

29 October 2019

AppliCAD (APP)

เดินหน้าไปกับ mega trend ในอุตสาหกรรมคอมพิวเตอร์ 3 มิติ

IPO details

Secondary market	MAI
Sector	ICT
Offering price (Bt)	n.a.
No. of IPO (mn shares)	80
No. shares after IPO(mn)	280
Par value (Bt)	0.50
Blackout period	31st October 2019 onward
Offering period	N.A
First day of trading	N.A
Financial advisor	Finansia Syrus Securities
Lead underwriter	Finansia Syrus Securities

Financial & valuation highlights

FY: Dec (Bt mn)	2017A	2018A	2019E	2020E
Revenue	553	729	775	902
EBITDA	48	106	83	113
Net profit	27	75	55	74
EPS (Bt)	0.59	1.01	0.26	0.26
Growth	-99.8%	71.2%	-74.4%	2.2%
Core EPS (Bt)	0.59	1.01	0.26	0.26
Growth	-99.8%	71.2%	-74.4%	2.2%
DPS (Bt)	1.02	0.91	0.10	0.11
Par (Bt)	0.5	0.5	0.5	0.5
No.shares	46	74	213	280

Company background

APP is one of Thailand's leading providers of complete 3D designed solution business

Note: KTB Securities (Thailand) PCL act as an underwriter for the initial public offering of AppliCAD PCL.

*****บิลกุลคุณควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนก่อนตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์*****

Analyst: Poonpat Chaikumhan, CFA (Reg. no. 038730)

Action

APP ประกอบธุรกิจเป็นผู้จัดจำหน่ายโซลูชันสำหรับการออกแบบ 3มิติ โดยการเป็นตัวแทนจำหน่ายทั้ง software และ hardware ให้กับผู้ผลิตโซลูชัน 3 มิติ ชั้นนำของโลก (Solidworks, ArchiCAD, Stratasys เป็นต้น) โดยจุดเด่นอยู่ที่อยู่ที่ประสบการณ์กว่า 25 ปี มีสัมพันธ์อันดีกับเจ้าของสินค้า และมีการบริการที่ครบวงจรตั้งแต่บริการก่อนการขายตลอดจนการใช้งาน ซ่อมบำรุง และจัดฝึกอบรมผู้ใช้ ในขณะที่แม้กำไรสุทธิในปี 2019E จะลดลงกว่า -26% YoY ซึ่งเกิดจาก GPM ที่ลดลงราว -300bps YoY หลังยอดขายส่วนใหญ่เป็นสินค้ามาร์จิ้นต่ำซึ่งขายให้กับพันธมิตรเพื่อ bundle packages ต่อ แต่ค่ากำไรจะกลับมาเติบโตโดดเด่น +29% YoY ในปี 2020E จากยอดขายที่เติบโตได้ราว 16% YoY ตามแนวโน้มอุตสาหกรรม software ในไทยและอุตสาหกรรม 3D printing ที่เติบโตต่อเนื่อง (อย่างไรก็ตาม EPS ในปี 2020E -2% จาก dilution effect หลังหุ้น IPO เข้า) ทั้งนี้เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2020E ที่ 3.55 บาท จึง PER ที่ 13.4x เทียบเท่าค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรม trading ICT และ system integrator และ EPS ปี 2020E ที่ 0.26 บาท

Key highlight

□ **เป็นพันธมิตรกับบริษัทระดับโลก** APP ประกอบธุรกิจจัดจำหน่ายโซลูชันสำหรับการออกแบบ 3 มิติ ทั้ง software และ hardware โดยจุดเด่นคือการเป็นตัวแทนจำหน่ายหลักในประเทศไทยให้แก่ผู้ผลิตโซลูชัน 3 มิติชั้นนำของโลก (software: Solidworks, GstarCAD, ArchiCAD; hardware: Stratasys, GOM) และด้วยการให้บริการที่ครบวงจรตั้งแต่บริการให้คำปรึกษาก่อนการขาย การใช้งาน การซ่อมบำรุง ตลอดจนการจัดการฝึกอบรม ทำให้บริษัทสร้างจุดเด่นและเพิ่มความสามารถในการแข่งขันได้อย่างมีประสิทธิภาพ

□ **ภาวะอุตสาหกรรมเติบโต เอื้อประโยชน์กับสินค้าหลัก** แนวโน้มอุตสาหกรรมเติบโตได้ดีโดยในส่วนของ software ในไทยสำนักงานส่งเสริมเศรษฐกิจดิจิทัล ประเมินตลาดซอฟต์แวร์มีมูลค่าราว 1.1 แสนล้านบาท เติบโตเฉลี่ย 16% ต่อปี (CAGR 2017-19E) หนุนโดยการปรับตัวของภาคธุรกิจเข้าสู่ยุคดิจิทัลและนโยบายประเทศไทย 4.0 ในขณะที่ hardware ในส่วนของ 3D printing คาดเติบโตได้ตามเทรนด์ของโลกซึ่งคาดเติบโตเฉลี่ย 20% ต่อปี (CAGR 2018-22E) จากประโยชน์ในเรื่องการลดกระบวนการผลิตและความยืดหยุ่นในการสร้าง customized products

□ ประเมินกำไรสุทธิกลับมาเติบโตโดดเด่นในปี 2020E

ประเมินกำไรสุทธิปี 2019E และ 2020E ที่ 55 ล้านบาท (-26% YoY) และ 71 ล้านบาท (+34% YoY) ตามลำดับ โดยกำไรปี 2019E ลดลงมีสาเหตุหลักจาก GPM ที่ลดลงราว -300bps YoY จากยอดขายสินค้าส่วนใหญ่ให้กลุ่มพันธมิตรซึ่งซื้อไป bundle package ต่อ ซึ่งมี GPM ต่ำกว่าปกติ แม้รายได้ประเมินเติบโตได้ราว 6% YoY (1H19: 45% revenue contribution) เติบโตได้ดีโดยเฉพาะ 2H19E จากภาคอุตสาหกรรมการผลิตมีแนวโน้มขยายตัวดีกว่าครึ่งปีแรก ในขณะที่ปี 2020E กำไรเติบโตโดดเด่นจากรายได้ที่เติบโตได้ราว 16% YoY (ใกล้เคียงคาดการณ์เติบโตของอุตสาหกรรม software ในไทยที่เติบโตต่อเนื่องและแนวโน้มการขยายตัวของอุตสาหกรรม 3D printing) ในขณะที่ GPM ประเมินทรงตัว YoY จากสมมติฐานสัดส่วนรายได้ทรงตัวจากปีก่อน

Valuation/Catalyst/Risk

ประเมินราคาเป้าหมายปี 2020E ที่ 3.55 บาท จึงวิธี PER ที่ 13.4x เทียบเท่าค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรม trading ICT และ system integrator และ EPS ปี 2020E ที่ 0.26 บาท ทั้งนี้ความเสี่ยงสำคัญของบริษัทคือการพึ่งพิงผลิตภัณฑ์หลัก (Solidworks) ซึ่งหากไม่ได้รับการต่อสัญญาหรือมีเหตุการณ์กับความนิยมของสินค้าจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ

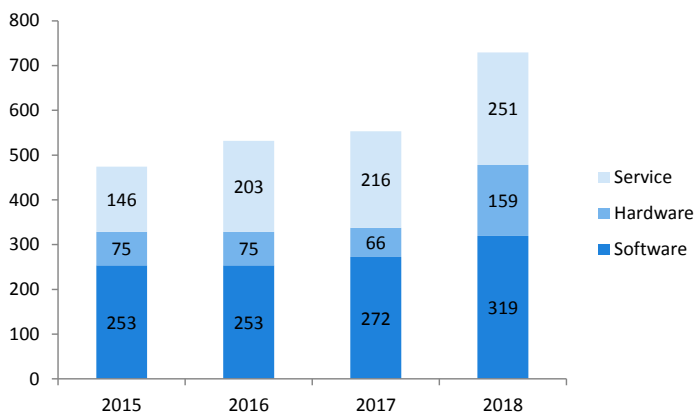
Key Highlight

□ ภาพรวมประกอบธุรกิจ

บริษัท แอปพลีแคด จำกัด (มหาชน) (APP) ประกอบธุรกิจจัดจำหน่ายโซลูชันสำหรับการออกแบบ 3 มิติ ซึ่งมีประสบการณ์กว่า 25 ปี โดยจุดเด่นของบริษัทคือสามารถเป็นตัวแทนจำหน่าย software และ hardware จากผู้ผลิตโซลูชันด้านการออกแบบ 3 มิติชั้นนำระดับโลกมาอย่างยาวนาน ด้วยบริการที่ครบวงจรตั้งแต่บริการก่อนการขาย (เข้าร่วมศึกษาหาปัญหาพร้อมถึงร่วมพัฒนา) การสาธิตและจัดฝึกอบรมการใช้งานจริงตลอดจนบริการให้ความช่วยเหลือโดยผู้เชี่ยวชาญทางด้านเทคนิคที่มีความรู้ความชำนาญและประสบการณ์ที่ผ่านการอบรมและได้รับการรับรอง (Certified) จากเจ้าของผลิตภัณฑ์ ซึ่งพร้อมให้คำปรึกษา คำแนะนำ และแก้ไขปัญหาต่างๆ ได้อย่างรวดเร็วและมีประสิทธิภาพผ่านช่องทางบริการที่หลากหลายไม่ว่าจะเป็นทางโทรศัพท์ อีเมล หรือระบบออนไลน์ ตลอดจนการเข้าไปแก้ไขปัญหาถึงสถานที่ของลูกค้า (Onsite) ส่งผลให้ลูกค้าเกิดความมั่นใจและไว้วางใจในการใช้บริการและสร้างความสามารถในการแข่งขันให้กับบริษัท ไม่เพียงเท่านั้นบริษัทยังได้สร้างฐานลูกค้าและสร้างบุคลากรที่สามารถใช้สินค้าของทางบริษัทได้อย่างมีประสิทธิภาพและแพร่หลายในอุตสาหกรรมโดยใช้ช่องทางผ่านสื่อการเรียนการสอน โดยเข้าไปสนับสนุนหลักสูตรการเรียนการสอนให้สินค้าของบริษัทถูกใช้ เป็นสื่อการเรียนการสอนในสถาบันการศึกษาต่างๆ ทั่วประเทศ

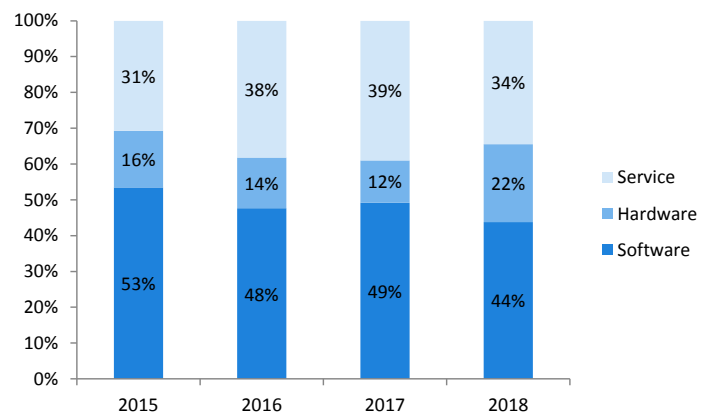
ทั้งนี้รายได้หลักประกอบด้วยรายได้จากการขาย (software & hardware) รวบรวม 66% ในขณะที่อีกราว 34% เป็นรายได้จากการบริการ (maintenance, customized services, prototype and training) โดยมีลูกค้าหลักอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมการผลิตและอุตสาหกรรมก่อสร้าง

Fig 1: Revenue breakdown by products (Bt mn)



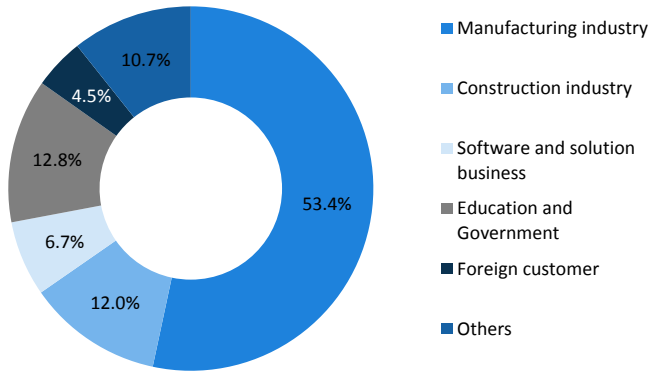
Source: Company

Fig 2: Revenue contribution breakdown by products



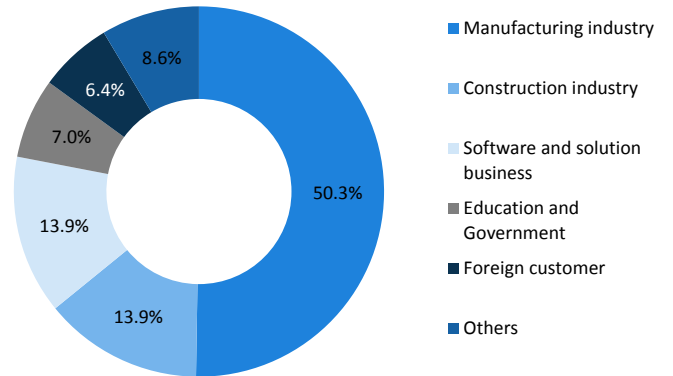
Source: Company

Fig 3: 2018 customer breakdown



Source: Company

Fig 4: 1H19 customer breakdown



Source: Company

สำหรับรายได้จากการขาย สินค้าหลักซึ่งสร้าง revenue contribution กว่า 44% ของรายได้รวมมาจากธุรกิจจัดจำหน่ายซอฟต์แวร์สำหรับการออกแบบ โดยซอฟต์แวร์ซึ่งเป็นสินค้าหลักคือ (flagship products) 1) SolidWorks (ซอฟต์แวร์สำหรับการออกแบบอุตสาหกรรม) และ 2) GstarCAD และ ArchiCAD (ซอฟต์แวร์สำหรับออกแบบสถาปัตยกรรมและการก่อสร้าง)

SolidWorks: เป็นซอฟต์แวร์ที่พัฒนาโดย Dassault Systemes Solidworks Corporation ประเทศสหรัฐอเมริกา โดย APP ได้รับการแต่งตั้งเป็นตัวแทนจำหน่ายในประเทศไทยตั้งแต่ปี 1997 เป็นซอฟต์แวร์ 3 มิติที่ช่วยในการออกแบบผลิตภัณฑ์หรือชิ้นส่วนอุปกรณ์ รวมถึงการทดสอบคุณสมบัติทางวิศวกรรมของผลิตภัณฑ์ที่ออกแบบเรียบร้อยแล้ว โดยใช้ซอฟต์แวร์ในการจำลองสถานการณ์เพื่อใช้ในการวิเคราะห์คุณสมบัติต่างๆ ของชิ้นงาน เช่น ความแข็งแรง ความยืดหยุ่น ตลอดจนการทดสอบประกอบและจำลองการเคลื่อนไหวร่วมกับชิ้นงานอื่นๆ ซึ่งจะช่วยลดระยะเวลา ขั้นตอน และต้นทุนที่ใช้ในการออกแบบและพัฒนาผลิตภัณฑ์ของผู้ใช้งาน โดยตัวซอฟต์แวร์ถูกพัฒนาขึ้นเพื่อใช้งานบนคอมพิวเตอร์ส่วนบุคคล (Personal Computer) ทำให้สามารถเข้าถึงผู้ใช้งานได้ง่ายและได้รับความนิยมในหมู่วิศวกรและวงการอุตสาหกรรมต่างๆ อย่างแพร่หลาย ทั้งนี้ลูกค้าที่เป็นกลุ่มเป้าหมายหลักของซอฟต์แวร์สำหรับการออกแบบอุตสาหกรรม ได้แก่ ธุรกิจในกลุ่มอุตสาหกรรมยานยนต์ อุตสาหกรรมชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ อุตสาหกรรมเครื่องใช้ไฟฟ้า และอุตสาหกรรมผลิตเครื่องจักรและวัสดุอุตสาหกรรม

Fig 5: SolidWorks' function example

ซอฟต์แวร์เสริม (Add-on) ที่ใช้สำหรับการจำลองทางวิศวกรรม

	SolidWorks Simulation : เป็นซอฟต์แวร์ที่ใช้วิเคราะห์คุณสมบัติทางวิศวกรรมของชิ้นงานที่ถูกออกแบบด้วยซอฟต์แวร์ 3 มิติ เพื่อตรวจสอบความแข็งแรง คุณภาพ และการทำงานของชิ้นงาน โดยสามารถกำหนดภาระและแรงกระทำต่างๆ ในการทดสอบชิ้นงาน จึงทำให้สามารถประเมินคุณภาพของชิ้นงาน และช่วยปรับปรุงคุณภาพชิ้นงานก่อนการผลิตจริง
	SolidWorks Plastics : เป็นซอฟต์แวร์ที่ใช้จำลองการฉีดพลาสติกตั้งแต่กระบวนการออกแบบ และจำลองลักษณะการไหลของพลาสติกในระหว่างกระบวนการฉีดพลาสติก รวมถึงการประเมินความเสี่ยงที่เกิดจากการฉีดพลาสติก ซึ่งจะช่วยลดความเสี่ยงจากกระบวนการฉีดพลาสติก และทำให้ผู้ใช้งานสามารถตรวจสอบความสมบูรณ์ของชิ้นงานได้ตั้งแต่ขั้นตอนการออกแบบแม่พิมพ์ ซึ่งช่วยให้การออกแบบชิ้นงานพลาสติกและแม่พิมพ์ฉีดพลาสติกมีประสิทธิภาพมากขึ้น
	SolidWorks CAM : เป็นซอฟต์แวร์ที่ใช้จำลองการกัดงานด้วยเครื่อง CNC (Computer Numerical Controlled) และกำหนดคำสั่งเพื่อควบคุมการทำงานของเครื่อง CNC จากไฟล์ชิ้นงาน CAD ที่ออกแบบไว้ โดยซอฟต์แวร์จะช่วยกำหนดขนาดวัสดุที่ต้องใช้ และนำการวางตำแหน่งวัสดุ กำหนดประเภทของหัวกัด และช่วยกำหนดเส้นทางการกัดงานให้อัตโนมัติเพื่อให้มีประสิทธิภาพสูงสุด รวมถึงแสดงขั้นตอนในการกัดชิ้นงานตั้งแต่เริ่มต้นจนจบกระบวนการ

Source: Company

Fig 6: SolidWorks' function example

ซอฟต์แวร์เสริม (Add-on) ที่ใช้สำหรับการออกแบบเฉพาะทาง

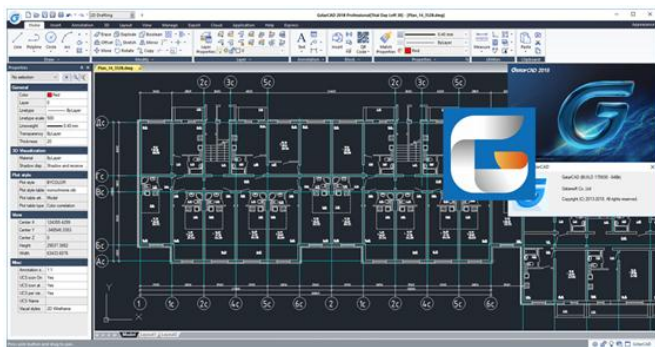
	SolidWorks Electrical : เป็นซอฟต์แวร์ที่ใช้ออกแบบระบบไฟฟ้าในรูปแบบ 2 มิติ และ 3 มิติ ควบคู่ไปกับการออกแบบงานด้านเครื่องกล โดยสามารถจัดทำรายการอุปกรณ์ (Bill of Material : BOM) ที่อยู่ในแบบได้อย่างรวดเร็ว รวมถึงช่วยในการเดินสายไฟแบบอัตโนมัติโดยเชื่อมโยงกับข้อมูลใน BOM เพื่อเชื่อมต่ออุปกรณ์ไฟฟ้าตามจุดเทอมินอลที่กำหนด
	SolidWorks PCB : เป็นซอฟต์แวร์ที่ใช้ออกแบบระบบแผงวงจรไฟฟ้า (Printed Circuit Board : PCB) โดยช่วยเชื่อมโยงข้อมูลการออกแบบของระบบแผงวงจรไฟฟ้าและการออกแบบงานด้านเครื่องกลเข้าด้วยกัน ทำให้การออกแบบแผงวงจรมีความรวดเร็วและถูกต้องแม่นยำมากขึ้น รวมถึงช่วยให้การแก้ไขแบบสามารถทำได้โดยง่าย
	SolidPlant : เป็นซอฟต์แวร์ที่ใช้เขียนแบบงานเดินท่อและสายไฟในโรงงาน ไม่ว่าจะเป็นท่อหรือแรงดัน ท่อโรงงาน ท่อระบายน้ำ โดยสามารถแสดงรายการอุปกรณ์ (Bill of Material : BOM) ที่อยู่ในแบบได้ และมีคลังข้อมูลของชิ้นงานมาตรฐานสำหรับการออกแบบระบบท่อและโรงงานให้เหลือใช้จำนวนมาก

Source: Company

GstarCAD: พัฒนาโดย Gstarsoft Co., Ltd. ประเทศจีน ที่ได้รับการยอมรับจากผู้ใช้งานจำนวนมากกว่า 65 ประเทศทั่วโลก เป็นซอฟต์แวร์เขียนแบบ 2 มิติ ด้วยระบบคอมพิวเตอร์ (Computer Aided Design : CAD) เพื่อทดแทนการเขียนแบบด้วยกระดาษ ซึ่งจะช่วยทุนแรงและเพิ่มประสิทธิภาพในการทำงานของสถาปนิกและวิศวกรในการเขียนแบบแปลนงานต่างๆ เป็นซอฟต์แวร์ที่ใช้งานง่ายและสามารถรองรับไฟล์งานออกแบบได้หลากหลายประเภท ทำให้สามารถทำงานร่วมกับไฟล์จากซอฟต์แวร์อื่นโดยไม่จำเป็นต้องทำการแปลงไฟล์ ซึ่งจะไม่ทำให้เกิดความเสียหายกับข้อมูล

ArchiCAD: พัฒนาโดย Graphisoft SE ประเทศฮังการี และถือเป็นซอฟต์แวร์แรกสำหรับการออกแบบอาคาร 3 มิติ ที่เริ่มพัฒนาเทคโนโลยี Building Information Modeling (BIM) เพื่อใช้งานบนคอมพิวเตอร์ส่วนบุคคล (Personal Computer) ทำให้ได้รับการยอมรับจากผู้ใช้งานอย่างแพร่หลายโดยเฉพาะในยุโรป ออสเตรเลีย นิวซีแลนด์ และประเทศญี่ปุ่น สามารถสร้างแบบจำลองเสมือนของอาคารที่แม่นยำโดยการเพิ่มข้อมูลและรายละเอียดต่างๆ ลงในแบบก่อสร้างอาคาร ทำให้เกิดการเชื่อมโยงของข้อมูลและบูรณาการข้อมูลจากส่วนงานต่างๆ ทั้งข้อมูลด้านการออกแบบ การก่อสร้าง วิศวกรรม และการจัดซื้อ รวมถึงทำให้สามารถถอดปริมาณ BOQ (Bill of Quantity) ทำให้ทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้องสามารถทำงานร่วมกันได้อย่างสอดคล้องกัน และสามารถประมาณราคาการก่อสร้างออกมาได้แม่นยำ รวมถึงง่ายต่อการบริหารจัดการความคืบหน้าของโครงการ

Fig 7: GstarCAD's function example



Source: Company

Fig 8: ArchiCAD's function example

ซอฟต์แวร์เสริม (Add-on) ที่ใช้สำหรับการออกแบบอาคาร

	MEP Modeler : เป็นซอฟต์แวร์ที่ใช้งานร่วมกับซอฟต์แวร์ ArchiCAD เพื่อช่วยออกแบบงานไฟฟ้า ประปา และระบบปรับอากาศในอาคาร โดยสร้างเป็นแบบจำลอง 3 มิติ เช่นเดียวกับตัวอาคาร เพื่อช่วยในการออกแบบมีความถูกต้องในเรื่องของตำแหน่งและระดับของอุปกรณ์ต่างๆ ที่วางไว้ในอาคาร เช่น ท่อแอร์ ท่อน้ำทิ้ง น้ำทิ้ง เมื่อผู้ออกแบบสามารถกำหนดตำแหน่งของอุปกรณ์ต่างๆ ได้ถูกต้องแม่นยำตั้งแต่ต้น จะช่วยลดปัญหาที่อาจเกิดขึ้นในระหว่างก่อสร้าง รวมถึงทำให้การสื่อสารระหว่างผู้ออกแบบและผู้ก่อสร้างเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น
	EPTAR : เป็นซอฟต์แวร์ที่ใช้งานร่วมกับซอฟต์แวร์ ArchiCAD เพื่อใช้ออกแบบและจัดทำรายละเอียดโครงสร้างในรูปแบบ 2 มิติ และ 3 มิติ รวมถึงสามารถคำนวณและถอดปริมาณเหล็กเสริมคอนกรีตทั้งหมดที่ใช้ในการก่อสร้าง ทำให้สามารถออกแบบงานโครงสร้างได้ละเอียดมากขึ้น ลดการเกิดข้อขัดแย้งในแบบ และลดปัญหาความผิดพลาดในทางก่อสร้างได้
	Thai BIM : เป็นซอฟต์แวร์เสริมที่บริษัท พัฒนาขึ้นเอง เพื่อใช้ร่วมกับซอฟต์แวร์ ArchiCAD ซึ่งช่วยทำให้สถาปนิกและผู้รับเหมาไทยทำงานออกแบบ เขียนแบบก่อสร้าง ประมาณราคา ได้สะดวกขึ้น เนื่องจากมีคำสั่งการวางโครงสร้างอาคารตามรูปแบบที่นิยมในประเทศไทยที่หลากหลายให้เลือกใช้ใน Library, การใส่เหล็กเสริมในเสา คาน พื้น แบบอัตโนมัติ, รวมถึงการถอดปริมาณวัสดุที่ใช้ในทุกส่วนของอาคาร

Source: Company

ในขณะที่รายได้จากการขายอีกราว 22% (total revenue contribution) มาจากธุรกิจจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์ฮาร์ดแวร์ด้านการออกแบบ 3 มิติ โดยสินค้าหลักประกอบด้วย 1) เครื่องพิมพ์ 3 มิติ (3D printer) 2) เครื่องสแกน 3 มิติ (3D scanner)

3D printer: เครื่องพิมพ์ 3 มิติ (3D Printer) เป็นเทคโนโลยีการผลิตชิ้นงานจากไฟล์งานออกแบบ 3 มิติ (3D CAD) ด้วยกระบวนการเติมเนื้อวัสดุ (Additive Manufacturing) โดยใช้คอมพิวเตอร์ในการคำนวณข้อมูลจากไฟล์งานออกแบบ 3 มิติ (3D CAD) เพื่อพิมพ์เนื้อวัสดุต่อกันเป็นชั้นๆ ด้วยความละเอียดระดับไมครอน (1 ไมครอน เท่ากับ 0.001 มิลลิเมตร) จนเป็นชิ้นงานตามที่ต้องการได้อย่างเสมือนจริง สามารถจับต้องได้ รวมถึงนำไปใช้ประโยชน์ได้จริง ทำให้ผู้ออกแบบสามารถผลิตชิ้นงานได้อย่างรวดเร็วและแม่นยำ

ปัจจุบัน เครื่องพิมพ์ 3 มิติ (3D Printer) และวัสดุที่ใช้ในการพิมพ์ (Material) ที่กลุ่มบริษัทฯ จัดจำหน่าย สามารถแบ่งเป็น 2 กลุ่ม ประกอบด้วย:

- 1) เครื่องพิมพ์ 3 มิติ สำหรับใช้ในอุตสาหกรรม (Industrial Grade) โดย APP จัดจำหน่ายเครื่องพิมพ์ 3 มิติ ยี่ห้อ Stratasys จากประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่งเป็นผู้นำในตลาดเครื่องพิมพ์ 3 มิติ ระดับโลก
- 2) เครื่องพิมพ์ 3 มิติ สำหรับใช้งานทั่วไป (General Use) โดย APP จัดจำหน่าย มีจำนวน 3 ยี่ห้อ ประกอบด้วย (1) Sindoh จากประเทศเกาหลี (2) Formlabs จากประเทศสหรัฐอเมริกา และ (3) XYZ จากประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่งในการจัดจำหน่ายเครื่องพิมพ์ 3 มิติ สำหรับใช้งานทั่วไป

3D scanner: บริษัทได้รับการแต่งตั้งให้เป็นตัวแทนจำหน่ายเครื่องสแกน 3 มิติ GOM จาก Gom GmbH. ประเทศเยอรมนี ซึ่งเป็นผู้นำเทคโนโลยีระบบด้านการตรวจวัด 3 มิติความละเอียดสูงด้วยเทคโนโลยี Optical Metrology System ซึ่งเป็นการใช้ 3D Scanner ร่วมกับซอฟต์แวร์สำหรับงานด้านการตรวจสอบโดยเฉพาะใช้ในงานด้านการตรวจสอบของภาคอุตสาหกรรมโดยเฉพาะ (Industrial Inspection) จึงเหมาะสำหรับอุตสาหกรรมที่ต้องการความรวดเร็วและแม่นยำในการตรวจสอบ เช่น อุตสาหกรรมยานยนต์ และอุตสาหกรรมอากาศยาน เป็นต้น

Fig 9: FDM 3d printing (Fused Deposition Modeling)



Source: Company

Fig 10: Polyjet 3D printing



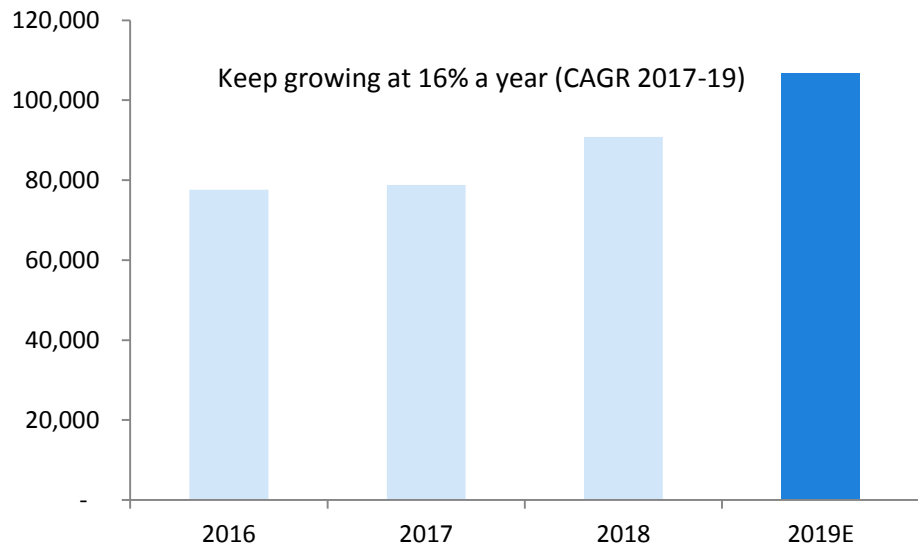
Source: Company

Industry

□ ตลาดซอฟต์แวร์ในปี 2019E-20E ของไทยเติบโตเด่นจากการเปลี่ยนเข้าสู่ยุคดิจิทัล

สำนักงานส่งเสริมเศรษฐกิจดิจิทัล ประเมินตลาดซอฟต์แวร์ปี 2019E-20E จะเติบโตราว 15% และ 18% ตามลำดับ กลับเข้าสู่ภาวะขาขึ้นจากปัจจัยหลักได้แก่ การปรับตัวของภาคธุรกิจไปสู่ยุคดิจิทัลจากนโยบายประเทศไทย 4.0 ของรัฐบาล รวมถึงเทคโนโลยีใหม่ๆ เพื่อเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขัน เช่น Cloud, Big data, IoT เป็นต้น

Figure 11: Thailand's software market is expected to keep growing (Bt mn)



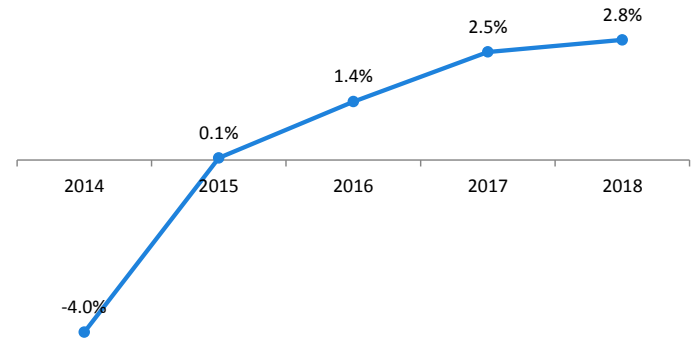
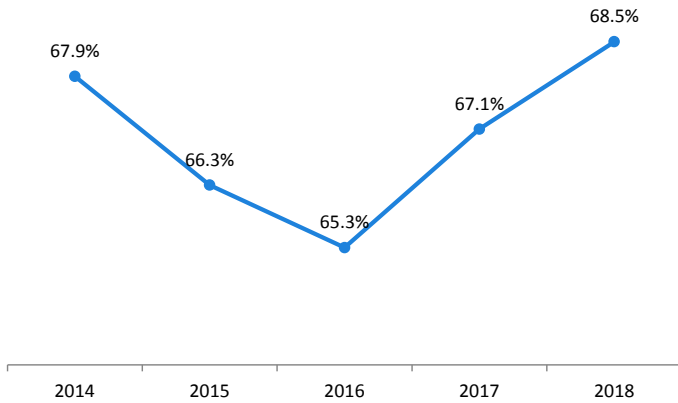
Source: Digital Economy Promotion Agency

□ อุตสาหกรรมการผลิตขยายตัวได้

ทั้งนี้ ในปี 2561 การผลิตอุตสาหกรรมขยายตัวร้อยละ 2.99 เพิ่มขึ้นจากการขยายตัวร้อยละ 2.93 ในปี 2560 สอดคล้องกับดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม (MPI) ที่เพิ่มขึ้นร้อยละ 2.80 ในปี 2561 ซึ่งสอดคล้องกับการปรับตัวดีขึ้นของอุปสงค์ในประเทศและการกลับมาขยายตัวของปริมาณการส่งออก อุตสาหกรรมที่มีการขยายตัวได้ดีในปี 2561 ได้แก่ อุตสาหกรรมรถยนต์และเครื่องยนต์ ซึ่งเป็นการขยายตัวของตลาดในประเทศเนื่องจากสภาพเศรษฐกิจภายในประเทศขยายตัวดี โดยในปี 2561 ภาคอุตสาหกรรมมีอัตราการใช้จ่ายกำลังการผลิตเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 68.46 ซึ่งเป็นอัตราการใช้จ่ายกำลังการผลิตที่สูงสุดในรอบ 5 ปี ในขณะที่ปี 2562 แม้เริ่มเผชิญกับผลกระทบจากสงครามการค้าแต่เชื่อว่า จะหาทางออกได้และคลี่คลายในที่สุด สะท้อนจากความเชื่อมั่นที่เริ่มกลับมาจากดัชนีภาคการผลิตและบริการ (Purchasing Managers' Index, PMI) มีแนวโน้มกลับมาขยายตัวโดยเฉพาะใน 2H19 คาดโดยรวมกลับมาขยายตัวได้ดีกว่า 1H19

Fig 12: Utilization rate hit all-time high for the past 5 years

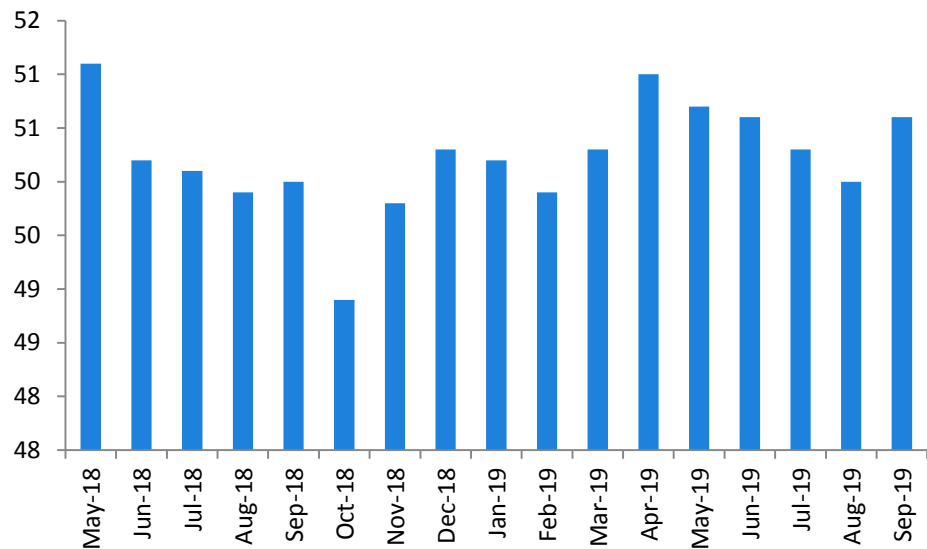
Fig 13: MPI on the rise



Source: Office of Industrial Economic

Source: Office of Industrial Economic

Figure 14: PMI in 2H19E is expected to be better than 1H19 (point)



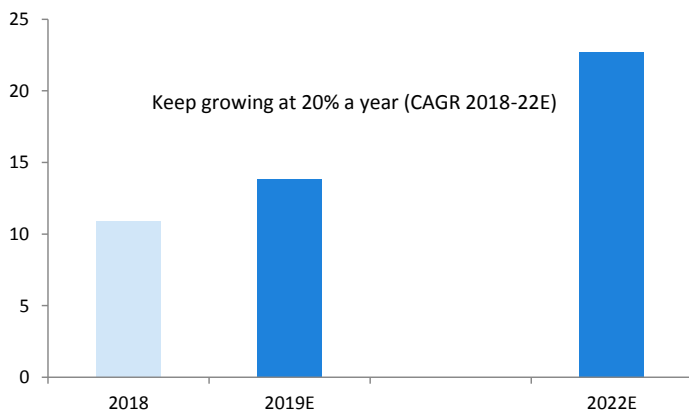
Source: Markit

□ 3D printing จะเปลี่ยนโฉมหน้าภาคการผลิตและเป็นโอกาสสร้างการเติบโตสำหรับธุรกิจที่เกี่ยวข้อง

International Data Corporation (IDC) ประเมินทั่วโลกจะลงทุนกับ 3D printing (hardware, software, material and services) มูลค่ารวมกว่า 13.8 พันล้านเหรียญฯ ในปี 2019 (+21% YoY) และจะเพิ่มขึ้นเป็น 22.7 พันล้านเหรียญฯ ในปี 2022 หรือเติบโตราว 19% ต่อปี (CAGR 2018-22E) โดยมูลค่าดังกล่าวกว่า 65% มาจากส่วนของ hardware

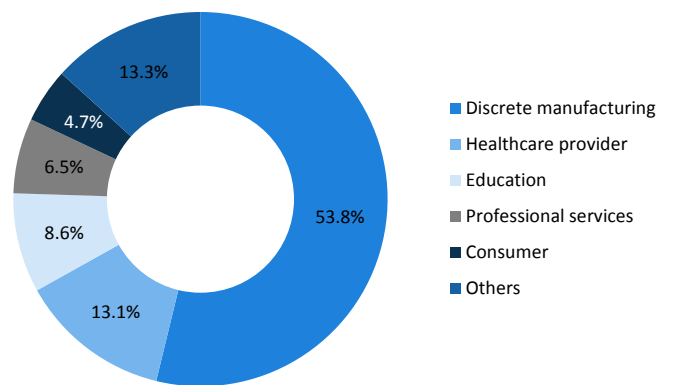
ในเบื้องต้นมีการประเมินจาก Economic Intelligence Center (EIC) ว่า 3D printing จะมีส่วนสำคัญและส่งผลในต่อธุรกิจในหลายช่องทาง เช่น 1) การทำ spare part on demand ซึ่งจะช่วยลดการผลิตสินค้าคงคลังได้อย่างมีนัยสำคัญ (มีการสำรวจออกมาว่าปัจจุบันการผลิตอะไหล่ต่างๆเพื่อใช้ทดแทนมีสูงกว่าความต้องการจริงกว่า 20%) 2) Individualized products สามารถสั่งทำสินค้าเฉพาะบุคคลได้ ซึ่งเห็นได้ชัดในทางการแพทย์ เช่น อวัยวะเทียมต่างๆ 3) Half mass produced – half customized เป็นมิติใหม่ในการทำ mass customized โดยเพิ่มทางเลือกในการผลิตให้ลูกค้ามีส่วนร่วมกับการออกแบบมากขึ้น 4) ลดขั้นตอนการผลิต โดย 3D printing สามารถสร้างชิ้นงานที่มีความซับซ้อนได้ภายในขั้นตอนเดียว (ตัวอย่าง เช่น หัวฉีดเชื้อเพลิงของ GE ที่ผลิตโดยใช้ 3D printing ช่วยลดขั้นตอนในการผลิตจาก 18 ขั้นตอนเหลือเพียงขั้นตอนเดียว)

Fig 15: 3D printing industry is on expansion phase



Source: International Data Corporation

Fig 16: Industrial usage breakdown (3D printing)



Source: International Data Corporation

Financial highlight

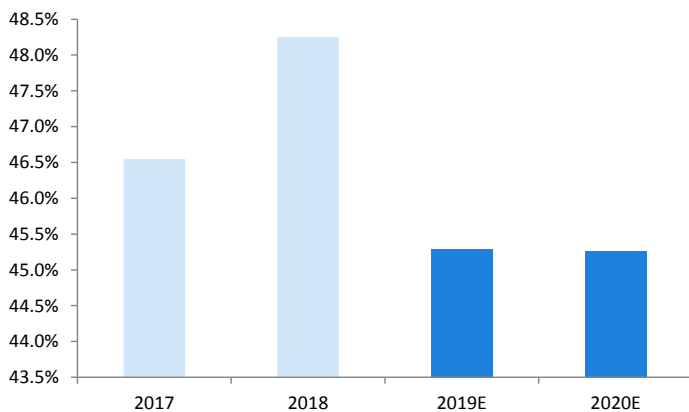
▣ ประเมินกำไรสุทธิปี 2020E กลับมาเติบโตโดดเด่น +34% YoY

ผลประกอบการในอดีตช่วงปี 2016-18 กำไรสุทธิเติบโตเฉลี่ยราว 89% ต่อปี (CAGR 2016-18) เป็นผลมาจาก 1) รายได้รวมที่เติบโตได้เฉลี่ย 17% ต่อปี (CAGR 2016-18) เป็นผลมาจากการขยายตัวของอุตสาหกรรมการผลิตโดยเฉพาะภาคการส่งออก คอมพิวเตอร์และยานยนต์ ซึ่งเป็นกลุ่มลูกค้าหลักของบริษัทในส่วนของ MEC software นอกจากนี้ทางบริษัทได้เปิดตัว ThaiBIM (software เสริมของ ArchiCAD) ซึ่งได้รับการตอบรับเป็นอย่างดีช่วยกระตุ้นยอดขายในส่วนของ AEC software 2) GPM ปรับตัวดีขึ้นมาอยู่ที่ราว 48% ในปี 2018 (+190 bps จากปี 2016) เป็นผลมาจากค่าเงินบาทที่แข็งค่าอย่างต่อเนื่อง (33.94 บาท/ดอลลาร์ VS 32.31 บาท/ดอลลาร์ ในปี 2017-18 ตามลำดับ)

อย่างไรก็ตามผลประกอบการช่วง 1H19 เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อนกำไรสุทธิลดลงราว 55% เป็นผลจาก 1) รายได้รวมลดลงราว 15% YoY เป็นผลจากการสงครามการค้าทำให้ภาคการผลิตและส่งออกชะลอตัวควบคู่กับภาคการก่อสร้างได้รับผลกระทบเชิงลบจากนโยบายการให้สินเชื่อใหม่ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์กระทบยอดขาย software ทั้งในส่วนของ MEC และ AEC 2) GPM ทรงตัว YoY แม้ค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้น อย่างไรก็ตามด้วยสินค้าที่บริษัทขายส่วนใหญ่ใน 1H19 เป็นการขายให้กับพันธมิตรเพื่อนำไป bundle package ขายต่อซึ่งมี GPM น้อยกว่าปกติ

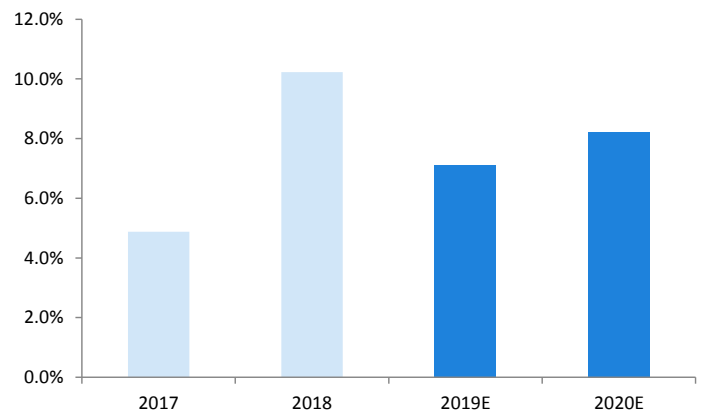
ทั้งนี้สำหรับกำไรสุทธิปี 2019E-20E เราประเมินที่ 55 ล้านบาท (-26% YoY) และ 74 ล้านบาท (+34% YoY) ตามลำดับ โดยปี 2019E คาดรายได้รวมอยู่ที่ราว 775 ล้านบาท (+6% YoY) ทั้งนี้รายได้ 1H19 คิดเป็น 45% ของประมาณการทั้งปี โดยใน 2H19E รายได้คาด +30% YoY ได้รับแรงหนุนจากการลงทุนในภาคการผลิตที่เพิ่มมากขึ้นจากแนวโน้ม PMI ที่ดีกว่าในช่วงครึ่งปีแรก ในขณะที่ GPM ประเมินที่ราว 45% (-300bps YoY) จากแนวโน้มการขายสินค้ามาจึ้นต่ำให้กับพันธมิตรเป็นส่วนใหญ่ ในขณะที่ปี 2020E คาดรายได้อยู่ที่ราว 902 ล้านบาท (+16% YoY) ใกล้เคียงการเติบโตของอุตสาหกรรม software ในไทยซึ่งมีแนวโน้มโตต่อเนื่องและแนวโน้มการเติบโตของอุตสาหกรรม 3D printing ซึ่งคาดเติบโตได้ราว 19% ในปี 2020E (ข้อมูลจากสำนักงานส่งเสริมเศรษฐกิจดิจิทัล และ IDC) ในขณะที่ GPM คาดทรงตัว YoY จากโครงสร้างการขายที่ใกล้เคียงกับปีก่อน

Fig 17: GPM drop in 2019E as selling high volume of low GPM products



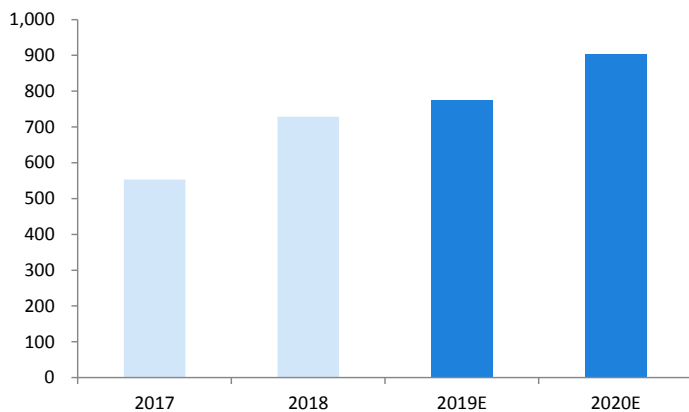
Source: Company & KTBST

Fig 18: NPM is growing in 2020E, benefit from economy of scale



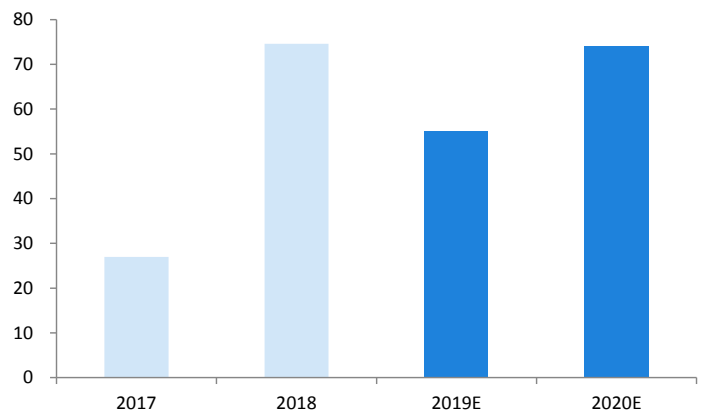
Source: Company & KTBST

Fig 19: Revenue is growing as industries are in expansion phase (Bt mn)



Source: Company & KTBST

Fig 20: Net profit in 2020E increase as expected higher sale and scale (Bt mn)



Source: Company & KTBST

Valuation

□ ประเมินราคาเป้าหมาย 3.55 บาทต่อหุ้น

ประเมินราคาเป้าหมายปี 2020E ที่ 3.55 บาทต่อหุ้น อิงวิธี PER ที่ 13.4x เทียบเท่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม Trading ICT และ System integrator (Forward PER 2020E) และอิง EPS ปี 2020E ที่ 0.26 บาท

เนื่องด้วยไม่มีบริษัทที่ทำธุรกิจใกล้เคียงกับ APP ในไทยและลักษณะธุรกิจของ APP เราประเมินเป็นส่วนผสมระหว่าง System integrator business และ ICT trading business ทำให้เราประเมิน price multiple โดยใช้ค่าเฉลี่ยของทั้ง 2 อุตสาหกรรมดังกล่าว (international peers)

Fig 21: Peer comparisons

System integrator (SI) business	Market cap	PER 2020E	Trading business	Market cap	PER 2020E
ADVANCED INFORMATION TECHNOL	4,209	10.4	SYNNEX THAILAND PCL	6,059	9.1
TATA CONSULTANCY SVCS LTD	3,325,019	21.6	PITNEY BOWES INC	26,180	6.6
HCL TECHNOLOGIES LTD	635,854	12.9	ROLAND DG CORP	7,434	10.1
MINDTREE LTD	50,611	14.9	TSC AUTO ID TECHNOLOGY CO LT	10,313	10.7
GENPACT LTD	219,631	16.8	DATALOGIC SPA	25,667	13.0
MPHASIS LTD	73,971	13.6	SATO HOLDINGS CORP	29,741	12.1
WIPRO LTD	621,991	14.5	TOSHIBA TEC CORP	61,371	16.1
TECH MAHINDRA LTD	300,080	13.4	SEIKO EPSON CORP	173,463	12.6
HEXWARE TECHNOLOGIES LTD	46,759	15.2	Average		11.3
WNS HOLDINGS LTD-ADR	93,666	19.1	Average SI & trading		13.4
INFOSYS LTD	1,185,925	15.1			
COGNIZANT TECH SOLUTIONS-A	1,009,122	14.1			
EXLSERVICE HOLDINGS INC	65,930	19.2			
Average		15.4			

Source: Company

Fig 22: PER valuation

EPS	PER						
	11.0	12.0	13.0	13.4	14.0	15.0	16.0
-15%	2.47	2.70	2.92	3.01	3.15	3.37	3.60
-10%	2.62	2.86	3.10	3.19	3.33	3.57	3.81
-5%	2.77	3.02	3.27	3.37	3.52	3.77	4.02
0.26	2.91	3.18	3.44	3.55	3.71	3.97	4.23
+5%	3.06	3.33	3.61	3.72	3.89	4.17	4.45
+10%	3.20	3.49	3.78	3.90	4.08	4.37	4.66
+15%	3.35	3.65	3.96	4.08	4.26	4.57	4.87

Source: KTBST

Risk

□ ความเสี่ยง

- ความเสี่ยงจากการแข่งขันในธุรกิจ: อุตสาหกรรมจัดจำหน่ายซอฟต์แวร์และผลิตภัณฑ์ด้านการออกแบบ 3 มิติ เป็นธุรกิจที่มีการแข่งขันสูง ทั้งการแข่งขันระหว่างกลุ่มผู้พัฒนาเทคโนโลยี และการแข่งขันระหว่างผู้ประกอบการที่เป็นผู้จัดจำหน่ายซอฟต์แวร์ และ/หรือ ผลิตภัณฑ์ด้านการออกแบบ 3 มิติ ซึ่งผู้ประกอบการแต่ละรายต่างมุ่งเน้นในการสร้างความแตกต่างของสินค้าโดยการนำเสนอเทคโนโลยีใหม่ๆ ที่มีประสิทธิภาพ ควบคู่ไปกับการใช้กลยุทธ์การตลาดเพื่อดึงดูดลูกค้า อย่างไรก็ตาม เนื่องจากซอฟต์แวร์และโซลูชันหลักด้านการออกแบบ 3 มิติที่กลุ่มบริษัทฯ จัดจำหน่าย ล้วนเป็นผลิตภัณฑ์ชั้นนำของโลกที่มีประสิทธิภาพสูงและมีการพัฒนาอยู่ตลอดเวลา รวมถึงได้รับการยอมรับจากกลุ่มผู้ใช้งานอย่างแพร่หลายในระดับสากล จึงทำให้มีฐานลูกค้าที่ใช้งานที่กว้าง นอกจากนี้ กลุ่มบริษัทฯ ยังให้ความสำคัญอย่างมากกับการให้บริการเพื่อรองรับความต้องการของลูกค้าได้อย่างครบถ้วน ผสมกับบริการหลังการขายที่มีคุณภาพระดับมืออาชีพ ส่งผลให้ลูกค้าเกิดความมั่นใจและไว้วางใจในการใช้บริการกับกลุ่มบริษัทฯ อย่างต่อเนื่อง

- ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงเทคโนโลยี: ธุรกิจมีการเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วตามเทคโนโลยีที่มีการพัฒนาและเปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลา อย่างไรก็ตามกลุ่มบริษัทฯ ได้ให้ความสำคัญในการสรรหาผลิตภัณฑ์เป็นอย่างมาก โดยจะเน้นซอฟต์แวร์และผลิตภัณฑ์ที่มีเทคโนโลยีที่ทันสมัยและมีประสิทธิภาพสูงจากเจ้าของผลิตภัณฑ์ชั้นนำของโลก ทำให้กลุ่มบริษัทฯ สามารถจัดหาผลิตภัณฑ์เพื่อตอบสนองความต้องการของลูกค้าได้อย่างต่อเนื่อง นอกจากนี้ เจ้าของผลิตภัณฑ์ที่เป็นพันธมิตรของกลุ่มบริษัทฯ ล้วนเป็นผู้นำในตลาดจึงมีการวิจัยและพัฒนาผลิตภัณฑ์ให้ทันสมัยอยู่ตลอดเวลา อีกทั้งยังมีการถ่ายทอดองค์ความรู้รวมถึงแนวโน้มหรือการเปลี่ยนแปลงในเทคโนโลยีต่างๆ ให้แก่กลุ่มบริษัทฯ อย่างสม่ำเสมอถึงกลุ่มบริษัทฯ ยังส่งเสริมให้พนักงานติดตามข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับการพัฒนาของเทคโนโลยีใหม่ๆ อย่างใกล้ชิด เพื่อให้ทันต่อกระแสการเปลี่ยนแปลงของเทคโนโลยีที่พัฒนาไปอย่างรวดเร็ว

- **ความเสี่ยงจากสินค้าละเมิดลิขสิทธิ์:** จากผลสำรวจการใช้ซอฟต์แวร์ทั่วโลก ประจำปี 2560 ของ BSA พบอัตราการใช้ซอฟต์แวร์ละเมิดลิขสิทธิ์ซอฟต์แวร์ในประเทศไทย อยู่ที่ร้อยละ 66 ในปี 2560 ลดลงจากร้อยละ 69 ในปี 2558 ซึ่งส่วนหนึ่งเกิดจากการที่ผู้ประกอบการส่วนใหญ่ให้ความสำคัญกับความปลอดภัยของระบบข้อมูลสารสนเทศมากยิ่งขึ้น ก่อปรกกับความเอาจริงกับการปราบปรามสินค้าละเมิดลิขสิทธิ์ของภาครัฐที่มากขึ้น ทำให้ผู้บริหารเชื่อมั่นว่าจะได้รับผลกระทบจากความเสียดังกล่าวไม่มากนัก

- **ความเสี่ยงจากการพึ่งพิงผลิตภัณฑ์ SolidWorks:** หนึ่งในผลิตภัณฑ์หลักที่กลุ่มบริษัทฯ เป็นตัวแทนจำหน่าย คือ ซอฟต์แวร์ SolidWorks ซึ่งพัฒนาโดย DSSW ดังนั้น หากในอนาคต DSSW มีการเปลี่ยนแปลงนโยบายทางธุรกิจ (Business Model) หรือกลุ่มบริษัทฯ ถูกยกเลิกสัญญาการเป็นตัวแทนจำหน่าย หรือไม่ได้รับการต่อสัญญาอาจส่งผลกระทบต่อรายได้และผลประกอบการของกลุ่มบริษัทฯ อย่างมีนัยสำคัญ ทั้งนี้ DSSW มีนโยบายในการให้สิทธิในการจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์ผ่านตัวแทนจำหน่ายเป็นหลัก และตลอดระยะเวลากว่า 20 ปีที่ได้รับสิทธิเป็นตัวแทนจำหน่าย กลุ่มบริษัทฯ ได้วางกลยุทธ์ในการนำเสนอ SolidWorks ทำให้สามารถสร้างฐานลูกค้าผู้ใช้งาน SolidWorks ได้อย่างแข็งแกร่งและสะท้อนมาสู่ยอดขายที่เติบโตขึ้นอย่างต่อเนื่อง จนทำให้ซอฟต์แวร์ SolidWorks เป็นซอฟต์แวร์การออกแบบอุตสาหกรรมที่ได้รับความนิยมเป็นอันดับต้นๆ ในประเทศไทย ประกอบกับการที่กลุ่มบริษัทฯ มีความสัมพันธ์ที่ดีกับ DSSW มาอย่างยาวนาน ผู้บริหารจึงเชื่อมั่นว่ากลุ่มบริษัทฯ จะได้รับการสนับสนุนและไว้วางใจจาก DSSW ได้อย่างต่อเนื่องและมั่นคง อย่างไรก็ตาม กลุ่มบริษัทฯ ตระหนักถึงความเสี่ยงดังกล่าว จึงมีการเพิ่มผลิตภัณฑ์ใหม่ๆ อย่างต่อเนื่องซึ่งส่งผลให้สัดส่วนการพึ่งพิงรายได้จากการขายและบริการที่เกี่ยวข้องกับการเป็นตัวแทนจำหน่ายผลิตภัณฑ์ SolidWorks มีแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่อง

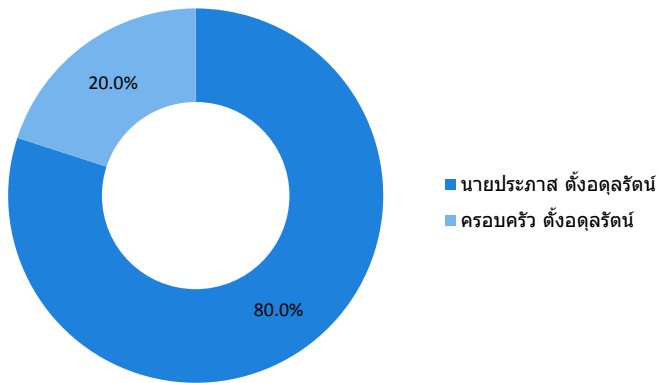
IPO Structure

Figure 23: IPO profile

ผู้เสนอขายหลักทรัพย์	บริษัท แอปพลีแคด จำกัด (มหาชน)
จำนวนหุ้นที่เสนอขาย	80 ล้านหุ้น หรือ 28.57% ของจำนวนหุ้นหลังการ IPO
ลักษณะการเสนอขายหุ้น	1) เสนอต่อประชาชน 72 ล้านหุ้น 2) เสนอต่อกรรมการ ผู้บริหาร พนักงานบริษัท 8 ล้านหุ้น
หุ้นที่ออกและเรียกชำระแล้ว	ก่อน IPO : 100 ล้านบาท หุ้นสามัญ 200 ล้านหุ้น หลัง IPO: 140 ล้านบาท หุ้นสามัญ 280 ล้านหุ้น
มูลค่าที่ตราไว้ (Par value)	0.50 บาท
ตลาดรองที่จดทะเบียน	MAI
นโยบายการจ่ายเงินปันผล	ไม่น้อยกว่า 40% ของกำไรสุทธิ
ที่ปรึกษาทางการเงิน	บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)
ผู้จัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่าย	บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

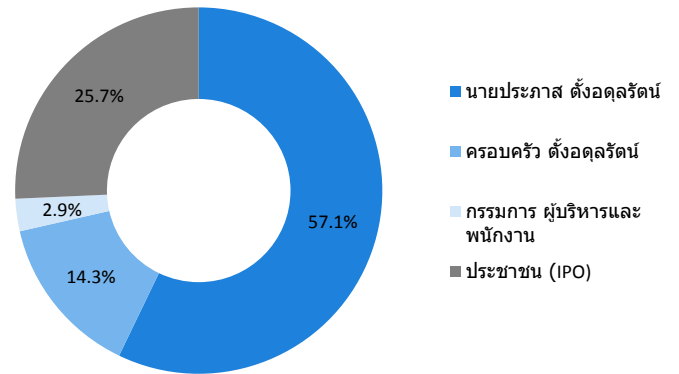
Source: Company

Fig 24: Shareholder structure before IPO



Source: Company

Fig 25: Shareholder structure after IPO



Source: Company

□ **วัตถุประสงค์การเพิ่มทุน**

1. เพื่อลงทุนในเครื่องจักรและอุปกรณ์เพื่อสำหรับใช้ในการบริหารจัดการใช้งานให้แก่ลูกค้า
2. ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในการดำเนินงาน

Balance sheet

FY: Dec (Bt mn)	2016	2017	2018	2019E	2020E
Cash & deposits	40	49	115	493	470
Accounts receivable	84	131	135	144	167
Inventories	19	43	33	37	43
Other current assets	60	22	2	2	2
Total cur. assets	204	245	285	676	682
Investments	0	0	0	0	0
Fixed assets	55	52	76	82	161
Other assets	7	8	9	9	9
Total assets	265	305	370	767	853
Short-term loans	8	14	0	0	0
Accounts payable	79	206	222	249	290
Current maturities	3	3	1	1	1
Other current liabilities	102	10	17	17	17
Total cur. liabilities	193	233	239	266	307
Long-term debt	14	1	0	0	0
Other LT liabilities	14	17	20	20	21
Total LT liabilities	28	18	20	20	21
Total liabilities	221	251	259	287	328
Registered capital	9	36	83	140	140
Paid-up capital	9	36	83	140	140
Share premium	0	1	1	280	280
Retained earnings	33	15	27	60	104
Others	1	0	0	0	0
Minority interests	1	1	0	0	0
Shares' equity	44	53	111	480	524

Cash flow statement

FY: Dec (Bt mn)	2016	2017	2018	2019E	2020E
Net profit	21	27	75	55	74
Depreciation	10	10	10	14	20
Chg in working capital	0	55	23	15	11
Others	9	(52)	25	0	0
CF from operations	41	41	132	84	106
Capital expenditure	(34)	(8)	(34)	(20)	(100)
Others	(1)	(1)	(2)	0	0
CF from investing	(35)	(9)	(35)	(20)	(100)
Free cash flow	6	32	97	64	6
Net borrowings	9	(8)	(17)	0	0
Equity capital raised	0	28	47	336	0
Dividends paid	(7)	(47)	(67)	(22)	(30)
Others	9	3	7	1	1
CF from financing	11	(23)	(31)	315	(29)
Net change in cash	17	8	66	379	(23)

Income statement

FY: Dec (Bt mn)	2016	2017	2018	2019E	2020E
Sales	532	553	729	775	902
Cost of sales	(285)	(296)	(377)	(424)	(494)
Gross profit	247	258	352	351	408
SG&A	(226)	(230)	(266)	(292)	(324)
EBITDA	39	48	106	83	113
Depre. & amortization	10	10	10	14	20
Equity income	0	1	2	3	4
Other income	8	10	10	10	9
EBIT	29	38	95	69	93
Finance costs	(1)	(1)	(0)	(0)	(0)
Income taxes	(7)	(10)	(21)	(14)	(19)
Net profit before MI	21	27	74	55	74
Minority interest	(0)	0	(0)	0	0
Core profit	21	27	75	55	74
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net profit	21	27	75	55	74

Key Ratios

FY: Dec (Bt mn)	2016	2017	2018	2019E	2020E
Growth YoY					
Revenue	21.8%	4.0%	31.7%	6.3%	16.4%
EBITDA	42.7%	23.0%	119.1%	-21.1%	35.6%
Net profit	67.2%	27.3%	176.3%	-26.0%	34.4%
Core profit	67.2%	27.3%	176.3%	-26.0%	34.4%
Profitability ratio					
Gross profit margin	46.4%	46.6%	48.3%	45.3%	45.3%
EBITDA margin	7.4%	8.7%	14.5%	10.8%	12.5%
Core profit margin	4.0%	4.9%	10.2%	7.1%	8.2%
Net profit margin	4.0%	4.9%	10.2%	7.1%	8.2%
ROA	8.0%	8.9%	20.2%	7.2%	8.7%
ROE	47.7%	50.6%	67.1%	11.5%	14.1%
Stability					
D/E (x)	4.97	4.71	2.33	0.60	0.63
Net D/E (x)	(0.33)	(0.57)	(1.03)	(1.03)	(0.90)
Interest coverage ratio	0.04	0.03	0.00	0.00	0.00
Current ratio (x)	1.06	1.05	1.19	2.54	2.22
Quick ratio (x)	0.65	0.77	1.05	2.39	2.07
Per share (Bt)					
Reported EPS	262.68	0.59	1.01	0.26	0.26
Core EPS	262.68	0.59	1.01	0.26	0.26
Book value	550.20	1.17	1.50	2.25	1.87
Dividend	80.54	1.02	0.91	0.10	0.11
Valuation (x)					
PER	N.A.	N.A.	N.A.	13.71	13.41
Core PER	N.A.	N.A.	N.A.	13.71	13.41
P/BV	N.A.	N.A.	N.A.	1.58	1.90
EV/EBITDA	N.A.	N.A.	N.A.	6.02	4.64
Dividend yield	N.A.	N.A.	N.A.	2.9%	3.0%

Source: Company, KTBST

Corporate governance report of Thai listed companies 2017

CG rating by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)

Score	Symbol	Description	ความหมาย
90-100	▲▲▲▲▲	Excellent	ดีเลิศ
80-89	▲▲▲▲	Very Good	ดีมาก
70-79	▲▲▲	Good	ดี
60-69	▲▲	Satisfactory	ดีพอใช้
50-59	▲	Pass	ผ่าน
< 50	No logo given	n.a.	n.a.

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงให้เห็น เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลให้ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เคทีบี (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

KTBST: ความหมายของคำแนะนำ

- “ซื้อ” เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- “ถือ” เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- “ขาย” เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล)

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

IOD disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai Listed Companies is based on a survey and assessment of information which companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment (“listed companies”) disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

KTBST's stock rating definition

- BUY** The stock's total return is expected to exceed 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals and attractive valuations.
- HOLD** The stock's total return is expected to be between 0% - 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals, but may lack of near-term catalysts or its valuations are not attractive.
- SELL** The stock's total return is expected to fall below 0% or more over the next 6-12 months. Stock should be sold as negative total return is anticipated due to deteriorating fundamentals compared with its valuations.

The stock's expected total return is the percentage difference between the target price and the current price, which excludes dividend yields.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

KTBST มีการจัดทำ ESG Rating (ESG: Environment, Social, Governance) เพื่อบ่งบอกว่าบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการและมีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมระดับใด โดยทาง KTBST ให้ความสำคัญกับการลงทุนในบริษัทที่มีการพัฒนาที่ยั่งยืน จึงได้จัดทำเกณฑ์ในการให้คะแนน ESG สำหรับหุ้นที่เรา Cover อยู่ สำหรับหลักเกณฑ์ในการประเมินคะแนน ESG ของ KTBST ทำการพิจารณาจาก 3 ด้าน ดังนี้

❑ **การจัดการด้านสิ่งแวดล้อม (Environment)** หมายถึง การที่บริษัทมีนโยบายและกระบวนการทำงานในองค์กรเพื่อจัดการสิ่งแวดล้อมอย่างชัดเจนและใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงมีการฟื้นฟูสภาพแวดล้อมทางธรรมชาติที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจ ซึ่งเราใช้เกณฑ์ด้านรายได้ของบริษัทว่าบริษัทนั้นๆ มีสัดส่วนรายได้ที่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมเท่าไร

❑ **การจัดการด้านสังคม (Social)** การที่บริษัทมีนโยบายการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม มีการส่งเสริมและพัฒนาพนักงานอย่างต่อเนื่องและมีคุณภาพ รวมถึงสนับสนุนลูกค้าให้มีการปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องให้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่ใช่งบการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับบริษัท และกิจกรรมทาง NGO

❑ **บรรษัทภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างโปร่งใส มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจน ต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชัน ตลอดจนดูแลผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งรวมถึงการจ่ายภาษีให้แก่ภาครัฐอย่างโปร่งใส ซึ่งเราใช้เกณฑ์พิจารณาจาก CG rating ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ESG Rating ที่ KTBST ประเมินมี 5 ระดับ ได้แก่

1. Excellent ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 5
2. Very Good ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 4
3. Good ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 3
4. Satisfactory ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 2
5. Pass ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 1

สำหรับบริษัทที่มีข้อมูลไม่เพียงพอในการประเมินจะได้ rating เป็น n.a.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

KTBST believes environment, social and governance (ESG) practices will help determine the sustainability and future financial performance of companies. We thus incorporate ESG into our valuation model.

❑ **Environment.** Environment factors relate to corporate responsibility for its actions and how it manages its impact on the environment. KTBST analyzes revenue, which exposes to environment risks and opportunities.

❑ **Social.** Social factors deal with company's relationship with its employees and vendors. That also includes company's initiatives related to employee health and well-being, as well as community involvement. KTBST's evaluation on social practices is based on Bloomberg, which measure from company's social responsibility news.

❑ **Governance.** Corporate government factors include company's transparency, decision-making structure, concrete risk assessment method, treatment of minority shareholders and anti-corruption practices. KTBST conduct this analysis based on IOD's scores.

KTBST's ESG ratings score from 1-5

1. Excellent scores at 5
2. Very Good scores at 4
3. Good scores at 3
4. Satisfactory scores at 2
5. Pass scores at 1

KTBST provides "n.a." in cases of insufficient data.

Disclaimer: บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ เคทีบี (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอและเผยแพร่บทวิเคราะห์ให้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนทั่วไป โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนอันเชื่อถือได้ และมีได้มีเจตนาเชิญชวนหรือชี้แนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์ เคทีบี (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการใช้บทวิเคราะห์ฉบับนี้ทั้งทางตรงและทางอ้อม และขอให้นักลงทุนใช้ดุลพินิจพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

Disclaimer: This report has been prepared by KTB Securities (Thailand) PCL (KTBST). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however KTBST makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. KTBST has no intention to solicit investors to buy or sell any security in this report. In addition, KTBST does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without permission of KTBST. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.