

คำแนะนำ : **ซื้อ** (ไม่เปลี่ยนแปลง)

### บมจ. เอสพีซีจี (SPCG)

#### กำไรสุทธิขยายตัวแรง และโซล่าบนหลังคาเริ่มทำงาน

#### CGR Scoring Rating



ราคาปิด (บาท): 27.00  
 ราคาเป้าหมาย (บาท): 33.90 (ไม่เปลี่ยนแปลง)

จรรยาวัณ วัฒนวงษ์

http://www.maybank-ke.co.th  
 (02) 658-6300

ข้อมูลบริษัท (ณ วันที่ 11 พฤษภาคม 2558)

**Description** :ถือหุ้นในบริษัทย่อยซึ่งพัฒนาธุรกิจ 3 ประเภท  
 คือ 1. ธุรกิจพัฒนาโซลาร์ฟาร์ม บริการรับเหมาก่อสร้าง  
 โซลาร์ฟาร์มแบบครบวงจร และบริหารด้านการปฏิบัติการ  
 และการบำรุงรักษาโซลาร์ฟาร์ม 2. ธุรกิจหลังคาเหล็กและ  
 โครงสร้าง 3. ธุรกิจการติดตั้งระบบผลิตไฟฟ้าพลังงาน  
 แสงอาทิตย์บนหลังคา แบบครบวงจร

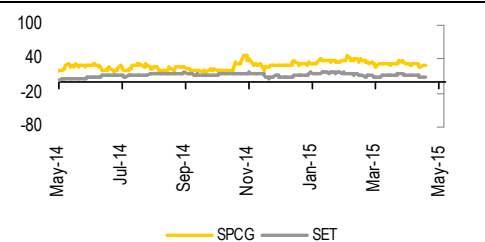
Ticker :	SPCG
หุ้นที่ออกและชำระแล้ว (ล้านหุ้น)	924
มูลค่าตลาด (ล้านบาท)	24,948
มูลค่าตลาด (US\$ m)	739.04
3-mth Avg Daily Turnover (ล้านบาท)	40.37
SET INDEX	1,501.30
Free float (%)	41.94

<b>Major Shareholders :</b>	%
น.ส.วันดี กุญชรยาคง	42.77
Gulf International Investment (Hong Kong) Limited	9.09

#### Key Indicators

ROE – annualised (%)	29.3
Net cash (THB m):	(15,588)
NTA/shr (THB):	7.7
Interest cove (x):	5.5

#### Historical Chart



#### Performance

52-week High/Low	THB 31.25/THB 20.70				
	1-mth	3-mth	6-mth	1-yr	YTD
Absolute (%)	-4.5	-8.6	6.0	27.4	-1.9
Relative (%)	-2.0	-2.4	10.0	16.3	-2.7

**ผลประกอบการ 1Q58** : SPCG รายงานกำไรสุทธิ 1Q58 ที่ 558 ล้านบาท ขยายตัวแข็งแกร่ง 106% YoY จากกำลังการผลิตจากโซล่าฟาร์มครบทั้งหมด 36 แห่ง ทำงานเต็มที่ โดยกำไรในงวดนี้คิดเป็น 23% ของประมาณการในปี 2558 ของเรา ขณะที่กำไรที่ลดลง 8% QoQ สืบเนื่องมาจากช่วง peak ของการผลิตกระแสไฟฟ้าจะอยู่ในช่วงฤดูร้อนของทุกปี

พัฒนาการที่ดีในไตรมาสนี้ คือ SPCG เริ่มมีรายได้จากการจำหน่ายและบริการติดตั้งแผงโซล่าบนหลังคา (Solar rooftop) แล้ว โดยมีรายได้ส่วนนี้ราว 164 ล้านบาท (หรือ 12% ของรายได้รวม) ซึ่งแม้จะยังคงเป็นเพียง 11% ของเป้า 1,000 ล้านบาทในปีนี้ แต่จากความร่วมมือกับ HomePro และการให้เงินกู้ดอกเบี้ยต่ำกับผู้ติดตั้ง โดยความร่วมมือของ KTB ล่าสุด เราเชื่อว่า SPCG ยังคงมีโอกาสทำได้ตามเป้าบริษัท

ในแง่อัตรากำไรขั้นต้น ใน 1Q58 ทำได้ที่ 67.8% อ่อนตัวลงจากไตรมาสก่อนที่ 73.1% และ 72.9% ใน 1Q57 ซึ่งเกิดจากการบันทึกค่าเสื่อมราคา, ภาษีโรงเรือน และค่าบำรุงรักษา (OM&M) เพิ่มขึ้น และคาดว่าจะมาจากส่วนผสมของมาร์จิ้นจากการขาย solar rooftop ที่ต่ำกว่ามาร์จิ้นจากการขายไฟฟ้าที่สูง

**แนวโน้มผลประกอบการ 2Q58** : แนนอนว่ากำไรสุทธิคาดว่าจะยังคงขยายตัวโดดเด่นราว 30% YoY จากฐานกำลังการผลิตที่ครบเต็มจำนวน ส่วนภาพ QoQ อาจอ่อนตัวลงเล็กน้อย ซึ่งเป็นปกติจากผลของฤดูกาล ขณะที่ตัวแปรที่เริ่มมีนัยสำคัญอย่างหน่วยงาน solar rooftop จะเริ่มมีบทบาทมากขึ้น ซึ่งน่าจะเป็นตัว top up ผลการดำเนินงานได้อีกประมาณหนึ่งอีกด้วย

**คำแนะนำการลงทุน** : ทิศทางผลการดำเนินงานยังคงเป็นไปตามประมาณการ ขณะที่การจัดสรรใบอนุญาตโซล่าฟาร์มใหม่ กำลังทยอยเริ่มขึ้นอีกครั้งในราว พ.ค.-มิ.ย. นี้ ซึ่ง SPCG ก็ยังคงเป็นตัวเต็งที่จะได้รับการจัดสรรเช่นกัน จากการมีประสบการณ์สูงสุดในประเทศ เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาเหมาะสม 33.90 บาท/หุ้น (ประกอบด้วย โซล่าฟาร์ม 36 แห่งที่ 25.80 บาท และ upside จากโครงการโซล่าบนหลังคา 2.40 บาท และ โครงการโซล่าหน่วยงานราชการ 5.70 บาท/หุ้น)

**ความเสี่ยง** : การจัดสรรใบอนุญาตที่ล่าช้า จะทำให้ upside ของบริษัทเกิดได้ช้าเช่นกัน

#### SPCG – Summary Earnings Table

FYE: Dec 31 (THB m)	2012	2013	2014	2015F	2016F
Revenue	1,214	2,473	4,357	5,743	5,791
EBITDA	542	1,609	3,373	4,136	4,136
Recurring Net Profit	19	499	1,656	2,437	2,527
Net profit	54	499	1,656	2,437	2,527
EPS (Bt)	0.10	0.76	1.89	2.64	2.74
EPS growth (%)	n.m.	678.6	147.2	39.8	3.7
DPS (Bt)	-	-	0.85	1.32	1.37
PER	275.5	35.4	14.3	10.2	9.9
EV/EBITDA (x)	42.4	21.1	12.3	9.9	9.3
Div Yield (%)	-	-	3.1	4.9	5.1
P/BV(x)	5.7	5.0	3.3	3.0	2.6
Net Gearing (%)	312.9	465.2	252.3	190.1	138.9
ROE (%)	2.1	14.2	23.3	29.3	25.9
ROA (%)	0.4	2.2	6.5	8.8	9.5
Cons. Net Profit (THB m)	-	-	-	2,182	2,630

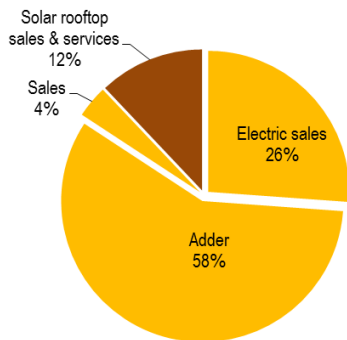
Source: Company reports and MBKET.

**Quarterly income statement**

(Bt mn)	1Q15	4Q14	QoQ	1Q14	YoY	Note
Revenues	1,357	1,366	(0.7%)	819	65.6%	High utilization season for solar panel
COGs	437	368	19.0%	222	96.7%	
<b>Gross profits</b>	<b>919</b>	<b>999</b>	<b>(8.0%)</b>	<b>597</b>	<b>54.0%</b>	
Gross margin (%)	67.8%	73.1%	-	72.9%	-	Higher O&MM, full depreciation, tax
SG&A	69	92	(25.0%)	90	(23.5%)	Economy of scale
<b>Operating profit</b>	<b>850</b>	<b>906</b>	<b>(6.2%)</b>	<b>506</b>	<b>67.9%</b>	
Operating margin (%)	62.6%	66.3%	-	61.8%	-	
<b>EBITDA</b>	<b>850</b>	<b>1,067</b>	<b>(20.4%)</b>	<b>614</b>	<b>38.4%</b>	
EBITDA margin (%)	62.6%	78.1%	-	74.9%	-	
Interest expense	234	247	(5.3%)	216	8.4%	Start lowering
<b>Normalised earning</b>	<b>558</b>	<b>604</b>	<b>(7.7%)</b>	<b>270</b>	<b>106.5%</b>	account 23% of our forecast
Extra ordinary gain (loss)						
- Forex gain (loss)	0	0	n.m.	0	n.m.	
- Gains on convertible bonds cancellation	0	0	n.m.	0	n.m.	
- Sell of fixed asset	0	0	n.m.	0	n.m.	
<b>Net profit</b>	<b>558</b>	<b>604</b>	<b>(7.7%)</b>	<b>270</b>	<b>106.5%</b>	
EPS (Bt) before extra item	0.60	0.67	(9.7%)	0.32	87.7%	
<b>EPS (Bt)</b>	<b>0.60</b>	<b>0.67</b>	<b>(9.7%)</b>	<b>0.32</b>	<b>87.7%</b>	

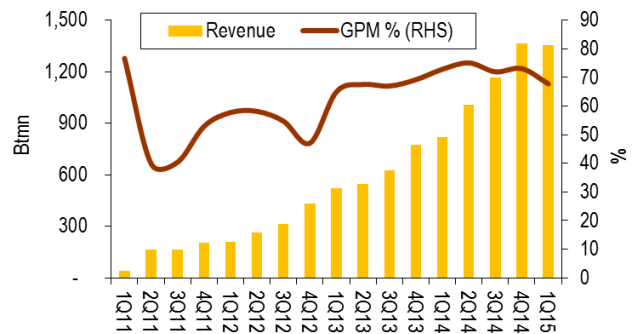
Source : Company reports and MBKET

**Figure 1 : Revenue breakdown**



Source: Company report, note 16

**Figure 2 : Revenue & GPM trend**



Source: Company report

**INCOME STATEMENT (THB mn)**

FY December	2013	2014	2015F	2016F
Revenue	2,473	4,357	5,743	5,791
EBITDA	1,609	3,373	4,136	4,136
Depreciation & Amortisation	346	566	837	837
<b>Operating Profit (EBIT)</b>	<b>1,263</b>	<b>2,806</b>	<b>3,300</b>	<b>3,299</b>
Interest (Exp)/Inc	(605)	(979)	(600)	(501)
Associates	19	(1)	21	22
One-offs	-	-	-	-
<b>Pre-Tax Profit</b>	<b>690</b>	<b>1,881</b>	<b>2,732</b>	<b>2,830</b>
Tax	(64)	10	(71)	(75)
Minority Interest	(145)	(234)	(244)	(250)
<b>Net Profit</b>	<b>499</b>	<b>1,656</b>	<b>2,437</b>	<b>2,527</b>
<b>Recurring Net Profit</b>	<b>499</b>	<b>1,656</b>	<b>2,437</b>	<b>2,527</b>
Revenue Growth %	103.6	76.2	31.8	0.8
EBITDA Growth (%)	197.1	109.6	22.6	(0.0)
EBIT Growth (%)	233.0	122.1	17.6	(0.0)
Net Profit Growth (%)	823.5	231.6	47.2	3.7
Recurring Net Profit Growth (%)	2,504.4	231.6	47.2	3.7
Tax Rate %	9.3	(0.5)	2.6	2.6

**CASH FLOW (Btmn)**

FY December	2013	2014	2015F	2016F
Profit before taxation	690	1,881	2,732	2,830
Depreciation	346	566	837	837
Net interest receipts/(payments)	(605)	(979)	(600)	(501)
Working capital change	(578)	(1,999)	(1,230)	(4)
Cash tax paid	(64)	10	(71)	(75)
Others (incl'd exceptional items)	1,291	2,105	365	261
<b>Cash flow from operations</b>	<b>1,079</b>	<b>1,583</b>	<b>2,032</b>	<b>3,348</b>
Capex	(8,340)	(1,358)	-	-
Disposal/(purchase)	2	3	4	5
Others	(267)	(3,322)	(11)	(12)
<b>Cash flow from investing</b>	<b>(8,605)</b>	<b>(4,677)</b>	<b>(7)</b>	<b>(7)</b>
Debt raised/(repaid)	7,455	1,260	(2,536)	(2,536)
Equity raised/(repaid)	280	1,842	-	-
Dividends (paid)	-	-	(1,023)	(1,241)
Interest payments	(605)	(979)	(600)	(501)
Others	613	769	760	664
<b>Cash flow from financing</b>	<b>7,743</b>	<b>2,893</b>	<b>(3,399)</b>	<b>(3,614)</b>
Change in cash	216	(201)	(1,374)	(274)

Source: Company reports and MBKET

**BALANCE SHEET (THB mn)**

FY December	2013	2014	2015F	2016F
Fixed Assets	18,937	18,779	23,512	22,676
Other LT Assets	1,375	2,025	148	155
Cash/ST Investments	486	3,076	3,426	3,158
Other Current Assets	1,703	1,691	709	720
<b>Total Assets</b>	<b>22,501</b>	<b>25,571</b>	<b>27,795</b>	<b>26,709</b>
ST Debt	-	3	-	-
Other Current Liabilities	3,658	2,814	2,812	3,022
LT Debt	15,150	15,534	16,477	13,731
Other LT Liabilities	180	120	198	208
Minority Interest	874	1,314	1,172	1,325
Shareholders' Equity	2,639	5,786	7,136	8,422
<b>Total Liabilities-Capital</b>	<b>22,501</b>	<b>25,571</b>	<b>27,795</b>	<b>26,709</b>
Share Capital (m)	654	878	924	924
Gross Debt/(Cash)	16,630	18,002	19,013	16,477
Net Debt/(Cash)	16,145	14,926	15,588	13,319
Working Capital	(1,469)	1,950	1,323	856
BVPS	5.37	8.09	8.99	10.55

**RATES & RATIOS**

FY December	2013	2014	2015F	2016F
Gross Margin %	67.4	73.2	65.1	65.4
EBITDA Margin %	65.1	77.4	72.0	71.4
Op. Profit Margin %	51.1	64.4	57.5	57.0
Net Profit Margin %	20.2	38.0	42.4	43.6
ROE %	14.2	23.3	29.3	25.9
ROA %	2.2	6.5	8.8	9.5
Net Margin Ex. EI %	20.2	38.0	42.4	43.6
Dividend Cover (x)	0.0	0.5	0.5	0.5
Interest Cover (x)	2.1	2.9	5.5	6.6
Asset Turnover (x)	0.1	0.2	0.2	0.2
Asset/Debt (x)	1.2	1.4	1.4	1.6
Debtors Turn (days)	91.6	85.6	30.4	30.4
Creditors Turn (days)	952.5	83.3	36.5	36.5
Inventory Turn (days)	302.1	133.9	18.3	18.3
Net Gearing %	611.7	258.0	218.4	158.1
Debt/ EBITDA (x)	11.8	5.5	4.7	4.1
Debt/ Market Cap (x)	1.0	0.7	0.7	0.6

## APPENDIX I: TERMS FOR PROVISION OF REPORT, DISCLOSURES AND DISCLAIMERS

รายงานนี้ ถูกจัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ และเพื่อเป็นการให้ข้อมูลเท่านั้น มิใช่การชักจูงให้ซื้อหรือขายหุ้นที่กล่าวถึงในรายงานนี้ นักลงทุนควรพึงตระหนักไว้เสมอว่า มูลค่าของหุ้นอาจมีความผันผวน มีการเพิ่มขึ้นและลดลงได้ตลอดเวลา ความเห็น หรือคำแนะนำต่างๆ จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของเทคนิค และปัจจัยพื้นฐาน ซึ่งอาจมีความแตกต่างกัน การประเมินมูลค่าที่เหมาะสมทางเทคนิค อาจใช้วิธีการที่แตกต่างจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐาน โดยขึ้นอยู่กับปัจจัยทางด้านราคา และมูลค่าการซื้อขาย ซึ่งแตกต่างไปจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐาน ดังนั้นผลตอบแทนของนักลงทุนจึงอาจต่ำกว่าต้นทุนได้ และผลตอบแทนจากการลงทุนในอดีตไม่สามารถสะท้อนถึงผลตอบแทนในอนาคตได้ บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้มีจุดประสงค์เพื่อแนะนำการลงทุนเพื่อบุคคลใดเป็นการเฉพาะ และเพื่อวัตถุประสงค์เฉพาะเจาะจงต่อการลงทุน ฐานะทางการเงิน และความต้องการส่วนบุคคลของนักลงทุนที่ได้รับหรืออ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เพราะฉะนั้น นักลงทุนจึงควรใช้วิจารณญาณ ในการอ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

การจัดทำรายงานฉบับนี้ ได้อ้างอิงมาจากแหล่งข้อมูลที่ได้รับการยอมรับว่ามีความน่าเชื่อถือ แต่ไม่ได้เป็นการรับรองจาก Maybank Investment Bank Berhad และบริษัทย่อยและในเครือ) รวมเรียก “Maybank Kim Eng”) ผลที่ตามมาทั้งในส่วนของความแม่นยำ หรือเรียบริยสมมุติฐานซึ่งไม่ได้เป็นความรับผิดชอบจากทาง Maybank Kim Eng ดังนั้น Maybank Kim Eng และ เจ้าหน้าที่ ,กรรมการ ,บริษัทร่วม และหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง และ/หรือพนักงาน) รวมเรียกว่า “Representatives”) จะไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อการสูญเสียต่างๆ ที่เกิดขึ้นทั้งทางตรงหรือทางอ้อมจากการใช้รายงานฉบับนี้ ข้อมูล ,ความเห็น และคำแนะนำที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลา โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า

บทวิเคราะห์นี้อาจมีการคาดการณ์ผลการดำเนินงานล่วงหน้า ซึ่งส่วนใหญ่จะเห็นได้จากการใช้คำต่างๆ เหล่านี้ เช่น “คาดว่า” “เชื่อว่า” “คาดการณ์ว่า” “มีแนวโน้มว่า” “มีแผนว่า” “ประมาณการ” หรือ การอธิบายว่า เหตุการณ์นี้ “อาจ” เกิดขึ้น หรือ เหตุการณ์นี้ “เป็นไปได้” ที่จะเกิดขึ้น เป็นต้น การคาดการณ์ล่วงหน้า จะอยู่บนพื้นฐานของสมมติฐานที่ตั้งขึ้นและอ้างอิงบนข้อมูลในปัจจุบัน และยังขึ้นอยู่กับความเสี่ยงและความไม่แน่นอนที่จะทำให้เกิดผลการดำเนินงานที่แท้จริงแตกต่างไปจากที่คาดการณ์ได้อย่างมีนัยยะสำคัญ นักลงทุนจึงไม่ควรใช้การคาดการณ์ล่วงหน้านี้เป็นหลักในการตัดสินใจลงทุนหลังจากวันที่บทวิเคราะห์ถูกเผยแพร่ออกไป Maybank Kim Eng ไม่ถือเป็นการผูกพันในการปรับประมาณการ หากมีข้อมูลใหม่หรือเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดขึ้น

Maybank Kim Eng รวมถึงเจ้าหน้าที่ ,กรรมการ และพนักงาน ซึ่งรวมถึงหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับการจัดทำ หรือการเผยแพร่บทวิเคราะห์นี้ อาจมีส่วนร่วม หรือมีสิทธิลงทุนในหุ้นตัวนี้ หรือ มีส่วนได้เสียต่างๆ กับผู้ที่ออกหลักทรัพย์นี้ นอกจากนี้ราคาค่าหุ้นอาจเคลื่อนไหวไปตามสิ่งที่เสนอในบทวิเคราะห์นี้ Maybank Kim Eng มีสิทธิใช้ข้อมูลในรายงานนี้ ก่อนที่รายงานนี้จะถูกเผยแพร่ออกไปภายใต้ขอบเขตที่กฎหมายรับรองเท่านั้น กรรมการ ,เจ้าหน้าที่ และ/หรือพนักงานของ Maybank Kim Eng ท่านหนึ่งท่านใด หรือมากกว่าหนึ่งท่าน สามารถเป็นกรรมการในบริษัทจดทะเบียนนี้ได้

บทวิเคราะห์นี้ถูกทำขึ้นมาเพื่อลูกค้าของ Maybank Kim Eng และห้ามนำไปแก้ไข ดัดแปลง แจกจ่าย และนำไปจัดทำใหม่ ไม่ว่าจะบางส่วน หรือเต็มฉบับ หากไม่ได้รับอนุญาตจาก Maybank Kim Eng เป็นการล่วงหน้า ทั้งนี้ Maybank Kim Eng และตัวแทนที่เกี่ยวข้อง จะไม่รับผิดชอบต่อผลที่ตามมาจากการกระทำของบุคคลที่ 3 ที่กระทำสิ่งที่ถูกห้ามดังกล่าว

บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้ทำขึ้นมาโดยตรง หรือมีจุดประสงค์เพื่อการแจกจ่าย หรือถูกใช้โดยสาธารณะชนทั่วไป หรือประชาชนทั้งหมดที่อาศัยในประเทศท้องถิ่นที่ออกหลักทรัพย์นี้ หรือในท้องถิ่น เมือง หรือ ประเทศอื่นๆ ที่กฎหมายในประเทศนั้นไม่อนุญาต บทวิเคราะห์นี้ทำขึ้นมาเพื่อการใช้ในประเทศที่กฎหมายอนุญาตเท่านั้น หลักทรัพย์นี้อาจจะไม่ได้ถูกรับรองการซื้อขายโดยกฎหมายทุกกฎหมาย หรือทำการซื้อขายได้สำหรับนักลงทุนทุกประเภท นักลงทุนควรใช้วิจารณญาณอย่างยิ่งในการนำคำแนะนำ หรือคำแนะนำต่างๆ ที่ได้กล่าวไว้ข้างต้นมาใช้ เนื่องจากความแตกต่างทางด้านภูมิศาสตร์ของแต่ละบุคคล และระยะเวลาในการได้รับบทวิเคราะห์นี้

### มาเลเซีย

ความเห็นหรือคำแนะนำที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้เป็น การประเมินจากด้านเทคนิค และปัจจัยพื้นฐาน โดยความเห็นทางด้านเทคนิคอาจมีความแตกต่างจากปัจจัยพื้นฐาน เนื่องจากการประเมินด้านเทคนิคได้ใช้วิธีที่ต่างกัน โดยมุ่งเน้นข้อมูลด้านราคา และปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ที่ Bursa Malaysia Securities Berhad วิเคราะห์หลักทรัพย์

### สิงคโปร์

รายงานฉบับนี้จะทำขึ้นบนวันและข้อมูลที่เกิดขึ้น ซึ่งอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ บริษัท Maybank Kim Eng Research จำกัด (“Maybank KERPL”) ในสิงคโปร์ไม่มีเจตนาที่จะต้องปรับปรุงข้อมูลต่างๆ ให้แก่ผู้รับข้อมูลนี้ การเผยแพร่ในสิงคโปร์ ผู้รับรายงานฉบับนี้จะติดต่อกับ Maybank KERPL ในสิงคโปร์ ทั้งในแง่ของการแนะนำหรือเกี่ยวข้องกับรายงานฉบับนี้ หากผู้รับรายงานฉบับนี้ไม่ได้เป็นนักลงทุน, ผู้เชี่ยวชาญทางการลงทุน หรือนักลงทุนประเภทสถาบัน (จำกัดความใน Section 4A ตามกฎหมาย Singapore Securities and Futures) ทั้งนี้ Maybank KERPL จะรับผิดชอบบนเนื้อหาที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ แต่เป็นการรับผิดชอบที่จำกัดความเขตตามกฎหมายที่กำหนด

### ไทย

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูล ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายใน ในการประเมิน

อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการ บริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจ จึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เมย์แบงก์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของ ผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

## สหรัฐอเมริกา

บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นโดย MKE เพื่อเผยแพร่ในสหรัฐฯ (“US”) สำหรับลูกค้าสถาบันในสหรัฐฯ เป็นสำคัญ (ตามคำนิยามใน Rule 15a-6 ภายใต้กฎหมาย Securities Exchange Act of 1934) โดย Maybank Kim Eng Securities USA Inc (“Maybank KESUSA”) เท่านั้น ซึ่งถือเป็น Broker-Dealer ที่ได้จดทะเบียนในสหรัฐฯ (ตามกฎหมาย Section 15 ของ Securities Exchange Act of 1934) ทั้งนี้ความรับผิดชอบในการเผยแพร่รายงานฉบับนี้ อยู่ภายใต้ Maybank KESUSA ในสหรัฐฯ เท่านั้น รายงานฉบับนี้ไม่สามารถจัดส่งถึงท่านได้ หาก MKE ไม่อนุญาต หรือภายใต้ข้อจำกัดของกฎหมายหรือหลักเกณฑ์ที่ไม่สามารถจัดส่งถึงท่านได้ ทั้งนี้ผู้ได้รับรายงานฉบับนี้จะต้องทำความเข้าใจด้วยว่า Maybank KESUSA ได้นำเสนอบทวิเคราะห์นี้ภายใต้หลักเกณฑ์ของการลงทุนที่เกี่ยวข้องกับกฎหมาย และหลักเกณฑ์การกำกับ

## อังกฤษ

เอกสารฉบับนี้ได้ถูกเผยแพร่โดย บริษัท Maybank Kim Eng Securities (London) จำกัด (“Maybank KESL”) ซึ่งได้รับอนุญาตและอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Financial Services Authority และ Informational Purposes เท่านั้น เอกสารฉบับนี้ไม่ได้มีเจตนาที่จะเผยแพร่แก่บุคคลที่ถูกจำกัดความเป็นนักลงทุนรายย่อย (Retail Client) ตามความหมายของ The Financial Services and Markets Act 2000 ภายในประเทศอังกฤษ ข้อสรุปใดๆ ที่เกิดจากบุคคลที่ 3 เพื่อเป็นความสะดวกแก่ผู้ได้รับเอกสารฉบับนี้เท่านั้น ทั้งนี้บริษัทฯ ไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อความเห็น หรือความถูกต้องดังกล่าว และการเข้าถึงข้อมูลดังกล่าวเป็นความเสี่ยงของผู้รับเอกสารเท่านั้น นอกจากนี้ผู้รับเอกสารฉบับนี้ควรปรึกษาที่ปรึกษาทางภาษีของตนเองเพื่อให้เกิดความถูกต้องในการแนวทางดังกล่าว เพราะเอกสารฉบับนี้ไม่ได้ประเมินถึงกฎหมายเฉพาะทาง, บัญชี หรือที่ปรึกษาทางด้านภาษี

## DISCLOSURES

### Legal Entities Disclosures

**มาเลเซีย:** เอกสารฉบับนี้ได้จัดทำและเผยแพร่ในประเทศมาเลเซีย โดย Maybank Investment Bank Berhad (15938-H) ซึ่งเป็นในกลุ่มเดียวกับ Bursa Malaysia Berhad และเป็นผู้ถือใบอนุญาต Capital Market and Services ที่ออกโดย The Securities Commission ในประเทศมาเลเซีย

**สิงคโปร์:** เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นและเผยแพร่ในประเทศสิงคโปร์ โดย Maybank KERPL (จดทะเบียนเลขที่ 197201256N) ภายใต้การกำกับดูแล Monetary Authority of Singapore

**อินโดนีเซีย:** PT Kim Eng Securities (“PTKES”) (จดทะเบียนเลขที่ KEP-251/PM/1992) เป็นสมาชิกของ Indonesia Stock Exchange และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ BAPEPAM LK

**ไทย:** MBKET (จดทะเบียนเลขที่ 0107545000314) เป็นสมาชิกของ The Stock Exchange of Thailand และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของกระทรวงการคลัง และกสท.

**ฟิลิปปินส์:** MATRKES (จดทะเบียนเลขที่ 01-2004-00019) เป็นสมาชิกของ The Philippines Stock Exchange และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Securities and Exchange Commission

**เวียดนาม:** บริษัท Kim Eng Vietnam Securities จำกัด (“KEVS”) (ใบอนุญาตเลขที่ 71/UBCK-GP) ซึ่งใบอนุญาตอยู่ภายใต้ The State Securities Commission of Vietnam

**ฮ่องกง:** KESHK (Central Entity No: AAD284) ภายใต้กำกับโดย The Securities and Futures Commission

**อินเดีย:** บริษัท Kim Eng Securities India Private จำกัด (“KESI”) เป็นส่วนหนึ่งของ The National Stock Exchange of India Limited (จดทะเบียนเลขที่: INF/INB 231 452435) และ Bombay Stock Exchange (จดทะเบียนเลขที่ INF/INB 011452431) ซึ่งอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ Securities and Exchange Board of India ทั้งนี้ KESI ได้จดทะเบียนกับ SEBI ประเภท 1 Merchant Broker (จดทะเบียนเลขที่ INM 000011708)

**สหรัฐฯ:** Maybank KESUSA เป็นสมาชิกที่ได้รับอนุญาต และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ FINRA – Broker ID 27861

**อังกฤษ:** Maybank KESL (จดทะเบียนเลขที่ 2377538) เป็นสมาชิกที่ได้รับอนุญาต และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Financial Services Authority

## Disclosure of Interest

**มาเลเซีย:** MKE และตัวแทนที่เกี่ยวข้อง อาจมีสถานะหรือมีความเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ในเวลาใดเวลาหนึ่ง และอาจมีกิจกรรมที่มากขึ้นในฐานะ market maker หรือ อาจเป็นผู้รับประกันการจำหน่าย หรือเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้ และอาจเป็นผู้ให้บริการด้านวาณิชธนกิจ, ให้คำปรึกษา หรือบริการอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้

**สิงคโปร์:** ณ วันที่ 12 พฤษภาคม 2558, Maybank KERPL และนักวิเคราะห์ที่วิเคราะห์หลักทรัพย์นี้ไม่มีส่วนได้เสียกับการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

**ไทย:** MBKET อาจมีธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับ หรือ มีความเป็นไปได้ที่จะเป็นผู้ออกตราสารอนุพันธ์ Derivatives Warrants บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ ดังนั้นนักลงทุนควรใช้วิจารณญาณพิจารณาถึงประเด็นนี้ ก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ MBKET หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง กรรมการ และ/หรือ พนักงาน อาจมีส่วนเกี่ยวข้อง และ/หรือ การเป็นผู้รับประกันการจำหน่ายในหลักทรัพย์ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้

**ฮ่องกง:** KESHK อาจมีความสนใจด้านการลงทุนที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้ หรือเป็นหลักทรัพย์ใหม่ที่อ้างอิงบน Paragraph 16.5 (a) ของ Hong Kong Code of Conduct for Persons Licenses โดยการกำกับของ The Securities and Futures Commission

ณ วันที่ 12 พฤษภาคม 2558, KESHK และนักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาต ไม่มีส่วนได้เสีย ในการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

ช่วง 3 ปีที่ผ่านมา MKE อาจมี หรือให้บริการแก่ผู้จัดการ หรือ ผู้ร่วมจัดการในการเสนอขายหลักทรัพย์ดังกล่าว หรือ ณ ปัจจุบัน อาจให้บริการแก่หลักทรัพย์ในตลาด แรก หรือหน่วยงานที่ได้มีการอ้างถึงในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ หรืออาจให้บริการดังกล่าวภายใน 12 เดือนข้างหน้า ซึ่งเป็นการให้คำปรึกษา หรือบริการด้านการลงทุนที่มี นัยยะสำคัญ ที่อาจเกี่ยวเนื่องกับการลงทุนทางตรงหรือทางอ้อมได้

## OTHERS

### Analyst Certification of Independence

ความถูกต้องของมุมมองที่ผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เป็นการสะท้อนถึงแนวความคิด และมุมมองของนักวิเคราะห์ และรวมถึงหลักทรัพย์หรือผู้ออกหลักทรัพย์เท่านั้น ผลตอบแทนของนักวิเคราะห์ทั้งทางตรงหรือทางอ้อมของนักวิเคราะห์ ไม่ได้ขึ้นอยู่กับกรให้คำแนะนำ หรือมุมมองผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

### คำเตือน

Structure Securities ซึ่งเป็นตราสารที่มีความซับซ้อน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในส่วนของความเสี่ยงที่สูงขึ้นนั้น มีวัตถุประสงค์ที่จะเสนอขายให้แก่นักลงทุนที่มีความรู้ ความเข้าใจ รวมถึงสามารถรับความเสี่ยงได้เป็นอย่างดี ทั้งนี้มูลค่าตลาดของตราสารประเภทนี้ อาจเปลี่ยนแปลงไปตามสภาพเศรษฐกิจ ตลาดเงินตลาดทุน การเมือง (รวมถึงอัตราดอกเบี้ย Spot / สวองหน้า และอัตราแลกเปลี่ยน), Time to Maturity, ภาวะตลาด และความผันผวน รวมถึงคุณภาพ/ ความน่าเชื่อถือของผู้ออก หรือ หลักทรัพย์อ้างอิงอื่นๆ นักลงทุนที่ให้ความสนใจในการลงทุนตราสารประเภทนี้ จะต้องเข้าใจและวิเคราะห์ถึงตราสารประเภทนี้ด้วยตนเอง และปรึกษากับผู้เชี่ยวชาญ ของตนในส่วนของความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการลงทุนในตราสารประเภทนี้

ทั้งนี้ไม่ว่าส่วนใดส่วนหนึ่งของรายงานฉบับนี้ ไม่นับญาติให้มีการคัดลอก, จัดทำสำเนา, ลอกเลียน หรือในความหมายที่ใกล้เคียง หรือการเผยแพร่ด้วย ตนเอง โดยไม่ได้รับความเห็นชอบจาก MKE

### Definition of Ratings (For MayBank Kim Eng Thailand)

Maybank Kim Eng Research uses the following rating system:

<b>BUY</b>	Return is expected to be above 10% in the next 12 months (excluding dividends)
<b>TRADING BUY/TAKE PROFIT</b>	Return is expected to be between - 10% to +10% in the next 12 months (excluding dividends).
<b>SELL</b>	Return is expected to be below -10% in the next 12 months (excluding dividends)

#### Applicability of Ratings

The respective analyst maintains a coverage universe of stocks, the list of which may be adjusted according to needs. Investment ratings are only applicable to the stocks which form part of the coverage universe. Reports on companies which are not part of the coverage do not carry investment ratings as we do not actively follow developments in these companies.

#### Some common terms abbreviated in this report (where they appear):

Adex = Advertising Expenditure	FCF = Free Cashflow	PE = Price Earnings
BV = Book Value	FV = Fair Value	PEG = PE Ratio To Growth
CAGR = Compounded Annual Growth Rate	FY = Financial Year	PER = PE Ratio
Capex = Capital Expenditure	FYE = Financial Year End	QoQ = Quarter-On-Quarter
CY = Calendar Year	MoM = Month-On-Month	ROA = Return On Asset
DCF = Discounted Cashflow	NAV = Net Asset Value	ROE = Return On Equity
DPS = Dividend Per Share	NTA = Net Tangible Asset	ROSF = Return On Shareholders' Funds
EBIT = Earnings Before Interest And Tax	P = Price	WACC = Weighted Average Cost Of Capital
EBITDA = EBIT, Depreciation And Amortisation	P.A. = Per Annum	YoY = Year-On-Year
EPS = Earnings Per Share	PAT = Profit After Tax	YTD = Year-To-Date
EV = Enterprise Value	PBT = Profit Before Tax	

## THAI INSTITUTE OF DIRECTORS ASSOCIATION (IOD) CORPORATE GOVERNANCE REPORT RATING 2014

				Score Range	Number of Logo	Description		
BAFS	IRPC	PTTEP	SIM	90-100	▲▲▲▲▲	Excellent		
BCP	IVL	PTTGC	SPALI	80-89	▲▲▲▲▲	Very Good		
BTS	KBANK	SAMART	THCOM	70-79	▲▲▲▲	Good		
CPN	KKP	SAMTEL	TISCO	60-69	▲▲▲	Satisfactory		
EGCO	KTB	SAT	TMB	50-59	▲▲	Pass		
GRAMMY	MINT	SC	TOP	Lower than 50	▲	N/A		
HANA	PSL	SCB			No logo given			
INTUCH	PTT	SE-ED						
▲▲▲▲▲								
AAV	CENDEL	GUNKUL	NKI	RATCH	TCAP	TVO		
ACAP	CFRESH	HEMRAJ	NMG	ROBINS	TF	UAC		
ADVANC	CIMBT	HMPRO	NSI	RS	THAI	VGI		
ANAN	CK	ICC	OCC	S&J	THANI	VNT		
AOT	CNT	KCE	OFM	SAMCO	TIP	WACOAL		
ASIMAR	CPF	KSL	PAP	SCC	TIPCO			
ASK	CSL	LANNA	PE	SINGER	TK			
ASP	DELTA	LH	PG	SIS	TKT			
BANPU	DRT	LHBANK	PHOL	SITHAI	TNITY			
BAY	DTAC	LOXLEY	PJW	SNC	TNL			
BBL	DTC	LPN	PM	SNP	TOG			
BECL	EASTW	MACO	PPS	SPI	TRC			
BIGC	EE	MC	PR	SSF	TRUE			
BKI	ERW	MCOT	PRANDA	SSI	TSTE			
BLA	GBX	NBC	PS	SSSC	TSTH			
BMCL	GC	NCH	PT	STA	TTA			
BROOK	GFPT	NINE	QH	SVI	TTW			
▲▲▲▲▲								
2S	BEC	DEMCO	IRCP	MOONG	PTG	SPC	TIC	UPOIC
AF	BFIT	DNA	ITD	MPG	QLT	SPCG	TICON	UT
AH	BH	EA	KBS	MTI	QTC	SPPT	TIW	UV
AHC	BJC	ESSO	KGI	NC	RCL	SST	TKS	UWC
AIT	BJCHI	FE	KKC	NTV	SABINA	STANLY	TLUXE	VIH
AJ	BOL	FORTH	KTC	NUSA	SALEE	STEC	TMI	WAVE
AKP	BTNC	FPI	L&E	NWR	SCBLIF	STPI	TMT	WHA
AKR	BWG	GENCO	LRH	NYT	SCCC	SUC	TNDT	WIN
AMANAH	CCET	GLAND	LST	OGC	SCG	SWC	TPC	WINNER
AMARIN	CGD	GLOBAL	MAJOR	OISHI	SEAFCO	SYMC	TPCORP	YUASA
AMATA	CGS	GLOW	MAKRO	PACE	SEAOIL	SYNEX	TRT	ZMICO
AP	CHOW	GOLD	MATCH	PATO	SFP	SYNTEC	TRU	
APCO	CI	HOTPOT	MBK	PB	SIAM	TASCO	TSC	
APCS	CKP	HTC	MBKET	PDI	SIRI	TBSP	TTCL	
AQUA	CM	HTECH	MEGA	PICO	SKR	TEAM	TUF	
ARIP	CMR	HYDRO	MFC	PPM	SMG	TFD	TVD	
AS	CSC	IFS	MFEC	PPP	SMK	TFI	TWFP	
ASIA	CSP	IHL	MJD	PREB	SMPC	THANA	UMI	
AYUD	CSS	INET	MODERN	PRG	SMT	THIP	UP	
BEAUTY	DCC	IRC	MONO	PRIN	SOLAR	THREL	UPF	

Source: Thai Institute of Directors (IOD)

## คำชี้แจง

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการทำกบฏแลกิจการ (Corporate Governance) นี้เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมิได้มีการใช้ข้อมูลภายใน ในการประเมิน

อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการทำกบฏแลกิจการ บริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจ จึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังจากวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เมย์แบงก์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของ ผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

