซึ่งเป็นโครงการขนาดใหญ่ 1 พันล้านบาทแต่มีอัตรากำไรขั้นต้นต่ำกว่างานอื่นของบริษัท เริ่มรับรู้รายได้ตั้งแต่ 3Q20 คาดแล้วเสร็จใน 3Q21 ทำให้อัตรากำไรขั้นต้นจะทยอยดีขึ้น ทั้งนี้ ไตรมาสนี้ไม่มีรายได้จากการก่อสร้าง Data center เพราะผลกระทบของ COVID-19 ที่ทำให้งานประมูลเลื่อน

### พยายามเพิ่ม Recurring income

ผู้บริหารพยายามเพิ่มสัดส่วนงาน Recurring ให้มากขึ้นเพื่อลดความไม่สม่ำเสมอของรายได้ที่ส่วนใหญ่กว่า 80% มาจากการประมูลงาน ใน 1H21 INSET มี Recurring income เพียง 17% คืองานซ่อมบำรุง (MA) นอกจากจะช่วยลดความผันผวนของรายได้แล้ว งาน MA ยังมีอัตรากำไรขั้นต้นสูง 30-35% สูงกว่างานประเภทอื่นของบริษัท บริษัทยังมีแนวทางเพิ่ม Recurring income ในธุรกิจก่อสร้าง Data center โดยการก่อสร้างและให้ลูกค้าผ่อนชำระในระยะเวลาที่กำหนด ในระหว่างนั้นบริษัทจะเป็นผู้ดูแลจัดการ Data center ให้ เป็นลักษณะ BOT (Build-Operate-Transfer Contact) ซึ่งอยู่ระหว่างเจรจากับลูกค้าราว 2 ราย เราคาดว่าในมูลค่างานลักษณะ BOT จะแบ่งเป็นค่าก่อสร้าง : ค่าดูแลจัดการ ที่ 70-80 : 20-30 ค่าก่อสร้างยังคงเป็นรายได้ส่วนใหญ่ แต่ข้อดีคือมีรายได้ที่เป็น Recurring income มากขึ้น

### อยู่ในอุตสาหกรรมที่มีศักยภาพ คาดกำไรปี 2021-2023 โตเฉลี่ย 13.7% CAGR

ธุรกิจ Data center ของ INSET อยู่ในอุตสาหกรรมที่มีโอกาสเติบโตอีกมากตามการขยายจาก 4G เป็น 5G การขยาย Smart city การขยายรถไฟสายสีต่างๆ รวมถึงการลงทุนใน EEC ซึ่งจำเป็นต้องมีศูนย์ Data center เพิ่มขึ้น มีการสร้างเสาสื่อใหม่ การนำเสาสื่อไฟลงดิน การอัปเดตอุปกรณ์ในพื้นที่ และงานซ่อมบำรุง จาก Backlog กว่า 2 พันล้านบาท เราคาดรายได้ปี 2021 ที่ 1,510.8 ล้านบาท +0.7% Y-Y หลักๆมาจากงาน CAT Filter และคาดกำไรสุทธิ 157.4 ล้านบาท +16.1% Y-Y สำหรับปี 2022-2023 คาดกำไรสุทธิ 186.0 ล้านบาท +18.2% Y-Y และ 199.0 ล้านบาท +7.0% Y-Y ตามลำดับ คิดเป็นการเติบโตเฉลี่ย 13.7% CAGR ในช่วงปี 2021-2023

### ปรับไปใช้ราคาเป้าหมายปี 2022 ที่ 7.00 บาท หุ่นเต็มมูลค่าแล้ว

เราปรับไปใช้ราคาเป้าหมายปี 2022 ที่ 7.00 บาท อิง PE 23.0 เท่า ปรับขึ้นจากเดิมที่ 15.0 เท่า ระดับ PE ดังกล่าวเท่ากับ ITEL ซึ่งถือว่าเราให้ Premium กับ INSET พอสมควรเพราะ ITEL มี Recurring income สูงกว่ามาก โดยอยู่ที่ 60% มีอัตรากำไรขั้นต้น 24-25% อัตรากำไรสุทธิ 11-12% สูงกว่า INSET ถึงแม้ว่าเราจะให้ Premium แล้วแต่ก็ยังต่ำกว่าราคาหุ้นปัจจุบัน จึงแนะนำขายเพราะเต็มมูลค่า ราคาเป้าหมายดังกล่าวยังไม่รวม INSET-W1 ซึ่งหากใช้สิทธิทั้งหมด จะ dilute เป็น 4.65 บาท

**Company Overview**

INSET ประกอบธุรกิจเป็นผู้ให้บริการรับเหมาก่อสร้างให้ผู้ประกอบการในกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสารโทรคมนาคม ซึ่งสามารถแบ่งการให้บริการของบริษัทเป็น 3 ธุรกิจได้แก่

1. ธุรกิจก่อสร้างศูนย์ข้อมูลและระบบเทคโนโลยีสารสนเทศ (Data Center & Information Technology (IT) Infrastructure) ตัวอย่างผลงานเช่น โครงการก่อสร้างอาคารสถานีเคเบิลใต้น้ำ พร้อมอาคารกำลังของบริษัท ซิมโพนี คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน) (SYMC) จ.ระยอง, โครงการก่อสร้างอาคารชุมสายโทรคมนาคม (Mobile Switching Center (MSC) – TYB) จ.ปทุมธานี, โครงการก่อสร้างศูนย์ CAT IDC, โครงการก่อสร้างศูนย์ข้อมูล True IDC อาคารทูลาวเวอร์ 2 เป็นต้น
2. ธุรกิจโครงสร้างพื้นฐานและโครงข่ายโทรคมนาคม (Infrastructure and Telecommunication Network) เช่น ก่อสร้างโครงข่ายเสาสัญญาณโทรคมนาคมของบริษัท ทู ยูนิเวอร์แซล คอนเวอร์เจนท์ จำกัด (TUC) ในเขตกรุงเทพฯ, โครงการติดตั้ง Optical Fiber Cable ของการไฟฟ้านครหลวง, โครงการติดตั้ง Optical Fiber Cable ของ TRUE, 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**

เราปรับไปใช้ราคาเป้าหมายปี 2022 ที่ 7.00 บาท อิง PE 23.0 เท่า ซึ่งปรับขึ้นจากเดิมที่ 15.0 เท่า ระดับ PE ดังกล่าวเท่ากับ ITEL ซึ่งถือว่าเราให้ Premium กับ INSET พอสมควรเพราะ ITEL มี Recurring income สูงกว่ามาก โดยอยู่ที่ 60% มีอัตรากำไรขั้นต้น 24-25% อัตรากำไรสุทธิ 11-12% สูงกว่า INSET ถึงแม้ว่าเราจะให้ Premium แล้วแต่ก็ยังต่ำกว่าราคาหุ้นปัจจุบัน จึงแนะนำขายเพราะเติมมูลค่า

**ESG**



**Environment**

- INSET มีแนวทางในการดำเนินกิจกรรมเพื่อชุมชน สังคม และสิ่งแวดล้อมอย่างต่อเนื่องควบคู่ไปกับการดำเนินธุรกิจโดยมีนโยบายให้จัดการการเพื่อร่วมสร้างสรรค์ สังคม ชุมชน และสิ่งแวดล้อมอย่างสม่ำเสมอ ทั้งที่ดำเนินการเองและร่วมมือกับหน่วยงานภาครัฐ ภาคเอกชน และชุมชน
- บริษัทจะตอบสนองอย่างรวดเร็วและมีประสิทธิภาพต่อเหตุการณ์ที่มีผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมอันเนื่องมาจากการดำเนินงานของบริษัทฯ โดยให้ความร่วมมือกับภาครัฐและหน่วยงานที่เกี่ยวข้องในการดำเนินการรวมถึงส่งเสริมให้พนักงานทุกระดับของบริษัทฯ ตระหนักถึงความสำคัญ มีจิตสำนึกและสนับสนุนกิจกรรมที่เป็น การรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม



**Social**

- INSET มีแนวทางในการดำเนินกิจกรรมเพื่อชุมชน สังคม และสิ่งแวดล้อมอย่างต่อเนื่องควบคู่ไปกับการดำเนินธุรกิจโดยมีนโยบายให้จัดการการเพื่อร่วมสร้างสรรค์ สังคม ชุมชน และสิ่งแวดล้อมอย่างสม่ำเสมอ ทั้งที่ดำเนินการเองและร่วมมือกับหน่วยงานภาครัฐ ภาคเอกชน และชุมชน
- บริษัทจะตอบสนองอย่างรวดเร็วและมีประสิทธิภาพต่อเหตุการณ์ที่มีผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมอันเนื่องมาจากการดำเนินงานของบริษัทฯ โดยให้ความร่วมมือกับภาครัฐและหน่วยงานที่เกี่ยวข้องในการดำเนินการรวมถึงส่งเสริมให้พนักงานทุกระดับของบริษัทฯ ตระหนักถึงความสำคัญ มีจิตสำนึกและสนับสนุนกิจกรรมที่เป็น การรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม



**Governance**

- บริษัทฯ ให้ความสำคัญต่อการดำเนินธุรกิจอย่างระมัดระวังในเรื่องการทุจริตคอร์รัปชัน โดยยึดถือปฏิบัติตาม หลักการการกำกับดูแลกิจการที่ดีเพื่อประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้นผู้มีส่วนได้เสียและผู้ที่เกี่ยวข้อง
- คณะกรรมการบริษัทให้ความสำคัญต่อระบบการควบคุมภายในซึ่งได้จัดให้มีระบบการควบคุมภายในที่ครอบคลุมทั้งในด้านการเงิน การบริหาร การดำเนินงานให้มีประสิทธิภาพและประสิทธิผลเป็นไปตามกฎหมายข้อบังคับ ระเบียบที่เกี่ยวข้อง
- คณะกรรมการบริษัทจะดูแลให้มั่นใจว่าผู้ถือหุ้นมีส่วนร่วมในการตัดสินใจในเรื่องสำคัญของบริษัทฯ โดยจะจัดส่งหนังสือเชิญประชุมพร้อมเอกสารที่เกี่ยวข้อง และเผยแพร่บนเว็บไซต์ของบริษัทฯเป็นการล่วงหน้าก่อนวันประชุมตามระยะเวลาที่กฎหมายหรือกฎระเบียบที่เกี่ยวข้องกำหนด

**รายได้ที่เติบโตสูงหักล้างมาร์จิ้นที่ลดลงได้ ทำให้กำไรสุทธิ 2Q21 +63.0% Q-Q, +23.5% Y-Y**

INSET รายงานกำไรสุทธิ 37.2 ล้านบาทใน 2Q21 +63.0% Q-Q, +23.6% Y-Y ดีกว่าที่เรคาด 11% จากรายได้ที่ ดีกว่าคาด แต่อัตรากำไรขั้นต้นต่ำกว่าคาด ทั้งนี้ รายได้ใน 2Q21 มีจำนวน 396.0 ล้านบาท +68.7% Q-Q, +28.5% Y-Y โดย 86.9% มาจากงานก่อสร้างเสาสายโทรคมนาคม (Telecom Infrastructure) ซึ่งส่วนใหญ่เป็นการรับรู้ รายได้จากโครงการ CAT Filter (ติดตั้ง Filter ย่านความถี่ 850 MHz ของ CAT) ต่อเนื่องมาจากปีก่อน รายได้ส่วน ที่เหลือมาจากงานซ่อมบำรุงและบริการ โดยในไตรมาสนี้ไม่มีรายได้จากการก่อสร้าง Data center

เนื่องจากงาน CAT Filter ซึ่งเป็นโครงการใหญ่ มีมาร์จิ้นต่ำ มีสัดส่วนเพิ่มขึ้น ทำให้อัตรากำไรขั้นต้นของธุรกิจ โครงสร้างพื้นฐานโครงข่ายโทรคมนาคมและขนส่งลดลงเหลือ 15.5% จาก 19.9% ใน 1Q21 และ 20.2% ใน 2Q20 และจุดอัตรากำไรขั้นต้นโดยรวมลดลงเป็น 15.6% จาก 19.8% ใน 1Q21 และ 17.0% ใน 2Q20 ทั้งนี้ โครงการ CAT Filter มีมูลค่าโครงการ 1,088 ล้านบาท มีระยะเวลาดำเนินการ 420 วัน บริษัทได้รับงานในเดือน ก.ค. 2020 คาดว่าจะส่งมอบงานส่วนที่เหลือแล้วเสร็จในช่วงปลาย 3Q21

การควบคุมค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารทำได้ดี ดอกเบี้ยจ่ายเพิ่มเล็กน้อยจากเงินกู้ที่ครบกำหนดชำระในปีนี้ 8.4 ล้านบาท รายได้ที่เพิ่มสูงขึ้นมากหักล้างอัตรากำไรขั้นต้นที่ลดลงได้ จึงมีกำไรสุทธิเติบโตดีทั้ง Q-Q และ Y-Y

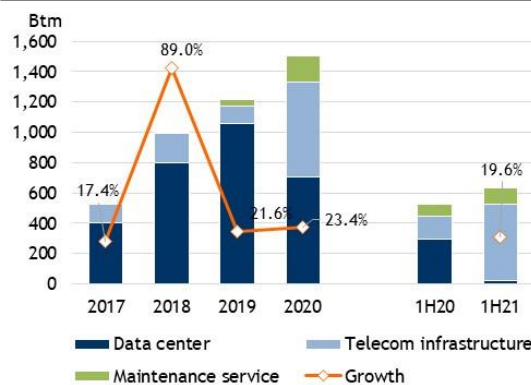
ทั้งนี้ INSET ประกาศแจกวอร์แรนท์ INSET-W1 ให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมในสัดส่วน 2:1 โดย INSET-W2 มีอายุ 2 ปี ราคาใช้สิทธิ 2 บาทต่อหุ้น XW 14 ต.ค. 2021

**2Q21 Earnings Result**

(Bt mn)	2Q21	1Q21	%Q-Q	2Q20	%Y-Y	1H21	1H20	%Y-Y
Revenue	396	235	68.7	308	28.5	631	528	19.6
Cost of services	334	188	77.5	256	630.7	523	435	20.1
Gross profit	62	46	32.7	52	17.6	108	92	17.2
SG&A expense	15	18	-15.6	16	-3.3	33	32	4.2
EBIT	47	29	63.0	37	26.5	75	61	24.0
Interest expense	0.2	0.3	-14.4	0.3	-11.3	0.5	0.6	-25.0
Net profit	37	23	63.0	30	23.6	60	50	19.7
Gross margin %	15.6	19.8	-4.2	17.0	-1.4	17.1	17.5	-0.4
SG&A to sales %	3.8	7.6	-3.8	5.1	-1.3	5.2	6.0	-0.8
EBITDA margin %	12.5	13.4	-0.9	12.8	-0.3	12.8	12.4	0.4
Net margin %	3.8	7.6	-3.8	5.1	-1.3	5.2	6.0	-0.8

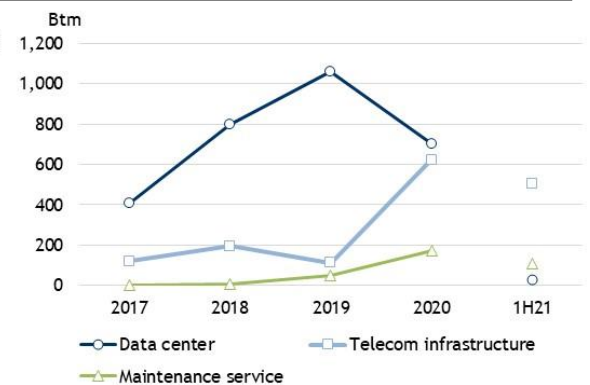
ที่มา: INSET

**โครงสร้างรายได้และการเติบโต**



ที่มา: INSET

**รายได้จากงานทั้ง 3 ประเภท**



**งาน CAT Filter เป็นโครงการหลักขับเคลื่อนรายได้ในช่วง 3Q20 ถึง 3Q21 แต่กดดันมาร์จิ้น**

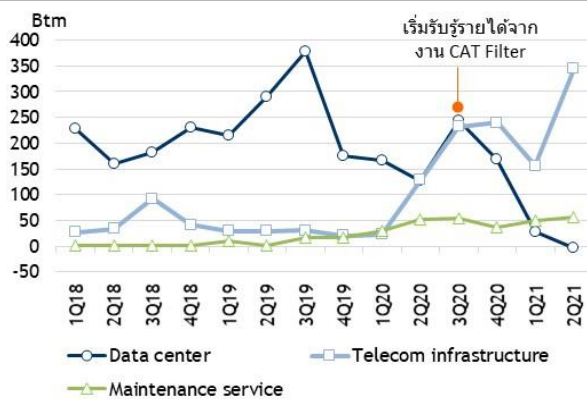
โครงการ CAT Filter เป็นการติดตั้งวงจรกรองสัญญาณย่านความถี่ 850 MHz เพื่อป้องกันการรบกวนกับโครงข่ายโทรศัพท์มือถือย่าน 900 MHz มูลค่าโครงการ 1,088.3 ล้านบาท ระยะเวลาดำเนินงาน 420 วัน ตั้งแต่เริ่มงานเดือนก.ค. 2020 ถึงสิ้น 2Q21 บริษัทส่งมอบงานและรับรู้เป็นรายได้แล้วประมาณกว่า 800 ล้านบาท ถือเป็นรายได้หลักในปี 2020 และใน 1H21 มีสัดส่วนกว่า 30% และ 62% ของรายได้รวมในปี 2020 และ 1H21 ตามลำดับ งานส่วนที่เหลือประมาณ 200 กว่าล้านบาทคาดว่าจะรับรู้รายได้ทั้งหมดใน 3Q21 โครงการนี้อยู่ในสายงานก่อสร้างเสาและสายโทรคมนาคม (Telecom Infrastructure) ทำให้สัดส่วนงาน Telecom Infrastructure เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญตั้งแต่ 3Q20 สัดส่วนรายได้ขยับขึ้นมาเป็น 42% ของรายได้รวมในปี 2020 และเป็น 79% ใน 1H21 ชดเชยรายได้จากการทำงานก่อสร้าง Data center ที่ลดลงในปี 2020 และมีจำนวนเพียง 24.6 ล้านบาทหรือ 4% ของรายได้รวมใน 1H21 เนื่องจากงานประมูลต่างๆ ถูกเลื่อนเพราะสถานการณ์ COVID-19

อย่างไรก็ตาม อัตรากำไรขั้นต้นจากงาน CAT Filter น้อยกว่างานอื่นเนื่องจากเป็นโครงการขนาดใหญ่ จึงจุดให้อัตรากำไรขั้นต้นของสายงาน Telecom Infrastructure ลดลงโดยเฉพาะใน 2H20 ที่ลดลงไปต่ำสุดเพียง 12.8% เนื่องจากเป็นช่วงเริ่มต้นของการทำงาน และเริ่มขยับดีขึ้นเป็น 16.9% ใน 1H21 แต่ยังคงต่ำกว่าในอดีตที่สายงานนี้ทำมาร์จิ้นได้ 30-40% เราเชื่อว่าอัตรากำไรขั้นต้นของสายงาน Telecom Infrastructure จะทยอยดีขึ้นเป็นลำดับตั้งแต่ 3Q21 เพราะมีสัดส่วนงานอื่นเพิ่มขึ้นชดเชยงาน CAT Filter ที่จะส่งมอบแล้วเสร็จใน 3Q21

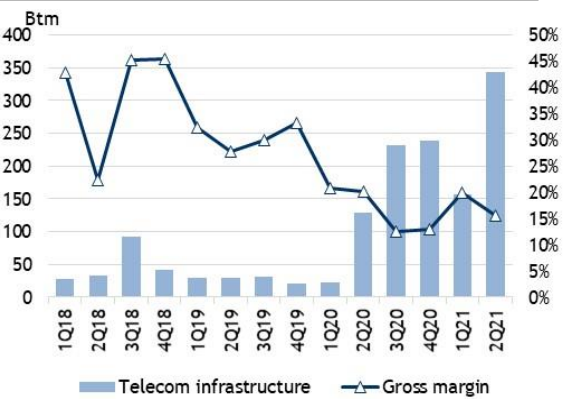
**โครงการ CAT Filter**



**งานเสา-สายเพิ่มก้าวกระโดดตั้งแต่ 3Q21 จากงาน CAT Filter**



**รายได้และอัตรากำไรขั้นต้นของธุรกิจเสา-สาย**

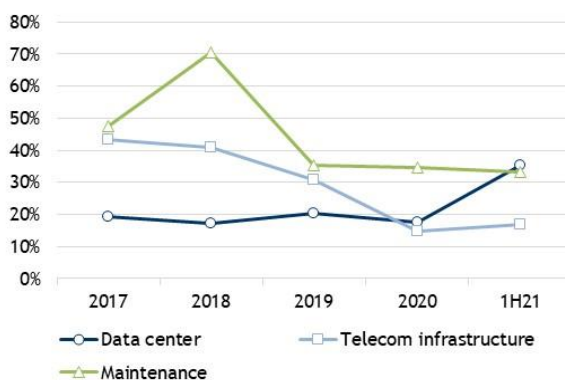


ที่มา: INSET

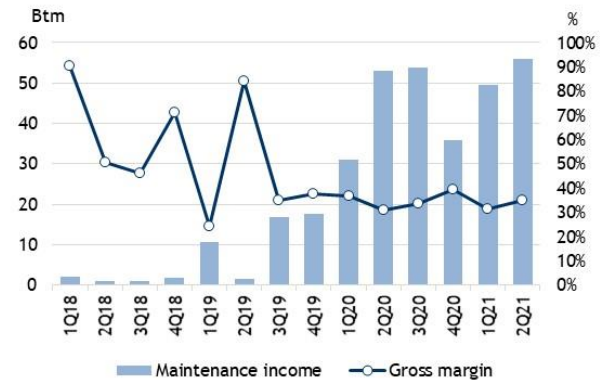
**ตั้งเป้าเพิ่ม Recurring income ลดความผันผวนของรายได้หลักที่มาจากการประมูล**

จากโครงสร้างรายได้ของบริษัท มีเพียงงานซ่อมบำรุง (Maintenance Agreement: MA) ที่เป็น Recurring income แม้ว่าสัดส่วนรายได้จะเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจาก 1% ของรายได้รวมในปี 2017-2018 เป็น 12% ในปี 2020 แต่บริษัทพยายามเพิ่มสัดส่วนรายได้จากงาน MA ให้มากขึ้นเพราะเป็นงานที่มีอัตรากำไรขั้นต้นสูง 30-35% สูงกว่างานประเภทอื่นของบริษัท ทั้งนี้ ณ สิ้นปี 2020 บริษัทมี Backlog ของงาน MA 706.0 ล้านบาทส่วนใหญ่เป็นงาน USO เฟส 1 และ 2 จะทยอยรับรู้ใน 4 ปีข้างหน้าเริ่มตั้งแต่ ปี 2021 เต็มปีเป็นปีแรก ดังนั้น INSET จึงจะมีรายได้จากงาน MA ขั้นต่ำ 176.5 ล้านบาทต่อปีใน 4 ปีข้างหน้า เพื่อช่วยบรรเทาความผันผวนของรายได้อีกประมาณ 85% ที่ขึ้นอยู่กับงานประมูล และช่วยมาร์จิ้น เพราะนอกจากอัตรากำไรขั้นต้นจะต่ำกว่างาน MA แล้ว ยังผันผวนตามความรุนแรงของการแข่งขัน

**อัตรากำไรขั้นต้นของสายงานแต่ละประเภท**



**รายได้และอัตรากำไรขั้นต้นของงาน Maintenance**

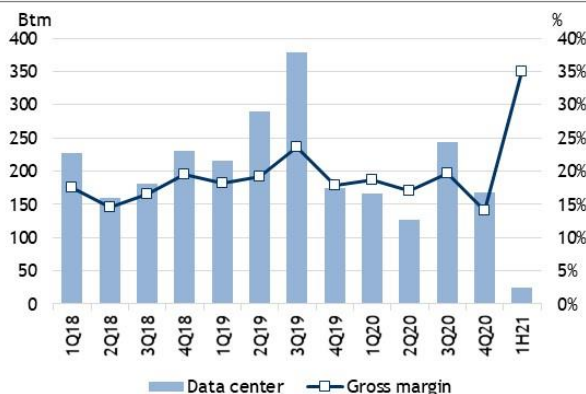


ที่มา: INSET

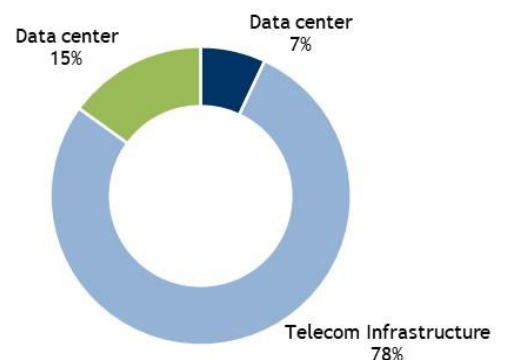
**พยายามเปลี่ยนธุรกิจก่อสร้าง Data center ให้เป็น Recurring income**

งานก่อสร้าง Data center เป็นรายได้หลักของบริษัท ในอดีตมีสัดส่วน 80% ของรายได้รวม ก่อนจะลดลงเหลือ 47% ในปี 2020 และเหลือเพียง 4% ใน 1H21 เนื่องจากสถานการณ์ COVID-19 ทำให้งานประมูลเลื่อนออกไป และมีอัตรากำไรขั้นต้นราว 20% บริษัทพยายามเพิ่ม Recurring income ในธุรกิจก่อสร้าง Data center โดยการก่อสร้างและให้ลูกค้าผ่อนชำระในระยะเวลาที่กำหนด ในระหว่างนั้นบริษัทจะเป็นผู้จัดการ Data center ให้ เป็นลักษณะ BOT (Build-Operate-Transfer Contact) ซึ่งอยู่ระหว่างเจรจากับลูกค้าราว 2 ราย ทั้งนี้ เราคาดว่าในมูลค่างานลักษณะ BOT จะเป็นค่าก่อสร้าง : ค่าดูแลจัดการ จะอยู่ที่ราว 70-80 : 20-30 ค่าก่อสร้างยังคงเป็นรายได้ส่วนใหญ่ แต่ข้อดีคือมีรายได้ที่เป็น Recurring income มากขึ้น

**รายได้และอัตรากำไรขั้นต้นของงานก่อสร้าง Data center**



**เป้าสัดส่วนรายได้ปี 2021**



ที่มา: INSET

**อยู่ในอุตสาหกรรมที่มีศักยภาพในการเติบโต**

ธุรกิจ Data center ของ INSET อยู่ในอุตสาหกรรมที่มีโอกาสเติบโตได้อีกมากตามการขยายจาก 4G เป็น 5G การขยาย Smart city การขยายรถไฟฟ้าสายสีต่างๆ รวมถึงการลงทุนใน EEC ซึ่งจำเป็นต้องมีศูนย์ Data center เพิ่มขึ้น มีการสร้างเสาสื่อใหม่ การนำเสาสื่อไฟลงดิน การอัพเกรดอุปกรณ์ในพื้นที่ และงานซ่อมบำรุง

เราคงประมาณการปี 2021 โดยคาดการณ์รายได้ 1,510.8 ล้านบาท +0.7% Y-Y รายได้หลักจะมาจากงาน CAT Filter (อยู่ในงานประเภทก่อสร้างเสาสื่อและสาย) ขณะที่งานก่อสร้าง Data center คาดว่าจะลดลงจากปีก่อนมากเพราะผลกระทบของ COVID-19 ขณะที่อัตรากำไรขั้นต้นคาดการณ์ดีขึ้นเป็น 18.0% จาก 15.5% ในปี 2020 หลังทยอยส่งมอบงาน CAT Filter ซึ่งมีมาร์จิ้นต่ำกว่าประเภทงานอื่น ส่วนค่าใช้จ่ายอื่นๆ คาดว่าไม่ได้เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ จึงทำให้มีกำไรสุทธิ 157.4 ล้านบาท +16.1% Y-Y สำหรับปี 2022-2023 เราตั้งสมมติฐานรายได้เติบโต 10% +/- ตามเป้าหมายบริษัท (โดยที่รายได้ปี 2022 มี Backlog secure แล้ว 80%) คาดว่าจะมีกำไรสุทธิ 186.0 ล้านบาท +18.2% Y-Y และ 199.0 ล้านบาท +7.0% Y-Y ตามลำดับ คิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ย 13.7% CAGR ในช่วงปี 2021-2023

<b>INSET</b>			
งานโครงการใน Trend Technology และโครงการลงทุนของภาครัฐในอนาคต	ธุรกิจศูนย์ข้อมูล และระบบเทคโนโลยีสารสนเทศ	ธุรกิจโครงสร้างพื้นฐานโครงข่ายโทรคมนาคมและคมนาคมขนส่ง	ธุรกิจซ่อมบำรุงและบริการ
<b>5G</b>	✓	✓	✓
<b>Smart City</b>	✓	✓	✓
<b>รถไฟฟ้า</b>	✓	✓	✓
<b>EEC</b> <small>(โครงการพัฒนาเมืองเศรษฐกิจพิเศษภาคตะวันออก)</small>	✓	✓	✓

ที่มา: INSET

**ปรับไปใช้ราคาเป้าหมายปี 2022 ที่ 7.00 บาท**

เราปรับไปใช้ราคาเป้าหมายปี 2022 ที่ 7.00 บาท อิง PE 23.0 เท่า ซึ่งปรับขึ้นจากเดิมที่ 15.0 เท่า ระดับ PE ดังกล่าวเท่ากับ ITEL ซึ่งถือว่าเราให้ Premium กับ INSET พอสมควรเพราะ ITEL มี Recurring income สูงกว่ามาก โดยอยู่ที่ 60% มีอัตรากำไรขั้นต้น 24-25% อัตรากำไรสุทธิ 11-12% สูงกว่า INSET ถึงแม้ว่าเราจะให้ Premium แล้วแต่ก็ยังต่ำกว่าราคาหุ้นปัจจุบัน จึงแนะนำขายเพราะเต็มมูลค่า สำหรับราคาเป้าหมายดังกล่าว ยังไม่ได้รวมการใช้สิทธิของ INSET-W1 ซึ่งหากมีการใช้สิทธิทั้งหมด ราคาเป้าหมาย Full dilution จะเป็น 4.60 บาท

## ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

### ความเสี่ยงจากการพึ่งพาลูกค้ารายใหญ่

INSET เป็นผู้รับเหมาช่วง ใช้งานต่อจากผู้รับเหมาหลักมาโดยตลอดโดยเฉพาะ W&W ซึ่งเป็นบริษัทในกลุ่ม TRUE บริษัทจึงมีความเสี่ยงจากการพึ่งพาลูกค้ารายใหญ่มาก ทั้งนี้ บริษัทมีนโยบายและแนวทางในการลดการพึ่งพาลูกค้ารายใหญ่ทั้งในระยะสั้นและระยะยาว โดยการขยายฐานลูกค้า ขยายการดำเนินงานให้มีลักษณะเป็น one-stop service และลดการพึ่งพาลูกค้ารายใดรายหนึ่ง

### ความเสี่ยงจากการพึ่งพาศูนย์ข้อมูล

ธุรกิจรับเหมาก่อสร้างและติดตั้งโครงการต่างๆ เป็นงานที่ต้องอาศัยบุคลากรหลายส่วนในการรับงานและดำเนินการ ไม่ว่าจะเป็นผู้บริหาร กลุ่มผู้ก่อตั้งบริษัท วิศวกร อย่างไรก็ตาม บริษัทเชื่อว่าได้รับงานด้วยชื่อเสียงของคุณภาพของงาน การพึ่งพามา 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 ภาวะการแข่งขันจึงรุนแรงนัก แต่ในธุรกิจก่อสร้างโครงสร้างพื้นฐานและโครงข่ายโทรคมนาคม เป็นงานที่มีความซับซ้อนมาก 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	1,511	1,674	1,837
Cost of services	1,004	1,268	1,238	1,359	1,493
Gross profit	213	233	272	314	344
SG&A	67	66	76	82	95
Operating profit	145	167	197	232	249
Other income	3	3	1	1	1
EBIT	145	167	197	232	249
EBITDA	149	178	204	241	258
Interest expense	1	1	1	1	2
Tax	27	34	39	47	50
EAT	120	135	157	186	199
Minority interest	0	0	0	0	0
Norm profit	120	135	157	186	199
Extra	0	0	0	0	0
Net profit	120	135	157	186	199

**Cash Flow Statement (Consolidated)**

(Bt mn) - End Sep	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Profit before tax	120	135	197	233	249
Deprec. & amortization	3	10	7	8	9
Change in working capital	-91	-358	72	-62	-58
Other adjustments	29	35	13	-2	30
Cash flow from operations	61	-178	289	176	230
Capital expenditure	-284	-339	-134	-102	-85
Others	-15	502	-45	-38	-56
Cash flow from investing	-299	163	-179	-140	-141
Free cash flow	-238	-15	109	36	89
Net borrowings	-14	-12	-5	-6	-8
Equity capital raised	381	0	0	0	0
Dividends paid	-80	-86	-66	-78	-84
Others	0	0	0	0	0
Cash flow from financing	287	-97	-71	-84	-92
Net change in cash	49	-112	38	-48	-3

**Balance Sheet (Consolidated)**

(Bt mn) - End Sep	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Cash	223	111	149	101	98
Accounts receivable	169	485	497	541	554
Unbilled receivables	259	498	476	509	554
Other current assets	251	80	76	84	92
Total current assets	903	1,174	1,197	1,235	1,297
Restricted cash	51	51	51	51	51
PPE	83	86	91	96	101
Other assets	8	10	12	14	16
Total assets	1,045	1,332	1,363	1,407	1,476
Short-term loans	0	0	0	0	0
Trade account payable	179	440	406	404	403
Current maturity	9	13	9	7	5
Other current liabilities	25	10	8	11	10
Total current liabilities	212	465	423	422	418
Long-term loan	13	11	8	4	3
Other non-current liab.	39	17	17	10	10
Total liabilities	264	493	448	436	431
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	202	258	332
Total equity	780	839	915	971	1,045

**Important Ratios**

End Sep	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Growth (%)</b>					
Revenue	21.6	23.4	0.7	10.8	9.7
EBITDA	29.3	19.6	14.8	17.9	7.4
Net profit	27.0	12.8	16.1	18.2	7.0
Normalized earnings	34.6	12.8	16.1	18.2	7.0
<b>Profitability (%)</b>					
Gross profit margin	17.5	15.5	18.0	18.8	18.7
EBITDA margin	12.2	11.8	13.5	14.4	14.1
EBIT margin	11.9	11.1	13.0	13.9	13.6
Normalized profit margin	9.9	9.0	10.4	11.1	10.8
Net profit margin	9.9	9.0	10.4	11.1	10.8
Normalized ROA	11.5	10.2	11.5	13.2	13.5
Normalized ROE	15.4	16.1	17.2	19.1	19.0
Normalized ROCE	14.4	15.6	16.7	18.9	18.8
<b>Risk (x)</b>					
D/E	0.3	0.6	0.5	0.4	0.4
Net D/E	0.1	0.5	0.3	0.3	0.3
Net debt/EBITDA	0.3	2.1	1.5	1.4	1.3
<b>Per share data (Bt)</b>					
Reported EPS	0.27	0.24	0.26	0.30	0.32
Normalized EPS	0.21	0.24	0.26	0.30	0.32
EBITDA	0.27	0.32	0.33	0.39	0.42
Book value	1.39	1.50	1.49	1.58	1.70
Dividend	0.11	0.13	0.11	0.13	0.14
Par	0.50	0.50	0.50	0.50	1.00
<b>Valuations (x)</b>					
P/E	28.9	32.2	30.5	25.8	24.1
Norm P/E	36.4	32.2	30.5	25.8	24.1
P/BV	5.6	5.2	5.2	4.9	4.6
EV/EBITDA	10.4	9.3	8.8	7.6	7.1
Dividend yield (%)	1.4	1.7	1.4	1.6	1.7

Source: Company data, FSS research



**บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)**

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