

Thailand Company Update

เมโทรซิสเต็มส์คอร์ปอเรชั่น

Bloomberg: MSC TB | Reuters: MSC.BK

Refer to important disclosures at the end of this report

DBS Group Research . Equity

24 Nov 2020

BUY

Last Traded Price (23 Nov 2020): Bt6.50 (SET : 1,420.43)

Price Target 12-mth: Bt7.21 (10.9% upside)

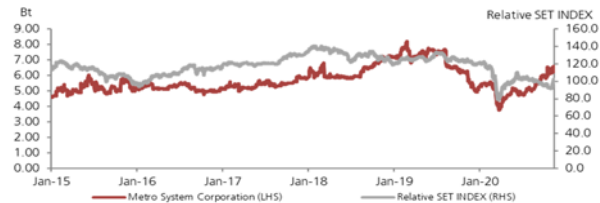
Analyst

Pongpat Siripipat +662 857 7825; pongpats@th.dbs.com

What's New

- กำไร 3Q20 +38.7%YoY และ +349.7%QoQ เป็น 59.4 ล้านบาท จากรายได้ลูกค้าธนาคารที่สูง แต่คาดว่าจะเป็นอย่างนี้เพียงครั้งเดียว
- อัตรากำไรขั้นต้นไตรมาสนี้ยังลดลงต่อเหลือเพียง 13.8% จากไตรมาสก่อน 16.3% และปีก่อนที่ 15.6% จากซอฟต์แวร์ที่มีอัตรากำไรลดลง
- กำไร 9M20 คิดเป็น 75.8% ของกำไรที่ประเมินไว้ทั้งปี
- ไตรมาสนี้มีการตั้งสำรองค่าตาม TFRS 9 อีก 17.3 ล้านบาท
- แนวโน้มกำไร 4Q20F จะลดลงหลังจากไตรมาส 3 มีรายได้จากลูกค้าธนาคารเข้ามามากกว่าปกติ
- คงคำแนะนำซื้อ ราคาพื้นฐานอยู่ที่ 7.21 บาท มีส่วนเพิ่ม 10.9% จากราคาปิด และเดบที่ปันผล ประเมินปันผลไว้ที่ 6.4% ในปี 2020 และปี 2021 ที่ 7.1%

Price Relative



Forecasts and Valuation

FY Dec	2019A	2020F	2021F	2022F
Turnover (Btm)	7,402	7,455	7,340	7,521
Operating profit(Btm)	284	273	306	329
Operating profit growth	-22%	-4%	12%	8%
EBITDA (Btm)	390	364	397	422
Net profit (Btm)	222	176	236	253
EPS (Btm)	0.62	0.49	0.66	0.70
EPS growth	-21.1%	-20.7%	33.6%	7.4%
BVS (Bt)	5.15	5.19	5.42	5.66
DPS (Bt)	0.45	0.42	0.46	0.49
EV/EBITDA	6.3	7.3	6.9	6.7
Payout Ratio	73%	85%	70%	70%
Dividend Yield(%)	6.9%	6.4%	7.1%	7.6%
P/E (x)	10.5	13.3	9.9	9.2
P/BVS (x)	1.3	1.3	1.2	1.1
P/CFS(x)	7.1	8.8	7.1	6.8
Net debt/equity(x)	0.1	0.2	0.2	0.2
ROE (%)	11.9	9.3	12.1	12.5
ROA (%)	8.4	6.7	9.1	9.9

Earnings Rev (%):

Source of all data on this page: Company, DBSVTH, Bloomberg Finance L.P.
THAI-CAC (as of Jun 2019) Certified
Corporate Governance CG Rating (as of Oct 2019)



กำไรโตจากรายได้สูงแต่มีโอกาซชะลอลดตัวลงใน 4Q

ธีมลงทุน : การเปลี่ยนผ่านเข้าสู่ยุคดิจิทัลช่วยหนุนธุรกิจบริษัท

คาดผลประกอบการปี 2020 ลดลงจากตั้งสำรองค่าการปรับบัญชีไทย และช่วงโควิด19 ซึ่งไม่ได้เกิดขึ้นบ่อย แต่การเติบโตของอุตสาหกรรม IT ที่ทุกธุรกิจมุ่งหน้าสู่การเป็นดิจิทัล หนุนให้บริษัทมีโอกาสเติบโตตามอุตสาหกรรมที่เติบโตได้ มีการใช้โซลูชันต่างๆมากขึ้น เป็นโอกาสของบริษัท

จุดแข็งของบริษัทอยู่ที่อัตราการซื้อสินค้าและบริการซ้ำสูง ลูกค้าของบริษัทที่กลับมาซื้อสินค้าซ้ำ มีสัดส่วนที่สูงถึง 86% ของรายได้ทั้งหมด ถือว่าสูงมาก หากบริษัททำการตลาดในโซลูชันหรือเทคโนโลยีใหม่ๆเพิ่มเติม จะทำให้บริษัทมีโอกาสเติบโตได้ไม่ยาก

อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงอย่างต่อเนื่อง บริษัทปกติมีการจ่ายเงินปันผลสม่ำเสมอและอยู่ในอัตราที่สูง ในระดับ 5%-8% ต่อปี โดยคาดแนวโน้มปันผลปี 2021-2022 กลับมาสูงเฉลี่ย 7%-8% ต่อปี

การประเมินมูลค่าหุ้น ราคาเป้าหมายทางพื้นฐาน 1 ปีข้างหน้าเท่ากับ 7.21 บาท โดยอิงกับ P/E ปี 2021F ที่ 11 เท่า ซึ่งเป็นค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 3 ปี แนะนำ "ซื้อ"

ความเสี่ยงหลัก 1.การแข่งขันสูง คู่แข่งเป็นตัวแทนจำหน่ายทำให้ไม่มีความแตกต่างของสินค้า 2.ความเสี่ยงจากเทคโนโลยีที่เปลี่ยนแปลงจากการลงทุนซื้ออุปกรณ์ IT เปลี่ยนเป็นเช่าหรือเช่าซื้อสินค้า IT แทน 3.ความเสี่ยงด้านบุคลากรที่ไม่เพียงพอ 4.ความเสี่ยงจากเศรษฐกิจ

At A Glance

Issued Capital (m shrs)	360
Mkt. Cap (Btm/US\$m)	2,250 / 74
Major Shareholders (%)	
บริษัท เมโทรเวลลูครีเอชั่น จำกัด	24.54
บริษัท เมโทรฟอส จำกัด	19.21
บริษัท เอ็มซี เบเคอร์ จำกัด	12.89
Free Float (%)	35.59
3m Avg. Daily Val (US\$m)	0.12
SET Industry : Technology /Information & Communication Technology	



DBS
Live more, Bank less

วิเคราะห์ผลประกอบการ 3Q20 และ 9M20

ผลประกอบการ 3Q20 กำไรกลับมาฟื้นตัวดี กำไร 3Q20 อยู่ที่ +59.4 ล้านบาทคิดเป็นการเพิ่มขึ้น +38.7%YoY และ +349.7%QoQ โดยรายได้ที่เพิ่มขึ้นถึง +24.7%YoY และ +43.1%QoQ เป็นปัจจัยหลักที่หนุนให้กำไรสุทธิเพิ่มขึ้น โดยรายได้ที่เพิ่มขึ้นเกิดจากรายได้ในส่วนของโปรเจกต์อาคาร ซึ่งจะจบการรับรู้ในไตรมาสสี่และไม่ได้มีต่อเนื่องใน 4Q20

อัตรากำไรขั้นต้นในไตรมาสนี้ลดลงอย่างมีนัยสำคัญ จากรดับ 16.3% ใน 2Q20 ลดลงเหลือเพียง 13.8% ใน 3Q20 และเทียบกับ 3Q19 ที่ 15.6% ถือว่าลดลงต่อเนื่อง สาเหตุหลักมาจากยอดขายซอฟต์แวร์ของไมโครซอฟท์ที่มีการแข่งขันสูง แม้ว่าจะช่วยหนุนรายได้ให้เพิ่มขึ้น แต่อัตรากำไรลดลง ซึ่งแนวโน้มอัตรากำไรของผลิตภัณฑ์ไมโครซอฟท์ที่ลดลง คาดว่าที่ยังทรงตัวต่ำต่อเนื่องไปจนถึงปี 2021 แต่บริษัทพยายามเน้นยอดขายในส่วนของบริการที่มีอัตรากำไรสูงกว่า ให้มากขึ้นเพื่อหนุนไม่ให้อัตรากำไรบริษัทโดยรวมลดลงมาก

ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายลดลงเร็ว ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารลดลงสวนทางกับฐานรายได้ที่เติบโตอย่างมากใน 3Q20 โดยสัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขาย(%SG&A to Sale) ลดลงจาก 3Q19 ที่ 13.7% และ 2Q20 ที่ 12.5% เหลือเพียง 10.4% สาเหตุมาจากการลดต้นทุนของบริษัท และรายได้ของบริษัทที่เพิ่มขึ้นในระดับสูงมาก ใน 3Q20 ส่งผลให้เกิดการประหยัดต่อขนาด เป็นอีกปัจจัยที่ช่วยหนุนผลประกอบการใน 3Q20 ให้กลับมาเพิ่มขึ้น

ไตรมาสนี้มีการตั้งสำรองตาม TFRS 9 อีก 17.3 ล้านบาท เนื่องจากบริษัทมีสินทรัพย์ที่เข้าไปติดตั้งให้กับ บมจ. การบินไทย และ บมจ. การบินไทยเข้าสู่กระบวนการฟื้นฟูกิจการ ทำให้ต้องตั้งสำรองด้วยค่าผลขาดทุนด้านเครดิตที่คาดว่าจะเกิดขึ้นหรือ ECL โดยได้มีการบันทึกไปแล้วตั้งแต่ไตรมาส 1 ที่ 0.093 ล้านบาท ในไตรมาส 2 ที่ 29.5 ล้านบาท และในไตรมาส 3 ที่ 17.3 ล้านบาท โดยรวมมีการตั้งสำรองด้วยค่าไปแล้ว 46.92 ล้านบาท ซึ่งคาดว่าทั้งปี 2020 จะมีค่าใช้จ่ายในส่วนนี้ประมาณ 50 ล้านบาท

กำไร 9M20 ลดลง -8.2%YoY เป็นผลจากสำรองด้วยค่ากำไร 9 เดือนมีกำไรสุทธิอยู่ที่ 133.9 ล้านบาท ลดลงจากปี 2019 ที่ 9 เดือนมีกำไรสุทธิที่ 145.8 ล้านบาทหรือคิดเป็นการลดลง 8.2% ซึ่งการที่กำไรสุทธิลดลงสาเหตุหลักเป็นผลจากการตั้งสำรองด้วยค่าด้านเครดิตที่คาดว่าจะเกิดขึ้นหรือ ECL ซึ่ง 9 เดือนที่ผ่านมาตั้งไปทั้งหมด 46.92 ล้านบาท และส่งผลให้กำไรทั้งปีมีโอกาสชะลอตัวลง นอกจากนี้หากแนวโน้มไตรมาส 4 ไม่มีรายได้สูงเข้ามาหนุน ผลประกอบการมีโอกาสชะลอตัวลงจากแนวโน้มอัตรากำไรที่ลดลง โดยรวมแนวโน้มผลประกอบการปีนี้ได้รับผลกระทบจากประเด็นเรื่องสำรองการด้วยค่าการบินไทยและอัตรากำไรที่ลดลงเป็นหลัก

กำไร 9M20 เดือนคิดเป็น 75.9% ของคาดการณ์กำไร 2020 ผลประกอบการ 9 เดือนมีกำไรสุทธิอยู่ที่ 133.9 ล้านบาท คิดเป็น 75.9% ของคาดการณ์กำไรทั้งปี 2020 ที่ 176.5 ล้านบาท ซึ่งเห็นการฟื้นตัวจากครึ่งปีแรกค่อนข้างมาก แต่เป็นผลจากรายได้ของโปรเจกต์อาคารที่มีเข้ามามากในไตรมาส 3 แต่เป็นเพียงครั้งเดียวและไม่ต่อเนื่องไปจนถึงไตรมาส 4 ในขณะที่อัตรากำไรขั้นต้นมีแนวโน้มชะลอตัวลง จากการแข่งขันที่สูงและอัตรากำไรของธุรกิจซอฟต์แวร์มีแนวโน้มลดลง

MSC : ผลประกอบการ 3Q20 และ 9M20

FY Dec (m)	3Q19	2Q20	3Q20	%Chg YoY	%Chg QoQ	9M19	9M20	%Chg YoY
Sales	1,737	1,513	2,165	24.7%	43.1%	5,565	5,694	2.3%
Cost of Goods Sold	(1,466)	(1,266)	(1,867)	27.4%	47.5%	(4,688)	(4,878)	4.1%
Gross Profit	271	247	298	10.1%	20.8%	877	816	(7.0%)
Other Operating Income	17	35	14	(20.9%)	(61.3%)	53	67	24.6%
<i>Distribution Costs Administration Expenses</i>	(36)	(26)	(31)	(14.6%)	18.8%	(105)	(90)	(14.5%)
<i>FX and others</i>	0	0	0	n.a.	n.a.	0	0	n.a.
SG&A Expenses	(237)	(189)	(224)	(5.4%)	18.7%	(749)	(668)	(10.7%)
EBIT	51	50	88	72.4%	76.1%	181	170	(6.1%)
Non-Operating Income	0	(43)	6	n.a.	n.a.	0	6	n.a.
Interest Expense	(3)	(4)	(3)	(6.3%)	(28.1%)	(11)	(9)	(17.0%)
Pretax Profit	49	15	73	47.0%	390.7%	172	161	(6.2%)
Tax	(6)	(1)	(13)	102.6%	798.1%	(26)	(27)	4.4%
Net Profit	42.9	13.2	59.4	38.7%	349.7%	145.8	133.9	(8.2%)
Margins (%)								
Gross Margin	15.6	16.3	13.8					
SGA % Sales	13.7	12.5	10.4					
EBIT Margin	2.9	3.3	4.0					
Pre-tax Margin	2.8	1.0	3.3					
Net Margin	2.5	0.9	2.7					
Effective Tax Rate %	13.1	9.8	18.0					

ที่มา : MSC, SET, DBSVTH

แนวโน้มธุรกิจและผลประกอบการงวด 4Q20F และปี 2021F

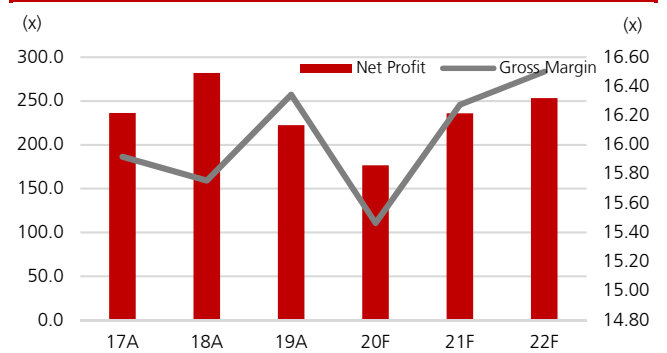
คาดแนวโน้มกำไรสุทธิ 4Q20F จะลดลงเมื่อเทียบกับ 3Q20 โดยคาดว่าจะรายได้จะลดลงจาก 3Q20 ที่อยู่ที่ระดับ 2,165 ล้านบาท เหลือราว 1700-1800 ล้านบาท เนื่องจากไม่ได้มีงานโปรเจกต์ธนาคารที่รับรู้และจบไปในไตรมาส 3 ซึ่งเป็นปัจจัยหลักที่เคยหนุนกำไรสุทธิให้ปรับตัวเพิ่มขึ้น ทำให้กำไรกลับเข้าสู่ระดับปกติ

คาดแนวโน้มอัตรากำไร 4Q20F ยังจะลดลงจากไตรมาส 3 ที่ลดลง เบื้องต้นคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นใกล้เคียงกับไตรมาส 3 ที่ระดับ 13.8% นอกจากนี้การที่รายได้ไม่ได้อยู่ในระดับสูงจะส่งผลให้การประหยัดต่อขนาดลดลงไป และสัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขาย(%SG&A to Sale) กลับมาเพิ่มขึ้นหลังจากที่ในไตรมาส 3 ลดลงเหลือเพียง 10.4% ลดลงจาก 2Q20 ที่ 12.5% ทำให้แนวโน้มอัตรากำไรส่วนความสามารถในการทำกำไรลดลง ทั้งในส่วนของอัตรากำไรขั้นต้นและอัตรากำไรสุทธิ

คาดจะมีการตั้งสำรองการด้อยค่าการบันไทยใน 4Q20F อีก แต่การตั้งสำรองในส่วนที่เหลือไตรมาส 4 ไม่อยู่ในระดับที่สูงนัก เหลือประมาณ 4 ล้านบาทในส่วนของลูกหนี้ซึ่งได้ทยอยตั้งมาตั้งแต่ 1Q20 แล้ว ซึ่ง 9 เดือนที่ผ่านมาตั้งไปทั้งหมด 46.92 ล้านบาท และคาดว่าไตรมาส 4 นี้ จะมีสำรองการด้อยค่าในส่วนของสินค้าคงเหลือ ซึ่งไม่ได้เคยมีการตั้งมาก่อนอีกประมาณ 4 ล้านบาท เป็นปัจจัยที่กดดันผลประกอบการ

ประเมินกำไรในปี 2021F กลับมาเติบโตเป็นปกติ โดยประเมินกำไรในปี 2020 ลดลงเหลือ 176 ล้านบาท หรือ ลดลง 20.7% จากปี 2019 แต่จะกลับมาฟื้นตัวเป็นปกติและคาดว่าจะมีกำไร 235.9 ล้านบาทในปี 2021 หรือคิดเป็นการเติบโต 33.6%YoY จากฐานที่ต่ำ ซึ่งในปี 2021 จะไม่มีค่าใช้จ่ายพิเศษจากการตั้งสำรอง

กราฟกำไรสุทธิและอัตรากำไร



ที่มา : MSC, SET, DBSVTH

แนะนำซื้อ โดยให้ราคาเป้าหมายทางพื้นฐาน 1 ปีข้างหน้าเท่ากับ 7.21 บาท โดยอิงกับ P/E ปี 2021F ที่ 11 เท่า ซึ่งเป็นค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 3 ปี ภายใต้เกณฑ์ที่อนุรักษ์นิยมเมื่อเทียบกับการเติบโตที่จะกลับมาเพิ่มขึ้นสูงในช่วงปี 2021 จากฐานที่ต่ำในปี 2020 และเด่นที่เงินปันผล ประเมินปันผลไว้ที่ 6.4% ในปี 2020 และเฉลี่ย 7%-8% ในปี 2021-2022

MSC : P/E Band



ที่มา : SET, DBSVTH

MSC : P/BV Band



สมมติฐาน ตารางงบการเงิน และประมาณการ

MSC : Key Assumptions and breakdown

FY Dec (m)	18A	19A	20F	21F	22F
Sales	7,974	7,402	7,455	7,340	7,521
Sale Growth (%)	7.8	(7.2)	0.7	(1.5)	2.5
Gross Margin	15.8	16.3	15.5	16.3	16.5
SG&A/Sales	13.1	13.4	12.9	13.1	13.1
Tax Rate	(18.5)	(18.6)	(18.5)	(18.5)	(18.5)
Dividend Payout Ratio	60%	73%	85%	70%	70%
Revenue Breakdown					
Sale	7,017	6,335	6,335	6,186	6,310
Services	939	1,049	1,101	1,134	1,191
Lease	17	18	18	19	20
Total	7,974	7,402	7,455	7,340	7,521
Proportion					
Sale	88.0%	85.6%	85.0%	84.3%	83.9%
Services	11.8%	14.2%	14.8%	15.5%	15.8%
Lease	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%
Total	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

ที่มา : MSC, SET, DBSVTH

MSC : Profit & Loss Statement (Btm)

FY Dec (m)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
Sales	7,974	7,402	7,455	7,340	7,521
Cost of Goods Sold	(6,717)	(6,192)	(6,302)	(4,951)	(5,039)
Gross Profit	1,256	1,210	1,153	1,195	1,241
Other Operating Income	78	73	79	73	74
<i>Distribution Costs</i>	(163)	(155)	(153)	(154)	(158)
<i>Administration Expenses</i>	(807)	(843)	(805)	(807)	(827)
Other Operating Expenses	(970)	(998)	(958)	(962)	(985)
EBIT	363	284	273	306	329
Non-Operating Income	0	0	0	0	0
Interest Expense	(18)	(13)	(9)	(18)	(21)
Pretax Profit	346	273	217	289	311
Tax	(64)	(51)	(40)	(54)	(57)
Net Profit	282	222	176	236	253
EPS	0.78	0.62	0.49	0.66	0.70
DPS	0.47	0.45	0.42	0.46	0.49
Growth Rates (%)					
Sales	7.8	(7.2)	0.7	(1.5)	2.5
COGS	8.0	(7.8)	1.8	(21.4)	1.8
SGA Expenses	6.4	2.8	(4.0)	0.4	2.5
EBIT	15.7	(21.8)	(3.8)	11.7	7.8
Pretax Pft	16.6	(21.0)	(20.7)	33.6	7.4
Net Profit	19.3	(21.1)	(20.7)	33.6	7.4
Margins (%)					
Gross Margin	15.8	16.3	15.5	16.3	16.5
EBITDA Margin	5.8	5.3	4.9	5.4	5.6
EBIT Margin	4.6	3.8	3.7	4.2	4.4
Pre-tax Margin	4.3	3.7	2.9	3.9	4.1
Net Margin	3.5	3.0	2.4	3.2	3.4
Effective Tax Rate %	(18.5)	(18.6)	(18.5)	(18.5)	(18.5)
ROE (%)	16%	12%	9%	12%	12%
ROA (%)	11%	8%	7%	9%	10%

ที่มา : MSC, SET, DBSVTH

MSC : Quarterly Profit & Loss Statement (Btm)

FY Dec (m)	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20
Sales	2,310	2,174	1,654	1,737	1,837	2,016	1,513	2,165
Cost of Goods Sold	(1,975)	(1,838)	(1,385)	(1,466)	(1,504)	(1,746)	(1,266)	(1,867)
Gross Profit	334	337	270	271	333	271	247	298
Other Operating Income	14	23	13	17	19	18	35	14
<i>Distribution Costs</i>	(64)	(37)	(31)	(36)	(51)	(32)	(26)	(31)
<i>Administration Expenses</i>	(217)	(218)	(225)	(201)	(198)	(223)	(163)	(193)
<i>FX and others</i>	0	0	0	0	0	0	(43)	6
SG&A Expenses	(281)	(255)	(256)	(237)	(249)	(255)	(189)	(224)
EBIT	67	104	26	51	103	33	50	88
Non-Operating Income	0	0	0	0	0	43	(43)	6
Interest Expense	(4)	(4)	(4)	(3)	(3)	(3)	(4)	(3)
Pretax Profit	63	100	22	49	101	74	15	73
Tax	(12)	(16)	(4)	(6)	(25)	(13)	(1)	(13)
Net Profit	51	84	19	43	74	61	13	59

ที่มา : MSC, SET, DBSVTH

MSC : Balance Sheet Statement (Btm)

FY Dec (Btm)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
Cash & Bank Balances	54	42	68	36	49
Trade Receivables	1,672	1,321	1,328	1,347	1,380
Inventories	401	447	425	284	291
Other Current Assets	12	11	11	11	12
Current Assets	2,450	2,255	2,360	2,223	2,294
Net Fixed Assets	567	507	481	434	387
Deferred Tax Asset	28	35	36	37	38
Other LT Assets	3	3	3	3	3
Non Current Assets	1,061	1,027	1,060	1,090	1,121
Total Assets	3,510	3,282	3,420	3,313	3,414
Trade Payables	1,081	900	851	732	745
OD & ST Debt	228	148	350	400	500
Current portion of Long-term Liabilities	5	5	5	5	5
Other ST Liabilities(LT loan from FI)	22	49	28	29	29
Current Liabilities	1,429	1,169	1,282	1,200	1,311
LT Debt	23	13	15	16	17
Deferred Tax Liabilities(Other LT)	57	31	36	41	47
Employee benefit obligations(Other LT)	127	167	169	220	286
Other LT Liabilities	12	8	10	11	11
Non Current Liabilities	219	219	230	287	361
Total Liabilities	1,648	1,389	1,513	1,320	1,333
Ordinary Capital	360	360	360	360	360
Share Premium	234	234	234	234	234
Reserve	1,266	1,294	1,308	1,394	1,482
Total Shareholders' Equity	1,862	1,893	1,907	1,993	2,081
Total Liabilities and Equity	3,510	3,282	3,420	3,313	3,414

ที่มา : MSC, SET, DBSVTH

MSC : Cash Flow Statement (Btm)

FY Dec (Btm)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
Pre-Tax Profit	346	273	217	289	311
Dep. & Amort.	99	106	91	92	93
Tax Paid	(64)	(51)	(40)	(54)	(57)
Assoc. & JV Inc/(loss)	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)
Chg in Wkg. Cap.	613	(251)	138	17	40
Other Operating CF	(1,253)	546	(129)	1	(24)
Net Operating CF	(259)	620	274	343	360
Capital Exp.(net)	(216)	537	(65)	(45)	(45)
Other Invts.(net)	214	(551)	(90)	(91)	(94)
Invts in Assoc. & JV	492	(237)	(65)	(66)	(66)
Div from Assoc & JV	0	0	0	0	0
Other Investing CF	(0)	(1)	0	0	0
Net Investing CF	490	(251)	(220)	(202)	(205)
Div Paid	(156)	(168)	(162)	(150)	(165)
Chg in Gross Debt	98	(113)	203	51	101
Capital Issues	0	0	0	0	0
Other Financing CF	(158)	(76)	(70)	(74)	(77)
Net Financing CF	(216)	(358)	(29)	(173)	(141)
Currency Adjustments	0	0	0	0	0
Chg in Cash	15	11	26	(31)	13
Opg CFPS (Bt)	(0.72)	1.72	0.76	0.95	1.00

ที่มา : MSC, SET, DBSVTH






MSC :Rates & Ratios (Btm)

Profitability(%)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
Gross margin	15.8	16.3	15.5	16.3	16.5
Operating Margin	4.6	3.8	3.7	4.2	4.4
EBITDA Margin	5.8	5.3	4.9	5.4	5.6
SG&A/Sales	13.1	13.4	12.9	13.1	13.1
Admin/Sales	10.9	11.3	10.8	11.0	11.0
Tax rate	-18.5	-18.6	-18.5	-18.5	-18.5
Net Profit Margin	3.5	3.0	2.4	3.2	3.4
Financial Ratio	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
Interest Bearing Debt (Btm)	250	162	365	416	517
Cash & ST Inv (Btm)	54	42	68	36	49
Net Debt(Cash) (Btm)	196	120	297	379	467
Total Liabilities (Btm)	1,648	1,389	1,513	1,320	1,333
Equity (Btm)	1,860	1,889	1,903	1,988	2,077
D/E(x)	0.9	0.7	0.8	0.7	0.6
Net Gearing(x)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
Interest Coverage Ratio(x)	19.9	21.4	30.8	16.7	15.8
Asset/Debt(x)	2.1	2.4	2.3	2.5	2.6
Debts/EBITDA(X)	3.6	3.6	4.2	3.3	3.2
Market Cap (Btm)	2,304	2,304	2,304	2,304	2,304
Net Debt(Cash)/Share(Bt)	0.5	0.3	0.8	1.1	1.3
Cost of Funds	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
Avg Interest Bearing Debts (Btm)	168	206	263	390	466
Interest Exp (Btm)	(18)	(13)	(9)	(18)	(21)
Cost of Funds*	10.9%	6.5%	3.4%	4.7%	4.5%
Liquidity	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
AR/Sales	22.6%	17.9%	17.8%	18.4%	18.4%
AP/Cost of Sales	16.1%	14.5%	13.5%	14.8%	14.8%
Inventory/Cost of Sales	6.0%	7.2%	6.8%	5.7%	5.8%
Current Ratio(x)	1.7	1.9	1.8	1.9	1.8
Quick Ratio(x)	1.4	1.5	1.5	1.6	1.5
Receivable Turnover(x)	4.8	5.6	5.6	5.4	5.4
Collection Period (Day)	77	65	65	67	67
Inventory Turnover(x)	16.5	14.3	14.6	17.1	17.0
Inventory Period(Day)	22.1	25.5	25.0	21.3	21.5
Account Payable Turnover(x)	6.1	6.8	7.3	6.6	6.6
Account Payable Period(x)	59.6	54.0	50.0	55.0	55.0
Efficiency Ratio	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
ROA	10.9	8.4	6.7	9.1	9.9
ROE	15.7	11.9	9.3	12.1	12.5
Asset Turnover(x)	2.3	2.3	2.2	2.2	2.2
Dividend Payment	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
Dividend Payment (Btm)	169	162	150	165	177
DPS(Bt)	0.47	0.45	0.42	0.46	0.49
Payout Ratio	60%	73%	85%	70%	70%

*Cost of Funds and FX expense

ที่มา : MSC, SET, DBSVTH

Corporate Governance CG Rating is based on Thai Institute of Directors (IOD)'s annual assessment of corporate governance practices of listed companies. The assessment covers 235 criteria in five categories including board responsibilities (35% weighting), disclosure and transparency (20%), role of stakeholders (20%), equitable treatment of shareholders (10%) and rights of shareholders (15%). The IOD then assigns numbers of logos to each company based on their scoring as follows:

Score	Range Number of Logo	Description
90-100		Excellent
80-89		Very Good
70-79		Good
60-69		Satisfactory
50-59		Pass
<50	No logo given	N/A

THAI-CAC is Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of Jun 24, 2019) are categorised into:

Score	Description
ประกาศเจตนาธรรมณ์	ได้ประกาศเจตนาธรรมณ์เข้าร่วม CAC
ได้รับการรับรอง	ได้รับการรับรอง CAC

DBSV recommendations are based an Absolute Total Return* Rating system, defined as follows:

STRONG BUY (>20% total return over the next 3 months, with identifiable share price catalysts within this time frame)

BUY (>15% total return over the next 12 months for small caps, >10% for large caps)

HOLD (0-15% total return over the next 12 months for small caps, 0-10% for large caps)

FULLY VALUED (negative total return i.e. > -10% over the next 12 months)

SELL (negative total return of > -20% over the next 3 months, with identifiable catalysts within this time frame)

Share price appreciation + dividends

DBS Vickers Research is available on the following electronic platforms: DBS Vickers (www.dbsvresearch.com); Thomson (www.thomson.com/financial); Factset (www.factset.com); Reuters (www.rbr.reuters.com); Capital IQ (www.capitaliq.com) and Bloomberg (DBSR GO). For access, please contact your DBSV salesperson.

คำรับรองของนักวิเคราะห์ นักวิเคราะห์ขอรับรองว่าความคิดเห็นที่เกี่ยวกับบริษัทและหลักทรัพย์ในรายงานฉบับนี้ได้สะท้อนถึงความคิดเห็นส่วนตัว นักวิเคราะห์รับรองว่าไม่มีผลตอบแทนส่วนหนึ่งส่วนใดของตนมีความสัมพันธ์กับคำแนะนำหรือความคิดเห็นดังกล่าวไว้ในรายงานฉบับนี้ ทั้งในทางตรงและทางอ้อม เอกสารฉบับนี้จัดทำโดยฝ่ายวิจัยหลักทรัพย์ บริษัทหลักทรัพย์ ดีบีเอส วิกเคอร์ส (ประเทศไทย) จำกัด โดยอยู่บนพื้นฐานวิชาชีพการวิเคราะห์หลักทรัพย์ และอาศัยข้อมูลจากแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือว่าเชื่อถือได้อย่างก็ตาม ผู้จัดทำไม่รับประกันความครบถ้วน และความถูกต้องของข้อมูลดังกล่าว ความคิดเห็นที่ผู้จัดทำแสดงในเอกสารฉบับนี้สามารถเปลี่ยนแปลงได้ โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบ เอกสารฉบับนี้จัดทำเพื่อเป็นการเผยแพร่ข้อมูลโดยทั่วไปเท่านั้น คำแนะนำที่ปรากฏในเอกสารนี้ไม่มีวัตถุประสงค์เพื่อชี้เฉพาะเจาะจงสำหรับการลงทุน และมีได้ทำขึ้นเพื่อแทนการตัดสินใจการซื้อขายหลักทรัพย์ของท่าน หรือเพื่อสถานการณ์ทางการเงิน ตลอดจนการการลงทุนที่ต้องการแนะนำโดยเฉพาะเจาะจง ซึ่งท่านควรขอรับคำแนะนำจากที่ปรึกษาด้านกฎหมายหรือจากที่ปรึกษาด้านการเงินต่างหาก ผู้จัดทำไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายที่อาจเกิดขึ้น หรือที่เกิดขึ้นโดยตรง หรือเป็นผลต่อเนื่องที่อาจเกิดขึ้น หรือที่ก่อกำเนิดขึ้นจากการใช้เอกสารนี้ หรือจากการติดต่อสื่อสารภายหลังเกี่ยวกับเอกสารนี้ เอกสารฉบับนี้ไม่มีวัตถุประสงค์เพื่อการเสนอขาย และ/หรือชักจูงให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ บริษัทหลักทรัพย์ ดีบีเอส วิกเคอร์ส (ประเทศไทย) จำกัด กรรมการ เจ้าหน้าที่ และพนักงานของบริษัทหลักทรัพย์ ดีบีเอส วิกเคอร์ส (ประเทศไทย) จำกัด อาจดำรงตำแหน่ง หรือมีส่วนได้เสีย และอาจเข้าทำรายการเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ รวมถึงอาจดำเนินการในลักษณะเป็นตัวแทนนายหน้า ที่ปรึกษาทางการเงิน ที่ปรึกษาการลงทุน ผู้จัดการหน่วยลงทุน หรือผู้บริหารทางการเงินหรือการลงทุนอื่นๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทดังกล่าว ทั้งนี้การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมอย่างเป็นทางการเป็นลายลักษณ์อักษรจากทางบริษัทก่อน

บริษัทหลักทรัพย์ ดีบีเอส วิกเคอร์ส (ประเทศไทย) จำกัด

989 อาคารสยามพิพรรฒน์ทาวเวอร์ ชั้น 9, 14-15 ถนนพระราม 1 เขตปทุมวัน กรุงเทพฯ 10330

Tel. 66 (0) 2857 7832, Fax: 66 (0) 2658 1269

Company Regn. No. 0105539127012

Securities and Exchange Commission, Thailand.