



AppliCAD

(APP.BK/APP TB)

Initial Public Offering

Price as of 28 Oct 2019	NA
12M target price (Bt/shr)	3.48
Unchanged / Revised up (down) (%)	NA
Upside/downside (%)	NA

Key messages

บมจ. แอปพลิแคด (APP) เสนอขายหุ้นเพิ่มทุนแก่ประชาชนทั่วไปจำนวน 72 ล้านหุ้น รวมทั้งเสนอขายแก่ผู้บริหารและพนักงานจำนวน 8 ล้านหุ้น โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ลงทุนในเครื่องจักรและอุปกรณ์สำหรับใช้ในการผลิต รวมทั้งใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในกิจการ โดยภายหลังจากการเพิ่มทุนครั้งนี้แล้ว จะมีหุ้นจดทะเบียนเรียกชำระรวมเป็น 280 ล้านหุ้น

Trading data

Mkt cap (Btbn/US\$m)	NA		
Outstanding shares (mn)	280		
Foreign ownership (mn)	NA		
3M avg. daily trading (mn)	NA		
52-week trading range (Bt)	NA		
Performance (%)	3M	6M	12M
Absolute	NA	NA	NA
Relative	NA	NA	NA

“บริษัทหลักทรัพย์ เคจีไอ ประเทศไทย จำกัด (มหาชน)” อาจเข้าร่วมเป็นผู้จัดจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุนของ บริษัท แอปพลิแคด (จำกัด) มหาชน ในครั้งนี้ โดยการจัดทำเอกสารฉบับนี้เพื่อวัตถุประสงค์ในการนำเสนอข้อมูลและบทวิเคราะห์เท่านั้น การตัดสินใจลงทุนขึ้นกับดุลยพินิจของนักลงทุน ผู้ลงทุนควรพิจารณาข้อมูลเกี่ยวกับผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ก่อนที่จะมีการตัดสินใจลงทุน **ระยะเวลาห้ามเผยแพร่รายงานฉบับนี้ (Black out period) เริ่ม 31 ตุลาคม 2562 จนถึงวันสิ้นสุดระยะเวลาเสนอขายหลักทรัพย์**

Piyathida Sonthisombat
66.2658.8888 Ext.8852
piyathidas@kgi.co.th

ผู้จัดจำหน่ายซอฟต์แวร์เพื่อการออกแบบอุตสาหกรรม

Event

บมจ.แอปพลิแคด (APP) เสนอขายหุ้นใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก (IPO) จำนวน 72 ล้านหุ้น รวมทั้งเสนอขายแก่ผู้บริหารและพนักงาน จำนวน 8 ล้านหุ้น (ESOP) ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนรวมกัน 28.57% ของทุนจดทะเบียนชำระแล้วหลัง IPO จำนวน 280 ล้านหุ้น

Impact

APP ผู้จัดจำหน่ายซอฟต์แวร์สำหรับการออกแบบอุตสาหกรรมเพื่อการผลิตและก่อสร้าง บริษัทมีรายได้หลักจากการจัดจำหน่ายลิขสิทธิ์ซอฟต์แวร์สำหรับการออกแบบอุตสาหกรรมเพื่อการผลิตและซอฟต์แวร์สำหรับสถาปัตยกรรม การก่อสร้าง รวมทั้งจำหน่ายฮาร์ดแวร์ด้านการออกแบบ 3 มิติ โดยมีลูกค้ากลุ่มเป้าหมายคือ ผู้ผลิตชิ้นส่วนยานยนต์ ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ เครื่องใช้ไฟฟ้า การก่อสร้าง เช่น บจ. พานาโซนิคแมนูแฟคเจอร์ (ประเทศไทย) บจ. โตโยต้า มอเตอร์ ประเทศไทย บจ. อิตาติ คอมเพรสเซอร์ (ประเทศไทย) บมจ. อิตาเลียนไทย ดีเวลล็อปเมนต์ และ บจ. เอสซีซี ซิเมนต์-ผลิตภัณฑ์ก่อสร้าง เป็นต้น โดยซอฟต์แวร์หลักที่บริษัทนำมาจำหน่ายเป็นของ SolidWorks จากสหรัฐอเมริกา และ ArchiCAD จากฮังการี นอกจากนี้บริษัทยังมีรายได้จากการบริการไม่ว่าจะเป็นแพ็คเกจบริการหลังการขาย (Subscription Services) สำหรับฮาร์ดแวร์ชิ้นซอฟต์แวร์และบริการฝึกอบรมการใช้งานซอฟต์แวร์ เป็นต้น

ธุรกิจหลักมีแนวโน้มเติบโตตามการขยายตัวของเศรษฐกิจและอุตสาหกรรม

ธุรกิจจำหน่ายซอฟต์แวร์เพื่อการออกแบบอุตสาหกรรมของบริษัทมีการเติบโตโดยตลอด ซึ่งในปี 2560 ที่ผ่านมามีตลาดซอฟต์แวร์ของไทยมีมูลค่าราว 7.9 หมื่นล้านบาท และมีการคาดการณ์ว่าจะเติบโตขึ้นต่อเนื่องราว 15.2% - 17.5% ในปี 2561 - 2562 ขณะที่ APP มีรายได้จากการขายและบริการในระดับ 553 ล้านบาท ในปี 2560 หรือคิดเป็นสัดส่วน 0.70% ของมูลค่าตลาดซอฟต์แวร์โดยรวมในปี 2560 และโตก้าวกระโดดขึ้นเป็น 0.80% ในปี 2561 เนื่องจากลูกค้าภาครัฐบางรายที่ต้องรับมอบงานในปี 2560 เลื่อนการรับงานมาในปี 2561

คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2563 กลับมาโตแกร่ง 29%

เราคาดว่ารายได้จากการขายและบริการในปี 2562 จะลดลงเหลือราว 0.70% ของมูลค่าตลาดซอฟต์แวร์โดยรวม เนื่องจากฐานที่สูงในปี 2561 และลูกค้าบางส่วนชะลอการจัดซื้อจัดจ้างไปในช่วง 1H22 ที่การเมืองยังไม่ชัดเจน ส่งผลให้คาดการณ์กำไรสุทธิจะลดลงเหลือ 54 ล้านบาท (-28% YoY) แต่เชื่อว่าปี 2563 คาดกำไรกลับมาเติบโตอีกครั้งเป็น 69 ล้านบาท (+29% YoY) ตามการเติบโตของเศรษฐกิจ และภาคอุตสาหกรรม ทั้งนี้ EPS จะลดจาก 0.38 บาท/หุ้น ในปี 2561 เหลือ 0.19 บาท/หุ้น ในปี 2562 จากผลของจำนวนหุ้นที่เพิ่มขึ้นหลังเพิ่มทุน และจะกลับไปโตเท่ากับกำไรสุทธิตั้งแต่ปี 2563

Valuation and action

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมปี 2563 สำหรับ APP ที่ 3.48 บาท โดยใช้วิธี PER ซึ่งอิง PER ที่ 14.0 เท่า สะท้อนการเติบโตของกำไรที่สูงกว่าหุ้นที่ทำธุรกิจคล้ายกับบริษัทและจดทะเบียนใน ตลท. อย่าง SYNEX ที่ซื้อขายด้วย PER ปี 2563 ที่ 9.24 เท่า แต่ consensus คาดกำไรปี 2563 จะโต 18% (ต่ำกว่า APP)

Risks

บริษัทมีความเสี่ยงจากการที่รายได้ผันผวนขึ้นอยู่กับแผนการจัดซื้อจัดจ้างของลูกค้าเป้าหมาย

Key financials and valuations

	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F	Dec-21F
Revenue (Btmn)	553	729	747	931	1,117
Gross Profit (Btmn)	258	352	332	412	492
EBIT (Btmn)	28	85	60	77	95
Net Profit (Btmn)	28	76	54	69	84
Normalized Profit (Btmn)	28	76	54	69	84
EPS (Bt)	0.17	0.38	0.19	0.25	0.30
DPS (Bt)	0.09	0.24	0.17	0.10	0.12
EPS growth (%)	NA	118.9	(49.1)	28.8	21.1
P/E (x)	NA	NA	NA	NA	NA
P/B (x)	NA	NA	NA	NA	NA
EV/EBITDA (x)	NA	NA	NA	NA	NA
Net debt/Equity (x)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
Dividend yield (%)	NA	NA	NA	NA	NA
Return on Average Equity (%)	28.7	114.6	24.9	19.1	20.3

Source: Company data and KGI Research

*The Company may be issuer of Derivative Warrants on these securities.

http://research.kgi.com; Bloomberg: KGI <GO> Please see back page for disclaimer

ประเด็นการลงทุน

- ✓ บริษัทอยู่ในอุตสาหกรรมที่มีศักยภาพในการเติบโตสูง โดยธุรกิจจำหน่ายซอฟต์แวร์เพื่อการออกแบบอุตสาหกรรม ซึ่งเป็นธุรกิจหลักมีแนวโน้มสดใสตามการเติบโตของเศรษฐกิจ การขยายตัวของอุตสาหกรรมการผลิต และการก่อสร้างของประเทศ โดยเศรษฐกิจที่มีแนวโน้มเติบโตดีขึ้นในปี 2563 จะช่วยหนุนความต้องการใช้งานซอฟต์แวร์ในการออกแบบชิ้นส่วน และการก่อสร้างซึ่งเป็นสินค้าหลักของบริษัทตามไปด้วย
- ✓ ธุรกิจหลัก มีความแข็งแกร่ง เพราะซอฟต์แวร์สำหรับการออกแบบที่บริษัทนำมาจำหน่ายเป็นซอฟต์แวร์ที่ได้รับการยอมรับในระดับสากล (SolidWorks ArchiCAD และ GOM) บวกกับการทำธุรกิจมายาวนานถึง 25 ปี ทำให้มีฐานลูกค้าเดิมรองรับสำหรับการเปลี่ยน อัปเดตซอฟต์แวร์อยู่เสมอ ส่วนการขยายตัวของอุตสาหกรรมที่ต้องใช้ซอฟต์แวร์ในการออกแบบชิ้นงาน ถือเป็นปัจจัยสนับสนุนในการสร้างฐานลูกค้ารายใหม่
- ✓ คาดกำไรปี 2562 จะลดลงเหลือ 54 ล้านบาท (-28% YoY) เมื่อเทียบกับปี 2561 ที่เป็นฐานสูง แต่กำไรปี 2563 จะกลับเติบโตได้ด้วยอัตรา 29% YoY เป็นผลของการเติบโตของรายได้จากทั้งรายได้จากการขาย และรายได้จากการบริการ (ที่ส่วนใหญ่เป็นรายได้จากแพ็คเกจบริการหลังการขาย) ซึ่งการที่รายได้จากการบริการมีแนวโน้มที่สูงขึ้น จะช่วยให้รายได้มีความผันผวนที่ลดลง เพราะส่วนใหญ่จะทำสัญญาใช้บริการ 1-3 ปี
- ✓ ราคาเหมาะสมสำหรับปี 2563 อยู่ที่ 3.48 บาท ประเมินโดยอิง PER 14 เท่า (คำนวณโดยให้ส่วนเพิ่มจาก PER ปี 2563 ของ บมจ. ซินเน็ค (SYNEX) ที่จดทะเบียนใน ตลท. และทำธุรกิจใกล้เคียงกันกับ APP แต่ Bloomberg consensus คาดการณ์ PER ปี 2563 ที่ 9.24 เท่า และการเติบโตของกำไรปี 2563 ที่ 18% (ต่ำกว่าประมาณการการเติบโตของ APP ที่ราคาตลาด)

Figure 1: เปรียบเทียบผลการดำเนินงานของ APP และ SYNEX

หน่วย : ล้านบาท	SYNEX			ค่าเฉลี่ย	APP			ค่าเฉลี่ย
	2561	2562F	2563F		2561	2562F	2563F	
รายได้จากการขายและบริการ	38,398	36,304	39,330	38,011	729	747	931	802
กำไรขั้นต้น	1,820	1,523	1,686	1,676	352	332	412	365
กำไรสุทธิ	721	563	666	650	76	54	69	66
อัตรากำไรขั้นต้น	4.7%	4.2%	4.3%	4.4%	48.2%	44.5%	44.2%	45.7%
อัตรากำไรสุทธิ	1.9%	1.5%	1.7%	1.7%	10.4%	7.2%	7.4%	8.3%
อัตราการเติบโตของรายได้		-5%	8%			2%	25%	
อัตราการเติบโตของกำไรสุทธิ		-22%	18%			-29%	29%	

Source: Bloomberg consensus and KGI Research

ตลาดซอฟต์แวร์โดยรวมเติบโตขึ้นทุกปี

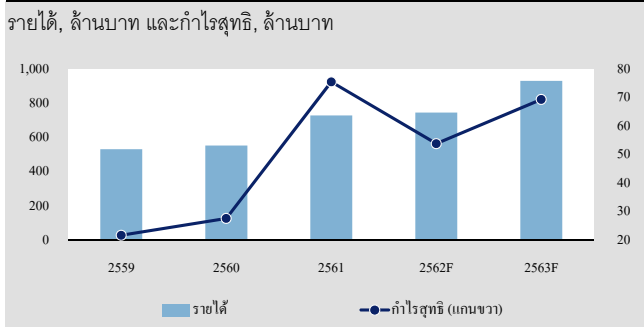
เรามองว่าตลาดซอฟต์แวร์เพื่อการออกแบบในอุตสาหกรรมเป็นส่วนหนึ่งของตลาดซอฟต์แวร์โดยรวม ซึ่งที่ผ่านมาในช่วงปี 2559 – 2561 มูลค่าตลาดซอฟต์แวร์โดยรวมของไทยมีการเติบโตขึ้นทุกปี ในปี 2560 มีมูลค่าราว 7.9 หมื่นล้านบาท และมีการคาดการณ์จากสำนักงานส่งเสริมเศรษฐกิจดิจิทัล ว่ามูลค่าตลาดซอฟต์แวร์จะขยายตัวขึ้นอีก 15.2% และ 17.5% ในปี 2561 – 2562 ตามลำดับ ดังนั้นสำหรับปี 2563 หากอิงค่าเฉลี่ยการเติบโตของตลาดซอฟต์แวร์ในช่วงปี 2561 – 2562 ที่ 16.3% จะได้มูลค่าตลาดซอฟต์แวร์โดยรวมในปี 2563 ที่ 1.24 แสนล้านบาท

ในขณะที่ APP มีรายได้ในระดับ 0.53 พันล้านบาท – 0.73 พันล้านบาท ในปี 2560 – 2651 หรือคิดเป็นสัดส่วนราว 0.70% - 0.80% ของมูลค่าโดยรวมของตลาดซอฟต์แวร์ สำหรับปี 2562 คาดว่าสัดส่วนรายได้ของ APP ต่อมูลค่าตลาดซอฟต์แวร์โดยรวมจะลดลง เป็นผลจากฐานรายได้ที่สูงใน 2561 จากการที่ลูกค้าบางรายเลื่อนการรับมอบสินค้ามาจากปี 2560 ขณะที่ปี 2562 ลูกค้าบางส่วนชะลอการจัดซื้อจัดจ้างไปในช่วงที่การเมืองยังไม่ชัดเจน แต่เราเชื่อว่าส่วนแบ่งการตลาดของ APP ในตลาดซอฟต์แวร์ปี 2563 จะดีขึ้นจากปัจจัยภายนอกทั้งภาวะเศรษฐกิจที่มีแนวโน้มจะเติบโตดีขึ้น และบริษัทเองที่เริ่มนำเสนอสินค้ารุ่นใหม่ๆ ให้แก่ลูกค้าเป้าหมายตั้งแต่ปี 2H62

คาดกำไรปี 2563 กลับมาโตแกร่ง 29%

แม้เราคาดกำไรปี 2562 ลดลง 28% YoY เหลือ 54 ล้านบาท แต่อย่างไรก็ตามเชื่อว่าผลประกอบการในปี 2563 ของ APP จะกลับมาโต 29% YoY เป็น 69 ล้านบาท โดยมีปัจจัยสนับสนุนดังนี้

- เมื่อเทียบกับฐานรายได้ที่สูงในปี 2561 เพราะมีลูกค้าบางรายเลื่อนการรับมอบสินค้ามาจากปี 2560 นอกจากนี้ปี 2562 ยังมีปัจจัยกดดันจากการการเมืองที่ไม่ชัดเจนในช่วง 1H62 และเศรษฐกิจมีแนวโน้มการเติบโตที่ต่ำลง ทำให้เรามองว่ารายได้ในปี 2562 จะยังไม่สดใสนัก แต่เชื่อว่ารายได้จะกลับมาเติบโตแรงในปี 2563 ตามทิศทางการขยายตัวของเศรษฐกิจที่มีแนวโน้มดีขึ้น โดยภายใต้สมมติฐานที่ให้ APP มีส่วนแบ่งการตลาดในอุตสาหกรรมซอฟต์แวร์ลดลงจาก 0.80% ในปี 2561 เหลือ 0.70% ในปี 2562 (กลับไปเท่ากับปี 2560) แต่คาดจะเพิ่มเป็น 0.75% ของมูลค่าตลาดซอฟต์แวร์ในปี 2562 ซึ่งจะส่งผลให้คาดการณ์รายได้ของ APP ในปี 2562 จะเติบโตเพียง 2% YoY เป็น 747 ล้านบาท และจะโตขึ้นอีก 25% YoY เป็น 931 ล้านบาทได้ในปี 2563
- คาดอัตรากำไรขั้นต้น (มาร์จิ้น) ในปี 2562 จะลดลงจาก 48% ในปีก่อน เหลือราว 44% เพราะการแข่งขันในอุตสาหกรรมรุนแรง แต่เชื่อว่าจะทรงตัวได้ในปี 2563 ตามทิศทางการเติบโตของอุตสาหกรรมที่ดีขึ้น
- คาดอัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายในปี 2562 ทรงตัวจากปีก่อนที่ 36.5% แต่จะลดเหลือ 36.0% ในปี 2563 ตามฐานรายได้ที่โตขึ้น

Figure 2: รายได้และกำไรสุทธิ


Source: Company and KGI Research

Figure 3: สมมติฐานที่สำคัญ

หน่วย : ล้านบาท	2559	2560	2561	2562F	2563F
รายได้จากการขายและบริการ	532	553	729	747	931
-รายได้จากการขายซอฟต์แวร์	329	338	478	481	617
-รายได้จากบริการ	203	216	251	266	314
รายได้จากการขายและบริการ					
-รายได้จากการขายซอฟต์แวร์	62%	61%	66%	64%	66%
-รายได้จากบริการ	38%	39%	34%	36%	34%
อัตรากำไรขั้นต้น	46.4%	46.6%	48.2%	44.5%	44.2%
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร/ยอดขาย	42.6%	41.6%	36.5%	36.5%	36.0%
กำไรสุทธิ	22	28	76	54	69
อัตรากำไรสุทธิ	4.1%	5.0%	10.4%	7.2%	7.4%

Source: KGI Research

Valuation

เราประเมินมูลค่าหุ้นของ APP ด้วยวิธี PER (อิง PER ที่ 14.0 เท่า) จึงได้ราคาเหมาะสมปี 2563 ที่ 3.48 บาท โดยใช้วิธีการเปรียบเทียบกับบริษัทที่จดทะเบียนใน ดลท. และทำธุรกิจใกล้เคียงกับ APP พบว่ามี 2 บริษัทที่ทำธุรกิจคล้ายกันกับบริษัท คือ บมจ. เมโทรซิสเต็มส์คอร์ปอเรชั่น (MSC) และ บมจ. ซินเน็ค (ประเทศไทย) (SYNEX)

แม้ว่า MSC จะเป็นบริษัททำธุรกิจหลักใกล้เคียงกับบริษัทมากที่สุด เพราะเป็นผู้จำหน่ายซอฟต์แวร์ของ SolidWorks เช่นเดียวกับกับ APP แต่เนื่องจากไม่มีข้อมูลการคาดการณ์ผลประกอบการในปี 2562 - 2563 ของ MSC ทำให้เราเลือกใช้ข้อมูลการคาดการณ์ผลประกอบการของ SYNEX เป็นตัวอ้างอิงแทน โดยจาก Bloomberg consensus พบว่า PER ปี 2563 ของ SYNEX อยู่ที่ 9.24 เท่า (consensus ประมาณการกำไรปี 2563 โต 18%) ดังนั้นเพื่อสะท้อนการเติบโตของกำไรของ APP ที่สูงกว่า ทำให้เราได้ PER สำหรับ APP ที่ 14.0 เท่า

Key Risks
ธุรกิจหลักพึ่งพิงอุตสาหกรรมการผลิตและการก่อสร้าง

การที่ธุรกิจหลักของบริษัทเป็นการจำหน่ายซอฟต์แวร์สำหรับบริการออกแบบอุตสาหกรรมการผลิตและการก่อสร้าง ดังนั้นผลประกอบการของบริษัทจึงต้องพึ่งพิงการเติบโตของเศรษฐกิจ และการเติบโตของอุตสาหกรรมดังกล่าว ทำให้บริษัทพยายามลดความเสี่ยงนี้ลงด้วยการขยายตัวสู่ธุรกิจอื่น ๆ ที่สามารถต่อยอดธุรกิจเดิมได้ เช่น การรุกขยายบริการโซลูชันในการออกแบบ และการขายแพ็คเกจบริการหลังการขาย (ธุรกิจรอง) ซึ่งจะช่วยให้เพิ่มรายได้ ลดการพึ่งพิงธุรกิจหลัก และกระจายความเสี่ยงลง

พึ่งพิงซอฟต์แวร์จากผู้ผลิตรายใหญ่

บริษัทมีความเสี่ยงจากการพึ่งพิงผลิตภัณฑ์จากผู้ผลิตรายใหญ่ โดยหากผู้ผลิตดังกล่าวไม่สามารถจัดส่งสินค้าให้บริษัทได้ตามกำหนดเวลา อาจส่งผลกระทบต่อบริการจำหน่ายของบริษัทได้ อย่างไรก็ตามบริษัทได้มีการจัดหาและสั่งซื้อจากผู้ผลิตอุปกรณ์รายอื่น ๆ เพื่อลดความเสี่ยงนี้ลง

IPO Issuance information

ผู้ออกหลักทรัพย์:	บริษัท แอปพลิแคด จำกัด (มหาชน)
ชื่อย่อหลักทรัพย์:	APP
ตลาดหลักทรัพย์:	MAI
จำนวนหุ้นที่เสนอขาย:	80 ล้านหุ้น คิดเป็นร้อยละ 28.57 ของทุนชำระแล้วหลัง IPO แบ่งเป็น 72 ล้านหุ้น เสนอขายแก่ประชาชนโดยทั่วไป 8 ล้านหุ้น เสนอขายแก่กรรมการ ผู้บริหารและพนักงาน
ทุนจดทะเบียนชำระแล้ว:	ก่อน IPO 100 ลบ. (จำนวนหุ้นเรียกชำระแล้ว 200 ล้านหุ้น) หลัง IPO 140 ลบ. (จำนวนหุ้นเรียกชำระแล้ว 280 ล้านหุ้น)
ราคาที่ตราไว้ต่อหุ้น (Par):	0.50 บาทต่อหุ้น
วัตถุประสงค์การระดมทุน:	- ใช้ลงทุนในเครื่องจักรและอุปกรณ์สำหรับการผลิต - ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนภายในบริษัท

Balance Sheet

As of 31 Dec (Bt mn)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
Total Assets	311	379	660	782	915
Current Assets	248	291	563	678	804
Cash & ST Investments	49	115	271	281	339
Inventories	39	27	112	140	168
Accounts Receivable	140	148	177	254	294
Others	22	2	2	3	3
Non-current Assets	62	88	98	105	111
LT Investments	-	-	-	-	-
Net fixed Assets	52	76	84	90	96
Others	10	13	13	14	15
Total Liabilities	272	287	321	397	473
Current Liabilities	253	267	311	386	462
Accounts Payable	235	260	306	382	458
ST Borrowings	17	1	-	-	-
Others	2	6	5	4	3
Long-term Liabilities	18	20	10	11	12
Long-term Debts	1	-	-	-	-
Others	17	20	10	11	12
Shareholders' Equity	39	92	339	385	441
Common Stock	36	83	140	140	140
Capital Surplus	1	1	161	161	161
Retained Earnings	0	9	38	84	140
Preferred Stock	1	-	-	-	-

Source: KGI Research

Key Ratios

Year to 31 Dec (Bt mn)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
Forecast Drivers					
Revenue/Software industry (%)	0.20	0.13	0.14	0.20	0.20
Growth (% YoY)					
Sales	4.0	31.7	2.4	24.8	20.0
OP	33.7	208.6	(30.2)	28.7	23.9
EBITDA	33.7	208.6	(18.1)	21.1	22.3
NP	27.2	173.6	(28.7)	28.8	21.1
EPS	(98.4)	19.0	(57.8)	28.8	21.1
Profitability (%)					
Gross Margin	46.6	48.2	44.5	44.2	44.0
Operating Margin	5.0	11.7	8.0	8.2	8.5
EBITDA Margin	5.0	11.7	9.4	9.1	9.3
Net Profit Margin	5.0	10.4	7.2	7.4	7.5
ROAA	9.5	21.9	10.4	9.6	9.9
ROAE	75.2	115.3	25.0	19.2	20.3
Stability					
Gross Debt/Equity (%)	10.1	0.8	0.0	0.0	0.0
Net Debt/Equity (%)	(115.7)	(123.7)	(80.0)	(73.0)	(76.9)
Interest Coverage (x)	27.6	NM	NM	NM	NM
Interest & ST Debt Coverage (x)	1.5	83.5	45.8	--	--
Cash Flow Interest Coverage (x)	(45.2)	(461.1)	12.8	--	--
Cash Flow/Interest & ST Debt (x)	2.8	312.4	12.8	--	--
Current Ratio (x)	1.0	1.1	1.8	1.8	1.7
Quick Ratio (x)	0.8	1.0	1.4	1.4	1.4
Net Debt (Bt mn)	(44.6)	(114.3)	(270.9)	(281.1)	(339.2)
Per Share Data (Bt)					
EPS	0.4	0.5	0.2	0.2	0.3
CFPS	0.6	0.8	(0.1)	0.2	0.4
BVPS	0.5	0.6	1.2	1.4	1.6
SPS	7.7	4.4	2.7	3.3	4.0
EBITDA/Share	0.4	0.5	0.2	0.3	0.4
DPS	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1
Activity					
Asset Turnover (x)	1.9	2.1	1.4	1.3	1.3
Days Receivables	93.7	71.9	79.4	84.6	89.6
Days Inventory	35.5	31.6	61.0	88.4	89.6
Days Payable	267.3	239.1	249.1	241.7	245.0
Cash Cycle	(138.0)	(135.6)	(108.7)	(68.7)	(65.8)

Source: KGI Research

Profit & Loss

Year to 31 Dec (Bt mn)	2017F	2018A	2019F	2020F	2021F
Revenue	553	729	747	931	1,117
Cost of Goods Sold	(296)	(377)	(415)	(519)	(626)
Gross Profit	258	352	332	412	492
Operating Expenses	(230)	(266)	(273)	(335)	(397)
Other incomes	-	-	-	-	-
Operating Profit	28	85	60	77	95
Depreciation of fixed assets	-	-	(10)	(8)	(9)
Operating EBITDA	28	85	70	85	104
Non-Operating Income	10	10	9	10	10
Interest Income	-	-	-	-	-
Other Non-op Income	10	10	9	10	10
Non-Operating Expenses	(1)	(0)	(1)	-	-
Interest Expense	(1)	(0)	(1)	-	-
Other Non-op Expenses	-	-	-	-	-
Equity Income/(Loss)	-	-	-	-	-
Pre-tax Profit	37	95	67	87	105
Current taxation	(9)	(20)	(13)	(17)	(21)
Minorities	(0)	0	-	-	-
Extraordinary items	-	-	-	-	-
Net Profit	28	76	54	69	84
EPS (Bt)	0.38	0.46	0.19	0.25	0.30

Source: KGI Research

Cash Flow

Year to 31 Dec (Bt mn)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
Operating Cash Flow	45	136	(17)	47	100
Net Profit	37	95	67	87	105
Depreciation & Amortization	10	10	10	8	9
Change in Working Capital	(7)	26	(94)	(47)	(14)
Others	5	4	-	-	-
Investment Cash Flow	(7)	(30)	(19)	(14)	(14)
Net CAPEX	(7)	(33)	(19)	(14)	(14)
Change in LT Investment	-	(1)	-	-	-
Change in Other Assets	(0)	4	(0)	(0)	(0)
Free Cash Flow	38	106	(36)	33	86
Financing Cash Flow	(30)	(39)	192	(23)	(28)
Change in Share Capital	27	47	57	-	-
Net Change in Debt	(8)	(18)	(1)	-	-
Change in Other LT Liab.	(49)	(68)	135	(23)	(28)
Net Cash Flow	8	67	156	10	58

Source: KGI Research

Rates of Return on Invested Capital

Year	1- $\frac{\text{COGS}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Depreciation}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Operating Exp.}}{\text{Revenue}}$	= Operating Margin
Dec-17A	53.4%	0.0%	41.6%	5.0%
Dec-18A	51.8%	0.0%	36.5%	11.7%
Dec-19F	54.1%	1.4%	36.5%	8.0%
Dec-20F	54.9%	0.9%	36.0%	8.2%
Dec-21F	55.2%	0.8%	35.5%	8.5%
Year	1/ $\frac{\text{Working Capital}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Net PPE}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Other Assets}}{\text{Revenue}}$	= Capital Turnover
Dec-17A	-0.01	0.09	0.06	7.23
Dec-18A	0.04	0.10	0.02	6.29
Dec-19F	-0.13	0.11	0.02	132.45
Dec-20F	-0.05	0.10	0.02	15.60
Dec-21F	-0.01	0.09	0.02	11.15
Year	Operating Margin	x $\frac{\text{Capital Turnover}}$	x $\frac{\text{Cash Tax Rate}}$	= After-tax Return on Inv. Capital
Dec-17A	5.0%	7.2	75.5	27.3
Dec-18A	11.7%	6.3	79.2	58.3
Dec-19F	8.0%	132.4	80.0	845.6
Dec-20F	8.2%	15.6	80.0	102.8
Dec-21F	8.5%	11.2	80.0	75.9

Source: KGI Research

Corporate Governance Report of Thai Listed Companies



Companies with Excellent CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	IRPC	IRPC	RATCH	RATCHABURI ELECTRICITY GENERATING HOLDING
AMATA	AMATA CORPORATION	IVL	INDORAMA VENTURES	ROBINS	ROBINSON DEPARTMENT STORE
ANAN	ANANDA DEVELOPMENT	KBANK	KASIKORNBANK	SAMART	SAMART CORPORATION
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	KCE	KCE ELECTRONICS	SAMTEL	SAMART TELCOMS
AP	ASIAN PROPERTY DEVELOPMENT	KKP	KIATNAKIN BANK	SCB	THE SIAM COMMERCIAL BANK
BANPU	BANPU	KTB	KRUNG THAI BANK	SCC	THE SIAM CEMENT
BCP	THE BANGCHAK PETROLEUM	KTC	KRUNGTHAI CARD	SCCC	SIAM CITY CEMENT
BCPG	BCPG	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT	SPALI	SUPALAI
BTS	BTS GROUP HOLDINGS	MAKRO	SIAM MAKRO	SPRC	STAR PETROLEUM REFINING
CK	CH. KARNCHANG	MBK	MBK	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION
CKP	CK POWER	MINT	MINOR INTERNATIONAL	SVI	SVI
CPN	CENTRAL PATTANA	MONO	MONO TECHNOLOGY	TCAP	THANACHART CAPITAL
DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND)	MTC	MUANGTHAI CAPITAL	THAI	THAI AIRWAYS INTERNATIONAL
DTAC	TOTAL ACCESS COMMUNICATION	NYT	NAMYONG TERMINAL	THCOM	THAICOM
EGCO	ELECTRICITY GENERATING	PLANB	PLAN B MEDIA	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
GFPT	GFPT	PSH	PRUKSA HOLDING	TMB	TMB BANK
GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	PTT	PTT	TOP	THAI OIL
GUNKUL	GUNKUL ENGINEERING	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION	TRUE	TRUE CORPORATION
HANA	HANA MICROELECTRONICS	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL	WHA	WHA CORPORATION
HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	PYLON	PYLON		
INTUCH	SHIN CORPORATION	QH	QUALITY HOUSES		



Companies with Very Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AAV	ASIA AVIATION	CPALL	CP ALL	SAWAD	SRISAWAD POWER 1979
AMA	AMA MARINE	DCC	DYNASTY CERAMIC	SCI	SCI ELECTRIC
BA	BANGKOK AIRWAYS	EPG	EASTERN POLYMER GROUP	SCN	SCAN INTER
BBL	BANGKOK BANK	ERW	THE ERAWAN GROUP	SEAFKO	SEAFKO
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	SIRI	SANSIRI
BEC	BEC WORLD	GLOW	GLOW ENERGY	TFG	THAIFOODS GROUP
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	GULF	GULF ENERGY DEVELOPMENT	TICON	TICON INDUSTRIAL CONNECTION
BGRIM	B.GRIMM POWER	LH	LAND AND HOUSES	TKN	TAOKAENOI FOOD & MARKETING
BPP	BANPU POWER	M	MK RESTAURANT GROUP	TOA	TOA PAINT (THAILAND)
CBG	CARABAO GROUP	MAJOR	MAJOR CINEPLEX GROUP	TWPC	THAI WAH
CENTEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MALEE	MALEE SAMPRAN	WHAUP	WHA UTILITIES AND POWER
CHG	CHULARAT HOSPITAL	NOK	NOK AIRLINES		
COM7	COM7	RS	RS		



Companies with Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	SAPPE	SAPPE	UNIQ	UNIQUE ENGINEERING AND CONSTRUCTION
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL	SF	SIAM FUTURE DEVELOPMENT	WORK	WORKPOINT ENTERTAINMENT
EKH	EKACHAI MEDICAL CARE	SQ	SAHAKOL EQUIPMENT		
LPH	LADPRAO GENERAL HOSPITAL	TPCH	TPC POWER HOLDING		

Companies classified Not in the three highest score groups

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
CMAN	CHEMEMAN				

Source: www.thai-iod.com

Disclaimer: The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on inside information. 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 or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, KGI Securities (Thailand) Public Company Limited (KGI) does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of such survey result.

Anti-corruption Progress Indicator

Level 5: Extended

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	QH	QUALITY HOUSES
ANAN	ANANDA DEVELOPMENT	GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	RATCH	RATCHABURI ELECTRICITY GENERATING HOLDING
BBL	BANGKOK BANK	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	ROBINS	ROBINSON DEPARTMENT STORE
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	IRPC	IRPC	SCC	THE SIAM CEMENT
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	KBANK	KASIKORNBANK	SIRI	SANSIRI
BIGC	BIG C SUPERCENTER	KCE	KCE ELECTRONICS	SPALI	SUPALAI
CK	CH. KARNCHANG	KKP	KIATNAKIN BANK	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION
DCC	DYNASTY CERAMIC	KTB	KRUNG THAI BANK	TCAP	THANACHART CAPITAL
DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND)	LPH	LADPRAO GENERAL HOSPITAL	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
DRT	DIAMOND ROOFING TILES	PACE	PACE DEVELOPMENT CORPORATION	TMT	THAI METAL TRADE
EGCO	ELECTRICITY GENERATING	PTT	PTT	TOP	THAI OIL
GFPT	GFPT	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL		

Level 4: Certified

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AAV	ASIA AVIATION	ERW	THE ERAWAN GROUP	SAPPE	SAPPE
AP	ASIAN PROPERTY DEVELOPMENT	GLOW	GLOW ENERGY	SAWAD	SRI SAWAD POWER 1979
BA	BANGKOK AIRWAYS	GUNKUL	GUNKUL ENGINEERING	SCB	THE SIAM COMMERCIAL BANK
BANPU	BANPU	ILINK	INTERLINK COMMUNICATION	SCN	SCAN INTER
BCP	THE BANGCHAK PETROLEUM	KTC	KRUNGTHAI CARD	SEAFSCO	SEAFSCO
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL	LH	LAND AND HOUSES	SVI	SVI
BJCHI	BJC HEAVY INDUSTRIES	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT	TASCO	TIPCO ASPHALT
CBG	CARABAO GROUP	MAKRO	SIAM MAKRO	TKN	TAOKAENOI FOOD & MARKETING
CENTEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MALEE	MALEE SAMPRAN	TMB	TMB BANK
CHG	CHULARAT HOSPITAL	MINT	MINOR INTERNATIONAL	TRT	TIRATHAI
CKP	CK POWER	MODERN	MODERNFORM GROUP	TRUE	TRUE CORPORATION
CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS	NOK	NOK AIRLINES	TVO	THAI VEGETABLE OIL
CPN	CENTRAL PATTANA	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION		
DTAC	TOTAL ACCESS COMMUNICATION	PYLON	PYLON		

Level 3: Established

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	MTLS	MUANGTHAI LEASING	SPRC	STAR PETROLEUM REFINING
CPALL	CP ALL	SCI	SCI ELECTRIC		

No progress

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	BPP	BANPU POWER	FN	FN FACTORY OUTLET
BCPG	BCPG	BTS	BTS GROUP HOLDINGS	TPCH	TPC POWER HOLDING

Source: www.cgthailand.org

Disclaimer: The disclosure of the Anti-Corruption Progress Indicators of a listed company on the Stock Exchange of Thailand, which is assessed by the relevant institution as disclosed by the Office of the Securities and Exchange Commission, is made in order to comply with the policy and sustainable development plan for the listed companies. The relevant institution made this assessment based on the information received from the listed company, as stipulated in the form for the assessment of Anti-corruption which refers to the Annual Registration Statement (Form 56-1), Annual Report (Form 56-2), or other relevant documents or reports of such listed company. The assessment result is therefore made from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on any inside information. Since this assessment is only the assessment result as of the date appearing in the assessment result, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, KGI Securities (Thailand) Public Company Limited (KGI) does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of the assessment result.

KGI Locations

China	Shanghai	Room 1507, Park Place, 1601 Nanjing West Road, Jingan District, Shanghai, PRC 200040
	Shenzhen	Room 24D1, 24/F, A Unit, Zhen Ye Building, 2014 Bao'annan Road, Shenzhen, PRC 518008
Taiwan	Taipei	700 Mingshui Road, Taipei, Taiwan Telephone 886.2.2181.8888 · Facsimile 886.2.8501.1691
Hong Kong		41/F Central Plaza, 18 Harbour Road, Wanchai, Hong Kong Telephone 852.2878.6888 Facsimile 852.2878.6800
Thailand	Bangkok	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand Telephone 66.2658.8888 Facsimile 66.2658.8014
Singapore		4 Shenton Way #13-01 SGX Centre 2 Singapore 068807 Telephone 65.6202.1188 Facsimile 65.6534.4826

KGI's Ratings

Rating	Definition
Outperform (OP)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the top 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan)..
Neutral (N)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the range between the top 40% and the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan)
Under perform (U)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Not Rated (NR)	The stock is not rated by KGI.
Restricted (R)	KGI policy and/or applicable law regulations preclude certain types of communications, including an investment recommendation, during the course of KGI's engagement in an investment banking transaction and in certain other circumstances. <i>Excess return = 12M target price/current price-</i>
Note	When an analyst publishes a new report on a covered stock, we rank the stock's excess return with those of other stocks in KGI's coverage universe in the related market. We will assign a rating based on its ranking. If an analyst does not publish a new report on a covered stock, its rating will not be changed automatically.

Disclaimer

KGI Securities (Thailand) Plc. ("The Company") disclaims all warranties with regards to all information contained herein. In no event shall the Company be liable for any direct, indirect or any damages whatsoever resulting from loss of income or profits, arising by utilization and reliance on the information herein. All information hereunder does not constitute a solicitation to buy or sell any securities but constitutes our sole judgment as of this date and are subject to change without notice.