

# Thailand Company Update

## เมโทรซิสเต็มส์คอร์ปอเรชั่น

Bloomberg: MSC.TB | Reuters: MSC.BK

Refer to important disclosures at the end of this report

DBS Group Research . Equity

29 March 2022

### BUY

Last Traded Price (28 March 2022): Bt6.05 (SET : 1,684.30)  
Price Target 12-mth: Bt8.59 (41.98% Upside)

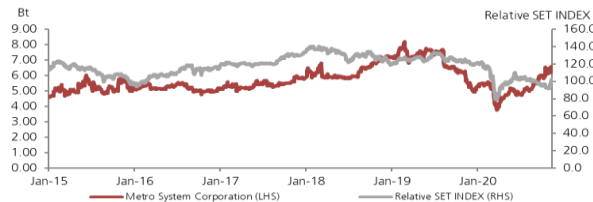
#### Analyst

Pongpat Siripipat +662 857 7825; [pongpaat@th.dbs.com](mailto:pongpaat@th.dbs.com)

#### What's New

- มีกำไรสุทธิ 4Q21 ที่ 56.8 ล้านบาท +159%YoY และเพิ่มขึ้น +2.4%QoQ หากไม่รวมรายการพิเศษการกลับสำรอง TFRS9 40 ล้านบาทและขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน 6.05 ล้านบาท จะมีกำไรปกติที่ 22.85 ล้านบาท
- อัตรากำไรขั้นต้น 4Q21 ทรงตัวที่ 14.8% ใกล้เคียงกับ 3Q21 ที่ 14.7% เป็นระดับที่เป็นปกติ
- มีกำไรพิเศษการกลับรายการ TFRS9 การบินไทย 40 ล้านบาท
- ปี 2022 บริษัทตั้งเป้ารายได้ 8,000 บาทเติบโต 11%YoY สูงกว่าระดับปกติที่ปีก่อนๆ ตั้งเป้ารายได้โตเพียงประมาณ 7%-8%
- เป็นหุ้นที่มีปันผลสูงและปีนี้เพิ่มโอกาสในการเติบโต คงคำแนะนำ "ซื้อ" ใช้ราคาพื้นฐานปี 2022 ที่ 8.59 บาท

#### Price Relative



#### Forecasts and Valuation

FY Dec	2020A	2021A	2022F	2023F
Turnover (Btm)	7,330	7,199	7,456	7,576
Operating profit(Btm)	252	215	310	352
Operating profit growth	-11%	-15%	44%	13%
EBITDA (Btm)	361	325	421	464
Net profit (Btm)	156	197	250	268
EPS (Btm)	0.43	0.55	0.69	0.75
EPS growth	-29.3%	26.6%	26.8%	7.3%
BVS (Bt)	5.09	5.35	5.66	5.91
DPS (Bt)	0.30	0.38	0.49	0.52
EV/EBITDA	5.8	6.8	5.0	4.3
Payout Ratio	69%	70%	70%	70%
Dividend Yield(%)	4.8%	6.2%	7.8%	8.4%
P/E (x)	14.3	11.3	8.9	8.3
P/BVS (x)	1.2	1.2	1.1	1.0
P/CFS(x)	8.4	7.3	6.2	5.9
Net debt/equity(x)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.1)
ROE (%)	8.3	10.2	12.3	12.6
ROA (%)	6.1	7.9	9.1	9.6

#### Earnings Rev (%):

Consensus EPS: -

Other Broker Recs:

B: 0 H: 0 S: 0

THAI-CAC

ได้รับการรับรอง

Corporate Governance CG Rating



Source of all data on this page: Company, DBSVTH, IAA Consensus, Bloomberg Finance L.P.

### เริ่มกลับมาตั้งเป้าเติบโตมากกว่าปกติตั้งแต่ปี 2022

ผลประกอบการ 4Q21 ไม่แยء แม้ว่ามีกำไรพิเศษสูง กำไรสุทธิใน 4Q21 ที่ 56.8 ล้านบาท ดีกว่าที่เราคาดไว้ที่ 48.8 ล้านบาท +159%YoY และเพิ่มขึ้น +2.4%QoQ หากไม่รวมรายการพิเศษการกลับสำรอง TFRS9 ที่กลับมาเป็นกำไร 40 ล้านบาทและขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน 6 ล้านบาท จะมีกำไรสุทธิ 22.85 ล้านบาท โดยรายได้ที่ไม่ได้เพิ่มขึ้นเทียบกับ 3Q21 จากสถานการณ์โควิด19 แต่ค่าใช้จ่ายในการบริหารเพิ่มขึ้น +11.3%YoY และ +14.2%QoQ กัดดันกำไรปกติใน 4Q21 นี้ให้ชะลอลดตัวลง

แต่แนวโน้มในช่วงต่อจากนี้มีโอกาสกลับมาโต บริษัทเริ่มตั้งเป้าการเติบโตที่มากขึ้น บริษัทประกาศเป้ารายได้ที่ 8 พันล้านบาทในปี 2022 คิดเป็นการเติบโต 11%YoY สูงกว่าระดับปกติที่ปีที่ผ่านมาบริษัทตั้งเป้ารายได้เติบโตเฉลี่ยเพียง 7%-8% ต่อปี ซึ่งปกติบริษัทซื้อขายในระดับ PE ที่เพียง 10-12 เท่า ถูกกว่าค่าเฉลี่ยของหุ้นที่เกี่ยวข้องกับเทคโนโลยีและอุปกรณ์ IT ด้วยกัน หากบริษัทกลับมาตั้งเป้าเติบโตสูงขึ้นจะมีโอกาสหนุนให้หุ้น MSC กลับมาซื้อขายที่ระดับ PE ที่สูงขึ้นได้

ยังเป็นหุ้นปันผลที่ดีและมีลุ้นการเติบโตในปี 2022 โดยสถานการณ์โควิด19 ส่งผลให้ผลประกอบการของบริษัทในปี 2021 ไม่ได้เติบโตจากปี 2020 มากนัก แม้ว่าจะได้ประโยชน์จากกำไรพิเศษการกลับรายการตั้งสำรองการบินไทยตาม TFRS9 จำนวน 41.58 ล้านบาท แต่ยังเป็นบริษัทที่มีการจ่ายปันผลสูงเฉลี่ยประมาณ 6%ต่อปีในปี 2021 โดยในปีล่าสุด ประกาศจ่ายปันผลสำหรับปี 2021 เท่ากับ 0.38 บาท XD วันที่ 10 มี.ค. ที่ผ่านมา ถือว่าเป็นหุ้นที่ราคาถูก หากมีการเติบโตต่อเนื่อง จะทำให้บริษัทซื้อขายที่ระดับ PE เพิ่มขึ้นได้

**การประเมินมูลค่าหุ้น** คงราคาเป้าหมายทางพื้นฐานปี 2022 เท่ากับ 8.59 บาท โดยอิงกับ P/E ปี 2022F ที่ระดับเดิม คือ 13 เท่า ซึ่งเป็นค่าเฉลี่ย 3 ปี (2019-2021) +1 S.D. จากแนวโน้มการเติบโตที่มีโอกาสผ่านจุดต่ำสุดและกลับมาเติบโตในปี 2022 **คงคำแนะนำ "ซื้อ"**

**ความเสี่ยงหลัก** 1.การแข่งขันสูง ตัวแทนจำหน่ายไม่มีความแตกต่างของสินค้า 2.ความเสี่ยงจากเทคโนโลยีที่เปลี่ยนแปลง 3.ความเสี่ยงด้านบุคลากรที่ไม่เพียงพอ 4. ความเสี่ยงจากการระบาดของโควิด 19

#### At A Glance

Issued Capital (m shrs)	360
Mkt. Cap (Btm/US\$m)	2,124 / 63
Major Shareholders (%)	
บริษัท เมโทรเวลลูครีเอชั่น จำกัด	24.54
บริษัท เมโทรฟอส จำกัด	19.21
บริษัท เอ็มซี เบเคอร์ จำกัด	12.89
Free Float (%)	30.98
3m Avg. Daily Val (US\$m)	0.15

SET Industry : Technology /Information & Communication



Live more, Bank less

## ผลประกอบการ 4Q21 และแนวโน้ม 1Q22

ผลประกอบการ 4Q21 มีกำไรสุทธิที่ 56.8 ล้านบาท คิดเป็นการเพิ่มขึ้น +159%YoY และเพิ่มขึ้น +2.4%QoQ หากไม่รวมรายการพิเศษการกลับสำรอง TFRS9 ที่มีการกลับสำรองมาเป็นกำไร 40 ล้านบาทและขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน 6 ล้านบาท จะมีกำไรปกติที่ 22.85 ล้านบาท ถือว่าชะลอตัวลงจากไตรมาส 3Q21 ที่มีกำไรสุทธิ 55.5 ล้านบาทและกำไรปกติ 47.3 ล้านบาท โดยรายได้ที่ไม่ได้แรงตัวขึ้น ในขณะที่ค่าใช้จ่ายในการบริหาร 4Q21 ที่เพิ่มขึ้น +11.3%YoY และ +14.2%QoQ จากค่าใช้จ่ายพนักงานประจำปีเป็นปัจจัยที่กดดันกำไรปกติใน 4Q21 ให้ชะลอลง

อัตรากำไรขั้นต้นกลับมาเป็นปกติอยู่ที่ 14.8% ใกล้เคียงกับไตรมาส 3Q21 ที่ 14.7% ยอดขายสินค้าประเภทซอฟต์แวร์ที่ปกติมีอัตรากำไรต่ำมียอดขายที่ไม่ได้มีผลมากจนกระทบอัตรากำไรรวม ซึ่งจากนี้บริษัทจะมุ่งเน้นยอดขายสินค้าที่มีอัตรากำไรขั้นต้นที่สูงเพิ่มขึ้นในปี 2022 นี้ โดยเน้นรายได้การให้บริการ คลาวด์ และซอฟต์แวร์ของบริษัทให้เพิ่มขึ้นช่วยหนุนอัตรากำไร

4Q21 มีการกลับรายการสำรอง TFRS 9 ที่ +40 ล้านบาท และจะไม่มีการตั้งสำรองเพิ่มเติม ซึ่งโดยรวมผลกระทบที่มีสูงในปี 2020 ที่มีการตั้งสำรองการปรับไทยตาม TFRS9 จำนวน 52 ล้านบาท และในปี 2021 นี้มีการกลับรายการทั้งหมด 41.58 ล้านบาท คาดว่าจากนี้จะไม่มีการพิเศษนี้อีกเข้ามาอย่างมีนัยสำคัญ

ผลประกอบการปี 21 ออกมาสูงกว่าที่คาดที่ 189 ล้านบาท โดยผลประกอบการปี 2021 มีกำไรสุทธิที่ 197 ล้านบาทสูงกว่าที่คาดไว้ที่ 189 ล้านบาท แต่มีกำไรพิเศษจากการกลับรายการสำรองการปรับไทย TFRS9 เป็นกำไร 41.59 ล้านบาท และกำไร FX จำนวน 11.58 ล้านบาท หากไม่รวมรายการดังกล่าวจะมีกำไรที่ 143.83 ล้านบาท

คาดแนวโน้มผลประกอบการ 1Q22 มีแนวโน้มที่ดี มีโอกาสเพิ่มขึ้นจาก 4Q21 ที่รายได้ยังไม่ได้สูงและมีค่าใช้จ่ายในการบริหารเข้ามา ส่งผลให้กำไรปกติไม่ได้สูงนัก แต่คาดว่ารายได้จะกลับมาเติบโตได้ ในขณะที่อัตรากำไรขั้นต้นอาจจะชะลอตัวบ้างจากยอดขายซอฟต์แวร์ที่เพิ่มขึ้น แต่โดยรวมแนวโน้มยังเป็นไปในทิศทางที่เพิ่มขึ้นและเติบโตสอดคล้องกับเป้าหมายรายได้ของทั้งปี 2022 นี้ที่ตั้งเป้าเติบโตสูงกว่าปกติ อย่างไรก็ตาม ทาง DBS ใช้สมมติฐานรายได้การเติบโตปี 2022 ที่อนุรักษ์นิยมไว้ก่อน คาดรายได้อยู่ที่ 7,456 ล้านบาทหรือรายได้เติบโตเพียง +3.6%YoY

บริษัทตั้งเป้ารายได้ 8,000 ล้านบาทในปี 2022 หรือโต 11%YoY ถือว่าเป็นการเติบโตในระดับที่สูงกว่าการเติบโตในช่วงที่ผ่านมา ที่บริษัทตั้งเป้ารายได้โตเฉลี่ยเพียง 7%-8% ต่อปี หากบริษัทสามารถกลับมาเติบโตได้ต่อเนื่องจะเป็นปัจจัยบวกที่ช่วยหนุนให้หุ้น MSC ซื้อขายในระดับ PE ที่เพิ่มขึ้นได้

บริษัทเน้นสินค้าหรือบริการที่เพิ่มอัตรากำไรให้เพิ่มมากขึ้น บริษัทมุ่งเน้นสร้างรายได้ที่มั่นคงและอัตรากำไรดี ได้แก่ ธุรกิจคลาวด์และธุรกิจบริการให้เพิ่มมากขึ้น ซึ่งจะส่งผลบวกต่ออัตรากำไรขั้นต้นให้เพิ่มขึ้น นอกจากนี้ยังมุ่งเน้นขายฮาร์ดแวร์ที่มีอัตรากำไรสูง หนุนอัตรากำไรโดยรวม โดยเราประเมินอัตรากำไรขั้นต้นในปี 2022 เพิ่มขึ้นเป็น 15.8% จากปี 2021 ที่ 14.7% ตามโอกาสในการขายสินค้าที่มีอัตรากำไรสูงเพิ่มมากขึ้น

การประเมินมูลค่าหุ้น คงราคาเป้าหมายทางพื้นฐานปี 2022 เท่ากับ 8.59 บาท โดยอิงกับ P/E ปี 2022F เท่าเดิมที่ 13 เท่าเป็นระดับที่เท่าเดิมที่เป็นค่าเฉลี่ย 3 ปี(2019-2021) +1 S.D. กำไรปกติมีโอกาสผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วในกลางปี 2021 ที่ผ่านมา หากบริษัทตั้งเป้าเติบโตได้ต่อเนื่องจะเป็นจุดเริ่มต้นของการเพิ่มขึ้นของกำไรและราคากรอบใหม่ จากเดิมที่เป็นหุ้นราคาถูกและมีปันผลสูงเฉลี่ยที่ระดับ 6% ต่อปี

## MSC : ผลประกอบการ 4Q21 และผลประกอบการทั้งปี 2021

FY Dec (m)	4Q20	3Q21	4Q21	%Chg YoY	%Chg QoQ	2020A	2021A	%Chg YoY
Sales	1,636	1,803	1,788	9.3%	(0.8%)	7,330	7,199	(1.8%)
Cost of Goods Sold	(1,375)	(1,538)	(1,524)	10.8%	(0.9%)	(6,254)	(6,139)	(1.8%)
Gross Profit	261	265	264	1.1%	(0.3%)	1,077	1,060	(1.5%)
Other Operating Income	20	13	24	21.9%	93.0%	87	64	(26.1%)
<i>Distribution Costs</i>	(46)	(31)	(40)	(12.8%)	30.4%	(135)	(133)	(1.9%)
<i>Administration Expenses</i>	(190)	(185)	(212)	11.3%	14.2%	(769)	(788)	2.4%
<i>FX and others</i>	(7)	1	(6)	(8.6%)	n.a.	(7)	12	(275.0%)
SG&A Expenses & Others	(243)	(216)	(240)	(1.1%)	11.1%	(911)	(909)	(0.3%)
<b>EBIT</b>	<b>81.7</b>	<b>62.1</b>	<b>30.5</b>	<b>(62.6%)</b>	<b>(50.8%)</b>	<b>252</b>	<b>215</b>	<b>(14.6%)</b>
Non-Operating Income	(6)	1	(18)	225.2%	n.a.	0	0	n.a.
Interest Expense	(2)	(2)	(1)	(46.1%)	(43.0%)	(11)	(6)	(41.5%)
Exceptional Gains/(Losses)	(5)	7	40	n.a.	435.6%	(52)	42	(179.7%)
Pretax Profit	25	66	71	189.8%	7.2%	186	249	34.0%
Tax	(3)	(11)	(16)	540.5%	47.2%	(30)	(54)	79.4%
<b>Net Profit</b>	<b>21.9</b>	<b>55.5</b>	<b>56.8</b>	<b>159.0%</b>	<b>2.4%</b>	<b>156</b>	<b>197</b>	<b>26.6%</b>
<b>Margins (%)</b>								
Gross Margin	15.9	14.7	14.8			14.7	14.7	
SGA % Sales	14.8	12.0	13.4			(12.3)	13.1	
EBIT Margin	5.0	3.4	1.7			4.9	4.5	
Pre-tax Margin	1.5	3.7	4.0			2.5	3.5	
Net Margin	1.3	3.1	3.2			2.1	2.7	
Effective Tax Rate %	10.3	16.5	22.7			(16.1)	(21.5)	

ที่มา : MSC, SET, DBSVTH

## MSC : งบดุล

FY Dec (Btm)	2020A	2021A	2022F	2023F
Cash & Bank Balances	286	127	617	818
Trade Receivables	1,248	1,439	1,369	1,391
Inventories	329	372	294	298
Other Current Assets	151	259	267	275
Current Assets	2,205	2,375	2,730	2,970
Net Fixed Assets	427	405	355	302
Deferred Tax Asset	52	49	50	52
Other LT Assets	41	27	27	28
Non Current Assets	934	930	850	808
Total Assets	3,139	3,305	3,580	3,777
Trade Payables	787	941	751	761
OD & ST Debt	144	100	480	585
Current portion of Long-term Liabilities	4	5	5	5
Other ST Liabilities(LT loan from FI)	26	21	22	22
Current Liabilities	1,001	1,092	1,287	1,403
LT Debt	4	0	0	0
Deferred Tax Liabilities(Other LT)	33	15	17	20
Employee benefit obligations(Other LT)	209	219	284	369
Other LT Liabilities	3	2	2	2
Non Current Liabilities	249	236	303	391
Total Liabilities	1,250	1,327	1,490	1,595
Ordinary Capital	360	360	360	360
Share Premium	234	234	234	234
Reserve	1,291	1,380	1,492	1,586
Total Shareholders' Equity	1,890	1,977	2,089	2,183
Total Liabilities and Equity	3,139	3,305	3,580	3,777

ที่มา : MSC, SET, DBSVTH

## MSC : งบกำไรขาดทุนและอัตราส่วนทางการเงิน

FY Dec (m)	2020A	2021A	2022F	2023F
Sales	7,330	7,199	7,456	7,576
Cost of Goods Sold	(6,254)	(6,139)	(5,095)	(5,164)
Gross Profit	1,077	1,060	1,180	1,206
Other Operating Income	87	64	62	65
<i>Distribution Costs</i>	(135)	(133)	(157)	(159)
<i>Administration Expenses</i>	(769)	(788)	(775)	(760)
SG&A Expenses	(911)	(909)	(932)	(919)
EBIT	252	215	310	352
Non-Operating Income	0	0	0	0
Interest Expense	(11)	(6)	(5)	(24)
Pretax Profit	186	249	307	329
Tax	(30)	(54)	(57)	(61)
Net Profit	156	197	250	268
EPS	0.43	0.55	0.69	0.75
DPS	0.30	0.38	0.49	0.52
<b>Growth Rates (%)</b>				
Sales	(1.0)	(1.8)	3.6	1.6
COGS	1.0	(1.8)	(17.0)	1.3
SGA Expenses	(8.7)	(0.3)	2.6	(1.3)
EBIT	(11.3)	(14.6)	44.2	13.3
Pretax Pft	(32.0)	34.0	23.2	7.3
Net Profit	(29.3)	26.6	26.8	7.3
<b>Margins (%)</b>				
Gross Margin	14.7	14.7	15.8	15.9
EBITDA Margin	4.9	4.5	5.7	6.1
EBIT Margin	3.4	3.0	4.2	4.6
Pre-tax Margin	2.5	3.5	4.1	4.3
Net Margin	2.1	2.7	3.4	3.5
Effective Tax Rate %	(16.1)	(21.5)	(18.5)	(18.5)
ROE (%)	8.3%	10.2%	12.3%	12.6%
ROA (%)	6.1%	7.9%	9.1%	9.6%

ที่มา : MSC, SET, DBSVTH

## MSC : งบกระแสเงินสด

FY Dec (Btm)	2020A	2021A	2022F	2023F
Pre-Tax Profit	186	249	307	329
Dep. & Amort.	109	110	111	112
Tax Paid	(30)	(54)	(57)	(61)
Assoc. & JV Inc/(loss)	3	1	(2)	(2)
Chg in Wkg. Cap.	118	191	46	29
Other Operating CF	19	(351)	(4)	15
<b>Net Operating CF</b>	<b>405</b>	<b>147</b>	<b>402</b>	<b>423</b>
Capital Exp.(net)	(65)	(60)	(61)	(59)
Other Invts.(net)	149	(50)	(51)	(49)
Invts in Assoc. & JV	0	0	0	0
Div from Assoc & JV	0	0	0	0
Other Investing CF	0	1	0	0
<b>Net Investing CF</b>	<b>84</b>	<b>(109)</b>	<b>(112)</b>	<b>(109)</b>
Div Paid	(159)	(108)	(138)	(175)
Chg in Gross Debt	(13)	(48)	380	105
Capital Issues	0	0	0	0
Other Financing CF	(72)	(39)	(41)	(43)
<b>Net Financing CF</b>	<b>(245)</b>	<b>(196)</b>	<b>201</b>	<b>(113)</b>
Currency Adjustments	0	0	0	0
Chg in Cash	244	(158)	490	201
Opg CFPS (Bt)	1.12	0.41	1.12	1.17






ที่มา : MSC, SET, DBSVTH

## MSC : อัตราส่วนทางการเงิน

Profitability(%)	2020A	2021A	2022F	2023F
Gross margin	14.7	14.7	15.8	15.9
Operating Margin	3.4	3.0	4.2	4.6
EBITDA Margin	4.9	4.5	5.7	6.1
SG&A/Sales	12.3	13.1	12.5	12.4
Admin/Sales	10.5	11.0	10.4	10.3
Tax rate	-16.1	-21.5	-18.5	-18.5
Net Profit Margin	2.1	2.7	3.4	3.5
Financial Ratio	2020A	2021A	2022F	2023F
Interest Bearing Debt (Btm)	153	105	485	590
Cash & ST Inv (Btm)	286	127	617	818
Net Debt(Cash) (Btm)	(133)	(22)	(132)	(228)
Total Liabilities (Btm)	1,250	1,327	1,490	1,595
Equity (Btm)	1,885	1,974	2,086	2,180
D/E(x)	0.7	0.7	0.7	0.7
Net Gearing(x)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.1)
Interest Coverage Ratio(x)	23.1	33.6	62.1	14.7
Asset/Debt(x)	2.5	2.5	2.4	2.4
Debts/EBITDA(X)	3.5	4.1	3.5	3.4
Market Cap (Btm)	2,232	2,232	2,232	2,232
Net Debt(Cash)/Share(Bt)	-0.4	-0.1	-0.4	-0.6
Cost of Funds	2020A	2021A	2022F	2023F
Avg Interest Bearing Debts (Btm)	160	129	295	538
Interest Exp (Btm)	(11)	(6)	(5)	(24)
Cost of Funds*	6.9%	5.0%	1.7%	4.5%
Liquidity	2020A	2021A	2022F	2023F
AR/Sales	17.0%	20.0%	18.4%	18.4%
AP/Cost of Sales	12.6%	15.3%	14.7%	14.7%
Inventory/Cost of Sales	5.3%	6.1%	5.8%	5.8%
Current Ratio(x)	2.2	2.2	2.1	2.1
Quick Ratio(x)	1.9	1.8	1.9	1.9
Receivable Turnover(x)	5.9	5.4	5.4	5.4
Collection Period (Day)	62	67	67	67
Inventory Turnover(x)	16.5	17.1	17.0	17.0
Inventory Period(Day)	22.1	21.3	21.5	21.5
Account Payable Turnover(x)	7.8	6.6	6.6	6.6
Account Payable Period(x)	46.7	55.0	55.0	55.0
Efficiency Ratio	2020A	2021A	2022F	2023F
ROA	6.1	7.9	9.1	9.6
ROE	8.3	10.2	12.3	12.6
Asset Turnover(x)	2.3	2.2	2.1	2.0
Dividend Payment	2020A	2021A	2022F	2023F
Dividend Payment (Btm)	108	138	175	188
DPS(Bt)	0.30	0.38	0.49	0.52
Payout Ratio	69%	70%	70%	70%

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
Score	Description	
ประกาศเจตนาธรรม	ได้ประกาศเจตนาธรรมเข้าร่วม CAC	
ได้รับการรับรอง	ได้รับการรับรอง CAC	

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

DBSV recommendations are based on 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](http://www.dbsvresearch.com)); Thomson ([www.thomson.com/financial](http://www.thomson.com/financial)); Factset ([www.factset.com](http://www.factset.com)); Reuters ([www.rbr.reuters.com](http://www.rbr.reuters.com)); Capital IQ ([www.capitaliq.com](http://www.capitaliq.com)) and Bloomberg (DBSR GO). For access, please contact your DBSV salesperson.

**คำรับรองของนักวิเคราะห์** นักวิเคราะห์รับรองว่าความคิดเห็นเกี่ยวกับบริษัทและหลักทรัพย์ในรายงานฉบับนี้ได้สะท้อนถึงความคิดเห็นส่วนตัว นักวิเคราะห์รับรองว่าไม่มีผลตอบแทนส่วนหนึ่งส่วนใดของตนมีความสัมพันธ์กับคำแนะนำหรือความคิดเห็นที่กล่าวไว้ในรายงานฉบับนี้ ทั้งในทางตรงและทางอ้อม

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดยฝ่ายวิจัยหลักทรัพย์ บริษัทหลักทรัพย์ ดีบีเอส วิกเคอร์ส (ประเทศไทย) จำกัด โดยอยู่บนพื้นฐานวิชาชีพการวิเคราะห์หลักทรัพย์ และอาศัยข้อมูลจากแหล่งข้อมูลที่เชื่อได้ว่าน่าเชื่อถือ อย่างไรก็ตาม ผู้จัดทำไม่รับประกันความครบถ้วน และความถูกต้องของข้อมูลดังกล่าว ความคิดเห็นที่ผู้จัดทำแสดงในเอกสารฉบับนี้สามารถเปลี่ยนแปลงได้ โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบ เอกสารฉบับนี้จัดทำเพื่อเป็นการเผยแพร่ข้อมูลโดยทั่วไปเท่านั้น คำแนะนำที่ปรากฏในเอกสารนี้ไม่มีวัตถุประสงค์เพื่อชี้เฉพาะเจาะจงสำหรับการลงทุน และมีได้ทำขึ้นเพื่อแทนการตัดสินใจการซื้อขายหลักทรัพย์ของท่าน หรือเพื่อสถานการณ์ทางการเงิน ตลอดจนการลงทุนที่ต้องการการแนะนำโดยเฉพาะเจาะจง ซึ่งท่านควรขอรับคำแนะนำจากที่ปรึกษาตามกฎหมายหรือจากที่ปรึกษาด้านการเงินต่างหาก ผู้จัดทำไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายที่อาจเกิดขึ้น หรือที่เพิ่มขึ้นโดยตรง หรือเป็นผลต่อเนื่องที่อาจเกิดขึ้น หรือที่เพิ่มขึ้นจากการใช้เอกสารนี้ หรือจากการติดต่อสื่อสารภายหลังเกี่ยวกับเอกสารนี้ เอกสารฉบับนี้ไม่มีวัตถุประสงค์เพื่อการเสนอขาย และ/หรือชักจูงให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ บริษัทหลักทรัพย์ ดีบีเอส วิกเคอร์ส (ประเทศไทย) จำกัด กรรมการ เจ้าหน้าที่ และพนักงานของบริษัทหลักทรัพย์ ดีบีเอส วิกเคอร์ส (ประเทศไทย) จำกัด อาจดำรงตำแหน่ง หรือมีส่วนได้เสีย และอาจเข้าทำรายการเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ รวมถึงอาจดำเนินการในลักษณะเป็นตัวแทนนายหน้า ที่ปรึกษาทางการเงิน หรือที่ปรึกษาการลงทุน ผู้จัดทำจำหน่ายหลักทรัพย์ และ/หรือบริการทางการเงินหรือการลงทุนอื่นๆที่เกี่ยวข้องกับบริษัทดังกล่าว ทั้งนี้การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมอย่างเป็นทางการเป็นลายลักษณ์อักษรจากทางบริษัทก่อน

บริษัทหลักทรัพย์ ดีบีเอส วิกเคอร์ส (ประเทศไทย) จำกัด

989 อาคารสยามพิพรรธน์ทาวเวอร์ 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.