

Current	Previous	IPO Price	2020 TP	Exp Return	THAI CAC	CG 2018
--	--	--	4.04	--	N/R	N/R

Consolidated earnings

ผู้ออกหลักทรัพย์	APP
จำนวนหุ้น IPO (ล้านหุ้น)	80 ล้านหุ้น
มูลค่าหุ้นที่ตราไว้ (บาท)	0.50
ระยะเวลาจองซื้อ	na
วันที่เริ่มทำการซื้อขาย	na
ที่ปรึกษาทางการเงิน	บล.ฟินันเซีย ไซรัส
ผู้จัดการการจดทะเบียนและรับประกันการจำหน่าย	บล.ฟินันเซีย ไซรัส
Sector	mai

Consolidated earnings

(Bt mn)	2018	2019E	2020E	2021E
Normalized profit	76	61	71	82
Net profit	76	57	71	82
EPS (Bt)-Norm	0.46	0.22	0.25	0.29
EPS (Bt)	0.46	0.20	0.25	0.29
% EPS growth	19.0	-55.5	24.7	15.6
Dividend (Bt)	0.15	0.10	0.13	0.15
BV/share (Bt)	0.56	1.33	1.49	1.65
EV/EBITDA (x)	na	na	na	na
PER (x) - Norm	na	na	na	na
PER (x)	na	na	na	na
PBV(x)	na	na	na	na
Dividend yield (%)	na	na	na	na
ROE (%)	114.7	26.1	18.0	18.7
No. of shares- full dilution	165.6	280.0	280.0	280.0
Par (Bt)	0.5	0.5	0.5	0.5

Source: Company data, FSS estimates

หมายเหตุ : บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) เป็นที่ปรึกษาทางการเงิน ผู้จัดการการจดทะเบียนและรับประกันการจดทะเบียนจำหน่าย หุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัท แอปพลิแคด จำกัด (มหาชน) ที่เสนอขายต่อประชาชนเป็นครั้งแรก

นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนก่อนตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ระยะเวลาห้ามเผยแพร่รายงานฉบับนี้ (Blackout period) เริ่ม 31 ตุลาคม 2019 จนสิ้นสุดระยะเวลาการเสนอขายหลักทรัพย์

Analyst: Veeravat Virochpoka

Register No.: 047077

Tel.: +662 646 9821

email: [veeravat.v@fnsyrus.com](mailto:veeravat.v@fnsyrus.com)

[www.fnsyrus.com](http://www.fnsyrus.com)

 Finansia Syrus Securities

 Finansia

 @fnsyrus

Solution Provider ของอุตสาหกรรมการผลิตไทย

APP เป็นผู้จัดจำหน่ายโซลูชันด้านการออกแบบและเทคโนโลยีการพิมพ์ 3 มิติ ซึ่งได้ประโยชน์จากอุตสาหกรรมการผลิตและการก่อสร้างที่ขยายตัวในระยะยาว โดยเฉพาะอย่างยิ่งในยุคปัจจุบันที่ต้องมีการลงทุนพัฒนากระบวนการทำงานให้เป็นรูปแบบดิจิทัลและมีประสิทธิภาพสูงขึ้น นอกจากนี้บริษัทยังมีจุดแข็งในด้านสินค้าที่เป็นแบรนด์อันดับต้น ๆ ของโลก เป็นที่รู้จักและนิยมในกลุ่มผู้ใช้งาน เราคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2019 จะชะลอตัวชั่วคราว -24.7% Y-Y จากภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัว แต่คาดว่าจะกลับมาเติบโตแข็งแกร่ง +24.7% Y-Y ในปี 2020 เราประเมินราคาเหมาะสมปี 2020 ที่ 4.04 บาท

APP ประกอบธุรกิจจัดจำหน่ายโซลูชันด้านการออกแบบ บริการการฝึกอบรม และเทคโนโลยีการพิมพ์ 3 มิติอย่างครบวงจรในไทยและอินโดนีเซีย

อุตสาหกรรมการผลิตและก่อสร้างคาดว่าจะขยายตัวในระยะยาว

เรามีมุมมองเชิงบวกต่อภาพการเติบโตของอุตสาหกรรมการผลิตและการก่อสร้างของไทยในระยะยาว แม้ระยะสั้น GDP คาดว่าจะโตชะลอตัวในกรอบ 2.7-3.2% ในปี 2019 โดยไทยเป็นประเทศที่พึ่งพิงการส่งออกคิดเป็นสัดส่วนราว 70% ของ GDP ทำให้คาดว่าจะได้ปัจจัยหนุนจากการผลักดันของภาครัฐในภาคอุตสาหกรรมทั้ง First S-Curve และ New S-Curve ซึ่งจะช่วยหนุนให้เม็ดเงินลงทุนขยายตัวอย่างต่อเนื่อง ขณะที่ฝั่งภาคการก่อสร้างคาดว่าจะฟื้นตัวขึ้นเช่นกันจากโครงการลงทุนภาครัฐที่จะทยอยออกมามากขึ้นในระยะถัดไปและหนุนให้ภาคเอกชนมีความเชื่อมั่นและลงทุนเพิ่มขึ้นเช่นกัน

สินค้าที่ขายเป็นแบรนด์ระดับโลกและเป็นที่ยอมรับในกลุ่มผู้ใช้

ซอฟต์แวร์และฮาร์ดแวร์ที่ APP จัดจำหน่ายเป็นที่รู้จักและนิยมในกลุ่มผู้ใช้งาน เช่น ซอฟต์แวร์ 3 มิติของ SolidWorks เครื่องพิมพ์ 3 มิติของ Stratasys เครื่องสแกน 3 มิติของ GOM ซึ่งล้วนแล้วแต่เป็นแบรนด์ชั้นนำระดับโลกในแต่ละกลุ่มสินค้า ถือเป็นจุดแข็งสำคัญของบริษัทและสามารถรองรับการเติบโตกับการเปลี่ยนแปลงของกระบวนการผลิตของภาคอุตสาหกรรมในปัจจุบันที่ต้องลงทุนพัฒนาด้านเทคโนโลยี เพื่อให้กระบวนการผลิตมีประสิทธิภาพและประสิทธิผลมากขึ้นในยุคดิจิทัล

คาดการณ์กำไรปี 2020 กลับมาโตแข็งแกร่งหลังชะลอตัวชั่วคราวในปี 2019

เราคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2019 ของ APP ที่ 57 ลบ. -24.7% Y-Y โดยได้รับแรงกดดันจากเศรษฐกิจที่ชะลอตัวจากผลกระทบของสงครามการค้า มาตรการ LTV รวมถึงสัญญาภาคการก่อสร้างเมืองก่อนได้รับรัฐบาลใหม่ซึ่งกดดันภาคการส่งออกและการก่อสร้าง แต่เราคาดว่าผลการดำเนินงานจะกลับมาเติบโตอีกครั้งในปี 2020 จากความคาดหวังเชิงบวกว่าเศรษฐกิจไทยจะเริ่มทยอยฟื้นตัวขึ้นภายหลังจากมีรัฐบาลใหม่ขับเคลื่อนนโยบาย รวมถึงพัฒนาการของประเด็นสงครามการค้าที่มีทิศทางดีขึ้นในระยะหลัง โดยเราคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2020 ที่ 71 ลบ. +24.7% Y-Y โดยตลาดอินโดนีเซียคาดพลิกมามีกำไรตั้งแต่ปี 2019 เป็นต้นไป

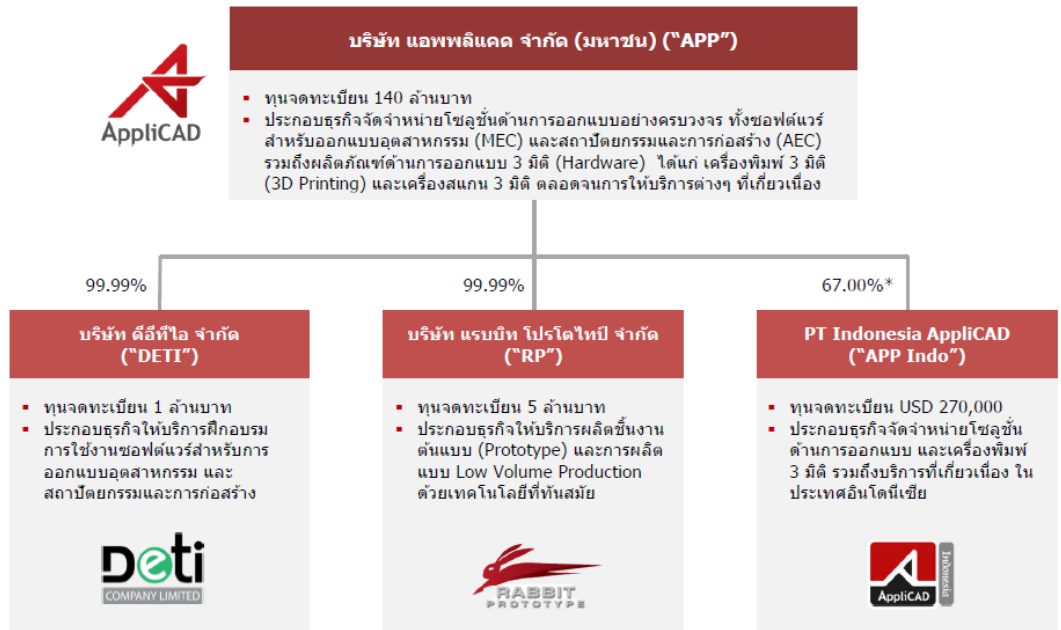
ประเมินราคาเหมาะสมปี 2020 ของ APP ที่ 4.04 บาท

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ APP อ้างอิงระดับ PEG ที่ราว 1 เท่า โดยเราคาดการณ์เติบโตของกำไรปกติในช่วงปี 2020-2022 อยู่ในกรอบ 14.6-16.5% ต่อปีได้ระดับ Target PER ที่ 16 เท่า คำแนะนำราคาเหมาะสมได้ที่ 4.04 บาท

**ลักษณะการประกอบธุรกิจ**

บริษัท แอปพลิแคด จำกัด (มหาชน) (APP) ก่อตั้งเมื่อปี 1994 ประกอบธุรกิจจัดจำหน่ายโซลูชันด้านการออกแบบ บริการการฝึกอบรม และเทคโนโลยีการพิมพ์ 3 มิติอย่างครบวงจร ผ่านทางบริษัทฯและบริษัทย่อย ได้แก่ บริษัท ดีทีไอ จำกัด (DETI) บริษัท แรบบิท โปรโตไทป์ จำกัด (RP) และบริษัท PT Indonesia AppliCAD (APP Indo) โดยมีโครงสร้างดังนี้

**Company Structure**



Source: APP

ธุรกิจของ APP สามารถแบ่งได้เป็น 3 กลุ่มใหญ่ๆ ดังนี้

- 1) ธุรกิจจัดจำหน่ายซอฟต์แวร์สำหรับการออกแบบ โดยส่วนใหญ่เป็นลักษณะการจัดจำหน่ายลิขสิทธิ์ซอฟต์แวร์ (Software License) สามารถแบ่งได้เป็น 2 กลุ่มย่อย คือ
  - ซอฟต์แวร์สำหรับการออกแบบอุตสาหกรรม (MEC) เป็นซอฟต์แวร์ที่ช่วยในการออกแบบผลิตภัณฑ์หรือชิ้นส่วนอุปกรณ์ รวมถึงทดสอบคุณสมบัติทางวิศวกรรมของผลิตภัณฑ์ที่ออกแบบแล้ว ซอฟต์แวร์หลักที่บริษัทจัดจำหน่าย ได้แก่ SolidWorks ซึ่งบริษัทได้รับแต่งตั้งจาก Dassault Systemes Solidworks Corporation ("DSSW") สหรัฐ ให้เป็นตัวแทนจำหน่ายในไทย อินโดนีเซีย และพม่า ซึ่งใช้ในการสร้างแบบจำลองเสมือนจริงของผลิตภัณฑ์ ทดสอบการประกอบและจำลองการเคลื่อนไหว ทดสอบคุณสมบัติทางวิศวกรรม รวมถึงยังมีซอฟต์แวร์เสริมสำหรับจำลองทางวิศวกรรม ออกแบบเฉพาะทาง การนำเสนอและบริหารจัดการข้อมูล



- ซอฟต์แวร์สำหรับการออกแบบสถาปัตยกรรมและการก่อสร้าง (AEC) เป็นซอฟต์แวร์ที่ช่วยในการออกแบบด้านสถาปัตยกรรมและวิศวกรรมการก่อสร้าง เช่น การออกแบบอาคาร ตกแต่งภายใน รวมถึงออกแบบโครงสร้างและงานระบบต่างๆ ของอาคาร โดยบริษัทได้รับแต่งตั้งจาก Gstarsoft Co., Ltd. ประเทศจีน ให้เป็นตัวแทนจำหน่ายซอฟต์แวร์ GstarCAD ในไทยและอินโดนีเซีย ซึ่งเป็นซอฟต์แวร์สำหรับเขียนแบบ 2 มิติ และบริษัทยังได้รับการแต่งตั้งจาก Graphisoft SE ฮังการี ให้เป็นตัวแทนจำหน่ายซอฟต์แวร์ ArchiCAD ซึ่งเป็นซอฟต์แวร์สำหรับการออกแบบอาคาร 3 มิติ ในไทยและอินโดนีเซีย นอกจากนี้ยังมีซอฟต์แวร์เสริมและอื่นสำหรับการออกแบบเฉพาะทางอีกหลากหลาย



- 2) ธุรกิจจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์ด้านการออกแบบ 3 มิติ (ฮาร์ดแวร์) ได้แก่ เครื่องพิมพ์ 3 มิติ (3D Printer) และเครื่องสแกน 3 มิติ (3D Scanner) รวมถึงอุปกรณ์ที่เกี่ยวข้อง ทั้งนี้ บริษัทได้รับการแต่งตั้งเป็นตัวแทนจำหน่ายเครื่องพิมพ์ 3 มิติ ยี่ห้อ Stratasys ในไทยและอินโดนีเซีย จาก Stratasys AP Limited สหรัฐ และได้รับการแต่งตั้งเป็นตัวแทนจำหน่ายเครื่องสแกน 3 มิติ (3D Scanner) ยี่ห้อ GOM ในไทยและอินโดนีเซีย จาก Gom GmbH. เยอรมนี



- 3) บริการที่เกี่ยวข้องกับโซลูชันด้านการออกแบบ 3 มิติ ซึ่งประกอบด้วย
  - บริการ Subscription Services เนื่องจากผลิตภัณฑ์ที่จำหน่ายต้องอาศัยความรู้ความชำนาญเฉพาะทางในการใช้งาน บริษัทจึงมีนโยบายขายซอฟต์แวร์และโซลูชันพร้อมกับบริการ Subscription services (บริการฝึกอบรม ให้ความช่วยเหลือทางเทคนิค อัปเดตเวอร์ชันบำรุงรักษา เป็นต้น) เป็นเวลา 1 ปี เมื่อครบกำหนดแล้ว ลูกค้าสามารถเลือกที่จะต่ออายุการบริการเพิ่มได้คราวละ 1-3 ปี
  - บริการด้านการออกแบบ 3 มิติตามความต้องการของลูกค้า ทั้งการสร้างไฟล์ 3 มิติ บริการจัดทำงานนำเสนอผลิตภัณฑ์ด้วยภาพเรนเดอร์เสมือนจริงและภาคเคลื่อนไหวแบบอินเตอร์แอคทีฟ บริการพัฒนาโปรแกรมเสริมเฉพาะด้าน
  - บริการผลิตชิ้นงานต้นแบบ (Prototype) และการผลิตแบบ Low Volume Production โดยใช้เครื่องพิมพ์ 3 มิติ เครื่อง Vacuum Casting และเครื่อง CNC

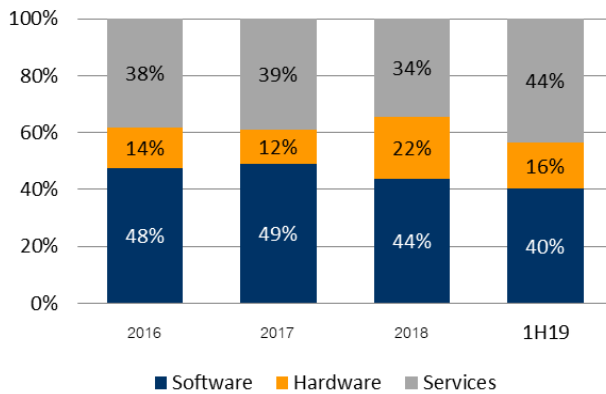
- บริการฝึกอบรมการใช้งานซอฟต์แวร์ที่เกี่ยวข้องกับการออกแบบด้านอุตสาหกรรม สถาปัตยกรรม และการก่อสร้างแบบครบวงจร ซึ่งให้บริการทั้งที่สาขาของ DETI และจัดหลักสูตรอบรมตามความต้องการของลูกค้านอกสถานที่

**โครงสร้างรายได้ส่วนใหญ่มาจากการขายซอฟต์แวร์ ส่วนธุรกิจบริการมีบทบาทมากขึ้นอย่างต่อเนื่อง**

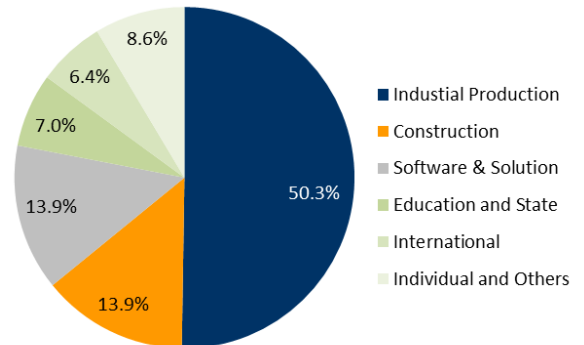
หากจำแนกสัดส่วนตามประเภทของรายได้ รายได้ส่วนใหญ่ของ APP มาจากการขายสินค้าซอฟต์แวร์โดยในช่วงปี 2016-1H19 มีสัดส่วนในช่วง 40-49% ของรายได้จากการขายและบริการ ขณะที่สัดส่วนรายได้จากการบริการมีบทบาทมากขึ้นอย่างต่อเนื่องโดยเพิ่มขึ้นจาก 38% ในปี 2016 ขึ้นมาสูงถึง 44% ใน 1H19 ซึ่งถือเป็นประเด็นบวกเนื่องจากเป็น Recurring Income ขณะที่สัดส่วนรายได้จากการขายฮาร์ดแวร์ค่อนข้างผันผวนขึ้นอยู่กับงานในแต่ละช่วงเวลาโดยมีสัดส่วนในรอบ 12-22% ของรายได้จากการขายและบริการ

ในช่วง 1H19 หากจำแนกตามประเภทของกลุ่มลูกค้าจะพบว่าสัดส่วนหลักกว่า 50% ของรายได้จากการขายมาจากลูกค้ากลุ่มอุตสาหกรรมการผลิตและกระจายตัวในหลาย ๆ อุตสาหกรรมซึ่งเป็นผู้ซื้อซอฟต์แวร์ในกลุ่ม MEC รองลงมาคือกลุ่มวัสดุก่อสร้างซึ่งถือเป็นลูกค้าหลักของซอฟต์แวร์ประเภท AEC และกลุ่มธุรกิจซอฟต์แวร์และโซลูชันที่เป็นคู่ค้าของบริษัทโดยซื้อสินค้าไปจำหน่ายต่อมีสัดส่วนเท่ากันที่ 13.9% ขณะที่กลุ่มสถาบันการศึกษาและหน่วยงานภาครัฐคิดเป็นสัดส่วนราว 7% โดยหากรวม 4 กลุ่มลูกค้าหลักดังกล่าวจะคิดเป็นสัดส่วนถึง 85% ของรายได้จากการขายของ APP

**Revenue Breakdown by Product**



**1H19 Revenue Breakdown by Customer**



Source: Company Data

**ผลการดำเนินงานในอดีตโดยรวมเติบโตในระดับที่ค่อนข้างดี**

ในช่วงปี 2016-2018 APP มีรายได้จากการขายและบริการเติบโตอย่างต่อเนื่องจาก 532 ลบ. ในปี 2016 เป็น 729 ลบ. ในปี 2018 หรือคิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ย 17.1% CAGR โดยสามารถอธิบายรายละเอียดในแต่ละธุรกิจดังนี้

- **ธุรกิจขายซอฟต์แวร์** มีการเติบโตแข็งแกร่งจาก 253 ลบ. ในปี 2016 ขึ้นเป็น 319 ลบ. ในปี 2018 คิดเป็นการเติบโตเฉลี่ย 12.3% CAGR สอดคล้องกับการเติบโตของภาคอุตสาหกรรมการผลิตและการก่อสร้างของไทยที่ขยายตัว
- **ธุรกิจขายฮาร์ดแวร์** ค่อนข้างมีความผันผวนในแง่รายได้ขึ้นอยู่กับงานในแต่ละช่วงเวลาเนื่องจากผลิตภัณฑ์ที่มีมูลค่าค่อนข้างสูง ทำให้กระบวนการตัดสินใจของลูกค้าใช้เวลานาน โดยรายได้ปรับตัวลงจาก 75 ลบ.

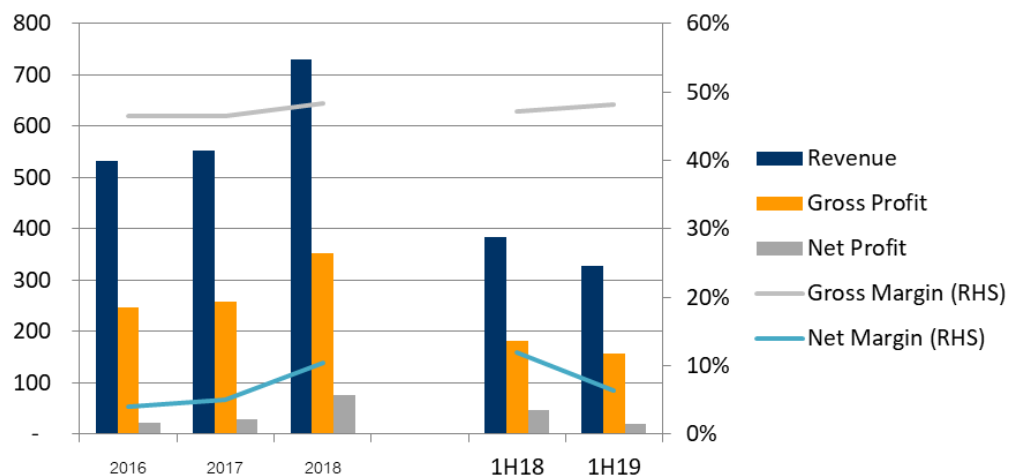
ในปี 2016 เหลือ 66 ลบ.ในปี 2017 ก่อนที่จะกลับมาเติบโตโดดเด่นเป็น 159 ลบ. ในปี 2018 เนื่องจากมีงานบางส่วนถูกเลื่อนรับรายได้จากปี 2017 มารับรู้ในปี 2018 แทน

- **ธุรกิจบริการ** มีการเติบโตที่ดีต่อเนื่องและเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับรายได้จากการขายซอฟต์แวร์โดยเพิ่มขึ้นจาก 203 ลบ.ในปี 2016 ขึ้นเป็น 251 ลบ.ในปี 2018 คิดเป็นการเติบโตเฉลี่ย 11.1% CAGR โดยเฉพาะในส่วนของบริการ Subscription Services ซึ่งบริษัทให้ความสำคัญอย่างมากทั้งการขายพร้อมกับซอฟต์แวร์สำหรับลูกค้าใหม่ รวมถึงดึงลูกค้าเก่าให้ใช้บริการมากขึ้น ขณะที่บริการอื่นๆ ทั้งการผลิตชิ้นงานต้นแบบ การผลิตแบบ Low Volume Production รวมถึงการฝึกอบรมมีการเติบโตในระดับที่ดีต่อเนื่อง

ในแง่ของ Gross Margin บริษัทมี Gross Margin ปรับตัวดีขึ้นต่อเนื่องจาก 46.4% ในปี 2016 เป็น 46.6% และ 48.3% ในปี 2017 และ 2018 ตามลำดับ ซึ่งได้แรงหนุนจากทั้งค่าเงินบาทที่มีแนวโน้มแข็งค่าขึ้นส่งผลให้ต้นทุนขายลดลงเนื่องจากบริษัทเป็นผู้นำเข้าสินค้าด้วยสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐฯ รวมถึงยังได้อานิสงส์จากสัดส่วนรายได้จากการบริการที่มากขึ้นซึ่งเป็นส่วนที่มี Margin สูง นอกจากนี้ยังได้ประโยชน์จาก Operating Leverage เนื่องจากต้นทุนบางส่วนเป็นต้นทุนคงที่ ทำให้ในด้านกำไรสุทธิมีการเติบโตอย่างแข็งแกร่งจาก 22 ลบ.ในปี 2016 ขึ้นเป็น 76 ลบ.ในปี 2018 คิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ย 86.6% CAGR

ล่าสุดช่วง 1H19 APP มีรายได้จากการขายและบริการ 327 ลบ. -14.9% Y-Y ถูกกระทบจากภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัวทั้งภาคอุตสาหกรรมการผลิตจากประเด็นสงครามการค้า รวมถึงภาคการก่อสร้างที่ได้รับผลกระทบจากมาตรการ LTV ซึ่งเป็นปัจจัยลบสำหรับธุรกิจขายซอฟต์แวร์ ขณะที่ธุรกิจขายฮาร์ดแวร์ไม่มีการขายในลักษณะโครงการขนาดใหญ่แก่กลุ่มลูกค้าภาครัฐและสถาบันการศึกษาเหมือนช่วง 1H18 มีเพียงธุรกิจบริการที่ยังเติบโตแข็งแกร่งต่อเนื่อง +26.3% Y-Y ซึ่งเป็น Recurring Income ที่สำคัญและประคองการเติบโตของบริษัท ส่วนในแง่ Gross Margin แม้จะขยายตัวได้จาก 47.1% ใน 1H18 เป็น 48.1% ใน 1H19 แต่ถูกกดดันจากค่าใช้จ่าย SG&A ที่ปรับตัวขึ้นและจากรายได้ที่หดตัวทำให้ถูกกระทบจาก Operating Leverage จากต้นทุนคงที่บางส่วนเช่นกัน ส่งผลให้กำไรสุทธิ 1H19 ลดลงเหลือ 21 ลบ. -55.4% Y-Y

**Revenue, Gross Profit, Net Profit, Gross Margin and Net Margin**



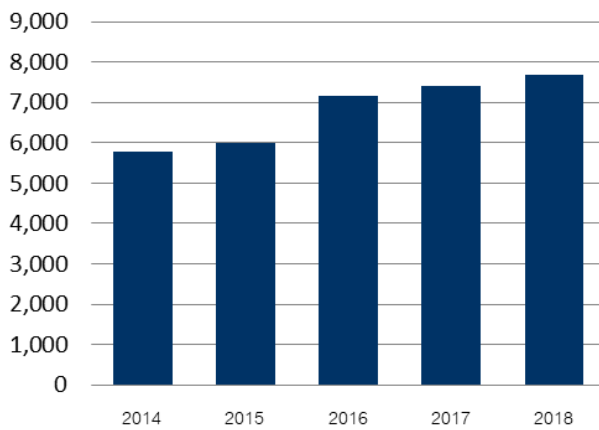
Source: Company Data

**ประเด็นการลงทุนและโอกาสการเติบโตในอนาคต**

**ภาพรวมอุตสาหกรรมการผลิตและการก่อสร้างยังเติบโตแม้ระยะสั้นจะชะลอตัว**  
ภาพรวมการเติบโตของเศรษฐกิจไทยแม้จะมีทิศทางชะลอตัวในปีนี้โดยสำนักงานสภาพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ (สศช.) คาดว่า GDP จะเติบโตในกรอบ 2.7-3.2% ซึ่งต่ำกว่าปี 2018 ที่โต 4.1% โดยมีสาเหตุจาก

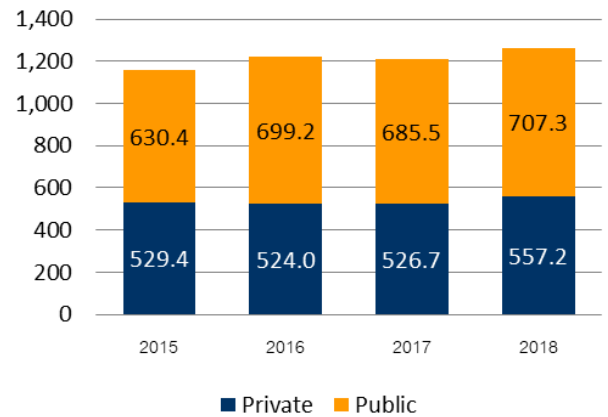
ทั้งปัจจัยภายในประเทศที่มีสัญญาณการฟื้นตัวที่รัฐบาลใหม่ค่อนข้างซ้ำภายในหลังการเลือกตั้งเมื่อต้นปี รวมถึงปัจจัยภายนอกซึ่งกดดันคือสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ-จีนซึ่งกระทบต่ออุตสาหกรรมการส่งออกของไทยค่อนข้างชัดเจนและเป็นลบกับธุรกิจของ APP โดยตรง อย่างไรก็ตามล่าสุดเริ่มมีพัฒนาการเชิงบวกทั้งประเด็นการเจรจาการค้าระหว่างสหรัฐฯ-จีนที่คืบหน้าและมีโอกาสที่จะลงนามข้อตกลงการค้าบางส่วนในเร็ว ๆ นี้ ทำให้ผลกระทบเชิงลบต่อภาคการส่งออกไทยคาดว่าจะเริ่มผ่อนคลายนลง ประกอบกับไทยเป็นประเทศที่พึ่งพิงการส่งออกเป็นหลัก โดยคิดเป็นสัดส่วนราว 70% ของ GDP ซึ่งภาครัฐให้ความสำคัญรวมถึงมีนโยบายผลักดันภาคอุตสาหกรรมทั้งในส่วนของอุตสาหกรรมหลักเดิม (First S-Curve) และโดยเฉพาะอย่างยิ่งอุตสาหกรรมอนาคต (New S-Curve) เราจึงคาดว่าจะเห็นจำนวนเม็ดเงินลงทุนของภาคอุตสาหกรรมที่ขยายตัวอย่างต่อเนื่องเช่นเดียวกับทิศทางในอดีตช่วงปี 2014-2018 ที่มีการเติบโตเฉลี่ย 7.3% CAGR นอกจากนี้ภายหลังจากที่รัฐบาลใหม่ เราคาดว่าจะเห็นการขับเคลื่อนนโยบายและเห็นโครงการลงทุนภาครัฐทยอยออกมาหนาแน่นมากขึ้นซึ่งจะช่วยหนุนให้ภาคเอกชนมีความเชื่อมั่นและลงทุนเพิ่มขึ้นตามเช่นกันซึ่งเป็นปัจจัยบวกสำหรับภาคการก่อสร้างให้กลับมาเติบโตอีกครั้ง

**Industrial Investment Value**



Source: Department of Industrial Works

**Domestic Construction Value**



Source: NESDB

**APP เป็นผู้จำหน่ายรายใหญ่ของประเทศและถือครองสินค้าชั้นนำของโลกและเป็นที่ยอมรับในกลุ่มผู้ใช้**

APP ถือเป็นหนึ่งในผู้ประกอบการในอุตสาหกรรมซอฟต์แวร์รายใหญ่ของประเทศไทย หากอ้างอิงข้อมูลจากสำนักงานส่งเสริมเศรษฐกิจดิจิทัลจะพบว่าอยู่ใน APP อยู่ในกลุ่ม Top 150 บริษัทแรกในแง่ขนาดรายได้ นอกจากนี้ APP ยังเป็นผู้จัดจำหน่ายซอฟต์แวร์สำหรับงานออกแบบสินค้าอุตสาหกรรมที่เป็นที่รู้จักและนิยมของกลุ่มผู้ใช้งานโดยเฉพาะซอฟต์แวร์ 3 มิติ คือ SolidWorks ซึ่งมีการใช้งานอย่างแพร่หลายในประเทศไทย นับว่าเป็นผลสำเร็จจากการที่บริษัทพยายามทำการตลาดอย่างต่อเนื่องในช่วงเวลา 20 ปีที่ผ่านมาทั้งในภาคอุตสาหกรรมการผลิตและภาคสถาบันการศึกษาเพื่อให้เป็นที่รู้จักอย่างกว้างขวางในกลุ่มวิศวกร สถาปนิก และนิสิตนักศึกษาและให้สามารถใช้เป็นเครื่องมือหลักในการทำงานในอนาคต ขณะที่กลุ่มซอฟต์แวร์ 2 มิติ คือ GstarCAD แม้จะเป็นรองเจ้าตลาดอย่าง AutoCAD แต่เป็นซอฟต์แวร์ทางเลือกที่มีความสามารถใกล้เคียงกันแต่มีราคาถูกกว่า นอกจากนี้ APP ยังมีการพัฒนาขีดความสามารถเพิ่มเติมของซอฟต์แวร์ ArchiCAD ในชื่อ ArchiCAD THAI BIM ซึ่งมีผลตอบรับค่อนข้างดีในกลุ่มผู้รับเหมาไทย

ส่วนด้านฮาร์ดแวร์ APP ยังเป็นตัวแทนจำหน่ายเครื่องพิมพ์ 3 มิติของ Stratasys และเครื่องสแกน 3 มิติของ GOM ซึ่งเป็นแบรนด์ชั้นนำระดับแนวหน้าของโลกในแต่ละกลุ่มสินค้า ซึ่งเป็นจุดแข็งสำคัญและสามารถรองรับการเติบโตกับการเปลี่ยนแปลงของอุตสาหกรรมการผลิตในปัจจุบันที่ต้องมีการลงทุนปรับปรุงพัฒนาด้านเทคโนโลยีเพื่อให้กระบวนการผลิตมีประสิทธิภาพและประสิทธิผลสูงสุด

**Thailand's Software Industry Information**



ระดับรายได้	จำนวนบริษัท	สัดส่วนรายได้ปี 2017
500 ล้านบาท ขึ้นไป	54	65.84%
< 100-500 ล้านบาท	99	16.63%
< 50-100 ล้านบาท	130	7.23%
< 10-50 ล้านบาท	441	7.91%
> 10 ล้านบาท	1,650	2.40%
<b>รวม</b>	<b>2,374</b>	<b>100.00%</b>

Source: Digital Economy Promotion Agency

**Competiton Landscape**



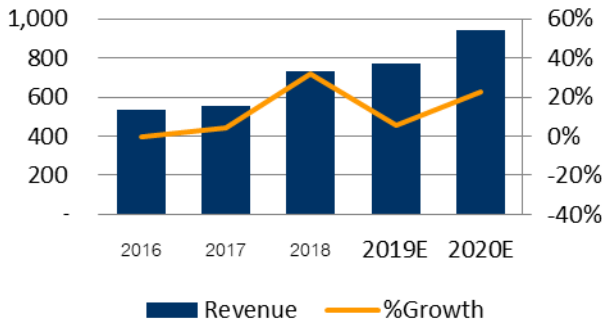
Source: APP

**คาดการณ์ชะลอตัวชั่วคราวในปี 2019 ก่อนกลับมาเติบโตแข็งแกร่งในปี 2020**

แนวโน้มผลการดำเนินงานปี 2019 ของ APP ได้รับแรงกดดันจากเศรษฐกิจไทยที่ชะลอตัวโดยเฉพาะอย่างยิ่งภาคการส่งออกจากประเด็นสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ-จีน รวมถึงมาตรการ LTV ที่กระทบต่อภาคอสังหาริมทรัพย์และการก่อสร้าง ซึ่งส่งผลกระทบต่อรายได้ของธุรกิจขายซอฟต์แวร์และฮาร์ดแวร์ แม้ธุรกิจบริการจะยังเติบโตได้ดีและคาดว่าจะช่วยหนุนให้รายได้รวมเติบโตได้เล็กน้อยที่ 770 ลบ. +5.6% Y-Y แต่คาดถูกกดดันจากต้นทุนซอฟต์แวร์บางรายการที่ปรับตัวขึ้นและการขายฮาร์ดแวร์ที่มีอัตรากำไรลดลงเนื่องจากส่วนใหญ่ขายให้ลูกค้าที่เป็นพันธมิตร ส่งผลให้ Gross Margin คาดว่าจะชะลอตัวลงเหลือ 45.9% ในปีนี้จาก 48.3% ในปี 2018 ขณะที่ค่าใช้จ่าย SG&A ปรับตัวเพิ่มขึ้นและมีผลกระทบจากการตั้งสำรองผลประโยชน์พนักงานราว 4 ลบ. ส่งผลให้กำไรสุทธิปี 2019 คาดว่าจะอยู่ที่ 57 ลบ. -24.7% Y-Y (ส่วนกำไรปกติอยู่ที่ 61 ลบ. -19.4% Y-Y) อย่างไรก็ตามตลาดอินโดนีเซียเริ่มมีพัฒนาการที่ดีขึ้นโดยคาดว่าจะเริ่มพลิกมามีกำไรเป็นครั้งแรกตั้งแต่ก่อตั้งในปี 2013 หลังจากมีการปรับโครงสร้างและรูปแบบการทำงานภายในซึ่งมีประสิทธิภาพมากขึ้นและส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน

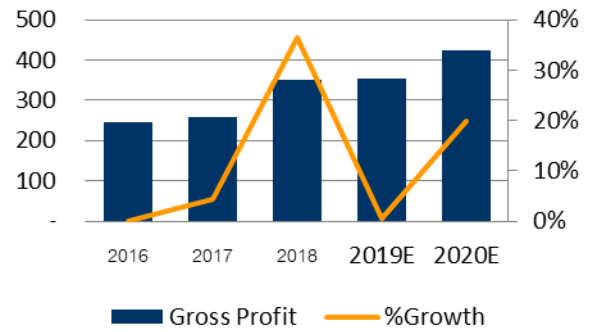
เราคาดว่าผลการดำเนินงานของ APP จะกลับมาเติบโตอย่างแข็งแกร่งอีกครั้งในปี 2020 จากความคาดหวังเชิงบวกว่าเศรษฐกิจไทยจะกลับมาเติบโตในระดับที่ดีขึ้น และผลกระทบจากสงครามการค้าต่อภาคอุตสาหกรรมผลิต รวมถึงผลกระทบของมาตรการ LTV ต่อภาคก่อสร้างและอสังหาริมทรัพย์ที่จะทยอยผ่อนคลายลง ทำให้รายได้จากการขายซอฟต์แวร์และบริการคาดว่าจะกลับมาเติบโตในระดับที่แข็งแกร่งอีกครั้ง +15% Y-Y ขณะที่รายได้จากการขายฮาร์ดแวร์คาดว่าจะเติบโตอย่างก้าวกระโดด +50% Y-Y โดยมีโอกาสได้รับงานจากภาครัฐและสถาบันการศึกษามากขึ้นภายหลังจากที่ภาครัฐบาลใหม่เข้ามาขับเคลื่อน นอกจากนี้ตลาดอินโดนีเซียคาดว่าจะเห็นพัฒนาการที่ดีอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้รายได้รวมในปี 2020 คาดว่าจะเติบโตอยู่ที่ 943 ลบ. +22.6% Y-Y ขณะที่ Gross Margin แม้คาดว่าจะอ่อนตัวลงเหลือ 44.9% จากสัดส่วนรายได้จากการขายฮาร์ดแวร์ที่สูงขึ้น แต่จะได้ประโยชน์จาก Operating Leverage ในส่วนค่าใช้จ่าย SG&A บางส่วนที่เป็นต้นทุนคงที่ เราจึงคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2020 จะกลับมาเติบโตแข็งแกร่งที่ 71 ลบ. +24.7% Y-Y (กำไรปกติ +16.5% Y-Y)

**APP: Revenues**



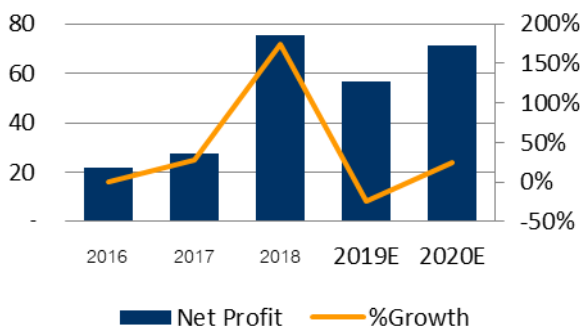
Source: Company Data, FSS estimates

**APP: Gross Profit**



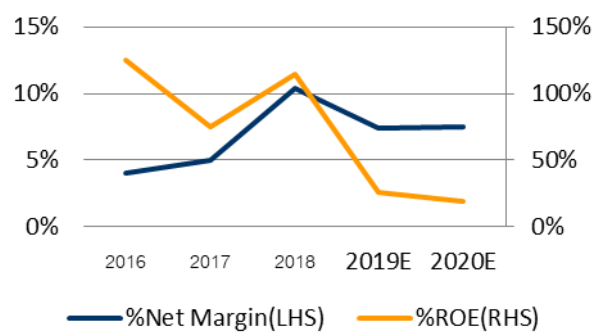
Source: Company Data, FSS estimates

**APP: Net Profit**



Source: Company Data, FSS estimates

**APP: ROE and Net Margin**



Source: Company Data, FSS estimates

**ประเมินมูลค่าเหมาะสม**

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมของ APP โดยใช้วิธี PE Ratio โดยอ้างอิงระดับ PEG ที่ราว 1 เท่า โดยเราคาดการณ์เติบโตของกำไรปกติในช่วงปี 2020-2022 อยู่ในกรอบ 14.6-16.5% ต่อปี จึงได้ระดับ **Target PER ที่ 16 เท่า** ดังนั้นจึงคำนวณราคาเหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐานได้ที่ **4.04 บาท**

**Solidwizard Technology Historical PER**



Source: Bloomberg



เราได้ค้นหาระบบที่มีธุรกิจใกล้เคียงกับ APP ในตลาดต่างประเทศพบว่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ไต้หวัน (TAIEX) คือ Solidwizard Technology Co Ltd ซึ่งเป็นตัวแทนจำหน่ายซอฟต์แวร์ SolidWorks เช่นกัน เมื่อพิจารณาจากข้อมูล PER ย้อนตั้งแต่ปี 2014 หลังพบว่ามีความใกล้เคียงอยู่ที่ราว 15 เท่าซึ่งใกล้เคียงกับระดับที่ใช้ประเมินมูลค่าพื้นฐานของ APP เราจึงมองว่า Target PER ดังกล่าวมีความสมเหตุสมผล

### โครงสร้างการถือหุ้น การเพิ่มทุน และนโยบายการจ่ายเงินปันผล

APP มีทุนจดทะเบียน 140 ล้านบาท เรียกชำระแล้ว 100 ล้านบาท แบ่งออกเป็นหุ้นสามัญจำนวน 200 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 0.50 บาท โดยภายหลังจากการเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนจำนวน 80 ล้านหุ้นแก่กรรมการ ผู้บริหาร พนักงานของบริษัทและประชาชนครั้งนี้ บริษัทฯจะมีทุนจดทะเบียนเรียกชำระแล้วเต็มมูลค่าเท่ากับ 140 ล้านบาท แบ่งเป็นหุ้นสามัญ 280 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 0.50 บาท

- วัตถุประสงค์การเพิ่มทุนครั้งนี้
- 1) ลงทุนเครื่องจักรและอุปกรณ์สำหรับใช้สาธิตการใช้งานให้แก่ลูกค้า
  - 2) ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในการดำเนินงาน

### โครงสร้างผู้ถือหุ้น

รายชื่อผู้ถือหุ้น APP	ก่อน IPO	หลัง IPO
นายประภาส ตั้งอุดมรัตน์	80.00%	57.14%
นายประพฤทธิ์ ตั้งอุดมรัตน์	5.00%	3.57%
นายชัชฌพงษ์ ตั้งอุดมรัตน์	5.00%	3.57%
นายประสิทธิ์ ตั้งอุดมรัตน์	5.00%	3.57%
นางสาวศิริวรรณ ตั้งอุดมรัตน์	5.00%	3.57%
นางนพพร ตั้งอุดมรัตน์	0.001%	0.001%
นางสาวอริศรา ศักรินพานิชกุล	0.001%	0.001%
กรรมการ ผู้บริหาร และพนักงานของบริษัทฯ และบริษัทย่อย	-	2.86%
ประชาชนทั่วไป	-	25.71%
จำนวนหุ้นรวม (ล้านหุ้น)	200	280

Source: Company Data

### นโยบายการจ่ายเงินปันผล

บริษัทฯ มีนโยบายการจ่ายเงินปันผลไม่น้อยกว่า 40% ของกำไรสุทธิตามงบการเงินเฉพาะกิจการของบริษัทฯ ภายหลังจากหักภาษีเงินได้นิติบุคคลและเงินสำรองต่างๆทุกประเภทตามที่กฎหมายกำหนด อย่างไรก็ตามอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ขึ้นอยู่กับความจำเป็นและความเหมาะสมอื่น ๆตามที่คณะกรรมการเห็นสมควร ทั้งนี้การจ่ายเงินปันผลประจำปีต้องได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นเว้นแต่การจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลซึ่งคณะกรรมการของบริษัทฯอาจอนุมัติให้จ่ายเงินปันผลได้เป็นครั้งคราว เมื่อเห็นว่าบริษัทมีกำไรพอจะทำเช่นนั้นได้ โดยจะต้องรายงานให้ที่ประชุมผู้ถือหุ้นทราบในการประชุมคราวถัดไป

### ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

#### ความเสี่ยงจากการแข่งขัน

อุตสาหกรรมจัดจำหน่ายซอฟต์แวร์และผลิตภัณฑ์ด้านการออกแบบมีการแข่งขันสูง แต่เนื่องจากสินค้าที่ APP จัดจำหน่ายเป็นสินค้าชั้นนำของโลกที่มีประสิทธิภาพสูง มีการพัฒนาอยู่ตลอดเวลา มีชื่อเสียงเป็นที่รู้จักและได้รับการยอมรับจากผู้ใช้งานอย่างแพร่หลาย ทำให้มีฐานลูกค้าในวงกว้าง ทั้งที่เป็นสถาบัน วิศวกร ผู้รับเหมา นักศึกษา และสถาบันต่างๆ และบริษัทยังให้ความสำคัญอย่างมากกับการบริการหลังการขายเพื่อให้ลูกค้าเกิดความไว้วางใจ

### ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วของเทคโนโลยี

บริษัทอยู่ในอุตสาหกรรมที่มีการเปลี่ยนแปลงเทคโนโลยีอย่างรวดเร็วและตลอดเวลา ซึ่งบริษัทตระหนักดีและติดตามพัฒนาการของเทคโนโลยีอยู่เสมอ และสรรหาสินค้าที่ทันสมัยจากเจ้าของผลิตภัณฑ์ชั้นนำของโลก ขณะที่เจ้าของผลิตภัณฑ์ที่เป็นพันธมิตรของบริษัทล้วนเป็นผู้นำในตลาด มีการวิจัยและพัฒนาผลิตภัณฑ์อยู่ตลอดเวลา และมีการถ่ายทอดองค์ความรู้ แนวนโยบายหรือการเปลี่ยนแปลงในเทคโนโลยีต่างๆ ให้แก่บริษัทสม่ำเสมอ

### ความเสี่ยงจากการพึ่งพาผลิตภัณฑ์ SolidWorks

ซอฟต์แวร์ SolidWorks ซึ่งพัฒนาโดย DSSW เป็นหนึ่งในผลิตภัณฑ์หลักที่บริษัทจัดจำหน่าย หาก DSSW มีการเปลี่ยนแปลงนโยบายทางธุรกิจ หรือบอกเลิกสัญญาการเป็นตัวแทนจำหน่ายหรือไม่ต่อสัญญากับบริษัท อาจส่งผลกระทบต่อผลประกอบการของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ ทั้งนี้ APP มีความสัมพันธ์ที่ดีกับ DSSW มายาวนานตลอดระยะเวลากว่า 20 ปีที่บริษัทได้รับสิทธิเป็นตัวแทนจำหน่าย บริษัทสามารถสร้างฐานลูกค้าผู้ใช้ SolidWorks ได้อย่างแข็งแกร่ง จนทำให้ซอฟต์แวร์ SolidWorks เป็นซอฟต์แวร์ออกแบบอุตสาหกรรมที่ได้รับความนิยมเป็นอันดับต้นๆ ของประเทศไทย ผู้บริหารมั่นใจว่าจะได้รับการสนับสนุนจาก DSSW อย่างต่อเนื่อง ขณะเดียวกัน APP ได้เพิ่มสินค้าใหม่ๆ เพื่อลดการพึ่งพิงรายได้จากการเป็นตัวแทนจำหน่ายผลิตภัณฑ์ SolidWorks

### ความเสี่ยงจากสินค้าละเมิดลิขสิทธิ์

การละเมิดลิขสิทธิ์เป็นปัญหาที่ส่งผลกระทบต่อธุรกิจซอฟต์แวร์ทั่วโลก อย่างไรก็ตามซอฟต์แวร์ที่บริษัทเป็นตัวแทนจำหน่าย มีระบบป้องกันการทำซ้ำ ดัดแปลง หรือลักลอบนำซอฟต์แวร์ไปใช้โดยไม่ได้รับอนุญาต ประกอบกับเจ้าของผลิตภัณฑ์หลักที่บริษัทเป็นตัวแทนจำหน่ายได้เข้าร่วมเป็นสมาชิกของกลุ่มพันธมิตรซอฟต์แวร์ (BSA :The Software Alliance) ที่เป็นองค์กรระดับสากลที่มุ่งเน้นในการสนับสนุนให้เกิดการบังคับใช้กฎหมายเพื่อการคุ้มครองสิทธิในทรัพย์สินทางปัญญา รวมถึงการตรวจจับผู้ลักลอบใช้ซอฟต์แวร์ละเมิดลิขสิทธิ์ ผู้บริหารจึงมั่นใจว่าผลกระทบจากความเสียดังกล่าวจะไม่มากนัก

**Income Statement (Consolidated)**

(Bt mn)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Revenue	553	729	770	943	1,069
Cost of sales	296	377	416	520	588
Gross profit	258	352	353	423	481
SG&A	230	266	292	345	389
Operating profit	28	85	61	78	92
Other income	10	10	10	10	10
EBIT	38	95	71	88	102
EBITDA	48	106	81	100	115
Interest charge	1	0	0	0	0
Tax on income	9	20	14	18	20
Earnings after tax	28	75	57	71	82
Minority interest	0	0	0	0	0
Normalized earnings	28	76	61	71	82
Extraordinary items	0	0	-4	0	0
Net profit	28	76	57	71	82

**Cash Flow Statement (Consolidated)**

(Bt mn)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Net profit	28	76	57	71	82
Deprec. & amortization	10	10	11	12	13
Change in working capital	7	54	-10	13	15
Other adjustments	4	5	6	7	8
Cash flow from operations	50	145	64	103	118
Capital expenditure	-8	-34	-20	-20	-20
Others	0	-1	0	0	0
Cash flow from investing	-8	-35	-20	-20	-20
Free cash flow	42	112	44	83	98
Net borrowings	-6	-17	0	-1	0
Equity capital raised	27	47	249	0	0
Dividends paid	-47	-67	-25	-28	-35
Others	-4	-1	-1	0	0
Cash flow from financing	-30	-39	224	-29	-36
Net change in cash	12	72	268	53	62

**Balance Sheet (Consolidated)**

(Bt mn)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Cash	49	115	377	423	477
Accounts receivable	84	85	89	109	124
Inventory	94	89	103	128	146
Other current assets	22	2	2	3	3
Total current assets	248	291	571	663	750
Investments	52	76	85	93	100
Plant, property & equipment	10	13	13	16	18
Other assets	311	379	669	772	869
Total assets	14	0	0	0	0
Short-term loans	94	94	90	119	135
Accounts payable	3	1	1	0	0
Current maturities	2	6	6	9	10
Other current liabilities	113	101	97	128	144
Total current liabilities	1	0	0	0	0
Long-term debt	17	20	20	27	30
Other non-current liab.	18	20	20	27	30
Total non-current liab.	131	121	117	154	175
Total liabilities	36	83	140	140	140
Registered capital	36	83	140	140	140
Paid up capital	1	1	193	193	193
Share premium	2	6	6	6	6
Legal reserve	-2	3	35	77	124
Retained earnings	1	0	0	-1	-1
Minority Interests	39	93	373	416	462
Shareholders' equity	49	115	377	423	477

**Important Ratios (Consolidated)**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>Growth (%)</b>					
Revenue	4.0	31.7	5.6	22.6	13.4
EBITDA	23.0	119.0	-23.0	23.1	14.9
Net profit	27.2	173.7	-24.7	24.7	15.6
Normalized earnings	27.2	173.7	-19.4	16.5	15.6
<b>Profitability (%)</b>					
Gross profit margin	46.6	48.3	45.9	44.9	45.0
EBITDA margin	8.7	14.5	10.6	10.6	10.8
EBIT margin	6.8	13.1	9.2	9.4	9.5
Normalized profit margin	5.0	10.4	7.9	7.5	7.7
Net profit margin	5.0	10.4	7.4	7.5	7.7
Normalized ROA	9.5	21.9	11.6	9.8	10.0
Normalized ROE	74.9	114.7	26.1	18.0	18.7
Normalized ROCE	19.1	34.3	12.4	13.7	14.1
<b>Risk (x)</b>					
D/E	3.4	1.3	0.3	0.4	0.4
Net D/E	2.1	0.1	-0.7	-0.6	-0.7
Net debt/EBITDA	1.7	0.1	-3.2	-2.7	-2.6
<b>Per share data (Bt)</b>					
Reported EPS	0.38	0.46	0.20	0.25	0.29
Normalized EPS	0.38	0.46	0.22	0.25	0.29
EBITDA	0.67	0.64	0.29	0.36	0.41
Book value	0.52	0.56	1.33	1.49	1.65
Dividend	0.93	0.15	0.10	0.13	0.15
Par	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
<b>Valuations (x)</b>					
P/E	na	na	na	na	na
Norm P/E	na	na	na	na	na
P/BV	na	na	na	na	na
EV/EBITDA	na	na	na	na	na
Dividend yield (%)	na	na	na	na	na

Source: Company data, FSS research

**บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)**

<p><b>สำนักงานใหญ่</b> 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 G,ก.ล.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา อัลมาลิ่งค์</b> 25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา อัมรินทร์ ทาวเวอร์</b> 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1</b> 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล พลาซ่า ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา บางกระบือ</b> 3105 อาคารเอ็มมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกระบือ จ.กรุงเทพมหานคร</p>
<p><b>สาขา บางนา</b> 589 หมู่ 12 อาคารชุดทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 589/105 (เดิม 1093/105) ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา สินธร 1</b> 130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา เคียนหวน (สินธร 2)</b> 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา ลาดพร้าว</b> 555 อาคารสา ทาวเวอร์ 2 ยูนิต 1106 ชั้น 11 ถ.พหลโยธิน แขวงจตุจักร เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา ประชาชื่น</b> 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร</p>
<p><b>สาขา รัชสิด</b> 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี</p>	<p><b>สาขา อิมพลาริซึม</b> 990 อาคารอิมพลาริซึมเพลส ชั้น 12 ห้อง 1210 ถ.พระราม 4 แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา รัตนาธิเบศร์</b> 576 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอบ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี</p>	<p><b>สาขา แจ้งวัฒนะ</b> 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ ห้อง 2203, ชั้น 22 หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี</p>	
<p><b>สาขา ขอนแก่น 1</b> 311/16 ชั้น 2 ถ.กลางเมือง ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น</p>	<p><b>สาขา ขอนแก่น 3</b> 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่ง) ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น</p>	<p><b>สาขา อุดรธานี</b> 197/29, 213/3 ถ.อุดรชัย ต. หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี</p>	<p><b>สาขา เชียงใหม่ 1</b> 308 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่</p>	<p><b>สาขา เชียงใหม่ 2</b> 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่</p>
<p><b>สาขา เชียงใหม่ 3</b> อาคารมะลิเพลส 32/4 หมู่ที่ 2 ชั้น 1 ห้อง B1-1, B1-2 ต.แม่เหียะ อ.เมืองเชียงใหม่ เชียงใหม่</p>	<p><b>สาขา เชียงราย</b> 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย</p>	<p><b>สาขา แม่สาย</b> 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย</p>	<p><b>สาขา นครราชสีมา</b> 198/1 ครอบคลุมอราย ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา</p>	<p><b>สาขา สมุทรสาคร</b> 813/30 ถ.นรสิงห์ ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร</p>
<p><b>สาขา อนุภูมิเขต</b> 22/18 ถ.หลวงพ่อดิลฉ่อง ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต</p>	<p><b>สาขา หาดใหญ่</b> 106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา</p>	<p><b>สาขา ตรัง</b> 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง</p>	<p><b>สาขา สุราษฎร์ธานี</b> 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี</p>	<p><b>สาขา ปัตตานี</b> 300/69-70 หมู่ 4 ต.รุสะมิแล อ.เมือง จ.ปัตตานี</p>

**คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน**

BUY	"ซื้อ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน <b>ต่ำกว่า</b> มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 10%
HOLD	"ถือ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน <b>ต่ำกว่า</b> มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 0% - 10%
SELL	"ขาย" เนื่องจากราคาปัจจุบัน <b>สูงกว่า</b> มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
TRADING BUY	"ซื้อเก็งกำไรระยะสั้น" เนื่องจากมีประเด็นที่มีผลบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้น แม้ว่าราคาปัจจุบันจะสูงกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
OVERWEIGHT	"ลงทุนมากกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ <b>สูงกว่า ตลาด</b>
NEUTRAL	"ลงทุนเท่ากับตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ <b>เท่ากับ ตลาด</b>
UNDERWEIGHT	"ลงทุนน้อยกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ <b>ต่ำกว่า ตลาด</b>

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

**DISCLAIMER:** รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เราเชื่อหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ AAV, ADVANC, AEONTS, AMATA, ANAN, AOT, AP, BANPU, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BGRIM, BH, BJC, BLAND, BPP, BTS, CBG, CENTEL, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DTAC, EA, EGCO, EPG, ERW, ESSO, GFPT, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMT, KBANK, KCE, KKP, KTB, KTC, LH, MAJOR, MBK, MEGA, MINT, MTC, ORI, OSP, PLANB, PRM, PSH, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, RS, SAWAD, SCB, SCC, SGP, SIRI, SPALI, SPRC, STA, STEC, SUPER, TASCOS, TCAP, THAI, THANI, TISCO, TKN, TMB, TOA, TOP, TPIPP, TRUE, TTW, TU, TVO, WHA และ SET50 Future โดยบริษัทฯ อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

**Thai Institute of Directors Association (IOD) - Corporate Governance Report Rating 2018**

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
100-90		ดีเลิศ
80-89		ดีมาก
70-79		ดี
60-69		ดีพอใช้
50-59		ผ่าน
<50	no logo given	n/a

สัญลักษณ์ **N/R** หมายถึง “ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR”

**IOD (IOD Disclaimer)**

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลให้ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

**โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)**

- ข้อมูล CG Score ประจำปี 2561 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 31 สิงหาคม 2561) มี 2 กลุ่ม คือ
  - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC (Declared)
  - ได้รับการรับรอง CAC (Certified)