

# วินท์คอม เทคโนโลยี

บริษัท วินท์คอม เทคโนโลยี  
จำกัด (มหาชน)

# VCOM

Bloomberg VCOM.TB  
Reuters VCOM.BK



## รอยัญญาที่ชัดเจน

เราใช้วิธี PE ในการประเมินมูลค่าเหมาะสมของ VCOM เนื่องจากรายได้ของบริษัทมีการแกว่งตัวขึ้นลงในแต่ละปี โดยขึ้นอยู่กับจำนวนโครงการที่จะรับรู้รายได้ในปีนั้นๆ ทำให้ประมาณการผลการดำเนินงานในอนาคตยาก ราคาเป้าหมายของเราอยู่ที่ 6.0 บาท/หุ้น ซึ่งใกล้เคียงกับ PE 16.0 เท่า ในปี 2564 (PE เฉลี่ยในอดีตนับตั้งแต่ IPO) แม้ VCOM จะได้รับประโยชน์จากเทรนด์การเปลี่ยนผ่านสู่ยุคดิจิทัล แต่ราคาหุ้นปรับตัวขึ้นมากจนมาถึง 86% YTD และเรามองว่าแนวโน้มกำไรในปี 2564 ดูน่าตื่นเต้นน้อยกว่าปี 2563 อีกทั้งยังไม่ชัดเจน บริษัทบันทึกรายได้จากโครงการต่างประเทศจำนวนมากถึง 5 ล้านดอลลาร์สหรัฐใน 1H63 เราไม่คิดว่าจะมีรายการนี้เกิดขึ้นอีกในปี 2564 ดังนั้นในเชิงกลยุทธ์เราจึงให้เรตติ้ง NEUTRAL สำหรับ VCOM เราจะทบทวนคำแนะนำของเราอีกครั้งเมื่อเห็นแนวโน้มการเติบโตของกำไรปี 2564 ที่ชัดเจน

**IT distributor** ชำนาญ VCOM เป็นตัวแทนจำหน่ายผลิตภัณฑ์ระบบเทคโนโลยีสารสนเทศ (IT distributor) สำหรับผลิตภัณฑ์ที่มีชื่อเสียงและได้รับการยอมรับในระดับสากล โดยเป็นผลิตภัณฑ์ที่ออกแบบมาสำหรับการใช้งานในระบอบองค์กรโดยเฉพาะ บริษัทนำเสนอโซลูชันและบริการด้านไอทีที่มีความซับซ้อนสูงหลากหลายประเภท ได้แก่ คอมพิวเตอร์เซิร์ฟเวอร์ หน่วยเก็บข้อมูล ระบบคอมพิวเตอร์แบบรวมศูนย์ ระบบรักษาความปลอดภัยบนระบบเครือข่าย อุปกรณ์ระบบเครือข่าย ระบบฐานข้อมูล ระบบปฏิบัติการ ระบบเสมือน มิติเดิลแวร์ ซอฟต์แวร์พัฒนา และซอฟต์แวร์ที่ทำหน้าที่ในการบริหารจัดการข้อมูล เช่น ระบบการเชื่อมโยงข้อมูลจากระบบงานอื่น ระบบการบริหารข้อมูลขนาดใหญ่ ระบบการบริหารข้อมูลสำหรับคลาวด์ ระบบการปรับปรุงคุณภาพของข้อมูล และระบบรักษาความปลอดภัยของข้อมูล เป็นต้น นอกจากนี้ VCOM ยังให้บริการด้านเทคโนโลยีสารสนเทศที่เกี่ยวข้องกับผลิตภัณฑ์ที่บริษัทเป็นตัวแทนจำหน่าย ได้แก่ บริการงานเฉพาะทางที่ต้องใช้ความชำนาญจากผู้เชี่ยวชาญ บริการบำรุงรักษา และบริการด้านการติดตั้งผลิตภัณฑ์ทั้งหมดที่บริษัทเป็นตัวแทนจำหน่ายด้วย

**เติบโตตามเทรนด์การเปลี่ยนผ่านสู่ยุคดิจิทัลและความปลอดภัยทางไซเบอร์** VCOM อยู่ในสถานะที่ดีที่จะเติบโตตามเทรนด์การเปลี่ยนผ่านสู่ยุคดิจิทัล (เช่น ระบบ core banking solution, converged infrastructure, database และ cloud platform) เมื่อพิจารณาจากผลิตภัณฑ์และบริการที่บริษัทมีอยู่ในพอร์ตปัจจุบัน นอกจากนี้แล้วบริษัทยังจะได้รับอานิสงส์จากความกังวลที่เพิ่มขึ้นเกี่ยวกับภัยคุกคามทางไซเบอร์ (เช่น การเจาะระบบคอมพิวเตอร์ การดักจับข้อมูลคอมพิวเตอร์ การโจมตีโดยชุดคำสั่งไม่พึงประสงค์ การรบกวนข้อมูลจากระบบล่ม และอื่นๆ) ในโลกยุคดิจิทัลเนื่องจาก VCOM สามารถให้บริการระบบรักษาความปลอดภัยทางไซเบอร์แก่ลูกค้าของบริษัท

**โอกาสเติบโตนอกประเทศไทย** นอกจากประเทศไทยแล้ว VCOM ยังมีใบอนุญาตจำหน่ายผลิตภัณฑ์และบริการบางอย่างของบริษัทในกัมพูชา ลาว และเมียนมาร์ด้วย ผู้บริหารกล่าวว่ามีส่วนแบ่งการตลาด 90% ในกัมพูชา การจำหน่ายผลิตภัณฑ์และบริการในประเทศเหล่านี้จะสร้างโอกาสเติบโตเพิ่มเติมให้กับบริษัท ดังเห็นได้จากรายได้จากกลุ่มประเทศ CLM ที่เพิ่มขึ้นจาก 366 ล้านบาทในปี 2560 สู่ 441 ล้านบาท (35% ของรายได้รวม) ใน 1H63

**การเติบโตของกำไรระยะสั้นผ่านจุดสูงสุดไปแล้วใน 2Q63** เราคาดว่ากำไรจะลดลง HoH ใน 2H63 เนื่องจาก VCOM บันทึกรายได้จากโครงการต่างประเทศประมาณ 5 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ใน 1H63 สำหรับ 2H63 เราไม่คิดว่าบริษัทจะบันทึกรายได้จากโครงการใหญ่แต่อย่างใด โดยสรุปแล้วเราคาดการณ์กำไรปี 2563 ที่ 96 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 44% YoY (กำไร 1H63 คิดเป็น 72% ของคาดการณ์ทั้งปี) เราเชื่อว่ากำไรจะเติบโตในอัตราชะลอลงที่ 17% YoY สู่ 113 ล้านบาท ในปี 2564 โดยมีสาเหตุมาจากผลกระทบจากฐานสูง

### Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Revenue	(Btmn)	1,801	1,774	2,070	2,136	2,278
EBITDA	(Btmn)	104	116	163	186	206
Core profit	(Btmn)	58	67	96	113	126
Reported profit	(Btmn)	58	67	96	113	126
Core EPS	(Bt)	0.19	0.22	0.32	0.38	0.42
DPS	(Bt)	0.12	0.16	0.22	0.26	0.29
P/E, core	(x)	28.8	25.2	17.4	14.9	13.3
EPS growth, core	(%)	7.5	14.3	44.2	17.1	11.9
P/BV, core	(x)	4.1	3.8	3.7	3.1	2.9
ROE	(%)	13.4	13.8	18.4	19.2	19.0
Dividend yield	(%)	2.1	2.9	3.9	4.7	5.3
FCF yield	(%)	(15.3)	17.3	(6.0)	16.0	8.9
EV/EBIT	(x)	18.2	14.2	11.2	8.4	7.2
EBIT growth, core	(%)	7.0	8.5	43.5	13.7	10.4
EV/CE	(x)	2.7	3.2	2.6	2.8	2.6
ROCE	(%)	10.1	17.9	17.8	25.6	27.9
EV/EBITDA	(x)	16.0	12.3	9.8	7.4	6.3
EBITDA growth	(%)	7.6	10.6	41.1	13.9	11.1

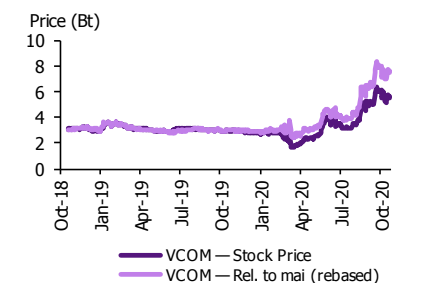
Source: SCBS Investment Research

## Tactical: NEUTRAL (3-month)

### Stock data

Last close (Oct 27) (Bt)	5.60
12-m target price (Bt)	6.00
Mkt cap (Btmn)	1.68
Mkt cap (US\$mn)	54
Beta	M
Mkt cap (%) mai	0.74
Sector % mai	12.65
Shares issued (mn)	300
Par value (Bt)	0.50
12-m high / low (Bt)	6.5 / 1.4
Avg. daily 6m (US\$mn)	1.06
Foreign limit / actual (%)	49 / 2
Free float (%)	25.2
Dividend policy (%)	≥ 50

### Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

### Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	(12.1)	72.5	86.6
Relative to mai	(10.1)	86.3	10.6

Source: SET, SCBS Investment Research

### นักวิเคราะห์

กิตติสร พฤติภัทร, CFA, FRM  
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน  
ด้านหลักทรัพย์  
0-2949-1007  
kittisorn.pruitpat@scb.co.th

## Financial statement

### Profit and

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Total revenue	(Btmn)	na.	na.	1,543	1,801	1,774	2,070	2,136	2,278
Cost of goods sold	(Btmn)	na.	na.	(1,298)	(1,527)	(1,391)	(1,666)	(1,704)	(1,811)
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>na.</b>	<b>na.</b>	<b>245</b>	<b>275</b>	<b>383</b>	<b>404</b>	<b>432</b>	<b>467</b>
SG&A	(Btmn)	na.	na.	(171)	(196)	(292)	(269)	(278)	(296)
Other income	(Btmn)	na.	na.	12	13	8	8	8	8
Interest expense	(Btmn)	na.	na.	(2)	(2)	(4)	(4)	(4)	(4)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>na.</b>	<b>na.</b>	<b>84</b>	<b>89</b>	<b>95</b>	<b>139</b>	<b>159</b>	<b>175</b>
Corporate tax	(Btmn)	na.	na.	(17)	(18)	(14)	(28)	(32)	(35)
Equity a/c profits	(Btmn)	na.	na.	0	0	0	0	1	1
Minority interests	(Btmn)	na.	na.	(13)	(13)	(15)	(15)	(15)	(15)
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>na.</b>	<b>na.</b>	<b>54</b>	<b>58</b>	<b>67</b>	<b>96</b>	<b>113</b>	<b>126</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	na.	na.	0	0	0	0	0	0
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>na.</b>	<b>na.</b>	<b>54</b>	<b>58</b>	<b>67</b>	<b>96</b>	<b>113</b>	<b>126</b>
EBITDA	(Btmn)	na.	na.	97	104	116	163	186	206
<b>Core EPS</b>	<b>(Bt)</b>	<b>na.</b>	<b>na.</b>	<b>0.18</b>	<b>0.19</b>	<b>0.22</b>	<b>0.32</b>	<b>0.38</b>	<b>0.42</b>
Net EPS	(Bt)	na.	na.	0.18	0.19	0.22	0.32	0.38	0.42
DPS	(Bt)	na.	na.	0.07	0.12	0.16	0.22	0.26	0.29

### Balance Sheet

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Total current assets	(Btmn)	na.	na.	689	971	824	845	989	1,107
Total fixed assets	(Btmn)	na.	na.	31	31	36	36	33	26
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>na.</b>	<b>na.</b>	<b>769</b>	<b>1,286</b>	<b>1,161</b>	<b>1,185</b>	<b>1,329</b>	<b>1,444</b>
Total loans	(Btmn)	na.	na.	0	179	0	0	0	0
Total current liabilities	(Btmn)	na.	na.	333	673	551	541	592	644
Total long-term liabilities	(Btmn)	na.	na.	28	151	103	104	105	106
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>na.</b>	<b>na.</b>	<b>360</b>	<b>824</b>	<b>654</b>	<b>645</b>	<b>697</b>	<b>749</b>
Paid-up capital	(Btmn)	na.	na.	332	332	332	332	332	332
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>na.</b>	<b>na.</b>	<b>409</b>	<b>462</b>	<b>507</b>	<b>540</b>	<b>632</b>	<b>694</b>
<b>BVPS</b>	<b>(Bt)</b>	<b>na.</b>	<b>na.</b>	<b>1.23</b>	<b>1.37</b>	<b>1.47</b>	<b>1.53</b>	<b>1.78</b>	<b>1.94</b>

### Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Core Profit	(Btmn)	na.	na.	54	58	67	96	113	126
Depreciation and amortization	(Btmn)	na.	na.	11	13	16	20	23	27
Operating cash flow	(Btmn)	na.	na.	41	(130)	378	(76)	293	174
Investing cash flow	(Btmn)	na.	na.	(70)	(127)	(88)	(25)	(24)	(24)
Financing cash flow	(Btmn)	na.	na.	222	160	(216)	(78)	(36)	(79)
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>na.</b>	<b>na.</b>	<b>194</b>	<b>(98)</b>	<b>74</b>	<b>(179)</b>	<b>233</b>	<b>71</b>

### Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Gross margin	(%)	na.	na.	15.9	15.3	21.6	19.5	20.2	20.5
Operating margin	(%)	na.	na.	4.8	4.4	5.2	6.5	7.2	7.5
EBITDA margin	(%)	na.	na.	6.3	5.8	6.5	7.9	8.7	9.1
EBIT margin	(%)	na.	na.	5.6	5.1	5.6	6.9	7.6	7.9
Net profit margin	(%)	na.	na.	3.5	3.2	3.8	4.7	5.3	5.5
ROE	(%)	na.	na.	18.7	13.4	13.8	18.4	19.2	19.0
ROA	(%)	na.	na.	8.4	5.7	5.5	8.2	9.0	9.1
Net D/E	(%)	na.	na.	net cash	net cash	net cash	net cash	net cash	net cash
Interest coverage	(%)	na.	na.	61.8	44.3	25.9	40.7	46.4	51.6
Debt service coverage	(%)	na.	na.	61.8	0.6	25.9	40.7	46.4	51.6
Payout Ratio	(%)	na.	na.	35.9	61.6	71.9	68.5	70.0	70.0

### Main Assumptions

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Sales revenue	(Btmn)	na.	na.	1,142	1,315	1,135	1,419	1,419	1,490
Service revenue	(Btmn)	na.	na.	401	486	639	651	716	788
SG&A/Sales	(%)	na.	na.	11.1	10.9	16.4	13.0	13.0	13.0

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
Total revenue	(Btmn)	425	700	372	530	420	452	623	654
Cost of goods sold	(Btmn)	(360)	(596)	(296)	(423)	(320)	(352)	(522)	(534)
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>65</b>	<b>104</b>	<b>76</b>	<b>107</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>101</b>	<b>120</b>
SG&A	(Btmn)	(49)	(62)	(62)	(70)	(69)	(91)	(69)	(63)
Other income	(Btmn)	1	3	2	1	2	2	6	(2)
Interest expense	(Btmn)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(2)	(1)	(1)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>17</b>	<b>43</b>	<b>15</b>	<b>38</b>	<b>33</b>	<b>9</b>	<b>37</b>	<b>55</b>
Corporate tax	(Btmn)	(4)	(8)	(3)	(5)	(5)	(1)	(7)	(7)
Equity a/c profits	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
Minority interests	(Btmn)	(2)	(5)	(3)	(3)	(5)	(4)	(3)	(5)
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>11</b>	<b>31</b>	<b>8</b>	<b>31</b>	<b>23</b>	<b>5</b>	<b>26</b>	<b>43</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>11</b>	<b>31</b>	<b>8</b>	<b>31</b>	<b>23</b>	<b>5</b>	<b>26</b>	<b>43</b>
EBITDA	(Btmn)	20	48	20	43	38	15	43	61
<b>Core EPS</b>	<b>(Bt)</b>	<b>0.04</b>	<b>0.10</b>	<b>0.03</b>	<b>0.10</b>	<b>0.08</b>	<b>0.02</b>	<b>0.09</b>	<b>0.14</b>
Net EPS	(Bt)	0.04	0.10	0.03	0.10	0.08	0.02	0.09	0.14

### Balance Sheet

FY December 31	Unit	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
Total current assets	(Btmn)	778	971	637	746	729	824	917	995
Total fixed assets	(Btmn)	27	31	37	35	36	36	53	52
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>868</b>	<b>1,286</b>	<b>908</b>	<b>1,016</b>	<b>1,004</b>	<b>1,161</b>	<b>1,276</b>	<b>1,380</b>
Total loans	(Btmn)	154	179	2	1	0	0	90	70
Total current liabilities	(Btmn)	413	673	340	447	406	551	699	834
Total long-term liabilities	(Btmn)	30	151	94	98	99	103	117	39
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>443</b>	<b>824</b>	<b>434</b>	<b>545</b>	<b>505</b>	<b>654</b>	<b>816</b>	<b>873</b>
Paid-up capital	(Btmn)	332	332	332	332	332	332	332	332
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>425</b>	<b>462</b>	<b>474</b>	<b>471</b>	<b>499</b>	<b>507</b>	<b>460</b>	<b>507</b>
<b>BVPS</b>	<b>(Bt)</b>	<b>1.26</b>	<b>1.37</b>	<b>1.39</b>	<b>1.38</b>	<b>1.45</b>	<b>1.47</b>	<b>1.40</b>	<b>1.54</b>

### Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
Core Profit	(Btmn)	11	31	8	31	23	5	26	43
Depreciation and amortization	(Btmn)	3	4	4	4	4	4	5	5
Operating cash flow	(Btmn)	(92)	(200)	216	42	73	47	23	68
Investing cash flow	(Btmn)	138	136	(139)	(36)	43	44	80	(80)
Financing cash flow	(Btmn)	(50)	(6,077)	(55)	(0)	(51)	(109)	(79)	(52)
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>(4)</b>	<b>(6,140)</b>	<b>22</b>	<b>5</b>	<b>65</b>	<b>(18)</b>	<b>23</b>	<b>(64)</b>

### Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
Gross margin	(%)	15.2	14.9	20.4	20.3	23.9	22.1	16.2	18.4
Operating margin	(%)	3.7	6.0	3.6	7.1	7.5	1.9	5.1	8.8
EBITDA margin	(%)	4.7	6.9	5.3	8.1	9.0	3.4	6.9	9.3
EBIT margin	(%)	4.0	6.4	4.3	7.4	8.0	2.5	6.1	8.5
Net profit margin	(%)	2.6	4.4	2.3	5.8	5.4	1.1	4.3	6.5
ROE	(%)	10.5	26.5	7.6	27.8	19.7	4.0	22.7	35.0
ROA	(%)	5.2	9.5	4.3	13.5	9.7	1.6	9.7	14.3
Net D/E	(%)	net cash	net cash	net cash	net cash	net cash	net cash	net cash	net cash
Interest coverage	(%)	37.8	34.5	21.2	67.0	65.8	6.6	40.1	55.7
Debt service coverage	(%)	0.5	1.1	21.2	67.0	65.8	6.6	1.8	3.3

### Main Assumptions

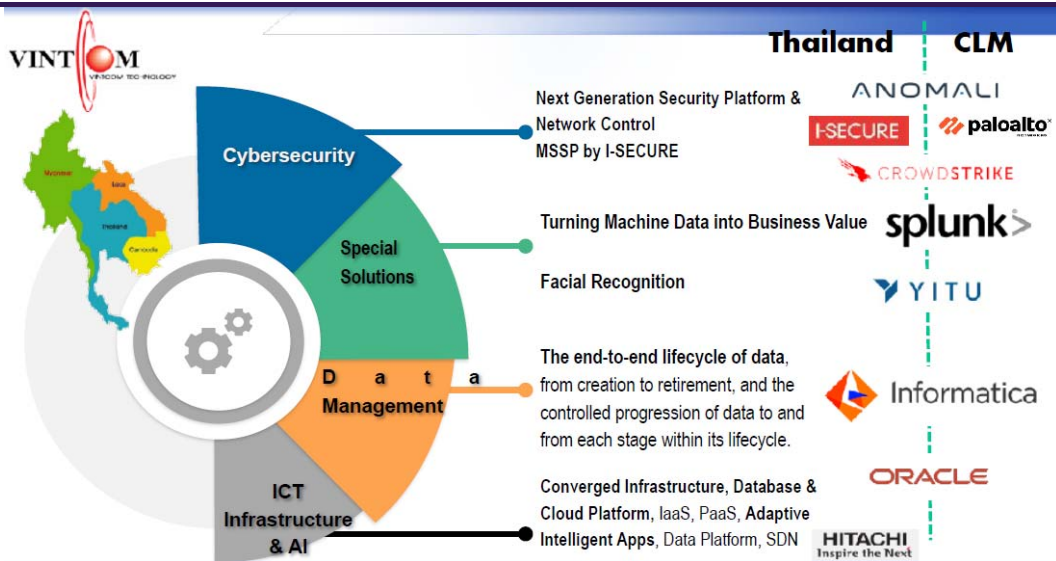
FY December 31	Unit	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
Sales revenue	(Btmn)	322	524	218	351	258	308	481	491
Service revenue	(Btmn)	103	176	154	179	162	144	142	163
SG&A/Sales	(%)	11.5	8.9	16.7	13.1	16.4	20.1	11.1	9.6

**สรุปประเด็นการลงทุน**

เติบโตตามเทรนด์การเปลี่ยนผ่านสู่ยุคดิจิทัล VCOM อยู่ในสถานะที่ดีที่จะเติบโตตามเทรนด์การเปลี่ยนผ่านสู่ยุคดิจิทัล (เช่น ระบบ core banking solution, converged infrastructure, database และ cloud platform) เมื่อพิจารณาจากผลิตภัณฑ์และบริการที่บริษัทมีอยู่ในพอร์ตปัจจุบัน นอกจากนี้แล้วบริษัทยังจะได้รับอานิสงส์จากความกังวลที่เพิ่มสูงขึ้นเกี่ยวกับภัยคุกคามทางไซเบอร์ (เช่น การเจาะระบบคอมพิวเตอร์ การดักจับข้อมูลคอมพิวเตอร์ การโจมตีโดยชุดคำสั่งไม่พึงประสงค์ การรวมสอบถามข้อมูลจากระบบล่ม และอื่นๆ) ในโลกยุคดิจิทัล เนื่องจาก VCOM สามารถให้บริการระบบรักษาความปลอดภัยทางไซเบอร์ (23% ของรายได้รวมในปี 2562) แก่ลูกค้าของบริษัท

**โอกาสเติบโตนอกประเทศไทย** นอกจากประเทศไทยแล้ว VCOM ยังมีใบอนุญาตจำหน่ายผลิตภัณฑ์และบริการบางอย่างของบริษัทในกัมพูชา ลาว และเมียนมาร์ด้วย ผู้บริหารกล่าวไว้บริษัทมีส่วนแบ่งการตลาด 90% ในกัมพูชา การจำหน่ายผลิตภัณฑ์และบริการในประเทศเหล่านี้จะสร้างโอกาสเติบโตเพิ่มเติมให้กับบริษัท ดังเห็นได้จากรายได้จากกลุ่มประเทศ CLM ที่เพิ่มขึ้นจาก 366 ล้านบาทในปี 2560 สู่ 441 ล้านบาทใน 1H63

**Figure 1: มีโอกาสเติบโตนอกประเทศไทย**



Source: SCBS Investment Research, VCOM

**แนวโน้มการเติบโตของกำไรปี 2564 ดูน่าตื่นเต้นน้อยกว่าปี 2563** VCOM รายงานกำไรเติบโตอย่างแข็งแกร่งใน 1H63 ที่ 77% YoY สู่ 69 ล้านบาท เนื่องจากบริษัทได้รับรายได้จากโครงการใหญ่ในต่างประเทศประมาณ 5 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ครบทั้งหมดใน 1H63 เราคาดว่ากำไรน่าจะลดลง HoH แต่กำไรโดยรวมในปี 2563 จะแข็งแกร่งที่ 96 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 44% YoY เมื่อมองต่อไปถึงปี 2564 เรามองเห็นภาพรายได้ไม่ชัดเจนเนื่องจากไม่มีงานในมือและผู้บริหารยังไม่ได้ประกาศเป้าหมายทางการเงินสำหรับปีหน้า เราเชื่อว่าฐานสูงในปี 2563 จะทำให้กำไรเติบโตจำกัดในปี 2564 เราคาดการณ์กำไรปี 2564 ที่ 113 ล้านบาท เติบโต 17% YoY

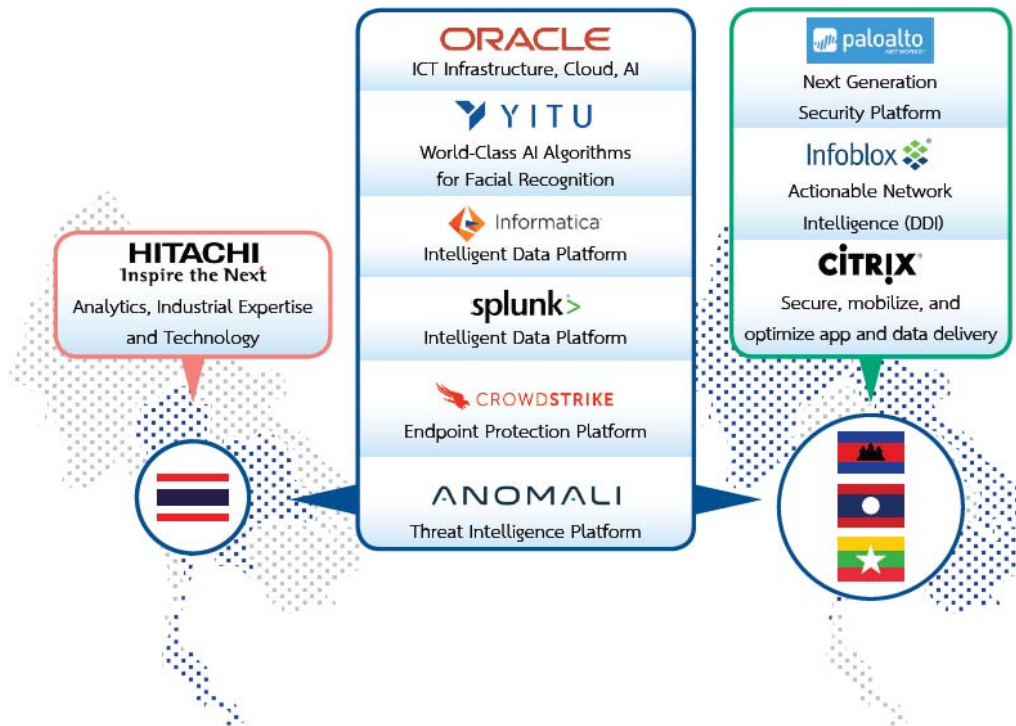
## ประวัติความเป็นมา

### ภาพรวมธุรกิจของ VCOM

VCOM เป็นตัวแทนจำหน่ายผลิตภัณฑ์ระบบเทคโนโลยีสารสนเทศ (IT distributor) สำหรับผลิตภัณฑ์ที่มีชื่อเสียงและได้รับการยอมรับในระดับสากล โดยเป็นผลิตภัณฑ์ที่ออกแบบมาสำหรับการใช้งานในระดับองค์กร โดยเฉพาะ บริษัทนำเสนอสโลูชันและบริการด้านไอทีที่มีความซับซ้อนสูงหลากหลายประเภท ได้แก่ คอมพิวเตอร์เซิร์ฟเวอร์ (server) หน่วยเก็บข้อมูล (storage) ระบบคอมพิวเตอร์แบบรวมศูนย์ (engineered systems หรือ converged infrastructure solutions) ระบบรักษาความปลอดภัยบนระบบเครือข่าย (network security) อุปกรณ์ระบบเครือข่าย (networking devices) ระบบฐานข้อมูล (database) ระบบปฏิบัติการ (operating system) ระบบเสมือน (virtualization) มิดเดิลแวร์ (middleware) ซอฟต์แวร์พัฒนาระบบ (software development tools) และซอฟต์แวร์ที่ทำหน้าที่ในการบริหารจัดการข้อมูล (data management) เช่น ระบบการเชื่อมโยงข้อมูลจากระบบงานอื่น (data integration) ระบบการบริหารข้อมูลขนาดใหญ่ (big data management) ระบบการบริหารข้อมูลสำหรับคลาวด์ (cloud data management) ระบบการปรับปรุงคุณภาพของข้อมูล (data quality) และระบบรักษาความปลอดภัยของข้อมูล (data security) เป็นต้น นอกจากนี้ VCOM ยังให้บริการด้านเทคโนโลยีสารสนเทศที่เกี่ยวข้องกับผลิตภัณฑ์ของบริษัทเป็นตัวแทนจำหน่าย ได้แก่ บริการงานเฉพาะทางที่ต้องใช้ความชำนาญจากผู้เชี่ยวชาญ (professional services) บริการบำรุงรักษา (maintenance services) และบริการด้านการติดตั้ง (installation services) ผลิตภัณฑ์ทั้งหมดที่บริษัทเป็นตัวแทนจำหน่ายด้วย

ปัจจุบัน VCOM ได้รับการแต่งตั้งอย่างเป็นทางการให้เป็นตัวแทนจำหน่ายผลิตภัณฑ์ระบบเทคโนโลยีสารสนเทศสำหรับแบรนด์ที่มีชื่อเสียง 10 แบรนด์ ตามที่แสดงไว้ด้านล่าง

**Figure 2: ผลิตภัณฑ์ที่ VCOM ได้รับการแต่งตั้งให้เป็นตัวแทนจำหน่าย**

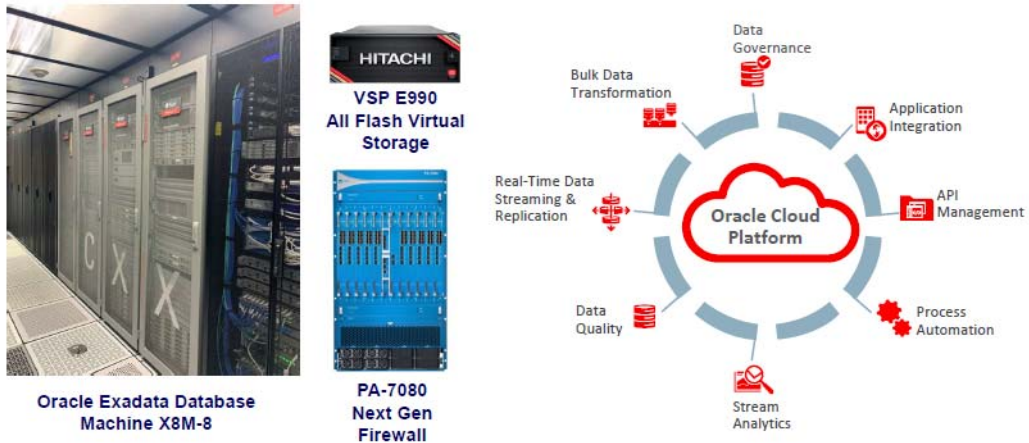


Source: SCBS Investment Research, VCOM

กลุ่มลูกค้าเป้าหมายของ VCOM คือ ผู้รวบรวมระบบ (system integrator หรือ SI) ที่เป็นผู้รวบรวมระบบแบบเบ็ดเสร็จเพื่อเสนอขายให้แก่ผู้ใช้งาน (end user) ในระดับองค์กรขนาดกลางและขนาดใหญ่ทั้งภาครัฐและภาคเอกชน ผลิตภัณฑ์ที่บริษัทเป็นตัวแทนจำหน่ายนั้นช่วยสนับสนุนให้การบริหารจัดการข้อมูลภายในองค์กรของผู้ใช้งานมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น โดยบริษัทมีการติดต่อค้าขายเป็นประจำกับลูกค้าที่เป็น SI หลายราย ซึ่งส่วนใหญ่เป็นบริษัทที่มีชื่อเสียงและเป็นผู้นำในธุรกิจที่เกี่ยวกับการออกแบบ พัฒนา และวางระบบ (system integration) การให้คำปรึกษา และพัฒนางานด้านเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร นอกจากนี้บริษัทยังมีการจำหน่ายผลิตภัณฑ์ให้กับลูกค้าผู้ใช้งานองค์กรโดยตรง (end user) บ้าง แต่เป็นเพียงส่วนน้อย ซึ่งองค์กรดังกล่าวมักเป็นองค์กรขนาดใหญ่ที่มีฝ่ายเทคโนโลยีสารสนเทศที่มีความรู้ความสามารถในการออกแบบและรวบรวมระบบงานต่างๆ ได้เอง หรือเป็นการจัดซื้อในโครงการต่อเนื่องหรือเพิ่มเติมจากโครงการเดิมที่เคยจัดซื้อผ่านผู้รวบรวมระบบมากระยะหนึ่งแล้ว



Figure 3: ตัวอย่างผลิตภัณฑ์ที่ VCOM เป็นตัวแทนจำหน่าย



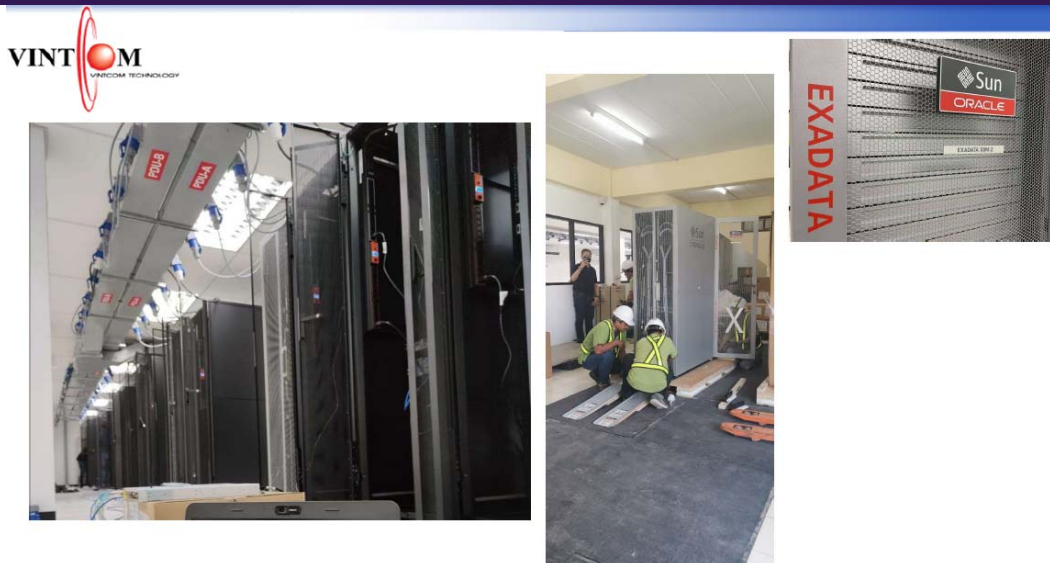
Source: SCBS Investment Research, VCOM

Figure 4: ตัวอย่างผลิตภัณฑ์ที่ VCOM เป็นตัวแทนจำหน่าย



Source: SCBS Investment Research, VCOM

Figure 5: ตัวอย่างผลิตภัณฑ์ที่ VCOM เป็นตัวแทนจำหน่าย



Source: SCBS Investment Research, VCOM

**VCOM มีบริษัทย่อย 4 บริษัท:**

- 1) บริษัท วินท์คอม เทคโนโลยี (เมียนมาร์) จำกัด (VCOM ถือหุ้น 100%): จัดทะเบียนจัดตั้งในประเทศสาธารณรัฐแห่งสหภาพเมียนมาร์ เมื่อปี 2558 มีวัตถุประสงค์เพื่อประกอบธุรกิจให้บริการติดตั้ง ให้คำปรึกษา และซ่อมบำรุงเกี่ยวกับระบบคอมพิวเตอร์ในเมียนมาร์
- 2) บริษัท วินท์คอม เทคโนโลยี (เอสจี) จำกัด (VCOM ถือหุ้น 100%): จัดทะเบียนจัดตั้งในประเทศสาธารณรัฐสิงคโปร์ เมื่อปี 2561 มีวัตถุประสงค์เพื่อประกอบธุรกิจตัวแทนจำหน่ายผลิตภัณฑ์ระบบเทคโนโลยีสารสนเทศ (IT distributor) ในสิงคโปร์
- 3) บริษัท วีเซิร์ฟพลัส จำกัด (VCOM ถือหุ้น 51%): จัดทะเบียนจัดตั้งในประเทศไทยเมื่อปี 2559 มีวัตถุประสงค์เพื่อประกอบธุรกิจให้บริการด้านเทคโนโลยีสารสนเทศ และบริการงานศูนย์บริการ ปัจจุบัน วีเซิร์ฟพลัสได้รับการแต่งตั้งให้เป็นตัวแทนในการให้บริการของเจ้าของผลิตภัณฑ์ต่างๆ อย่างเป็นทางการรวม 17 ราย

**Figure 6: รายชื่อผลิตภัณฑ์ที่วีเซิร์ฟพลัสได้รับการแต่งตั้งเป็นตัวแทนในการให้บริการอย่างเป็นทางการ**

รายชื่อเจ้าของผลิตภัณฑ์	เครื่องหมายการค้า	ผลิตภัณฑ์หลัก
Dell EMC		คอมพิวเตอร์เซิร์ฟเวอร์ และหน่วยเก็บข้อมูล
Fujitsu		สแกนเนอร์
Hikvision		กล้องวงจรปิด
HPE		คอมพิวเตอร์เซิร์ฟเวอร์ หน่วยเก็บข้อมูล ระบบเครือข่าย
HP Inc (HPI)		เครื่องพิมพ์ คอมพิวเตอร์พีซี โน้ตบุ๊ก
Huawei		ระบบเครือข่าย คอมพิวเตอร์เซิร์ฟเวอร์ หน่วยเก็บข้อมูล
Intermec		คอมพิวเตอร์แบบพกพา สแกนเนอร์
Lenovo		คอมพิวเตอร์เซิร์ฟเวอร์ คอมพิวเตอร์พีซี โน้ตบุ๊ก แท็บเล็ต
Symantec		ซอฟต์แวร์ระบบปฏิบัติการ
Xiaomi		โทรศัพท์มือถือ และอุปกรณ์เสริม
BenQ		เครื่องโปรเจคเตอร์
Vocollect		คอมพิวเตอร์แบบพกพา สแกนเนอร์
Nexstgo		คอมพิวเตอร์เซิร์ฟเวอร์ โน้ตบุ๊ก
ASUS		คอมพิวเตอร์เซิร์ฟเวอร์ คอมพิวเตอร์พีซี โน้ตบุ๊ก แท็บเล็ต
Acer		คอมพิวเตอร์พีซี โน้ตบุ๊ก
VMWare		ซอฟต์แวร์ระบบปฏิบัติการ
ViewSonic		เครื่องโปรเจคเตอร์ จอภาพ Monitor จอภาพ LCD

Source: SCBS Investment Research, VCOM

วีเซิร์ฟพลัสมีการให้บริการผ่านช่องทางศูนย์บริการรวมทั้งสิ้น 9 แห่ง ในประเทศไทย ประกอบด้วยศูนย์บริการในกรุงเทพฯ 2 แห่ง และศูนย์บริการในต่างจังหวัดอีก 7 แห่ง นอกจากนี้วีเซิร์ฟพลัสยังได้รับการแต่งตั้งอย่างเป็นทางการให้เป็นผู้บริหารจัดการศูนย์บริการ Xiaomi และศูนย์บริการ Lenovo ที่ศูนย์การค้าฟอร์จูนทาวน์ โดยมีลักษณะการให้บริการต่างๆ เช่นเดียวกับที่ศูนย์บริการของวีเซิร์ฟพลัสดำเนินการ เช่น บริการรับประกันสินค้าสำหรับสินค้าใหม่ บริการตอบข้อซักถามและแก้ไขปัญหาที่เกิดขึ้นระหว่างการใช้งาน และบริการซ่อมสินค้าที่อยู่ในระยะประกันและสินค้าที่หมดระยะประกัน เป็นต้น

**Figure 7: ตัวอย่างบริการที่วีเซิร์ฟพลัสเป็นผู้ให้บริการ**



Source: SCBS Investment Research, VCOM

4) บริษัท ไอ-ซีเดียว จำกัด (VCOM ถือหุ้น 100%): จัดทะเบียนจัดตั้งในประเทศไทยเมื่อปี 2559 เพื่อประกอบธุรกิจธุรกิจการดำเนินการดำเนินการเฝ้าระวังระบบรักษาความปลอดภัยทางคอมพิวเตอร์และระบบเครือข่าย หรือบริการ MSSP (Managed Security Service Provider) ซึ่งเป็นบริการ outsource เกี่ยวกับระบบรักษาความปลอดภัยทางไอทีให้กับองค์กรต่างๆ โดยองค์กรต่างๆ จะว่าจ้างบริการ MSSP เพื่อช่วยลดต้นทุนด้านฮาร์ดแวร์ ซอฟต์แวร์ และบุคลากร ทางด้านความปลอดภัยข้อมูลให้กับองค์กร แก้ไขปัญหาจากการขาดแคลนบุคลากรผู้เชี่ยวชาญเฉพาะทางด้านความปลอดภัยข้อมูล เป็นต้น

I-SECURE มีโปรแกรมสำเร็จรูปที่พัฒนาขึ้นเองเพื่อเฝ้าระวังและจัดการกับปัญหาภัยคุกคามทางไซเบอร์ ตลอดจนให้บริการศูนย์เฝ้าระวังระบบรักษาความมั่นคงปลอดภัยทางคอมพิวเตอร์และระบบเครือข่าย หรือ Security Operation Center (SOC) ซึ่ง I-SECURE ทำหน้าที่เป็นผู้ให้บริการภายนอก (outsource) แก่องค์กรต่างๆ ที่มีศูนย์ SOC เป็นของตัวเอง โดย I-SECURE ทำหน้าที่ติดตามเฝ้าดูและจัดการกับปัญหาภัยคุกคามทางไซเบอร์ โดยจะดูแลและตรวจสอบการเข้าถึงระบบต่างๆ ขององค์กรว่ามีการเข้าถึงที่ผิดปกติ หรือมีการบุกรุกจากภายนอกหรือไม่ และมีกระบวนการตอบสนองต่อการบุกรุกได้อย่างรวดเร็ว สามารถหยุดการโจมตีและเก็บข้อมูลเพื่อตรวจหาช่องทางที่อาชญากรบุกรุกเข้ามาได้อย่างแม่นยำ

นอกจากนี้ยังให้บริการและให้คำปรึกษาเกี่ยวกับระบบความปลอดภัยของระบบคอมพิวเตอร์ ระบบสารสนเทศ ระบบเครือข่ายคอมพิวเตอร์ จำหน่ายและให้เข้าชิ้นส่วนคอมพิวเตอร์ โปรแกรม และอุปกรณ์เกี่ยวกับคอมพิวเตอร์ และฝึกอบรมระบบเครือข่ายคอมพิวเตอร์และความปลอดภัยของข้อมูลครบวงจร I-SECURE มีกลุ่มลูกค้าหลักๆ ได้แก่ หน่วยงานภาครัฐ องค์กรเอกชนชั้นนำที่ประกอบธุรกิจการให้บริการทางการเงิน และบริษัทชั้นนำอื่นๆ ในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ ธุรกิจการผลิตต่างๆ และธุรกิจค้าปลีก ซึ่งกลุ่มลูกค้าที่มาใช้บริการกับ I-SECURE มีการใช้บริการ outsource รักษาความปลอดภัยทางไอที เพื่อประหยัดงบประมาณลงทุนโครงสร้างพื้นฐานทางไอที ลดปัญหาการขาดแคลนบุคลากรผู้เชี่ยวชาญเฉพาะทางด้านความปลอดภัยข้อมูล เป็นต้น

ผลิตภัณฑ์ที่ I-SECURE มีความเชี่ยวชาญและสามารถให้บริการในการติดตั้งและบริหารจัดการให้กับลูกค้าได้ ประกอบด้วยผลิตภัณฑ์ต่างๆ รวม 16 ราย



**Figure 8: ผลิตภัณฑ์ภายใต้ I-SECURE**

รายชื่อเจ้าของผลิตภัณฑ์	เครื่องหมายการค้า	ผลิตภัณฑ์หลัก
Splunk		Platform for security information and event management Platform for security operation and automation Platform for IT operation
ArcSight		Platform for security information and event management
Palo Alto Networks		Next generation security platform Network and endpoint protection platform (NDR, EPP, EDR)
Check Point		Next generation security platform Advance threat protection
Fortinet		Next generation security platform Advance threat protection
Imperva		Application protection Data protection
Incapsula		Application protection DDoS protection
CrowdStrike		Endpoint protection platform Threat intelligence
Attivo Networks		ThreatDefend deception and response platform
Rapid7		Vulnerability management Penetration testing Dynamic application security testing
CyberArk		Privilege account security Privilege account monitoring Privileged threat analytics Endpoint privilege management Privilege account management
BeyondTrust		Privilege account monitoring Endpoint privilege management Vulnerability management
Dynatrace		Application performance management Cloud infrastructure monitoring
Ruckus		Enterprise network infrastructure Smart wireless LAN systems
Aruba		Enterprise network infrastructure Smart wireless LAN systems
VMWare		Platform for virtualization Platform for virtual cloud network

Source: Source: SCBS Investment Research, VCOM

Figure 9: ตัวอย่างบริการที่ I-SECURE เป็นผู้ให้บริการ

Focus Products

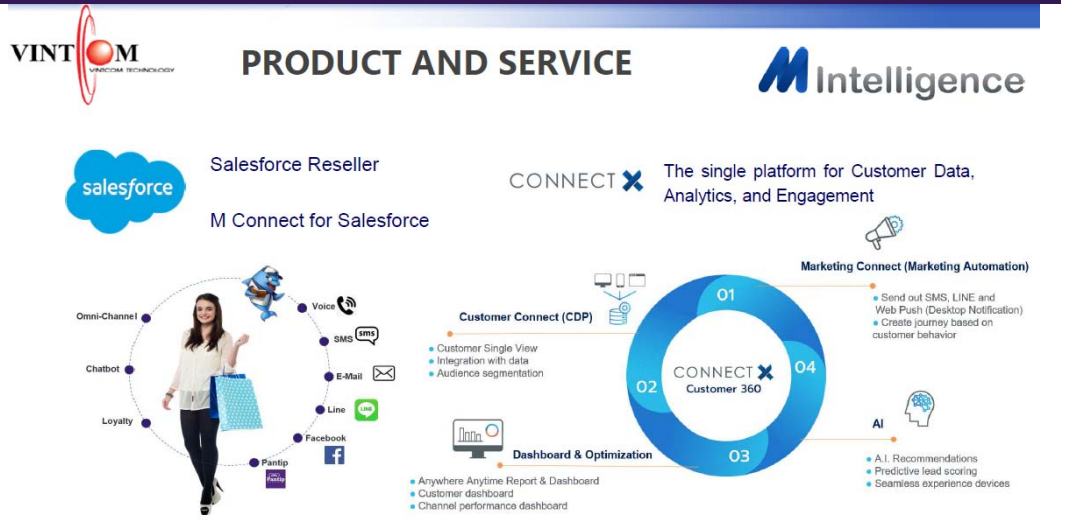
We utilized only the best products and vendors to serve customers needs

Source: SCBS Investment Research, VCOM

**พัฒนาการล่าสุด**

การลงทุนในบริษัท เอ็ม อินเทลลิเจนซ์ จำกัด: เมื่อเดือนสิงหาคม 2563 VCOM ประกาศว่าบริษัทได้เข้าร่วมลงทุนในบริษัท เอ็ม อินเทลลิเจนซ์ จำกัด ("Mintel") โดยลงทุนในหุ้นสามัญเพิ่มทุนของ Mintel จำนวน 132,000 หุ้น คิดเป็นสัดส่วน 22% ของหุ้นที่ออกและจำหน่ายแล้วทั้งหมดของ Mintel ปัจจุบัน Mintel เป็นตัวแทนจำหน่ายผลิตภัณฑ์ด้าน digital transformation เพื่อวิเคราะห์และบริหารจัดการข้อมูลลูกค้าสัมพันธ์ (CRM) สำหรับช่วยในการทำการตลาด การขาย และการบริการ แบบครบวงจร รวมไปถึงจำหน่ายซอฟต์แวร์สำเร็จรูปที่พัฒนาขึ้นเองที่ใช้ในการส่งมอบประสบการณ์และสื่อสารกับลูกค้า ตลอดจนให้บริการดูแลและบำรุงรักษาซอฟต์แวร์ รวมทั้งฝึกอบรมการใช้งานซอฟต์แวร์ ทั้งนี้ Mintel เป็นบริษัทที่สามารถทำกำไรได้ โดยมีกำไรสุทธิประมาณ 1 ล้านบาทต่อปี และ VCOM จะรับรู้ผลประโยชน์ของการของ Mintel ภายใต้อินเวสเมนต์

Figure 10: บริการของ Mintel



Source: Source: SCBS Investment Research, VCOM

## ภาพรวมอุตสาหกรรม

IDC ซึ่งเป็นบริษัทที่ปรึกษาและวิจัยข้อมูลการตลาดชั้นนำของโลกได้ประมาณการว่า ภายในปี 2565 GDP ของประเทศไทยกว่า 61% จะเกิดจากสินค้าและบริการที่มีการเปลี่ยนแปลงของเทคโนโลยีดิจิทัลครอบคลุมในทุกภาคอุตสาหกรรม ตลอดจนกระบวนการทำงานและการบริหารจัดการ ไปจนถึงการติดต่อสื่อสาร รวมทั้งการมีปฏิสัมพันธ์กับลูกค้าและผู้ให้บริการที่ขยายตัวไปสู่ระบบดิจิทัลมากขึ้น นำไปสู่การลงทุนที่เกี่ยวข้องกับเทคโนโลยีสารสนเทศในมูลค่ามหาศาลไม่ต่ำกว่า 2 ล้านล้านบาท ในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2562 ถึง พ.ศ. 2565 โดยองค์กรในรูปแบบใหม่ จะมีความแตกต่างไปจากองค์กรแบบดั้งเดิมที่สำคัญ 3 ประการ ได้แก่

**1) Hyperspeed:** มีความสามารถในการสร้างและปรับปรุงสินค้าและบริการในรูปแบบดิจิทัลในอัตราที่เร็วกว่าเดิมอย่างก้าวกระโดด

**2) Hyperscale:** มีความแข็งแกร่งของโครงสร้างระบบเทคโนโลยีสารสนเทศที่สามารถสนองตอบการขยายตัวของธุรกิจแบบไร้ขีดจำกัด

**3) Hyperconnect:** มีความสามารถในการพัฒนานวัตกรรมและระบบห่วงโซ่อุปทานแบบดิจิทัล โดยการเชื่อมต่อที่กว้างขวางไร้ขีดจำกัดทางกายภาพผ่านโครงข่ายสื่อสาร

ทั้งนี้ปัจจัยในการผลักดันองค์กรไปในทิศทางดังกล่าวเกิดจากการเกิดขึ้นของนวัตกรรมใหม่ๆ ที่รวดเร็วกว่าเดิมและนวัตกรรมเหล่านั้นยังสามารถแพร่กระจายและเปลี่ยนสภาพการแข่งขันและการดำเนินงานในอุตสาหกรรมนั้นๆ นอกจากนี้ แนวคิดของธุรกิจผ่าน startups ที่เป็นรูปแบบธุรกิจแบบดิจิทัลและในรูปแบบของ platform ทำให้ธุรกิจที่ประสบความสำเร็จสามารถขยายตัวแบบ hyperscale ได้ การเติบโตขององค์กรต่างๆ ล้วนมาจากระบบฐานความรู้ที่เปิดกว้าง ระบบปัญญาประดิษฐ์ ที่ขยายขีดความสามารถได้อย่างมากมายแบบที่ไม่เคยเป็นมาก่อน รวมทั้งความต้องการของระบบรักษาความปลอดภัยทางคอมพิวเตอร์และระบบเครือข่ายก็ยิ่งทวีความสำคัญมากขึ้น เพราะธุรกิจต่างมีการพึ่งพาระบบเทคโนโลยีสารสนเทศ ซึ่งอาจนำไปสู่ความเสี่ยงและช่องโหว่ของระบบอันเกิดจากความซับซ้อนและพื้นที่ที่เปิดกว้างขึ้น

เพื่อตอบสนองการเติบโตของธุรกิจที่ต่างปรับตัวเข้าสู่ระบบดิจิทัลมากขึ้น VCOM มีผลิตภัณฑ์ที่ครอบคลุมถึงโครงสร้างระบบเทคโนโลยีสารสนเทศ รวมทั้งระบบรักษาความปลอดภัยทางคอมพิวเตอร์และระบบเครือข่าย ที่ออกแบบมาสำหรับการทำงานในระดับองค์กร รวมถึงบริการที่เกี่ยวข้องกับการออกแบบ พัฒนา และวางระบบที่ต้องใช้ความชำนาญจากผู้เชี่ยวชาญเฉพาะด้าน สิ่งเหล่านี้จะสนับสนุนให้องค์กรต่างๆ มีความสามารถในการแข่งขันกับเศรษฐกิจยุคดิจิทัล และก้าวสู่การเป็นองค์กรที่มีความเข้มแข็ง สามารถปรับตัวเข้ากับการเปลี่ยนแปลงของเทคโนโลยีที่รวดเร็วได้ดียิ่งขึ้น

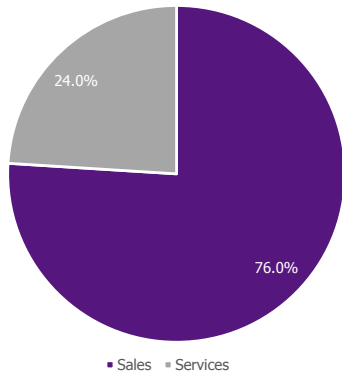
## การวิเคราะห์ฐานะการเงิน

### โครงสร้างรายได้

**1) จำแนกตามการขายและบริการ:** ในช่วง 1H63 รายได้ 76% ของ VCOM ได้มาจากการขาย (ฮาร์ดแวร์และซอฟต์แวร์) และ 24% ได้มาจากการบริการ สัดส่วนรายได้สามารถเปลี่ยนแปลงได้โดยขึ้นอยู่กับรายได้จากการขาย บริษัทตั้งเป้าสัดส่วนรายได้ระหว่างรายได้จากการขายกับรายได้จากการบริการอย่างละ 50%

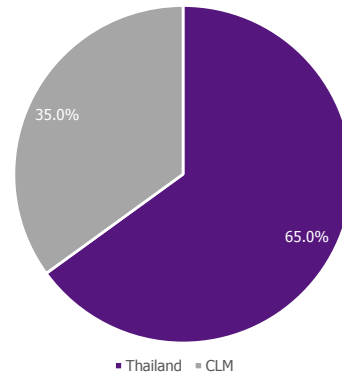
**2) จำแนกตามภูมิศาสตร์:** เนื่องจาก VCOM มีใบอนุญาตจำหน่ายผลิตภัณฑ์ในกลุ่มประเทศ CLM (กัมพูชา ลาว และเมียนมาร์) รายได้ประมาณ 35% ของบริษัทจึงได้มาจากกลุ่มประเทศ CLM ใน 1H63

**Figure 11:** โครงสร้างรายได้จำแนกตามการขายและบริการใน 1H63



Source: SCBS Investment Research, VCOM

**Figure 12:** โครงสร้างรายได้จำแนกตามภูมิศาสตร์ใน 1H63



Source: SCBS Investment Research, VCOM

### ความสามารถในการทำกำไร

สัดส่วนรายได้จากการบริการที่เพิ่มขึ้นจะช่วยหนุนให้อัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้น อัตรากำไรขั้นต้นของรายได้จากการขายอยู่ในช่วง 8-13% ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา ในขณะที่อัตรากำไรขั้นต้นของรายได้จากการบริการอยู่ในช่วง 25-38% ดังนั้นอัตรากำไรขั้นต้นโดยรวมของ VCOM จึงอยู่ที่ 15-22% ผู้บริหารวางแผนเพิ่มสัดส่วนรายได้จากการบริการสู่ 50%

### ความแข็งแกร่งทางการเงิน

บริษัทที่มีเงินสดสุทธิ VCOM มีงบดุลที่แข็งแกร่ง บริษัทมีสถานะเงินสดสุทธิ ซึ่งเปิดโอกาสให้บริษัททำ M&A ดึงเห็นได้จากธุรกรรมเมื่อไม่นานนี้ที่บริษัทเพิ่งเข้าซื้อหุ้น 22% ใน Mintel ซึ่งจะช่วยเพิ่มความหลากหลายของผลิตภัณฑ์ที่น่าเสนอต่อลูกค้าและยังจะช่วยสนับสนุนการขยายธุรกิจในอนาคตอีกด้วย

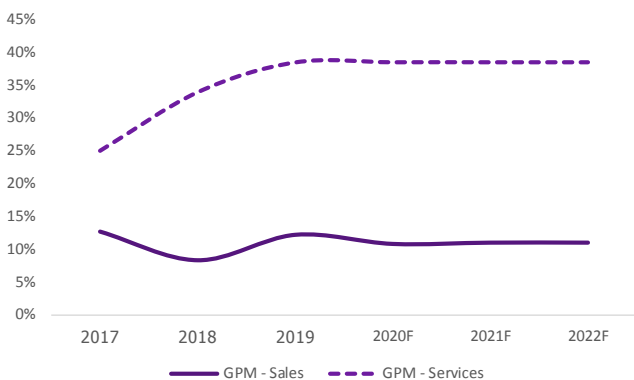
### แนวโน้มกำไร

การเติบโตผ่านจุดสูงสุดไปแล้วใน 2Q63 เราคาดว่ากำไรจะลดลง HoH ใน 2H63 หลังจาก VCOM บันทึกกำไรได้จากโครงการต่างประเทศจำนวนมากถึง 5 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ใน 1H63 สำหรับ 2H63 เราไม่คิดว่าบริษัทจะบันทึกกำไรได้จากโครงการใหญ่แต่อย่างใด โดยสรุปแล้ว เราคาดการณ์กำไรปี 2563 ที่ 96 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 44% YoY เราเชื่อว่ากำไรจะเติบโตในอัตราชะลอลดลงที่ 17% YoY สู่ 113 ล้านบาท ในปี 2564 โดยมีสาเหตุมาจากผลกระทบจากฐานสูง

### นโยบายจ่ายเงินปันผล

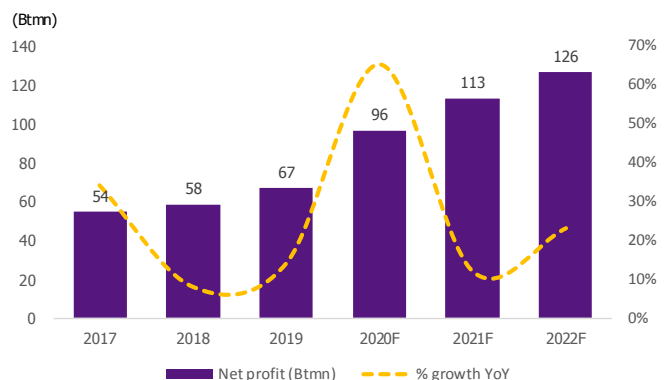
จ่ายเงินปันผลไม่น้อยกว่า 50% ของกำไรสุทธิ VCOM มีนโยบายจ่ายเงินปันผลไม่น้อยกว่า 50% ของกำไรสุทธิ อย่างไรก็ตาม บริษัทจ่ายเงินปันผลในอัตรา 60-70% ของกำไรสุทธิในปี 2561-2562 สำหรับ 1H63 VCOM ประกาศจ่ายเงินปันผล 0.1 บาท/หุ้น คิดเป็นอัตรากำไรจ่ายปันผล 71.4%

**Figure 11:** แนวโน้มอัตรากำไรขั้นต้น



Source: SCBS Investment Research, VCOM

**Figure 12:** แนวโน้มการเติบโตของกำไร



Source: SCBS Investment Research, VCOM



### การประเมินมูลค่าเหมาะสมและคำแนะนำ

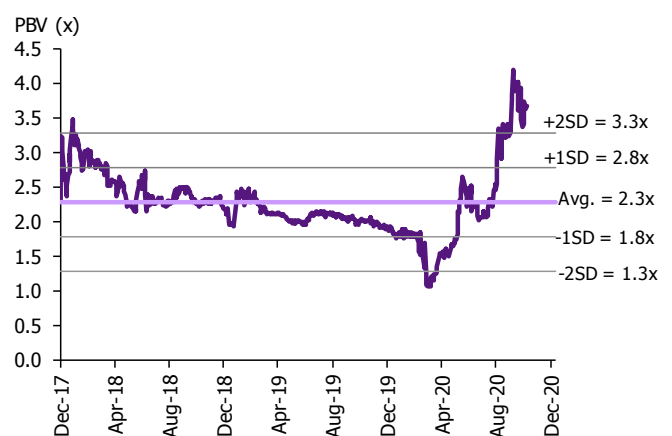
**NEUTRAL** ราคาเป้าหมาย **6.0** บาท เราใช้วิธี PE ในการประเมินมูลค่าเหมาะสมของ VCOM เนื่องจากรายได้ของบริษัทมีการแกว่งตัวขึ้นลงในแต่ละปี โดยขึ้นอยู่กับจำนวนโครงการที่จะรับรู้รายได้ในปีนั้นๆ ราคาเป้าหมายของเราอิงกับ PE 16.0 เท่า ในปี 2564 (PE เฉลี่ยในอดีตนับตั้งแต่จดทะเบียนในตลาด mai ในวันที่ 21 ธันวาคม 2560) แม้ VCOM จะได้รับประโยชน์จากเทรนด์การเปลี่ยนผ่านสู่ดิจิทัล แต่ราคาหุ้นปรับตัวขึ้นมากจนข้างมากแล้วถึง 86% YTD และแนวโน้มกำไรในปี 2564 ไม่ชัดเจน ดังนั้นในเชิงกลยุทธ์เราจึงให้เรตติ้ง NEUTRAL สำหรับ VCOM เราจะทบทวนคำแนะนำของเราอีกครั้งเมื่อเห็นแนวโน้มการเติบโตของกำไรปี 2564 ที่ชัดเจน

**Figure 13: PE Band**



Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

**Figure 14: PBV Band**



Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

### ปัจจัยความเสี่ยงที่สำคัญ

**1) ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงรายได้จากการเป็นตัวแทนจำหน่ายผลิตภัณฑ์ Oracle VCOM** ได้รับการแต่งตั้งให้เป็นตัวแทนจำหน่ายสินค้าและบริการของบริษัท ออราเคิล คอร์ปอเรชั่น (Oracle) ตั้งแต่ปี 2553 โดยในปี 2561 และปี 2562 VCOM มีรายได้จากการขายและบริการที่เกี่ยวข้องกับการเป็นตัวแทนจำหน่ายผลิตภัณฑ์ Oracle ในสัดส่วน 62% และ 51% ของรายได้จากการขายและบริการรวมของบริษัท ตามลำดับ ผู้บริหารได้ตระหนักถึงผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นจากความเสี่ยงจากการพึ่งพิงรายได้หลักที่มาจากการเป็นตัวแทนจำหน่ายผลิตภัณฑ์ของ Oracle บริษัทจึงพยายามสร้างความหลากหลายของผลิตภัณฑ์และบริการ ซึ่งช่วยให้บริษัทสามารถกระจายความเสี่ยงจากการพึ่งพิงรายได้หลักที่มาจากการเป็นตัวแทนจำหน่ายผลิตภัณฑ์ Oracle ได้

**2) ความเสี่ยงจากการกระจุกตัวของลูกค้า** ในปี 2561 และปี 2562 VCOM มีรายได้จากลูกค้ารายใหญ่ 10 รายแรก คิดเป็นสัดส่วน 54% และ 44% ของรายได้จากการขายและบริการรวม ตามลำดับ โดยไม่มีรายได้จากลูกค้ารายใดรายหนึ่งเกินกว่า 30% ของรายได้จากการขายและบริการรวม ลูกค้ารายใหญ่ 10 รายแรกดังกล่าว มีรายชื่อเปลี่ยนแปลงไปในแต่ละปี โดยส่วนใหญ่ขึ้นกับศักยภาพของลูกค้าที่เป็นผู้รวบรวมระบบ (SI) รายใดที่จะสามารถได้งานหรือเป็นผู้ชนะการประมูลในโครงการของผู้ใช้งาน บริษัทตระหนักถึงความเสี่ยงจากการกระจุกตัวของลูกค้า จึงได้พยายามขยายฐานลูกค้าไปในกลุ่มประเทศ CLM เพื่อลดการพึ่งพิงรายได้จากลูกค้าองค์กรรายใหญ่มากเกินไป

**3) ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงเทคโนโลยี** VCOM ดำเนินธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับเทคโนโลยีสารสนเทศ โดยลักษณะของธุรกิจดังกล่าวมีการพัฒนาและเปลี่ยนแปลงของเทคโนโลยีอย่างรวดเร็วตลอดเวลา โดยผู้ผลิตสินค้าต่างๆ มีการออกสินค้ารุ่นใหม่ ๆ ที่เพิ่มคุณสมบัติเพื่อรองรับและตอบสนองความต้องการใช้งานของลูกค้าอย่างต่อเนื่อง ซึ่งหากบริษัทไม่สามารถติดตามและปรับตัวได้ทันต่อสภาวะการเปลี่ยนแปลงดังกล่าว เพื่อเสนอสินค้าและบริการให้แก่ลูกค้าได้อย่างมีประสิทธิภาพทันตามการเปลี่ยนแปลงของอุตสาหกรรม อาจส่งผลให้ลูกค้าหันไปเลือกซื้อสินค้าจากผู้ผลิตรายอื่นที่บริษัทไม่ได้เป็นตัวแทนจำหน่าย บริษัทมีการเตรียมพร้อมเพื่อรองรับการเปลี่ยนแปลงของเทคโนโลยีดังกล่าวที่อาจเกิดขึ้นได้ตลอดเวลา โดยการติดตามข้อมูล ข่าวสาร และความเคลื่อนไหวเปลี่ยนแปลงในอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจอย่างใกล้ชิด และปรับตัวให้ทันตามการเปลี่ยนแปลง รวมทั้งเสนอสินค้าและบริการให้อยู่ในความต้องการของตลาด เพื่อไม่ให้เสียโอกาสทางธุรกิจหรือเสียเปรียบคู่แข่ง

**4) ความเสี่ยงจากข้อพิพาททางกฎหมาย** VCOM มีข้อพิพาททางกฎหมายที่ยังไม่สิ้นสุด ซึ่งอาจส่งผลทำให้บริษัทต้องจ่ายค่าเสียหายจำนวน 120 ล้านบาท หรือคิดเป็นสัดส่วน 27.3% ของส่วนของผู้ถือหุ้น หรือคิดเป็นสัดส่วน 10.4% ของสินทรัพย์รวมของบริษัท ณ ปี 2562 ทั้งนี้เพื่อให้ความมั่นใจกับผู้ลงทุนและคุ้มครองผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายย่อยของบริษัท ต่อความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากคดีข้อพิพาททางกฎหมายดังกล่าว บริษัท วีเน็ต แคปปิตอล จำกัด (“VNET”) ในฐานะผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัท จึงได้ทำบันทึกข้อตกลงรับประกันความเสียหายจากคดีข้อพิพาทกับบริษัท โดยให้คำมั่นว่าในระหว่างที่คดีดังกล่าวยังไม่ถึงที่สุด VNET ตกลงจะไม่จำหน่าย จ่าย โอน หรือก่อให้เกิดภาระผูกพันใดๆ ต่อหุ้นของบริษัทที่ VNET ถืออยู่ เป็นจำนวนที่เมื่อคำนวณมูลค่าตามราคาหุ้นที่เสนอขายต่อประชาชนเป็นครั้งแรก (IPO) แล้ว เพียงพอกับค่าเสียหาย ทั้งนี้ หากศาลมีคำพิพากษาถึงที่สุดในคดีดังกล่าวให้บริษัทมีความผิด และต้องชดเชยค่าเสียหาย VNET ตกลงนำหลักทรัพย์ข้างต้นออกขายและนำเงินที่ได้มาชดเชยค่าเสียหายดังกล่าวให้กับบริษัท

**ข้อสงวนสิทธิ์:**

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าจะเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด ("บริษัท") มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทุกรณณ์ ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือผลประโยชน์ใดๆ กับบริษัทใดๆ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (SCBS) เป็นบริษัทย่อยที่ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (SCB) ถือหุ้นทั้งหมด ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวข้องกับ SCB มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) ในหุ้นสามัญของ INTUCH

นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวอย่างรอบคอบก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ ความเห็น ข่าว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจนำไปตีความว่า เป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน ลูกจ้าง และตัวแทนของ SCBS จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใด ๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา ความเสียหายพิเศษ หรือความเสียหายที่เป็นผลสืบเนื่อง อันมีเหตุมาจากการใช้หรือการเชื่อถือในข้อมูลดังกล่าว ซึ่งรวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบร่วมกับข้อมูลและความเห็นอื่น ๆ รวมถึงพิจารณาของตนเองในการตัดสินใจลงทุน โดยข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ได้รับมาจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ ซึ่ง SCBS ไม่สามารถรับรองถึงความถูกต้อง ความสมบูรณ์ และ/หรือ ความครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าวได้

SCBS สงวนสิทธิในการใช้ดุลพินิจแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว ทั้งนี้ เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลตามที่กำหนดไว้เท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ตัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใด ๆ เว้นแต่จะได้รับคามยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคาร") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินของ บริษัท เอสซีจี แพคเกจจิ้ง จำกัด (มหาชน) SCBS ได้ทำหน้าที่เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่าย ความเห็น ข่าว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของตนเองในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคาร") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินของ บริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด และ บริษัทในเครือรวมถึง บริษัท ซีพีออล จำกัด (มหาชน) และ บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) ความเห็น ข่าว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของตนเองในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

SCBS สงวนสิทธิในการใช้ดุลพินิจของตนแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ตัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใด ๆ เว้นแต่จะได้รับคามยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคาร") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินของ Lead Arranger ของ บริษัท โกลบอล เพาเวอร์ ซินเนอร์ยี จำกัด (มหาชน) ความเห็น ข่าว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของตนเองในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคาร") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBAM") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคาร") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินของ กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโทรคมนาคม ดิจิทัล SCBAM ได้ทำหน้าที่เป็นผู้จัดการกองทุนของ กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโทรคมนาคม ดิจิทัล ความเห็น ข่าว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของตนเองในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

การซื้อขายฟิวเจอร์สและอปชั่น (Futures and Options) มีความเสี่ยงสูงที่อาจก่อให้เกิดผลขาดทุนอย่างมีนัยสำคัญ จึงไม่เหมาะสมกับบุคคลทุกคน ทั้งนี้ ก่อนการตัดสินใจซื้อขายฟิวเจอร์สและอปชั่น ท่านควรพิจารณาถึงฐานะทางการเงิน วัตถุประสงค์ในการลงทุน ประสบการณ์ในการลงทุนของท่าน ตลอดจนความเสี่ยงที่ท่านสามารถยอมรับได้อย่างรอบคอบ เนื่องจากมีความเป็นไปได้ที่ท่านอาจสูญเสียเงินลงทุนมากกว่าเงินลงทุนเริ่มแรก ท่านควรพิจารณาถึงความเสี่ยงทั้งหมดที่อาจเกิดขึ้นจากการซื้อขายฟิวเจอร์สและอปชั่น และท่านควรตัดสินใจลงทุนด้วยตนเอง และ/หรือ ในกรณีที่มิขอลงสัย ท่านควรขอคำแนะนำจากที่ปรึกษาทางการเงิน

เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้อื่นนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขาย จำหน่าย ตัดลอก นำออกแสดงหรือนำไปแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าด้วยวิธีการใด ๆ โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS เป็นการล่วงหน้า

Copyright©2012 บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด สงวนลิขสิทธิ์

**CG Rating 2019 Companies with CG Rating**

**Companies with Excellent CG Scoring**

AAV, ADVANC, AIRA, AKP, AKR, AMA, AMATA, AMATAV, ANAN, AOT, AP, ARROW, BAFS, BANPU, BAY, BCP, BCPG, BOL, BRR, BTS, BTW, BWG, CFRESH, CHEWA, CHO, CK, CKP, CM, CNT, COL, COMAN, CPALL, CPF, CPI, CPN, CSS, DELTA, DEMCO, DRT, DTAC, DTC, EA, EASTW, ECF, EGCO, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GOLD, GPSC, GRAMMY, GUNKUL, HANA, HARN, HMPRO, ICC, ICHI, III, ILINK, INTUCH, IRPC, IVL, JKN, JSP, K, KBANK, KCE, KKP, KSL, KTB, KTC, KTIS, LH, LHFG, LIT, LPN, MAKRO, MALEE, MBK, MBKET, MC, MCOT, MFEC, MINT, MONO\*, MTC, NCH, NCL, NKI, NSI, NVD, NYT, OISHI, OTO, PAP, PCSGH, PDJ, PG, PHOL, PJW, PLANB, PLANET, PORT, PPS, PR9, PREB, PRG, PRM, PSH, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QTC, RATCH, ROBINS, RS, S, S & J, SABINA, SAMART, SAMTEL, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCN, SDC, SEAFSCO, SEAOLIL, SE-ED, SELIC, SENA, SIS, SITHAI, SNC, SORKON, SPALI, SPI, SPRC, SSSC, STA, STEC, SVI, SYNTEC, TASCOS, TCAP, THAI, THANA, THANI, THCOM, THIP, THREL, TIP, TISCO, TK, TKT, TMB, TMILL, TNDT, TOA, TOP, TRC, TRU, TRUE, TSC, TSR, TSTH, TTA, TTCL, TTW, TU, TVD, TVO, U, UAC, UV, VGI, VIH, WACOAL, WAVE, WHA, WHAUP, WICE, WINNER

**Companies with Very Good CG Scoring**

2S, ABM, ADB, AF, AGE, AH, AHC, AIT, ALLA, ALT, AMANAH, AMARIN, APCO, APCS, AQUA, ARIP, ASAP, ASIA, ASIAN, ASIMAR, ASK, ASN, ASP, ATP30, AUCT, AYUD, B, BA, BBL, BDMS, BEC, BEM, BFIT, BGC, BGRIM, BIZ, BJC, BJCHI, BLA, BPP, BROOK, CBG, CEN, CENTEL, CGH, CHG, CHOTI, CHOW, CI, CIMBT, CNS, COLOR, COM7, COTTO, CRD, CSC, DCC, DCON, DDD, DOD, EASON, ECL, EE, EPG, ERW, ESTAR, ETE, FLOYD, FN, FNS, FORTH, FPI, FPT, FSMART, FSS, FVC, GENCO, GJS, GL, GLOBAL, GLOW, GULF, HPT, HTC, HYDRO, ICN, IFS, INET, INSURE, IRC, IRCP, IT, ITD\*, ITEL, J, JAS\*, JCK, JCKH, JMART, JMT, JWD, KBS, KCAR, KGI, KIAT, KOOL, KWC, KWM, L&E, LALIN, LANNA, LDC, LHK, LOXLEY, LRH, LST, M, MACO, MAJOR, MBAX, MEGA, METCO, MFC, MK, MODERN, MOONG, MPG, MSC, MTI, NEP, NETBAY, NEX, NINE, NOBLE, NOK, NTV, NWR, OCC, OGC, ORI, OSP, PATO, PB, PDG, PDI, PL, PLAT, PM, PPP, PRECHA, PRIN, PRINC, PSTC, PT, QLT, RCL, RICHY, RML, RWI, S11, SAAM, SALEE, SAMCO, SANKO, SAPPE, SAWAD, SCG, SCI, SCP, SE, SFP, SIAM, SINGER, SIRI, SKR, SKY, SMT, SMK, SMPC, SMT, SNP, SONIC, SPA, SPC, SPCG, SPVI, SR, SRICHA, SSC, SSF, SST, STANLY, STPI, SUC, SUN, SUSCO, SUTHA, SWC, SYMC, SYNEX, T, TACC, TAE, TAKUNI, TBSP, TCC, TCMC, TEAM, TEAMG, TFG, TFMAMA, THG, THRE, TIPCO, TITLE, TIW, TKN, TKS, TM, TMC, TMD, TMI, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TPA, TPAC, TPBI, TPCORP, TPOLY, TRITN, TRT, TSE, TSTE, TVI, TVT, TWP, TWPC, UBIS, UEC, UMI, UOBKH, UP, UPF, UPOIC, UT, UWC, VNT, WIJK, XO, YUASA, ZEN, ZMICO

**Companies with Good CG Scoring**

A, ABICO, ACAP\*, AEC, AEONTS, AJ, ALUCON, AMC, APURE, AS, ASEFA, AU, B52, BCH, BEAUTY, BGT, BH, BIG, BLAND, BM, BR, BROCK, BSBM, BSM, BTNC, CCET, CCP, CGD, CHARAN, CHAYO, CITY, CMAN, CMC, CMO, CMR, CPL, CPT, CSR, CTW, CWT, D, DIMET, EKH, EMC, EPCO, ESSO, FE, FTE, GIFT, GLAND, GLOCON, GPI, GREEN, GTB, GYT, HTECH, HUMAN, IHL, INGRS, INOX, JTS, JUBILE, KASET, KCM, KKC, KWG, KYE, LEE, LPH, MATCH, MATI, M-CHAI, MCS, MDX, META, MGT, MJD, MM, MVP, NC, NDR, NER, NNCL, NPK, NUSA, OCEAN, PAF, PF, PICO, PIMO, PK, PLE, PMTA, POST, PPM, PROUD, PTL, RCI, RJH, ROJNA, RPC, RPH, SF, SGF, SGP, SKN, SLP, SMART, SOLAR, SPG, SQ, SSP, STI, SUPER, SVOA, TCCC, THE, THMUJ, TIC, TIGER, TNH, TOPP, TPCH, TPIPP, TPLAS, TQM, TTI, TYCN, UTP, VCOM, VIBHA, VPO, WIN, WORK, WP, WPH, ZIGA

**Corporate Governance Report**

The material contained in this publication is for general information only and is not intended as advice on any of the matters discussed herein. Readers and others should perform their own independent analysis as to the accuracy or completeness or legality of such information. The Thai Institute of Directors, its officers, the authors and editor make no representation or warranty as to the accuracy, completeness or legality of any of the information contained herein. By accepting this document, each recipient agrees that the Thai Institute of Directors Association, its officers, the authors and editor shall not have any liability for any information contained in, or for any omission from, this publication.

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. SCB Securities Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

To recognize well performers, the list of companies attaining "Good", "Very Good" and "Excellent" levels of recognition

(Not including listed companies qualified in the "no announcement of the results" clause from 1 January 2018 to 25 October 2019) is publicized.

\* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข่าวด้านการกำกับดูแลกิจการ เช่น การกระทำผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรตระหนักถึงข้อดังกล่าวประกอบด้วย

**Anti-corruption Progress Indicator**

**Certified (ได้รับการรับรอง)**

2S, ADVANC, AI, AIE, AIRA, AKP, AMA, AMANAH, AP, AQUA, ARROW, ASK, ASP, AYUD, B, BAFS, BANPU, BAY, BBL, BCH, BCP, BCPG, BGC, BGRIM, BJCHI, BKI, BLA, BPP, BROOK, BRR, BSBM, BTS, BWG, CEN, CENTEL, CFRESH, CGH, CHEWA, CHOTI, CHOW, CIG, CIMBT, CM, CMC, COL, COM7, CPALL, CPF, CPI, CPN, CSC, DCC, DELTA, DEMCO, DIMET, DRT, DTAC, DTC, EASTW, ECL, EGCO, FE, FNS, FPI, FPT, FSS, FTE, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GJS, GPSC, GSTEEL, GUNKUL, HANA, HARN, HMPRO, HTC, ICC, ICHI, IFS, INET, INSURE, INTUCH, IRPC, ITEL, IVL, K, KASET, KBANK, KBS, KCAR, KCE, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, KWC, L&E, LANNA, LHFG, LHK, LPN, LRH, M, MAKRO, MALEE, MBAX, MBK, MBKET, MC, MCOT, MFC, MFEC, MINT, MONO, MOONG, MPG, MSC, MTC, MTI, NBC, NEP, NINE, NKI, NMG, NNCL, NSI, NWR, OCC, OCEAN, OGC, ORI, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDI, PDJ, PE, PG, PHOL, PL, PLANB, PLANET, PLAT, PM, PPP, PPM, PPS, PREB, PRG, PRINC, PRM, PSH, PSL, PSTC, PT, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QLT, QTC, RATCH, RML, RWI, S & J, SABINA, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCN, SEAOLIL, SE-ED, SELIC, SENA, SGP, SIRI, SITHAI, SMT, SMK, SMPC, SNC, SNP, SORKON, SPACK, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSSC, SST, STA, SUSCO, SVI, SYNTEC, TAE, TAKUNI, TASCOS, TBSP, TCAP, TCMC, TFG, TFI, TFMAMA, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIP, TIPCO, TISCO, TKT, TMB, TMD, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TOP, TPA, TPCORP, TPP, TRU, TRUE, TSC, TSTH, TTCL, TU, TVD, TVI, TVO, TWPC, U, UBIS, UEC, UKEM, UOBKH, UWC, VGI, VIH, VNT, WACOAL, WHA, WHAUP, WICE, WIJK, XO, ZEN

**Declared (ประกาศเจตนา)**

7UP, ABICO, AF, ALT, AMARIN, AMATA, AMATAV, ANAN, APURE, B52, BKD, BM, BROCK, BUI, CHO, CI, COTTO, DDD, EA, EFORL, EP, ERW, ESTAR, ETE, EVER, FSMART, GPI, ILINK, IRC, J, JKN, JMART, JMT, JSP, JTS, KWG, LDC, MAJOR, META, NCL, NOBLE, NOK, PK, PLE, ROJNA, SAAM, SAPPE, SCI, SE, SHANG, SINGER, SKR, SPALI, SSP, STANLY, SUPER, SYNEX, THAI, TKS, TOPP, TRITN, TTA, UPF, UV, WIN, ZIGA

**N/A**

3K-BAT, A, A5, AAV, ABM, ACAP, ACC, ACE, ACG, ADB, AEC, AEONTS, AFC, AGE, AH, AHC, AIT, AJ, AJA, AKR, ALL, ALLA, ALUCON, AMC, AOT, APCO, APCS, APEX, APP, AQ, ARIN, ARIP, AS, ASAP, ASEFA, ASIA, ASIAN, ASIMAR, ASN, ATP30, AU, AUCT, AWC, BA, BAM, BC, BCT, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BFIT, BGT, BH, BIG, BIZ, BJC, BLAND, BLISS, BOL, BR, BSM, BTNC, BTW, CAZ, CBG, CCET, CCP, CGD, CHARAN, CHAYO, CHG, CITY, CK, CKP, CMAN, CMO, CMR, CNT, COLOR, COMAN, CPH, CPL, CPR, CPT, CPW, CRANE, CRC, CRD, CSP, CSR, CSS, CTW, CWT, D, DCON, DHOUSE, DOD, DOHOME, DTICI, DV8, EASON, ECF, EE, EKH, EMC, EPG, ESSO, ETC, F&D, FANCY, FLOYD, FMT, FN, FORTH, FVC, GENCO, GIFT, GL, GLAND, GLOBAL, GLOCON, GRAMMY, GRAND, GREEN, GSC, GTB, GULF, GYT, HFT, HPT, HTECH, HUMAN, HYDRO, ICN, IFEC, IHL, IIG, III, ILM, IMH, INGRS, INOX, INSET, IP, IRCP, IT, ITD, JAS, JCK, JCKH, JCT, JUBILE, JUTHA, JWD, KAMART, KC, KCM, KDH, KIAT, KK, KKC, KOOL, KTIS, KUMWEL, KUN, KWM, KYE, LALIN, LEE, LEO, LH, LIT, LOXLEY, LPH, LST, MACO, MANRIN, MATCH, MATI, MAX, M-CHAI, MCS, MDX, MEGA, METCO, MGT, MICRO, MIDA, MILL, MITSIB, MJD, MK, ML, MM, MODERN, MORE, MPIC, MVP, NC, NCH, NDR, NER, NETBAY, NEW, NEWS, NEX, NPK, NRF, NTV, NUSA, NVD, NYT, OHTL, OISHI, OSP, OTO, PACE, PAE, PAF, PERM, PF, PICO, PIMO, PJW, PMTA, POLAR, POMPUL, PORT, POST, PPM, PR9, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRIME, PRIN, PRO, PROUD, PTL, RAM, RBF, RCI, RCL, RICHY, RJH, ROCK, ROH, RP, RPC, RPH, RS, RSP, S, S11, SAFARI, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SANKO, SAUCE, SAWAD, SAWANG, SCGP, SCM, SCP, SDC, SEAFSCO, SEG, SF, SFLEX, SFP, SFT, SGF, SHR, SIAM, SICT, SIMAT, SIS, SISB, SK, SKE, SKN, SKY, SLM, SLP, SMART, SMT, SO, SOLAR, SONIC, SPA, SPCG, SPG, SPVI, SQ, SR, SSC, STAR, STARK, STC, STEC, STGT, STHAI, STI, STPI, SUC, SUN, SUTHA, SVH, SVOA, SWC, SYMC, T, TACC, TAPAC, TC, TCC, TCCC, TCJ, TCOAT, TEAM, TEAMG, TGPRO, TH, THANA, THE, THG, THL, THMUJ, TIGER, TITLE, TIW, TK, TKN, TM, TMC, TMI, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPAC, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPLAS, TPOLY, TPS, TQM, TR, TRC, TRT, TRUBB, TSE, TSF, TSI, TSR, TSTE, TTI, TTT, TTW, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UMI, UMS, UNIQU, UP, UPA, UPOIC, UREKA, UT, UTP, UVAN, VARO, VCOM, VI, VIBHA, VL, VNG, VPO, VRANDA, W, WAVE, WG, WGC, WINNER, WORK, WORLD, WP, WPH, WR, YCI, YGG, YUASA, ZMICO

**Explanations**

Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of June 24, 2019) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.