

# Synergetic Auto Performance (ASAP.BK/ASAP TB)

## Outperform·Initiate

IPO price (Bt)	3.03
12M target price (Bt/shr)	3.60
Unchanged / Revised up (down) (%)	N.A.
Upside/downside (%)	18.8

### Key messages

เราเริ่มต้นคำแนะนำ ชื่อ ASAP ด้วยราคาพื้นฐาน 3.60 บาท อ้างอิง PER ที่ 16.8 เท่า บริษัทดำเนินธุรกิจรถยนต์ให้เช่า โดย ณ สิ้นปี 2559 บริษัทมีรถให้บริการราว 7,500 คัน ซึ่งให้บริการทั้งแบบระยะยาวและแบบรายวัน ขณะที่สัดส่วนรายได้ในปี 2559 จำนวน 78.8% มาจากการให้เช่ารถยนต์และ 21.2% มาจากการขายรถครบกำหนดสัญญาเช่า ทั้งนี้ เรามีคาดการณ์การเติบโตกำไรสุทธิต่อหุ้น ASAP ในปี 2560-62F ที่ 51.7% CAGR โดยมีปัจจัยหลักมาจาก i) การเพิ่มขึ้นของรายได้ที่ราว 23.1% CAGR ตามจำนวนรถยนต์ให้บริการ, ii) อัตรากำไรจากการดำเนินงานที่ขยายตัวสู่ระดับ 18.8-18.9% ในปี 2560-62F จากเดิม 17.2% ในปี 2559 ตามการประหยัดต่อขนาด และราคาขายรถยนต์หมดอายุสัญญาที่สูงขึ้นจากการจำหน่ายปลีกผ่านช่องทางของตนเอง และ iii) การประหยัดภาษีจากนโยบายการลงทุนสินทรัพย์ถาวรของภาครัฐ

### Trading data

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

Pathompol Laowirayasak  
66.2658.8888 Ext. 8855  
Pathompoll@kgi.co.th

## ผู้เชี่ยวชาญการให้บริการเช่ารถยนต์มาตรฐานสากล

### Event

เราเริ่มต้นคำแนะนำ ชื่อ ASAP ด้วยราคาพื้นฐาน 3.60 บาท ทั้งนี้ บริษัท ซินเนอร์เจติก ออโต้ เพอร์ฟอร์แมนซ์ จำกัด (มหาชน) (ASAP) ได้เสนอขายหุ้นใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก (IPO) จำนวน 210 ล้านหุ้น ซึ่งคิดเป็นสัดส่วน 31.82% ของทุนจดทะเบียนชำระแล้วหลัง IPO จำนวน 660 ล้านหุ้น

### Impact

#### ผู้เชี่ยวชาญการให้บริการเช่ารถยนต์มาตรฐานสากล

บริษัท ซินเนอร์เจติก ออโต้ เพอร์ฟอร์แมนซ์ จำกัด (มหาชน) (ASAP) ก่อตั้งขึ้นเมื่อวันที่ 10 เมษายน 2549 ด้วยทุนจดทะเบียนเริ่มต้น 5 ลบ. โดยคุณทรงวิทย์ จูติปัญญา และกลุ่มสมรส คือ คุณปริญญา วงศ์วิทวัส เพื่อดำเนินธุรกิจรถยนต์ให้เช่า โดย ณ สิ้นปี 2559 บริษัทมีรถให้บริการราว 7,500 คัน ซึ่งให้บริการทั้งแบบระยะยาวและแบบรายวัน ทั้งนี้ สัดส่วนรายได้ปี 2559 จำนวน 78.8% มาจากการให้เช่ารถยนต์และ 21.2% มาจากการขายรถครบกำหนดสัญญาเช่า โดยรายได้จากการให้เช่ารถยนต์ราว 79% มาจากกลุ่มลูกค้าเอกชน, 19% มาจากกลุ่มลูกค้าภาครัฐ และ 2% มาจากกลุ่มลูกค้ารายบุคคล

#### อุตสาหกรรมให้เช่ารถยนต์ทั้งระยะยาวและรายวันมีแนวโน้มการเติบโตสดใส

ธุรกิจรถยนต์ให้เช่าระยะยาวของบริษัท มีโอกาสเติบโตจากกระแสการ Outsource ขณะเดียวกันพฤติกรรมการอุปโภคบริโภคของบริษัทยุติและองค์กรต่างๆ ได้เริ่มปรับเปลี่ยนจากการซื้อรถยนต์เป็นของตัวเอง (Outright purchase) ไปสู่การเช่ารถยนต์มากขึ้น ในด้านธุรกิจรถยนต์ให้เช่ารายวัน มีแนวโน้มเติบโตไป ตามอุตสาหกรรมการท่องเที่ยว เนื่องจากลูกค้าหลักในกลุ่มนี้คือนักท่องเที่ยว ทั้งชาวไทยและชาวต่างชาติ

#### ธุรกิจการขายรถยนต์หมดอายุสัญญาผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว

ธุรกิจการขายรถยนต์หมดอายุสัญญาก่อนหน้านี้ถูกกดดันจากสภาวะราคารถยนต์มือสองตกต่ำ ทั้งนี้ เราเชื่อว่าราคารถยนต์มือสองผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วภายหลังจากที่ปริมาณยอดขายรถยนต์ในปัจจุบันกลับสู่ระดับปกติก่อนการออกมาตรการรถคันแรกแล้ว นอกจากนี้บริษัทยังมีแผนในการขายรถยนต์มือสองผ่านช่องทางกรจำหน่ายของตนเอง จากก่อนหน้านี้ที่พึ่งพึ่งถ่วงประมูลรถยนต์ซึ่งมีอัตรากำไรต่ำ

#### เรามีคาดการณ์การเติบโตกำไรสุทธิต่อหุ้น ASAP ในปี 2560-62F ที่ 51.7% CAGR

โดยมีปัจจัยหลักมาจาก i) การเพิ่มขึ้นของรายได้ที่ราว 23.1% CAGR ตามจำนวนรถยนต์ให้บริการ, ii) อัตรากำไรจากการดำเนินงาน (Operating margin) ที่ขยายตัวสู่ระดับ 18.8-18.9% ในปี 2560-62F จากเดิม 17.2% ในปี 2559 ตามการประหยัดต่อขนาด และราคาขายรถยนต์หมดอายุสัญญาที่สูงขึ้นจากการจำหน่ายปลีกผ่านช่องทางของตนเอง และ iii) การประหยัดภาษีจากนโยบายการลงทุนสินทรัพย์ถาวรของภาครัฐ

### Valuation and action

เราประเมินราคาเหมาะสมของหุ้น ASAP สำหรับปี 2017 ที่ 3.60 บาท อ้างอิง PER ที่ 16.8 เท่า ซึ่งคิดเป็น 0.5 เท่า PEG จากคาดการณ์การเติบโตกำไรสุทธิต่อหุ้นในปี 2560-62F ที่ 33.5% CAGR

### Risks

ความเสี่ยงจาก i) การไม่สามารถขายรถยนต์ที่หมดอายุสัญญา หรือขายได้ช้า หรือขายได้ต่ำกว่ามูลค่าซากที่คาดการณ์ไว้ และ ii) การมีภาระผูกพันต้องชำระเงินตามสัญญาเช่าการเงินเป็นประจำทุกเดือน

### Key financials and valuations

	Dec-15A	Dec-16A	Dec-17F	Dec-18F	Dec-19F
Revenue (Bt mn)	1,069	1,437	1,936	2,304	2,684
Gross profit (Bt mn)	211	311	421	527	614
EBIT (Bt mn)	181	247	342	435	504
Net profit (Bt mn)	56	70	142	193	244
EPS (Bt)	0.48	0.16	0.21	0.29	0.37
DPS (Bt)	0.00	0.00	0.11	0.15	0.18
EPS growth (%)	39.3	(67.8)	38.5	36.2	26.2
P/E (x)	6.3	19.5	14.1	10.3	8.2
P/B (x)	0.6	2.1	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA (x)	5.2	8.3	7.4	6.8	6.8
Net Debt to Equity (x)	4.7	8.1	5.8	6.5	0.0
Dividend Yield (%)	0.0	0.0	3.5	4.8	6.1
Return on Avg. Equity (%)	9.4	10.5	12.8	16.1	18.4

Source: Company data, KGI Research estimates

**Company profile**

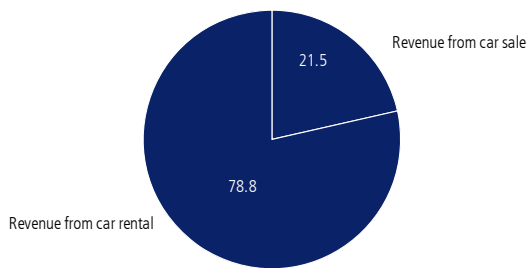
**ผู้เชี่ยวชาญการให้บริการเช่ารถยนต์มาตรฐานสากล**

บริษัท ซินเนอร์เจติก ออโต้ เพอร์ฟอร์แมนซ์ จำกัด (มหาชน) (ASAP) ก่อตั้งขึ้นเมื่อวันที่ 10 เมษายน 2549 ด้วยทุนจดทะเบียนเริ่มต้น 5 ลบ. โดยคุณทรงวิทย์ ฐิติปัญญา และคู่สมรส คือ คุณปริญดา วงศ์วิทวัส เพื่อดำเนินธุรกิจรถยนต์ให้เช่า โดย ณ สิ้นปี 2559 เราประเมินว่าบริษัทมีรถให้บริการรวมราว 8,400 คัน ซึ่งให้บริการทั้งแบบระยะยาวและแบบรายวัน ทั้งนี้ สัดส่วนรายได้ในช่วง 9M59 จำนวน 78.8% มาจากการให้เช่ารถยนต์และ 21.2% มาจากการขายรถครบกำหนดสัญญาเช่า โดยรายได้จากการให้เช่ารถยนต์ราว 79% มาจากกลุ่มลูกค้าเอกชน, 19% มาจากกลุ่มลูกค้าภาครัฐ และ 2% มาจากกลุ่มลูกค้ารายบุคคล

นอกจากนี้ ผู้ก่อตั้งทั้งสองท่านมีประสบการณ์และความเชี่ยวชาญในธุรกิจรถยนต์มาอย่างยาวนาน โดยปัจจุบันยังคงประกอบธุรกิจศูนย์จำหน่ายรถยนต์และศูนย์บริการ ทั้งยี่ห้อ Toyota และ Nissan ภายใต้ชื่อ โตโยต้า แอท ยูไนเต็ด และ สยามนิสสัน พิทูเอ็ม

**Figure 1: สัดส่วนรายได้รายธุรกิจในปี 2559**

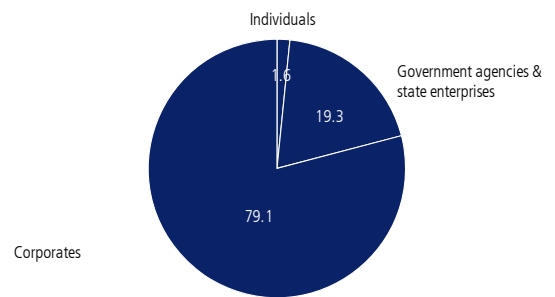
2016 Revenue contribution, percent



Source: Company data, KGI Research

**Figure 2: สัดส่วนรายได้ให้เช่ารถยนต์ 9M59 ตามประเภทลูกค้า**

2016 Contribution, percent



Company data, KGI Research

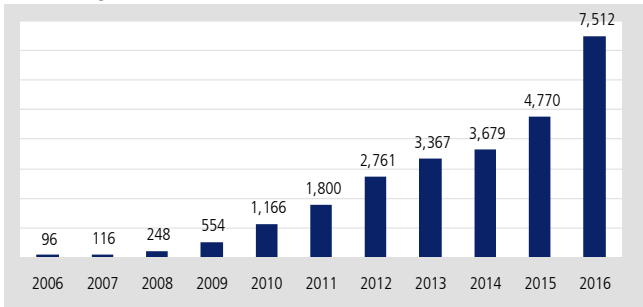
**ธุรกิจหลักมาจากการให้เช่ารถยนต์ระยะยาว**

ในปี 2559 รายได้หลักกว่า 75.6% ของ ASAP นั้นมาจากธุรกิจให้เช่ารถยนต์ระยะยาว (Operating lease) โดยให้บริการแบบครบวงจร ซึ่งส่วนใหญ่จะมีการทำสัญญากับลูกค้าเป็นระยะเวลาประมาณ 4-5 ปี ทั้งนี้รายละเอียดการให้บริการแบ่งออกได้ ดังนี้

- i) การจัดหารถยนต์ ( Fleet Procurement) บริษัทมีความสามารถ และความพร้อมในการจัดหา รถยนต์ตามความต้องการของลูกค้าได้อย่างรวดเร็วและทันเวลาที่ลูกค้ากำหนด โดยบริษัทยังช่วย เลือกชนิดของรถยนต์ให้ตรงตามการใช้งานและความต้องการของลูกค้า
- ii) การออกแบบและปรับแต่งรถยนต์ตามความต้องการของลูกค้า (Fleet Tailored Modification) ใน บางกรณีที่มีความต้องการใช้งานรถยนต์ของลูกค้ามีลักษณะเฉพาะ บริษัทมีบริการออกแบบและ ปรับแต่งรถยนต์ให้เข้ากับความต้องการของลูกค้า อาทิ การติดตั้งตู้แข็ง ตู้แช่เย็น หลังคากระบะ และอุปกรณ์แก๊ส NGV และ LPG รวมไปถึงการติดตั้งสติ๊กเกอร์โลโก้บริษัทของลูกค้า เพื่อแสดง ความเป็นเอกลักษณ์หรือความสวยงาม
- iii) การซ่อมบำรุงและรักษารถยนต์ (Fleet Maintenance) ในระหว่างที่ลูกค้าใช้บริการรถยนต์ให้เช่า ของบริษัท บริษัทจะมีบริการแจ้งเตือนการนำรถยนต์เข้ารับการบำรุงรักษาต่างๆ เช่น การ ตรวจเช็คระยะ และการเปลี่ยนน้ำมันเครื่อง เป็นต้น นอกจากนี้ หากลูกค้าเกิดปัญหาในการใช้งาน ลูกค้าสามารถติดต่อแผนก Call center ของบริษัท ได้ตลอด 24 ชั่วโมง ทั้งนี้ ปัจจุบันบริษัทมีศูนย์ ซ่อมและบำรุงรักษารถยนต์ที่คอยให้บริการลูกค้ากระจายตัวอยู่ทั่วประเทศเกือบ 1,000 แห่ง
- iv) การให้บริการรถทดแทน (Replacement cars) ในกรณีที่ รถยนต์ที่ให้เช่าเกิดปัญหาจนไม่สามารถใช้ การได้ บริษัทจะจัดบริการรถทดแทน เพื่อช่วยอำนวยความสะดวกให้กับลูกค้า โดย ณ สิ้นปี 2559 บริษัทมีรถทดแทนให้บริการจำนวนทั้งหมด 510 คัน
- v) บริการอื่นๆที่เกี่ยวข้อง เป็นบริการที่บริษัทดำเนินการให้ลูกค้าเป็นกรณีพิเศษตามความต้องการ ของลูกค้า อาทิ บริการจัดคอร์สอบรมการขับขี่ปลอดภัย

**Figure 3: จำนวนรถยนต์ให้เช่าระยะยาว**

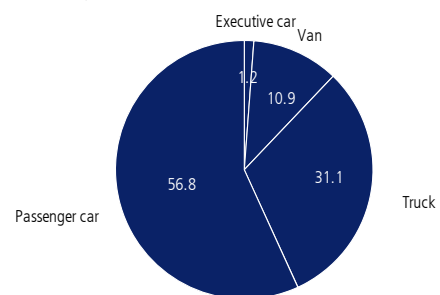
No. of long-term rental cars, cars



Source: Company data, KGI Research

**Figure 4: สัดส่วนรถยนต์ให้เช่าระยะยาวแบ่งตามประเภท**

2016 Contribution, percent



Company data, KGI Research

**รุกเข้าไปยังธุรกิจให้เช่ารถยนต์รายวัน**

ในช่วงปลายปี 2558 บริษัทได้ขยายธุรกิจเข้าไปยังธุรกิจให้เช่ารถยนต์รายวันใน ด้วยการจัดขยาย ภายใต้อินเตอร์เน็ต “รถใหม่ ไมล์น้อย” โดยบริษัทเล็งเห็นถึงความต้องการรถยนต์เช่ารายวันที่มีเพิ่ม มากขึ้น ทั้งจากการเข้าสู่ประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (AEC) และการเติบโตในภาคการท่องเที่ยวของไทย นอกจากนี้ ธุรกิจดังกล่าวยังจะช่วยให้บริษัทบริหารทรัพยากร และความชำนาญของบริษัทในธุรกิจให้ เช่ารถยนต์ระยะยาวให้มีประสิทธิภาพมากขึ้น ทั้งนี้ ปัจจุบันบริษัทมีรถยนต์ให้บริการเช่ารายวันราว 304 คัน โดยให้บริการผ่านเคาน์เตอร์จำนวน 7 เคาน์เตอร์ ซึ่งตั้งอยู่ในสนามบินนานาชาติ 6 แห่ง

**Figure 5: เคาน์เตอร์ให้บริการรถยนต์ให้เช่ารายวัน**



Source: Company data, KGI Research

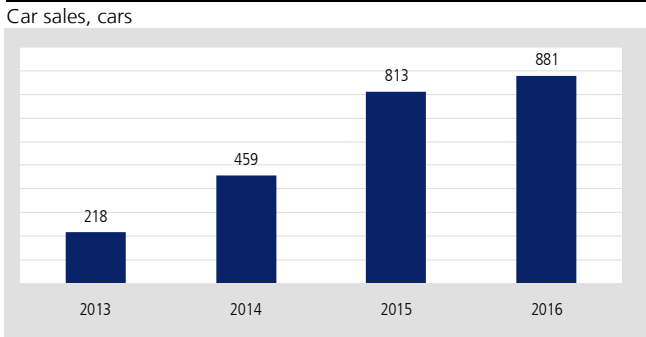
**ขยายขอบเขตการให้บริการไปยังการให้เช่ารถยนต์พร้อมคนขับ**

บริการดังกล่าวเป็นความตั้งใจของบริษัทในการขยายขอบเขตการให้บริการเพื่ออำนวยความสะดวกแก่ลูกค้า โดยเริ่มให้บริการตั้งแต่เดือน ก.ค. 2559 ทั้งนี้ ปัจจุบันบริษัทมีการให้เช่ารถยนต์ให้เช่าพร้อมคนขับราว 128 คัน และมีพนักงานขับรถจำนวนทั้งหมด 133 คน ซึ่งมากกว่าจำนวนรถยนต์ให้เช่า เพื่อเป็นการรองรับกรณีที่พนักงานรายใดรายหนึ่งไม่สามารถปฏิบัติงานได้

**จำหน่ายรถยนต์ได้เร็วเมื่อครบกำหนดสัญญาเช่า**

ในปี 2559 รายได้ 21.2% ของ ASAP มาจากการจำหน่ายรถยนต์ที่ครบกำหนดสัญญาเช่า โดยธรรมชาติของธุรกิจ บริษัทให้เช่ารถยนต์จะมีรายได้จากรถยนต์ 2 ส่วน คือ i) รายได้ค่าเช่า ซึ่งมักจะมีอายุสัญญาเช่า 5 ปี (อายุการใช้งานที่เหมาะสมของรถยนต์) และ ii) รายได้การขายรถยนต์ครบกำหนดอายุ ทั้งนี้ จำนวนรถยนต์ขายมีการเพิ่มขึ้นต่อเนื่องตามการเพิ่มจำนวนรถยนต์ให้บริการของบริษัท โดยในปี 2559 คาดบริษัทมีการขายรถยนต์ออกเป็นจำนวน 881 คัน ทั้งนี้ ด้วยการใช้กว่า 95% ของรถยนต์ให้เช่าที่บริษัทให้บริการเป็นรถยนต์ยี่ห้อ Toyota ซึ่งเป็นอีห้อยอดนิยม สภาพคล่องการขายเมื่อครบกำหนดสัญญาจึงค่อนข้างสูง

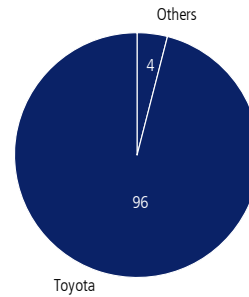
**Figure 6: จำนวนขายรถยนต์ครบอายุสัญญา**



Source: Company data, KGI Research

**Figure 7: สัดส่วนรถยนต์ให้เช่าของบริษัทแบ่งตามยี่ห้อรถยนต์**

2016 Contribution, percent

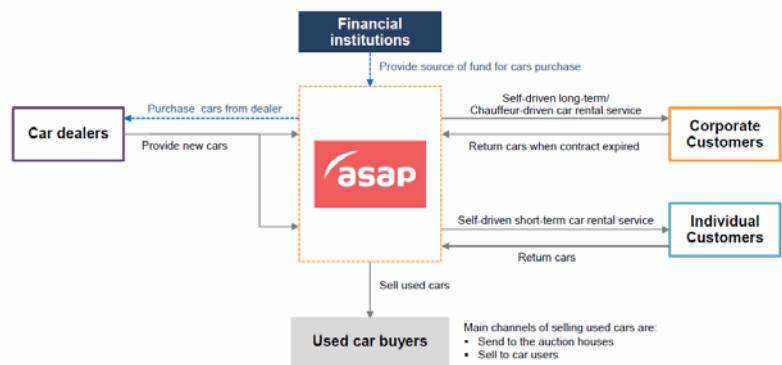


Company data, KGI Research

**ขั้นตอนการให้บริการรถยนต์ให้เช่าของบริษัท**

- i) **รถยนต์ให้เช่าระยะยาว** บริษัทจะเจรจาตกลงลักษณะและปริมาณรถยนต์ให้เช่าตามความต้องการของลูกค้า โดยเมื่อได้รับใบสั่งซื้อ (Purchase Order) จากลูกค้า บริษัทจะติดต่อสั่งซื้อรถยนต์ไปยังตัวแทนจำหน่ายรถยนต์ พร้อมกับติดต่อสถาบันการเงินเพื่อจัดหาเงินกู้ในการซื้อรถยนต์ ทั้งนี้โดยปกติบริษัทจะสามารถทำการส่งมอบรถยนต์แบบมาตรฐานได้ในระยะเวลาประมาณ 1 เดือน และแบบปรับแต่งได้ในระยะเวลาประมาณ 2-3 เดือน เมื่อลูกค้าได้รับมอบรถยนต์แล้วและอยู่ระหว่างการใช้งาน ฝ่าย Call center จะทำการโทรแจ้งเตือนการเช็คระยะตามมาตรฐานและการเข้ารับการบำรุงรักษาอื่น ขณะที่ฝ่ายลูกค้าสัมพันธ์ จะโทรติดตามผลการใช้งาน และความพึงพอใจของผู้ใช้งาน ในท้ายที่สุดเมื่อรถใกล้ครบกำหนดอายุสัญญา (2 เดือนก่อนหมดอายุสัญญา) บริษัทจะสอบถามลูกค้าว่าต้องการเช่ารถยนต์ต่อหรือไม่ โดยหากลูกค้าไม่ต้องการเช่ารถยนต์คืนเดิมต่อ บริษัทจะตรวจสอบและรับรถคืนจากลูกค้า เพื่อจำหน่ายออกตามช่องทางต่างๆต่อไป
- ii) **รถยนต์ให้เช่ารายวัน** ลูกค้าสามารถแจ้งความต้องการเช่ารถยนต์รายวันได้ตามช่องทางต่างๆ ได้แก่ สำนักงานของบริษัท, โทรศัพท์, ไลน์ แอปพลิเคชัน, เว็บไซต์ หรือแจ้งความประสงค์โดยตรงที่เคาน์เตอร์ asap ตามสนามบินต่างๆ ซึ่งเมื่อรับความต้องการของลูกค้าแล้ว บริษัทจะจัดเตรียมรถยนต์ที่ลูกค้าต้องการและเอกสารที่เกี่ยวข้อง เพื่อให้ลูกค้ายืนยันและส่งมอบรถยนต์ต่อไป ทั้งนี้ เมื่อครบกำหนดสัญญาลูกค้าจะนำรถยนต์มาคืนให้แก่บริษัท ณ จุดรับ/ส่งมอบรถยนต์ โดยมีน้ำมันเต็มถังเช่นเดียวกับเมื่อนำรถยนต์ไปใช้
- iii) **บริการให้เช่ารถยนต์พร้อมคนขับ** ขั้นตอนการให้บริการจะใกล้เคียงกับบริการรถยนต์ให้เช่าระยะยาว แต่จะเพิ่มทางเลือกในการใช้บริการคนขับให้กับลูกค้าด้วย

**Figure 6: แผนภาพการดำเนินธุรกิจ**



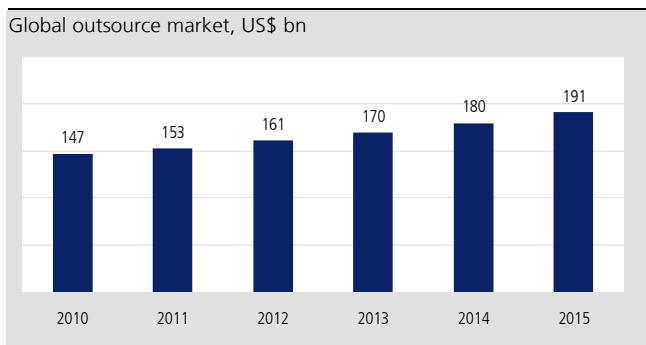
Source: Company data, KGI Research

**Key drivers and Earnings outlook**

**อุตสาหกรรมให้เช่ารถยนต์ระยะยาวมีแรงหนุนจากกระแสการ Outsource**

การมอบหมายงานให้บุคคลหรือบริษัทอื่นเป็นผู้รับดำเนินการ (Outsource) เป็นรูปแบบหนึ่งของการดำเนินธุรกิจ ซึ่งบริษัทที่ใช้บริการจะมอบหมายส่วนหนึ่งของกระบวนการทำงานให้แก่บริษัทที่ให้บริการที่มักจะเป็นผู้เชี่ยวชาญในงานนั้นๆ ซึ่งการให้บริการรถยนต์ให้เช่าระยะยาวและบริการรถยนต์ให้เช่าพร้อมคนขับของบริษัทเป็นรูปแบบหนึ่งของการให้บริการ Outsource ทั้งนี้ บริการ Outsource ได้รับความนิยมเพิ่มมากขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยจากรายงานเรื่อง Business Briefing Series: 20 Issues on Outsourcing and Offshoring จัดทำโดย Ernst & Young ระบุว่า ตั้งแต่ปี 2553-2558 การให้บริการ Outsource ทั่วโลกคาดว่าจะเติบโตเฉลี่ยประมาณ 5.3% ต่อปี และจะมีมูลค่าตลาดการให้บริการ Outsource ทั่วโลกในปี 2558 ราว 191 พันล้านดอลลาร์ ขณะเดียวกันพฤติกรรมกรการอุปโภคบริโภคได้เริ่มปรับเปลี่ยนจากการซื้อรถยนต์เป็นของตัวเอง (Outright purchase) ไปสู่การเช่ารถยนต์มากขึ้น (รูปที่ 8)

**Figure 7: มูลค่าการ Outsource ทั่วโลกปี 2553-2558**



Source: Ernst & Young, Company data

**Figure 8: ประมาณการการเติบโตของอุตสาหกรรมจำหน่ายรถยนต์และอุตสาหกรรมรถยนต์ให้เช่า**

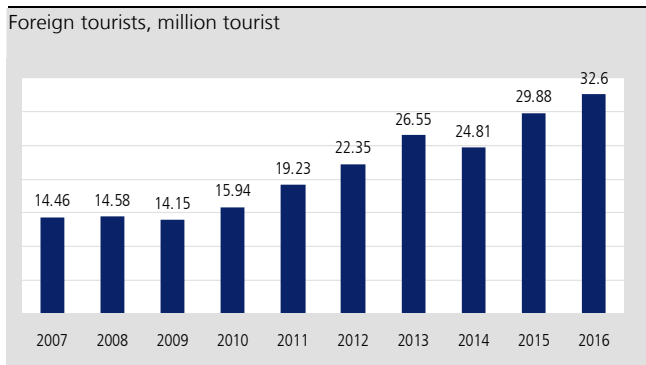
ประเทศ/กลุ่มประเทศ	ประมาณการอัตราการเติบโตเฉลี่ยสะสมต่อปี (CAGR) ตั้งแต่ปี 2012 ถึง 2015 (ร้อยละ)		
	อุตสาหกรรมจำหน่ายรถยนต์ (Outright Purchase)	อุตสาหกรรมรถยนต์ให้เช่าการเงิน (Financial Leasing)	อุตสาหกรรมรถยนต์ให้เช่าดำเนินงาน (Operating Leasing)
จีน	17.0	27.0	28.0
รัสเซีย	3.0	21.0	25.0
อินเดีย	6.0	14.0	18.0
กลุ่มประเทศยุโรปตะวันตก*	0.0	1.0	3.0
สหรัฐอเมริกา	0.0	2.1	1.9

Source: KPMG, Company data

**อุตสาหกรรมให้เช่ารถยนต์ระยะสั้นผลักดันโดยการเติบโตของการท่องเที่ยว**

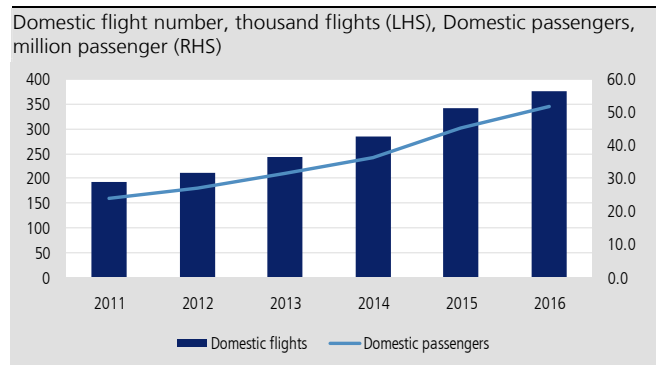
ลูกค้าหลักของธุรกิจให้เช่ารถยนต์ระยะสั้นคือกลุ่มนักท่องเที่ยวและนักเดินทาง ทั้งชาวไทย และชาวต่างชาติ ซึ่งมีการเติบโตต่อเนื่องตามอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวของไทย โดยจากข้อมูลของกรมการท่องเที่ยว ในปี 2559 มีนักท่องเที่ยวต่างชาติเดินทางมาท่องเที่ยวในประเทศไทยจำนวนประมาณ 32.6 ล้านคน เพิ่มขึ้น 9.0% YoY และหากพิจารณาช่วงปี 2550-2559 อัตราการเติบโตของนักท่องเที่ยวต่างชาติอยู่ที่ 9.4% CAGR ขณะที่ข้อมูลจากบริษัท ท่าอากาศยานไทย จำกัด (มหาชน) จำนวนเที่ยวบิน และจำนวนผู้โดยสารที่เดินทางในประเทศไทยตั้งแต่ปี 2554-2559 มีการเติบโตเฉลี่ยสะสม 14.1% CAGR และ 16.5% CAGR ตามลำดับ

**Figure 9: นักท่องเที่ยวชาวต่างชาติเติบโตต่อเนื่อง**



Source: Department of Tourism, Company data, KGI Research

**Figure 10: การเดินทางในประเทศโดยสายการบินเติบโตต่อเนื่อง**



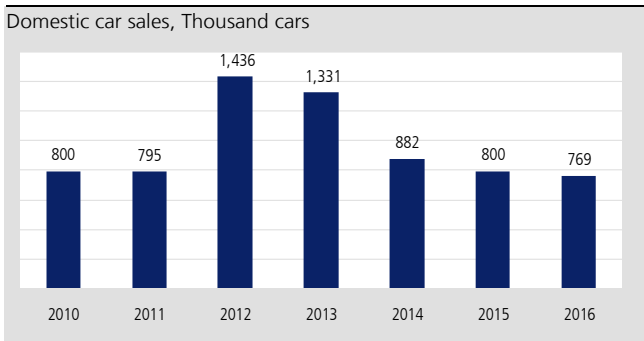
Source: AOT, Company data, KGI Research

**ราคารถยนต์มือสองผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว**

ภาวะราคารถยนต์มือสองส่งผลกระทบต่อภาวะอุตสาหกรรมรถยนต์ให้เข้าอย่างน้อย 2 ประการ ได้แก่ i) ราคาขายของรถยนต์ใหม่ค้ำยัญญาเช่า และ ii) ราคาค่าบริการของรถยนต์ให้เช่า เนื่องจาก หากผู้ประกอบการธุรกิจรถยนต์ให้เช่าคาดการณ์ว่าราคาขายรถยนต์ที่จะหมดสัญญาเช่าจะมีราคาต่ำ ผู้ประกอบการอาจพิจารณากำหนดราคาค่าบริการที่เรียกเก็บจากผู้เช่าสูงขึ้น เพื่อชดเชยรายได้ที่ลดลงเมื่อขายรถยนต์หมดสัญญาเช่า

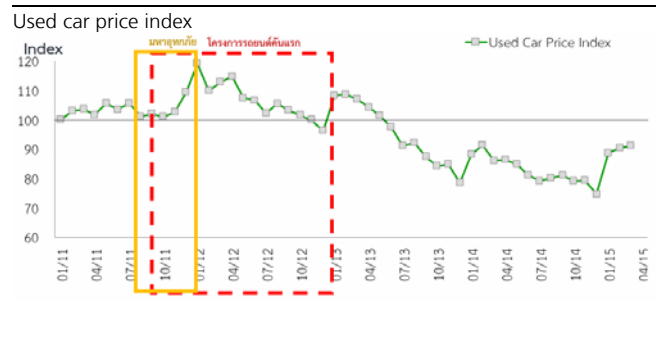
ทั้งนี้ เราคาดว่าราคารถยนต์มือสองได้ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วภายหลังจากที่ปริมาณยอดขายรถยนต์ในปัจจุบันกลับสู่ระดับปกติก่อนการออกมาตรการรถคันแรก โดยราคาของรถยนต์มือสองก่อนหน้านี้ได้ถูกกดดันจากนโยบายรถคันแรกที่ผลักดันให้ยอดขายรถยนต์ใหม่ในประเทศเพิ่มขึ้นจากระดับปกติที่ราว 8 แสนคัน สู่ 1.4 ล้านคันในปี 2555 ซึ่งราคารถยนต์มือสองปรับตัวลดลงราว 25-30% ในช่วงปี 2555-57

**Figure 11: ยอดขายรถยนต์ในประเทศทรงตัว**



Source: FTI, Company data, KGI Research

**Figure 12: ราคารถยนต์มือสองมีแนวโน้มผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว**



Source: BOT, Company data, KGI Research

**สร้างสรรค์เทคโนโลยีใหม่ให้บริการลูกค้า**

บริษัทมีการศึกษาแผนให้บริการรถยนต์เช่ารายวันผ่านแอปพลิเคชัน โดยผู้ที่ต้องการเช่ารถยนต์สามารถจอง, รับมอบรถยนต์, ใช้บริการ และชำระเงินผ่านแอปพลิเคชันในโทรศัพท์มือถือ ซึ่ง platform ดังกล่าวจะช่วยสร้างความสะดวกสบายและประสบการณ์ใหม่ๆ ให้กับลูกค้า ซึ่งเดิมการเข้าถึงบริการเช่ารถยนต์มักจะต้องเดินทางไปรับรถยนต์จากศูนย์ให้เช่ารถยนต์ ทางด้านของบริษัทเองยังสามารถประหยัดต้นทุนบุคลากร และค่าเช่าสำหรับพื้นที่ให้บริการศูนย์เช่ารถยนต์ รวมถึงสร้างจุดขายให้กับธุรกิจให้เช่ารถยนต์ระยะสั้นของบริษัทซึ่งอยู่ในช่วงการเจรจาตลาด

**ลงทุนศูนย์รวมให้บริการเกี่ยวกับรถยนต์**

บริษัทมีแผนลงทุนศูนย์รวมการให้บริการเกี่ยวกับรถยนต์ (asap Auto Park) บนพื้นที่ 4 ไร่ 60 ตารางวา บริเวณถนนบางนาตราด ระหว่าง กม.12 กับ กม.13 ซึ่งห่างจากสนามบินสุวรรณภูมิเพียง 2.3 กิโลเมตร โดยจะมีบริการให้เช่ารถยนต์, โชว์รูมรถยนต์มือสอง (ช่วยระบายรถยนต์ครบกำหนดสัญญาของบริษัทในราคาที่ดีกว่าการขายผ่านลานประมูล) เป็นพื้นที่จอดรถเสริม เป็นจุดรับมอบ และส่งคืนรถยนต์ให้เช่าสำหรับลูกค้าจากสนามบินสุวรรณภูมิ (ช่วยประหยัดค่าเช่าพื้นที่จอดรถที่สนามบิน) และเป็นพื้นที่เช่าเชิงพาณิชย์ ทั้งนี้ ในเบื้องต้นบริษัทตั้งงบลงทุน 150-160 ล้านบาท

**Figure 13: asap Auto Park**



Source: Company data, KGI Research

**มีจุดขายชัดเจนในอุตสาหกรรม**

บริษัทประกอบธุรกิจรถยนต์ให้เช่าทั้งระยะยาว, รายวัน และการให้เช่ารถยนต์พร้อมคนขับ ซึ่งนับได้ว่าครอบคลุมที่สุดรายหนึ่งในอุตสาหกรรม เทียบกับบริษัทส่วนใหญ่ที่ให้บริการเพียงหนึ่งบริการเท่านั้น โดยโครงสร้างการให้บริการดังกล่าวจะช่วยสร้างความยืดหยุ่นในการบริหารรถยนต์ให้เช่าของบริษัท ทั้งรถยนต์ให้บริการ และรถยนต์ทดแทนการใช้งาน ทั้งนี้ รายได้ของบริษัทยังมีฐานที่ไม่สูงนักเมื่อเทียบกับบริษัทอื่น ซึ่งจะทำให้บริษัทมีโอกาสเติบโตทั้งการช่วงชิงส่วนแบ่งการตลาด และการเติบโตของตลาดในภาพรวม

**Figure 14: ตัวอย่างบริษัทในอุตสาหกรรมรถยนต์ให้เช่าระยะยาว**

บริษัท	รายได้รวม (ล้านบาท)		
	สำหรับปีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม		
	2557	2558	2559
บริษัท กัทธิสซิ่ง จำกัด (มหาชน)	3,736.55	3,704.60	4,174.43
บริษัท ไทยโอริกซ์ลิสซิ่ง จำกัด	3,339.98	3,621.08	N/A
บริษัท ทู ลิสซิ่ง จำกัด	2,389.43	2,388.28	N/A
บริษัท กรุงไทยคาร์เร็นท์ แอนด์ ลิส จำกัด (มหาชน)	1,887.80	1,946.79	2,002.97
บริษัท อาคเนย์แคปิตอล จำกัด	1,374.54	1,558.84	N/A
บริษัท ไทยเร็นท์อะคาร์ (1978) จำกัด	1,526.73	1,459.52	N/A
บริษัท มาสเตอร์ คาร์เร็นเทิล จำกัด	1,523.02	1,420.65	N/A
บริษัท ซินเนอร์เจติก ออโต้ เพอร์ฟอร์แมนซ์ จำกัด (มหาชน) ("บริษัท")	840.37	1,086.09	1,437.33
บริษัท ไทย ซี.ที. คอร์ปอเรชั่น จำกัด	993.90	992.07	N/A
บริษัท พรีเมียร์ อินเตอร์ ลิสซิ่ง จำกัด	514.78	562.62	N/A
บริษัท แจแปนเร็นท์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	272.23	255.56	N/A

Source: BOL, SET, Company data, KGI Research

**Figure 15: ตัวอย่างบริษัทในอุตสาหกรรมรถยนต์ให้เช่ารายวัน**

บริษัท	ชื่อทางการค้า	รายได้รวม (ล้านบาท)		
		สำหรับปีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม		
		2557	2558	2559
บริษัท เวิลด์คลาส เรนท์ อะ คาร์ จำกัด	Budget	885.67	N/A	N/A
บริษัท ไทยอินเตอร์เนชั่นแนล เรนท์ อะ คาร์ จำกัด	AVIS	422.56	427.83	N/A
บริษัท พาราگون คาร์ เรนทิล จำกัด	Hertz	358.76	N/A	N/A
บริษัท เอส. เอ็ม. ที. เร็นท์ อะ คาร์ จำกัด	National.	182.82	181.21	N/A

Source: BOL, SET, Company data, KGI Research



**ประเมินการเติบโตกำไรสุทธิปี 2560-62F ที่ 51.7% CAGR**

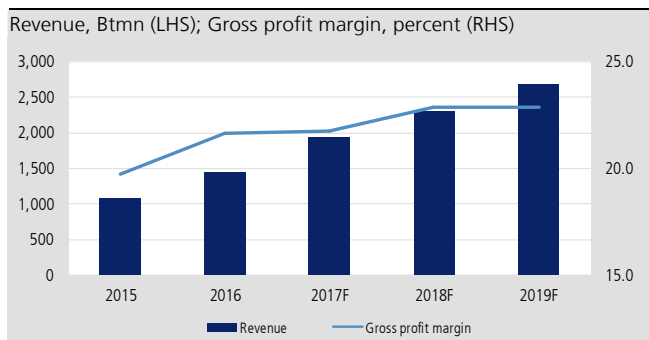
เรคาดปี 2560-62F บริษัทจะมีการเติบโตกำไรสุทธิที่ 51.7% CAGR (การเติบโตกำไรสุทธิต่อหุ้นที่ 24.9% CAGR) โดยมีปัจจัยผลักดันหลักมาจาก

- i) การเติบโตรายได้รวมที่ราว 23.1% CAGR ซึ่งในรายธุรกิจเราประเมิน
  - การเติบโตรายได้ธุรกิจให้เช่ารถยนต์ระยะยาวในปี 2560-62F ที่ 26.9% ต่อปี (เทียบกับการเติบโตที่ 23.4% ต่อปีในปี 2557-59) สะท้อนการเพิ่มขึ้นของจำนวนรถยนต์ให้บริการเฉลี่ยรายปีจาก 5.9 พันคันในปี 2559 เป็น 11.5 พันคันในปี 2562F
  - การเติบโตรายได้ธุรกิจให้เช่ารถยนต์รายวันในปี 2560-62F ที่ 51.2% ต่อปี สะท้อนการเพิ่มขึ้นของจำนวนรถยนต์ให้บริการเฉลี่ยรายปีจาก 126 คันในปี 2559 เป็น 425 คันในปี 2562F
  - รายได้ธุรกิจให้เช่ารถยนต์ระยะยาวพร้อมคนขับทรงตัวที่ 28 ล้านบาทต่อปี
  - การเติบโตรายได้จากการขายรถยนต์หุ้มคอสัญญาในปี 2560-62F ที่ 7.0% ต่อปี ตามจำนวนรถยนต์ให้เช่าที่เพิ่มขึ้นก่อนหน้านี้
- ii) อัตรากำไรจากการดำเนินงาน (Operating margin) ที่ขยายตัวสู่ระดับ 18.8-18.9% ในปี 2561-62F จากเดิม 17.2% ในปี 2559 ตามการประหยัดต่อขนาด และราคาขายรถยนต์หุ้มคอสัญญาที่สูงขึ้นจากการจำหน่ายปลีกผ่านช่องทางของตนเอง
- iii) การประหยัดค่าใช้จ่ายทางภาษีจากนโยบายภาครัฐฯ ที่กำหนดให้ค่าใช้จ่ายในการลงทุนในปี 2559 สามารถนำมาคำนวณเป็นค่าใช้จ่ายได้ 2 เท่าของมูลค่าทรัพย์สิน

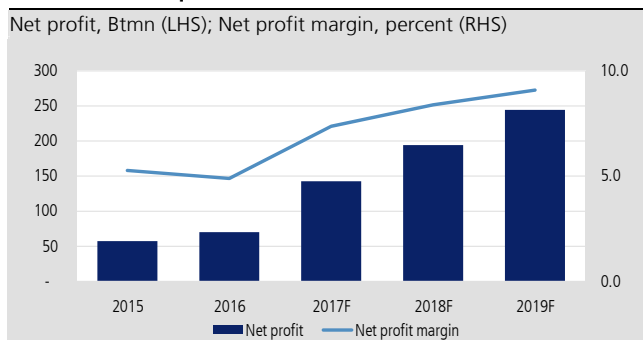
**Figure 16: ตัวเลขคาดการณ์ปี 2017-19F**

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
<b>Revenue (Bt mn)</b>	<b>1,069</b>	<b>1,437</b>	<b>1,936</b>	<b>2,304</b>	<b>2,684</b>
- Long-term car rental	789	1,086	1,513	1,898	2,218
- Short-term car rental	0	19	49	57	65
- Chauffeur-driven car service	0	28	28	28	28
- Used car sales	279	304	346	321	373
<b>Net profit (Bt mn)</b>	<b>56</b>	<b>70</b>	<b>142</b>	<b>193</b>	<b>244</b>
NP growth (%)	62.1	24.6	103.1	36.2	26.2
EPS (Bt)	0.5	0.2	0.2	0.3	0.4
EPS growth (%)	39.3	(67.8)	38.5	36.2	26.2

Source: Company data, KGI Research estimates

**Figure 17: รายได้เติบโต 23.1% CAGR ในปี 2560-62F**


Source: KGI Research

**Figure 18: กำไรสุทธิเติบโต 51.7% CAGR ในปี 2560-62F**


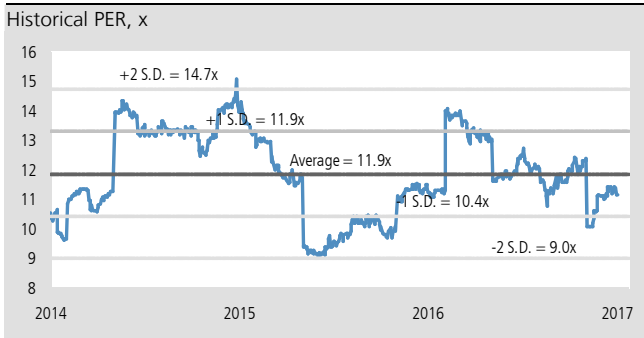
Source: KGI Research

**Valuation**

ประเมินราคาเหมาะสมของหุ้น ASAP เท่ากับ 3.60 บาท

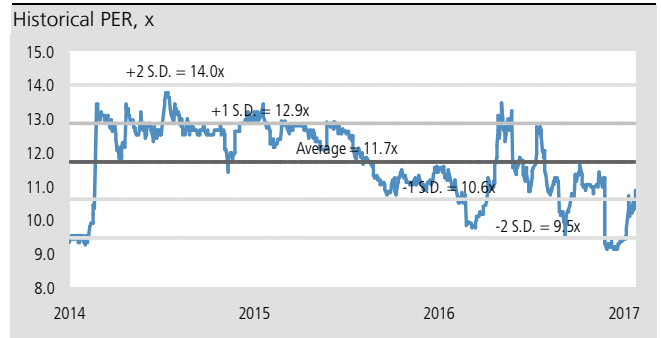
เราประเมินราคาเหมาะสมของหุ้น ASAP สำหรับปี 2560 ที่ 3.60 บาท อ้างอิง PER ที่ 16.8 เท่า ซึ่งคิดเป็น 0.5 เท่า PEG จากคาดการณ์การเติบโตกำไรสุทธิต่อหุ้นในปี 2560-62F ที่ 33.5% CAGR ทั้งนี้ เราให้มูลค่าพื้นฐานสูงกว่าการซื้อขายเฉลี่ยย้อนหลัง 3 ปีของบริษัทที่ทำธุรกิจใกล้เคียงกันได้แก่ PL และ KCAR ที่ 11.8 เท่า เนื่องจากเรามองว่า ASAP มี Platform ธุรกิจที่หลากหลาย และคาดการณ์การเติบโตของกำไรที่สูงกว่า

**Figure 19: PER เฉลี่ยย้อนหลัง 3 ปีของ PL ที่ 11.9 เท่า**



Source: Bloomberg, KGI Research

**Figure 20: PER เฉลี่ยย้อนหลัง 3 ปีของ KCAR ที่ 11.7 เท่า**



Source: Bloomberg, KGI Research

**Key Risks**

- 1) ความเสี่ยงจากการไม่สามารถขายรถยนต์ที่หมดอายุสัญญา หรือขายได้ช้า หรือขายได้ต่ำกว่ามูลค่าซากที่คาดการณ์ไว้

รายได้ของการให้เช่ารถยนต์จะมาจาก ค่าเช่าตลอดอายุสัญญาและ การขายซากรถยนต์เมื่อหมดอายุสัญญา โดยในแต่ละปีบริษัทจะมีรถยนต์มือสองรอการขายเป็นจำนวนมาก ซึ่งหากขายไม่ได้หรือขายได้ช้าก็จะส่งผลกระทบต่อสภาพคล่องทางการเงินของบริษัท รวมถึงเกิดการด้อยค่าของมูลค่ารถยนต์ ขณะเดียวกันหากมูลค่าซากที่ประเมินไว้ในตอนต้นมีความคลาดเคลื่อน อาทิ ประเมินต่ำกว่าความเป็นจริง ก็จะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการแข่งขันปล่อยเช่าของบริษัท ขณะที่หากประเมินสูงกว่าความเป็นจริงก็จะทำให้บริษัทขาดทุนจากการขายรถยนต์หมดอายุสัญญา นอกจากนี้ราคาขายรถยนต์มือสองในแต่ละปียังเปลี่ยนแปลงไปตามภาวะตลาด ดังจะเห็นได้จากราคาขายรถยนต์มือสองในช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมาที่มีการปรับตัวลงอย่างมาก เนื่องจากได้รับผลกระทบจากนโยบายรถคันแรก

อย่างไรก็ตาม รถยนต์ให้เช่าโดยส่วนใหญ่ของบริษัทเป็นยี่ห้อ Toyota ซึ่งมีสภาพคล่องในการซื้อขายสูง ความเสี่ยงจากการขายไม่ได้ หรือขายได้ช้าจึงค่อนข้างต่ำ ขณะที่ ทางด้านราคาขายรถมือสอง บริษัทมีแผนที่จะเปิดศูนย์จำหน่ายรถมือสองเองภายใต้โครงการ asap car park ซึ่งจะช่วยให้ราคาขายรถมือสองของบริษัทมี upside เพิ่มเติมจากเดิมที่ขายผ่านการฝากลานประมูลเท่านั้น

- 2) ความเสี่ยงจากการมีภาระผูกพันต้องชำระเงินต้นและดอกเบี้ยตามสัญญาเช่าการเงินเป็นประจำทุกเดือน

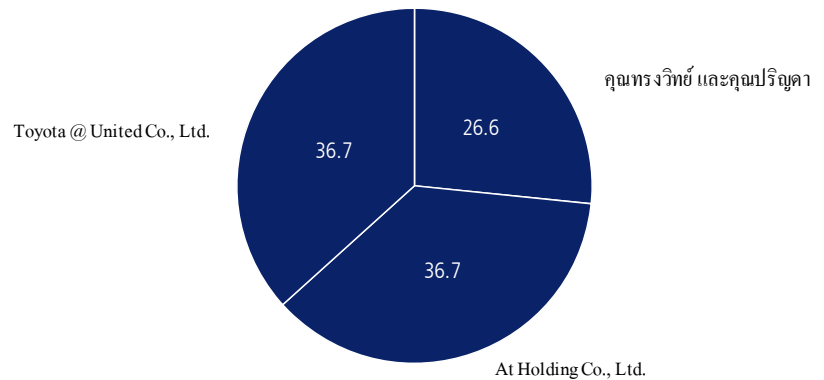
แหล่งเงินทุนในการจัดซื้อรถยนต์ของบริษัทนั้นมาจากการกู้ยืมจากสถาบันการเงินทั้งหมด โดยบริษัทจัดทำในรูปแบบของสัญญาเช่าการเงิน (Financial lease) ซึ่งจ่ายชำระค่างวดสอดคล้องกับกระแสเงินสดรับจากการปล่อยเช่ารถยนต์ของบริษัท และเมื่อครบกำหนดอายุสัญญาเช่า บริษัทก็จะขายรถยนต์เพื่อชำระหนี้ก้อนใหญ่ในงวดสุดท้าย (Balloon payment) ทั้งนี้ บริษัทอาจเผชิญความเสี่ยงของการที่กระแสเงินสดรับจากการดำเนินงานไม่สอดคล้องกับงวดการชำระเงินตามสัญญาเช่าการเงิน ซึ่งอาจเกิดได้จาก i) ลูกค้าย่อยต่ออายุสัญญาเช่า ซึ่งจะทำให้บริษัทไม่มีกระแสเงินสดรับจากการขายรถยนต์ ii) ลูกค้าย่อยเงินล่าช้า ไม่ชำระเงิน หรือยกเลิกสัญญากลางคัน iii) บริษัทไม่สามารถขายรถยนต์ที่หมดอายุสัญญาเช่าได้ทันตามเวลาที่ต้องการ

ในกรณีที่ลูกค้าย่อยต่ออายุสัญญา ลูกค้าย่อยเงินล่าช้า ไม่ชำระเงิน ยกเลิกสัญญากลางคัน หรือบริษัทไม่สามารถขายรถยนต์ที่หมดอายุสัญญาเช่าได้ทันตามเวลาที่ต้องการ บริษัทยังมีวงเงินกู้ระยะสั้นจากสถาบันการเงินรวม 55 ล้านบาท สำรองไว้เพื่อใช้ในกรณีขาดสภาพคล่อง ทั้งนี้จากข้อมูลในอดีตแม้บางสถานการณ์ข้างต้นจะเกิดขึ้นบ้างแต่ก็คิดว่าเกิดขึ้นน้อยครั้ง และมีมูลค่าต่อรายการไม่สูง เนื่องจากบริษัทมีมาตรการในการคัดเลือกลูกค้าอย่างเข้มงวดและระมัดระวัง ดังจะเห็นได้ว่าลูกค้าของบริษัทล้วนแต่เป็นผู้ประกอบการรายใหญ่ทั้งบริษัทไทยและบริษัทข้ามชาติที่มีชื่อเสียง

**IPO Issuance information**

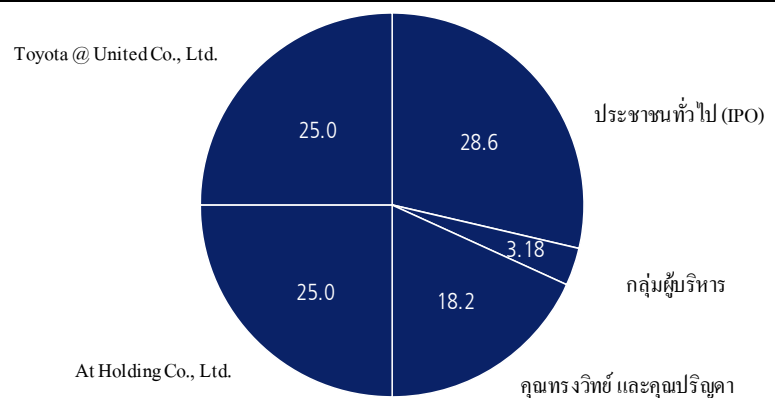
ผู้ออกหลักทรัพย์: บริษัท ซินเนอร์เจติก ออโต้ เพอร์ฟอร์แมนซ์ จำกัด (มหาชน)  
 ชื่อย่อหลักทรัพย์: ASAP  
 ตลาดหลักทรัพย์: SET  
 จำนวนหุ้นที่เสนอขาย: 210 ล้านหุ้น คิดเป็นร้อยละ 31.82 ของทุนจดทะเบียนที่ชำระแล้วหลัง IPO  
 ทุนจดทะเบียนชำระแล้ว: ก่อน IPO 225 ลบ.  
 หลัง IPO 330 ลบ.  
 ราคาที่ตราไว้ต่อหุ้น (Par): 0.50 บาทต่อหุ้น  
 วัตถุประสงค์การระดมทุน: 1) ลงทุนในโครงการ asap Auto Park ที่ถนนบางนา-ตราด  
 2) ชำระคืนเงินกู้ยืม  
 3) เงินทุนหมุนเวียน

**Figure 21: โครงสร้างผู้ถือหุ้นก่อน IPO**



Source: Company data

**Figure 22: โครงสร้างผู้ถือหุ้นหลัง IPO**



Source: Company data

**Balance Sheet**

As of 31 Dec (Bt mn)	Dec-15A	Dec-16A	Dec-17F	Dec-18F	Dec-19F
<b>Total Assets</b>	<b>3,665</b>	<b>6,375</b>	<b>8,353</b>	<b>9,909</b>	<b>10,729</b>
<b>Current Assets</b>	187	319	730	804	1,043
Cash & ST Investments	16	7	344	365	548
Inventories	19	19	25	29	34
Accounts Receivable	94	185	250	297	346
Others	58	108	111	113	115
<b>Non-current Assets</b>	3,479	6,055	7,623	9,105	9,686
LT Investments	6	0	0	0	0
Net fixed Assets	3,405	5,929	7,494	8,973	9,552
Others	68	126	129	132	134
<b>Total Liabilities</b>	<b>3,071</b>	<b>5,711</b>	<b>7,247</b>	<b>8,707</b>	<b>9,405</b>
<b>Current Liabilities</b>	1,062	1,506	1,878	2,219	2,333
Accounts Payable	203	250	335	394	458
ST Borrowings	854	1,243	1,525	1,805	1,851
Others	6	13	18	21	24
<b>Long-term Liabilities</b>	2,009	4,205	5,369	6,487	7,071
Long-term Debts	1,938	4,113	5,274	6,389	6,970
Others	70	92	95	98	101
<b>Shareholders' Equity</b>	<b>594</b>	<b>664</b>	<b>1,106</b>	<b>1,202</b>	<b>1,324</b>
Common Stock	225	225	330	330	330
Capital Surplus	0	0	266	266	266
Retained Earnings	369	439	510	607	729
Non-controlling interests	0	0	0	0	0

Source: KGI Research

**Key Ratios**

Year to 31 Dec (Bt mn)	Dec-15A	Dec-16A	Dec-17F	Dec-18F	Dec-19F
<b>Forecast Drivers</b>					
<b>Growth (% YoY)</b>					
Sales	29.3	34.5	34.7	19.0	16.5
OP	39.2	36.3	38.4	27.0	15.9
EBITDA	25.6	35.4	41.0	27.6	17.1
NP	62.1	24.6	103.1	36.2	26.2
EPS	39.3	(67.8)	38.5	36.2	26.2
<b>Profitability (%)</b>					
Gross Margin	19.7	21.6	21.7	22.9	22.9
Operating Margin	17.0	17.2	17.7	18.9	18.8
EBITDA Margin	55.8	56.2	58.8	63.1	63.4
Net Profit Margin	5.2	4.9	7.3	8.4	9.1
ROAA	1.8	1.4	1.9	2.1	2.4
ROAE	9.4	10.5	12.8	16.1	18.4
<b>Stability</b>					
Gross Debt/Equity (%)	516.8	860.0	655.5	724.2	710.2
Net Debt/Equity (%)	467.2	805.5	583.8	651.2	624.8
Interest Coverage (x)	1.7	1.6	1.7	1.8	1.9
Interest & ST Debt Coverage (x)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
Cash Flow Interest Coverage (x)	7.7	5.2	4.8	5.0	5.6
Cash Flow/Interest & ST Debt (x)	0.9	0.6	0.6	0.6	0.7
Current Ratio (x)	0.2	0.2	0.4	0.4	0.4
Quick Ratio (x)	0.2	0.2	0.4	0.3	0.4
Net Debt (Bt mn)	2,776	5,349	6,455	7,830	8,274
<b>Per Share Data (Bt)</b>					
EPS	0.5	0.2	0.2	0.3	0.4
CFPS	5.1	1.9	1.4	1.8	2.2
BVPS	5.1	1.5	1.7	1.8	2.0
SPS	9.2	3.2	2.9	3.5	4.1
EBITDA/Share	5.1	1.8	1.7	2.2	2.6
DPS	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2
<b>Activity</b>					
Asset Turnover (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Days Receivables	32.6	35.4	41.0	43.3	43.8
Days Inventory	4.3	6.1	5.2	5.6	5.6
Days Payable	58.6	73.3	70.5	74.9	75.1
Cash Cycle	(21.7)	(31.8)	(24.2)	(26.0)	(25.8)

Source: KGI Research

**Profit & Loss**

Year to 31 Dec (Bt mn)	Dec-15A	Dec-16A	Dec-17F	Dec-18F	Dec-19F
<b>Revenue</b>	<b>1,069</b>	<b>1,437</b>	<b>1,936</b>	<b>2,304</b>	<b>2,684</b>
Cost of Goods Sold	(858)	(1,127)	(1,515)	(1,777)	(2,070)
<b>Gross Profit</b>	<b>211</b>	<b>311</b>	<b>421</b>	<b>527</b>	<b>614</b>
Operating Expenses	(46)	(85)	(101)	(115)	(134)
Other incomes	17	22	22	23	24
<b>Operating Profit</b>	<b>181</b>	<b>247</b>	<b>342</b>	<b>435</b>	<b>504</b>
Depreciation of fixed assets	415	560	796	1,018	1,197
<b>Operating EBITDA</b>	<b>596</b>	<b>807</b>	<b>1,138</b>	<b>1,453</b>	<b>1,701</b>
<b>Non-Operating Income</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Interest Income	0	0	0	0	0
Other Non-op Income	0	0	0	0	0
<b>Non-Operating Expenses</b>	<b>(110)</b>	<b>(158)</b>	<b>(200)</b>	<b>(241)</b>	<b>(260)</b>
Interest Expense	(110)	(158)	(200)	(241)	(260)
Other Non-op Expenses	0	0	0	0	0
Equity Income/(Loss)	0	0	0	0	0
<b>Pretax Income</b>	<b>72</b>	<b>90</b>	<b>142</b>	<b>193</b>	<b>244</b>
Current taxation	(16)	(20)	0	0	0
Minorities	0	0	0	0	0
Extraordinary items	0	0	0	0	0
<b>Net Profit</b>	<b>56</b>	<b>70</b>	<b>142</b>	<b>193</b>	<b>244</b>
Norm. Profit	56	70	142	193	244
EPS (Bt)	0.5	0.2	0.2	0.3	0.4

Source: KGI Research

**Cash Flow**

Year to 31 Dec (Bt mn)	Dec-15A	Dec-16A	Dec-17F	Dec-18F	Dec-19F
<b>Operating Cash Flow</b>	848	824	956	1,219	1,453
Net Profit	56	70	142	193	244
Depreciation & Amortization	415	596	796	1,018	1,197
Change in Working Capital	12	85	15	6	11
Others	365	73	2	1	1
<b>Investment Cash Flow</b>	(7)	(292)	(3)	(3)	(3)
Net CAPEX	(6)	(289)	0	0	0
Change in LT Investment	0	0	0	0	0
Change in Other Assets	(1)	(2)	(3)	(3)	(3)
<b>Free Cash Flow</b>	841	532	953	1,216	1,451
<b>Financing Cash Flow</b>	(847)	(561)	(616)	(1,196)	(1,268)
Change in Share Capital	175	0	371	0	0
Net Change in Debt	(1,022)	(561)	(915)	(1,099)	(1,146)
Change in Other LT Liab.	0	0	(71)	(97)	(122)
<b>Net Cash Flow</b>	(6)	(29)	338	21	183

Source: KGI Research

**Rates of Return on Invested Capital**

Year	1- $\frac{\text{COGS}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Depreciation}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Operating Exp.}}{\text{Revenue}}$	= <b>Operating Margin</b>
Dec-15A	41.5%	38.8%	4.3%	15.4%
Dec-16A	39.4%	38.9%	5.9%	15.7%
Dec-17F	37.1%	41.1%	5.2%	16.5%
Dec-18F	32.9%	44.2%	5.0%	17.9%
Dec-19F	32.5%	44.6%	5.0%	17.9%
Year	1/ $\frac{\text{Working Capital}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Net PPE}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Other Assets}}{\text{Revenue}}$	= <b>Capital Turnover</b>
Dec-14A	3.2%	2.96	0.06	0.33
Dec-15A	-8.5%	3.19	0.06	0.32
Dec-16A	-3.2%	4.13	0.09	0.24
Dec-17F	-3.1%	3.87	0.07	0.26
Dec-18F	-2.9%	3.90	0.06	0.25
Dec-19F	-2.9%	3.56	0.05	0.28
Year	<b>Operating Margin</b>	x $\frac{\text{Capital Turnover}}$	x $\frac{\text{Cash Tax Rate}}$	= <b>After-tax Return on Inv. Capital</b>
Dec-14A	14.1%	0.3	80.3	3.70
Dec-15A	15.4%	0.3	78.1	3.79
Dec-16A	15.7%	0.2	78.0	2.92
Dec-17F	16.5%	0.3	100.0	4.23
Dec-18F	17.9%	0.3	100.0	4.55
Dec-19F	17.9%	0.3	100.0	4.99

Source: KGI Research

**KGI Locations**

<b>China</b>	Shanghai	Room 1907-1909 , Tower A, No. 100 Zunyi Road, Shanghai, PRC 200051
	Shenzhen	Room 24D1, 24/F, A Unit, Zhen Ye Building, 2014 Bao'annan Road, Shenzhen, PRC 518008
<b>Taiwan</b>	Taipei	700 Mingshui Road, Taipei, Taiwan Telephone 886.2.2181.8888 · Facsimile 886.2.8501.1691
<b>Hong Kong</b>		41/F Central Plaza, 18 Harbour Road, Wanchai, Hong Kong Telephone 852.2878.6888 Facsimile 852.2878.6800
<b>Thailand</b>	Bangkok	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand Telephone 66.2658.8888 Facsimile 66.2658.8014

**KGI's Ratings**

<b>Rating</b>	<b>Definition</b>
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).1.3
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 Securities.
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.

## รายงานผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน (CG Report)



### บริษัทที่ได้คะแนนอยู่ในระดับ "ดีเลิศ ( Excellent )"

ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท
AOT	บริษัท ท่าอากาศยานไทย	GPSC	บริษัท โกลบอล เพาเวอร์ ซินเนอร์ยี จำกัด	PTTGC	บริษัท พีทีที โกลบอล เคมิคอล
BCP	บริษัท บางจากปิโตรเลียม	HMPRO	บริษัท โฮม โปรดักส์ เซ็นเตอร์	QH	บริษัท ควอลิตี้เฮาส์
BIGC	บริษัท บีซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์	IRPC	บริษัท ไออาร์พีซี	RATCH	บริษัท ผลิตไฟฟ้าราชบุรีโฮลดิ้ง
BTS	บริษัท บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์	KBANK	ธนาคารกรุงไทย	SCB	ธนาคารไทยพาณิชย์
CK	บริษัท ข.การช่าง	KCE	บริษัท เคซีอี ซีเล็คโทรนิคส์	SCC	บริษัท สุนิเมนดีไทย จำกัด
CPF	บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร	KKP	ธนาคารกสิกรไทย	SPALI	บริษัท สุภาลัย
CPN	บริษัท เซ็นทรัลพัฒนา	KTB	ธนาคารกรุงไทย	STEC	บริษัท ซี.ไอ.ไทย เอ็นจิเนียริ่งแอนด์คอนสตรัคชั่น จำกัด
DELTA	บริษัท เดลต้า อีเล็คโทรนิคส์ (ประเทศไทย)	KTC	บริษัท บัตรกรุงไทย	SVI	บริษัท เอสวีไอ
DRT	บริษัท กระเบื้องหลังคาตราเพชร	LPN	บริษัท แอล.พี.เอ็น.ดีเวลลอปเม้นท์	TCAP	บริษัท ทุนธนชาติ
DTAC	บริษัท โทเทิล แอ็คเซ็ส คอมมูนิเคชั่น	MINT	บริษัท ไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล	TISCO	บริษัท ทีเอสไอไฟแนนเชียลกรุ๊ป
EGCO	บริษัท ผลิตไฟฟ้า	PTT	บริษัท ปตท.	TMB	ธนาคารทหารไทย
GFPT	บริษัท จีเอฟพีที	PTTEP	บริษัท ปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม	TOP	บริษัท ไทยออยล์



### บริษัทที่ได้คะแนนอยู่ในระดับ "ดีมาก ( Very Good )"

ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท
AAV	บริษัท เอเชีย เออีเอ็น	CKP	บริษัท ซีเค พาวเวอร์ จำกัด	PYLON	บริษัท ไพลอน
ADVANC	บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส	DCC	บริษัท ไดนาสตีเซรามิก	ROBINS	บริษัท ห้างสรรพสินค้าโรบินสัน
ANAN	บริษัท อนันดา ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด	ERW	บริษัท ดี เยาวรัตน์ กรุ๊ป	SEAFCO	บริษัท ซีพีเอฟ
AP	บริษัท เอเชียทรีทรีทอรี่ ดีเวลลอปเม้นท์	GLOBAL	บริษัท สยามโกลบอลเฮาส์	SPRC	บริษัท สดาร์ ปิโตรเลียม รีไฟน์นิ่ง
BANPU	บริษัท บานปู	GLOW	บริษัท โกลว์ พลังงาน	TASCO	บริษัท ทีพีไอเอสเฟลท์
BBL	ธนาคารกรุงเทพ	GUNKUL	บริษัท กันกุลเอ็นจิเนียริ่ง	TMT	บริษัท ต้าเหล็กไทย
BDMS	บริษัท กรุงเทพดุสิตเวชการ จำกัด	LH	บริษัท แลนด์เคเอ็นดีเฮาส์	TRUE	บริษัท ทรู คอร์ปอเรชั่น
BEM	บริษัท ทางด่วนและรถไฟฟ้ากรุงเทพ จำกัด	MALEE	บริษัท มาลีสามพวง	TVO	บริษัท น้ำมันพืชไทย
CENTEL	บริษัท โรงแรมเซ็นทรัลพลาซา	MTLS	บริษัท เมืองไทย ลิสซิ่ง จำกัด		
CHG	บริษัท โรงพยาบาลจุฬารัตน์ จำกัด	PACE	บริษัท เพช ดีเวลลอปเม้นท์ คอร์ปอเรชั่น		



### บริษัทที่ได้คะแนนอยู่ในระดับ "ดี ( Good )"

ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท
BA	บริษัท การบินกรุงเทพ จำกัด	MAKRO	บริษัท สยามแม็คโคร	SCN	บริษัท สแกน อินเตอร์ จำกัด
BH	บริษัท โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์	MODERN	บริษัท โมเดิร์นฟาร์มกรุ๊ป	SIRI	บริษัท แอสสิริ
BJCHI	บริษัท บีจีซี เฮฟวี อินดัสทรี จำกัด	NOK	บริษัท สายการบินนกแอร์ จำกัด	TKN	บริษัท แก้วแกมม่อน ฟู้ดแอนด์มาร์เก็ตติ้ง จำกัด
CBG	บริษัท คาราบาวกรุ๊ป จำกัด	SAPPE	บริษัท เซ็ปเป้ จำกัด	TPCH	บริษัท ทีพีซี เพาเวอร์โฮลดิ้ง จำกัด
ILINK	บริษัท อินเทอร์เน็ตประเทศไทย จำกัด	SAWAD	บริษัท สวีสวีดี พาวเวอร์ 1979 จำกัด	TRT	บริษัท ทรูไทย
LPH	บริษัท โรงพยาบาล ลาดพร้าว จำกัด	SCI	บริษัท เอสซีไอ ซีเล็คโทรนิค จำกัด		

### บริษัทที่ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR

ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท
BCH	บริษัท บางกอก เซน ฮอสปิทัล จำกัด	BPP	บริษัท บ้านปู เพาเวอร์ จำกัด	FN	บริษัท เอฟเอ็น แฟคตอรี เซิร์ฟิส จำกัด
BPCG	บริษัท บีซีพีจี จำกัด	CPALL	บริษัท ซีพี ออลล์		

ที่มา: www.thai-iod.com

Disclaimer : การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลสำหรับผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน ผลสำรวจดังกล่าวเป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เคจีไอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองถึงความถูกต้องครบถ้วนของผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

## รายงานผลการประเมินโครงการประเมินการพัฒนการต่อต้านการทุจริต (Anti-corruption Progress Indicator)

### ระดับ 5: ขยายผลสู่ผู้ที่เกี่ยวข้อง (Extended)

ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท
ADVANC	บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส	GLOBAL	บริษัท สยามโกลบอลเฮาส์	QH	บริษัท ควอลิตี้เฮาส์
ANAN	บริษัท อนันดา ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด	GPSC	บริษัท โกลบอล เพาเวอร์ ซินเนอร์ยี จำกัด	RATCH	บริษัท ผลิตไฟฟ้าราชบุรีโฮลดิ้ง
BBL	ธนาคารกรุงเทพ	HMPRO	บริษัท โฮม โปรดักส์ เซ็นเตอร์	ROBINS	บริษัท ห้างสรรพสินค้าโรบินสัน
BCH	บริษัท บางกอก เซน ฮอสพิทอล จำกัด	IRPC	บริษัท ไออาร์พีซี	SCC	บริษัท ปูนซิเมนต์ไทย จำกัด
BDMS	บริษัท กรุงเทพดุสิตเวชการ จำกัด	KBANK	ธนาคารกรุงไทย	SIRI	บริษัท แสงสิริ
BIGC	บริษัท บีซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์	KCE	บริษัท เคซีอี อีเล็คโทรนิคส์	SPALI	บริษัท สุภาลัย
CK	บริษัท ช.การช่าง	KKP	ธนาคารเกียติพาณิชย์	STEC	บริษัท ซี.ไอ.ไทย เอ็นจิเนียริ่งแอนด์คอนสตรัคชั่น จำกัด
DCC	บริษัท โดนาสต์เซรามิค	KTB	ธนาคารกรุงไทย	TCAP	บริษัท ทูนอนชาด
DELTA	บริษัท เดลต้า อีเล็คโทรนิคส์ (ประเทศไทย)	LPH	บริษัท โรงพยาบาลลาดพร้าว จำกัด	TISCO	บริษัท ทีเอสไอไฟแนนเชียลกรุ๊ป
DRT	บริษัท กระเบื้องเคลือบคตราเพชร	PACE	บริษัท เพช ดีเวลลอปเม้นท์ คอร์ปอเรชั่น	TMT	บริษัท ต้าเน็กไทย
EGCO	บริษัท ผลิตไฟฟ้า	PTT	บริษัท ปตท.	TOP	บริษัท ไทยออยล์
GFPT	บริษัท จีเอฟพีที	PTTGC	บริษัท พีทีที โกลบอล เคมิคอล		

### ระดับ 4: ได้รับการรับรอง (Certified)

ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท
AAV	บริษัท เอเชีย เอวิชั่น	ERW	บริษัท ดี เอช อาร์ กรุ๊ป	SAPPE	บริษัท เซ็ปเป้ จำกัด
AP	บริษัท เอเชียบร็อทเพอริตี้ ดีเวลลอปเม้นท์	GLOW	บริษัท โกลว์ พลังงาน	SAWAD	บริษัท ศรีสวัสดิ์ พาวเวอร์ 1979 จำกัด
BA	บริษัท การบินกรุงเทพ จำกัด	GUNKUL	บริษัท กันกุลเอ็นจิเนียริ่ง	SCB	ธนาคารไทยพาณิชย์
BANPU	บริษัท บ้านปู	ILINK	บริษัท อินเทอร์เน็ต คอมมูนิเคชั่น	SCN	บริษัท สแกน อินเตอร์ จำกัด
BCP	บริษัท บางจากปิโตรเลียม	KTC	บริษัท บัตรกรุงไทย	SEAFSCO	บริษัท ซีพีเอฟ
BH	บริษัท โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์	LH	บริษัท แลนด์แอนด์เฮาส์	SVI	บริษัท เอสวีไอ
BJCHI	บริษัท บีเจซี เฮฟวี อินดัสทรี จำกัด	LPN	บริษัท แอล.พี.เอ็น. ดีเวลลอปเม้นท์	TASCO	บริษัท ทีบีทีเอสพี
CBG	บริษัท คาบวาบกรุ๊ป จำกัด	MAKRO	บริษัท สยามแม็คโคร	TKN	บริษัท ทีเคเอ็น อีซี จำกัด
CENDEL	บริษัท เซ็นทรัลเทรดดิ้ง	MALEE	บริษัท มาลีสามพวง	TMB	ธนาคารทหารไทย
CHG	บริษัท โรงพยาบาลจุฬารัตน์ จำกัด	MINT	บริษัท ไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล	TRT	บริษัท ทีวีไทย
CKP	บริษัท ซีเค พาวเวอร์ จำกัด	MODERN	บริษัท โมเดิร์นฟาร์มกรุ๊ป	TRUE	บริษัท TRUE คอร์ปอเรชั่น
CPF	บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร	NOK	บริษัท สายการบินนกแอร์ จำกัด	TVO	บริษัท ทีวีเอ็มพีซีไทย
CPN	บริษัท เซ็นทรัลพัฒนา	PTTEP	บริษัท ปตท. สำรวจและผลิตปิโตรเลียม		
DTAC	บริษัท โทเทิล แอ็คเซ็ส คอมมูนิเคชั่น	PYLON	บริษัท ไพลอน		

### ระดับ 3: มีมาตรการป้องกัน (Established)

ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท
BEM	บริษัท ทางด่วนและรถไฟฟ้ากรุงเทพ จำกัด	MTLS	บริษัท เมืองไทย ลิสซิ่ง จำกัด	SPRC	บริษัท สดาร์ ปิโตรเลียม วีโพนิง
CPALL	บริษัท ซีพี ออลล์	SCI	บริษัท เอสซีไอ อีเล็คโทรนิค จำกัด		

### ไม่เปิดเผยหรือไม่มีนโยบาย

ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อ	ชื่อบริษัท
AOT	บริษัท ท่าอากาศยานไทย	BPP	บริษัท บ้านปู เพาเวอร์ จำกัด	FN	บริษัท เอฟเอ็น แฟคเตอร์ เซ็ทส์ จำกัด
BCPG	บริษัท บีซีพีจี จำกัด	BTS	บริษัท บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์	TPCH	บริษัท ทีพีซี เพาเวอร์โฮลดิ้ง จำกัด

ที่มา: [www.cgthailand.org](http://www.cgthailand.org)

Disclaimer: การเปิดเผยผลการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-Corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำโดยสถาบันที่ เกี่ยวข้องซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัย ข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งได้อ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารและ หรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นบุคคลภายนอก โดยมีได้เป็นการประเมินการปฏิบัติตามบริษัทจดทะเบียนในตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน

เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เคจีไอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด