

คำแนะนำ : Take Profit (from T-Buy)

บมจ. แอสเสอรี่ (SIRI)

CGR Scoring Rating



ราคาปิด (บาท): 1.70
 ราคาเป้าหมาย (บาท): 1.64 (ไม่เปลี่ยนแปลง)

เต็มพร ดันตวิวัฒน์

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

ข้อมูลบริษัท (ณ วันที่ 16 พฤศจิกายน 2558)

Description ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์แบ่งเป็น 1. ธุรกิจเพื่อขายโดยพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยแนวราบและแนวสูง 2. ธุรกิจเพื่อให้เช่าอาคารสำนักงานและอาคารพาณิชย์ซึ่งเป็นโครงการที่ขายสิทธิการเช่าและธุรกิจบริการอสังหาริมทรัพย์ โดยแบ่งเป็นธุรกิจบริหารงานขายโครงการธุรกิจนายหน้าและบริกรด้านการบริหารและจัดการโครงการอสังหาริมทรัพย์

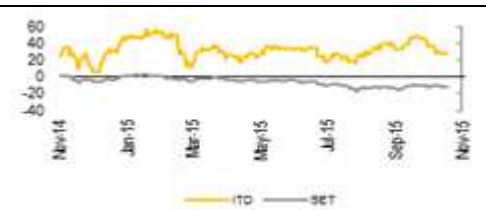
Ticker :	SIRI
หุ้นที่ออกและชำระแล้ว (ล้านหุ้น)	14,286
มูลค่าตลาด (ล้านบาท)	24,285
มูลค่าตลาด (US\$ m)	675.10
3-mth Avg Daily Turnover (ล้านบาท)	94.74
SET INDEX	1,388.62
Free float (%)	85.79

Major Shareholders :	%
บริษัทวิริยะประกันภัย จำกัด (มหาชน)	6.29
UBS AG SINGAPORE BRANCH	4.70

Key Indicators

ROE – annualised (%)	11.3
Net cash (THB m):	(25,684)
NTA/shr (THB):	2.0
Interest cover (x):	5.6

Historical Chart



Performance

52-week High/Low	THB2.12/THB1.48				
	1-mth	3-mth	6-mth	1-yr	YTD
Absolute (%)	-12.8	5.4	9.1	21.9	21.9
Relative (%)	-11.0	6.9	17.9	37.7	31.4

ได้แรงหนุนจากกำไรพิเศษอีกครั้งใน 3Q58

ประเด็นการลงทุน : เราลดน้ำหนักการลงทุนของ SIRI ลงเป็น Take Profit จากเดิมที่ Trading Buy เนื่องจากคาดว่าจะผลประกอบการของปี 2558 ได้ผ่านช่วงที่ดีที่สุดไปแล้วใน 3Q58 และจะอ่อนตัวลงใน 4Q58 รวมทั้งแนวโน้มของ EPS ในปี 2559 ที่จะกดดันทั้งจากกำไรสุทธิที่ลดลงและจาก Dilution Effect ของ SIRI-W2 ขณะที่แม้ Presales จะฟื้นตัวเด่นในปี 2558-2559 แต่เป็นแรงหนุนจากโครงการคอนโดมิเนียม JV ที่จะไม่เกิดเป็นกำไรจนกว่าจะบันทึกรายได้ในทางกลับกันจะทำให้ SIRI เกิดการบันทึกขาดทุนในช่วงปี 2558-2560

ปรับเป้า Presales ลงและเลื่อนเปิดโครงการใหม่ : SIRI ปรับเป้า Presales ของปีนี้ลงจากเดิมที่ 33,000 ล้านบาทเป็น 30,000 ล้านบาท (+243% YoY) โดยเกิดจากการเลื่อนการเปิดโครงการใหม่ออกไป 6 โครงการมูลค่า 15,000 ล้านบาท ดังนั้นในปี SIRI จะเหลือเปิดโครงการใหม่เพียง 11 โครงการมูลค่า 22,800 ล้านบาทและล่าสุดถึง 9 พ.ย. 2558 SIRI มี Presales เท่ากับ 25,709 ล้านบาท โดยแยกเป็นยอดจาก บ้านเดี่ยว 31% ทาวน์เฮาส์ 8% คอนโดมิเนียม 22% และคอนโดมิเนียม JV ที่ 39% ดังนั้นเพื่อให้ยอดถึงเป้า SIRI ต้องทำเพิ่มอีก +/- 4,300 ล้านบาทซึ่งเราคาดว่ามีโอกาสที่จะทำได้เนื่องจาก SIRI จะมีการบันทึกยอดจากโครงการคอนโดมิเนียมวิฑูซึ่งเปิดขายบางส่วนเข้ามาใน 4Q58 ประมาณ 1,100 ล้านบาท และส่วนที่เหลือจะมาจากการจัด Promotion ส่งท้ายปี

แนวโน้ม 4Q58 ไม่เด่นเท่า 3Q58 : เราคาดการณ์รายได้รวมของ SIRI ใน 4Q58 ที่ประมาณ 8,600 ล้านบาทจาก Backlog ในมือที่เด่นและรายได้จากการบริการของ JV ที่สูงขึ้น ดังนั้นเราปรับประมาณการรายได้ของปีเพิ่มขึ้น 6% เท่ากับ 35,545 ล้านบาท (+26.5% YoY) อย่างไรก็ตามกำไรสุทธิไม่เปลี่ยนแปลงเท่ากับ 3,254 ล้านบาท (-4.1% YoY) เนื่องจาก SIRI จะมีการบันทึกส่วนขาดทุนจาก JV เพิ่มขึ้นจากเดิมและคาดว่าจะไม่มีกำไรพิเศษจากการขายที่ดิน

แนวโน้มปี 2559 ไม่เติบโต : SIRI มี Backlog รอในมือที่จะบันทึกรายได้ในปี 2559 เท่ากับ 11,000 ล้านบาท และคิดเป็น Secured Revenue ของปี 2559 ที่ 30% จากประมาณการรายได้ 36,874 ล้านบาท (+3.7% YoY) ซึ่งส่วนที่จะเติมเต็มรายได้คือการขายโครงการขายที่พร้อมส่งมอบ รวมทั้งโครงการคอนโดมิเนียมวิฑู มูลค่า 7,500 ล้านบาท ที่คาดว่าจะบันทึกในปี 2559 ประมาณ 3,000 ล้านบาท อย่างไรก็ตาม SIRI จะต้องบันทึกส่วนขาดทุนจาก JV ประมาณ 580 ล้านบาททำให้ค่ากำไรสุทธิจะลดลง 8.2% เท่ากับ 2,987 ล้านบาท

ลดน้ำหนักการลงทุนเป็น Take Profit ราคาเป้าหมาย 1.64 บาท/หุ้น : จากสมมติฐานของ PER ที่ 9.3 เท่า ได้ราคาเป้าหมายที่รวม Dilution ของ SIRI-W2 ที่ราคา 1.64 บาท/หุ้น เราลดน้ำหนักการลงทุนเป็น Take Profit จากปัจจัยที่คาดว่า EPS จะถูกกดดันจากกำไรสุทธิที่ลดลงและ Dilution Effect ที่เกิดขึ้น

SIRI – Summary Earnings Table

FYE: Dc 31 (THB m)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Revenue	28,597	28,093	35,545	36,874	38,934
EBITDA	2,761	3,953	4,224	5,023	5,397
Recurring Net Profit	1,912	2,456	3,320	2,987	3,492
Net Profit	1,930	3,393	3,254	2,987	3,492
EPS (Bt)	0.19	0.25	0.21	0.18	0.19
EPS growth (%)	(47.14)	31.61	(14.50)	(17.41)	6.27
DPS (Bt)	0.10	0.12	0.11	0.09	0.09
PER	8.99	6.83	7.99	9.67	9.10
EV/EBITDA (x)	17.17	14.10	11.85	9.76	9.77
Div Yield (%)	5.67	7.03	6.26	5.17	5.49
P/BV(x)	1.02	0.93	0.90	0.86	0.82
Net Gearing (%)	176.2	131.2	83.3	60.2	53.8
ROE (%)	11.3	13.7	11.3	8.9	9.0
ROA (%)	4.0	4.1	4.4	5.9	6.0
Cons. Net Profit (THB m)	-	-	3,152	3,332	3,619

Source: Company reports and MBKET.

กำไรสุทธิเติบโต YoY และ QoQ จากกำไรพิเศษการขายที่ดิน : SIRI รายงานกำไรสุทธิโตเด่นตามคาดด้วยแรงหนุนของกำไรพิเศษการขายที่ดินให้ JV โดยรายงานรายได้ของ 3Q58 ที่ 10,551 ล้านบาท (+44.8% YoY และ +7.6% QoQ) โดยรายได้จากส่วนบริการของ JV เริ่มมีมูลค่าที่มากขึ้นจาก 2Q58 ถึง 21% อัตราการทำกำไรขึ้นต้นเฉลี่ยเท่ากับ 28.5% ดีขึ้นเล็กน้อยจาก 27.3% ใน 2Q58 แต่ต่ำกว่า 32.4% ใน 2Q57 เนื่องจาก SIRI ยังคงระบาย stock และลดราคาต่อเนื่อง ค่าใช้จ่ายอื่น ๆ ทั้ง SG&A และดอกเบี้ยจ่ายทรงตัวในระดับสูง ขณะที่ SIRI มีการบันทึกกำไรพิเศษจากการขายที่ดินให้กับ JV มูลค่า 282 ล้านบาท ทำให้ใน 3Q58 SIRI มีกำไรสุทธิเท่ากับ 1,063 ล้านบาท (34% YoY และ +18% QoQ) และทำให้รายได้รวมของ 9M58 เท่ากับ 26,847 ล้านบาท (+51.5% YoY) กำไรสุทธิเท่ากับ 2,505 ล้านบาท (+16% YoY)

Table 1 : SIRI 3Q15 earnings table

(Btmn)	3Q15	2Q15	QoQ	3Q14	YoY	9M14	9M15	Change
Sales	10,551	9,809	7.6%	7,285	44.8%	17,721	26,847	51.5%
Costs of Sales	(7,543)	(7,128)	5.8%	(4,888)	54.3%	(11,946)	(19,232)	61.0%
Gross Profit	3,008	2,681	12.2%	2,398	25.5%	5,775	7,615	31.9%
SG&A Expense	(1,734)	(1,693)	2.4%	(1,343)	29.1%	(3,971)	(4,739)	19.3%
EBIT	1,274	988	28.9%	1,055	20.8%	1,803	2,876	59.5%
Depreciation Expense	57	56	1.0%	65	-12.4%	206	170	-17.6%
EBITDA	1,331	1,044	27.4%	1,119	18.9%	2,010	3,046	51.6%
Interest Expense	(212)	(213)	-0.4%	(173)	22.7%	(465)	(613)	32.0%
Other Income (Expense)	392	359	9.3%	99	297.7%	237	1,234	420.4%
Pre-tax Profit	1,453	1,133	28.2%	980	48.3%	1,576	3,496	121.9%
Corporate Tax	(338)	(277)	22.0%	(186)	81.1%	(287)	(776)	170.8%
Pre-exceptional Profit	1,116	857	30.2%	794	40.6%	1,289	2,720	111.0%
Extraordinary Items	(54)	44	n.m.	0	n.m.	872	(217)	n/a
Minority Interest	0	0	n.m.	0	n.m.	0	0	n/a
Net Profit	1,063	901	17.9%	794	33.9%	2,161	2,505	15.9%
Normalized Profit (excl.FX&extra)	1,117	857	30.4%	794	40.7%	1,289	2,721	111.1%
EPS (Bt)	0.07	0.06	17.9%	0.08	-10.3%	0.21	0.16	-22.3%
Financial Ratio								
Gross Margin (%)	28.5%	27.3%		32.9%		32.6%	28.4%	
EBIT Margin (%)	12.1%	10.1%		14.5%		10.2%	10.7%	
EBITDA Margin (%)	12.6%	10.6%		15.4%		11.3%	11.3%	
Net Margin (%)	10.1%	9.2%		10.9%		12.2%	9.3%	

Source: Company reports and MBKET.

INCOME STATEMENT (THB mn)

FY December	2014	2015F	2016F	2017F
Revenue	28,093	35,545	36,874	38,934
EBITDA	3,953	4,224	5,023	5,397
Depreciation & Amortisation	271	234	262	267
Operating Profit (EBIT)	3,682	3,990	4,761	5,130
Interest (Exp)/Inc	(646)	(755)	(561)	(542)
Associates	(0)	(245)	(580)	(396)
One-offs	937	(67)	0	0
Pre-Tax Profit	2,456	3,565	3,567	3,888
Tax	(937)	(988)	(892)	(972)
Minority Interest	0	0	(0)	(0)
Net Profit	3,393	3,254	2,987	3,492
Recurring Net Profit	2,456	3,320	2,987	3,492
Revenue Growth %	(1.8)	26.5	3.7	5.6
EBITDA Growth (%)	43.2	6.8	18.9	7.5
EBIT Growth (%)	46.0	8.4	19.3	7.8
Net Profit Growth (%)	75.8	(4.1)	(8.2)	16.9
Recurring Net Profit Growth (%)	28.4	35.2	(10.0)	16.9
Tax Rate %	28%	22%	20%	20%

BALANCE SHEET (THB mn)

FY December	2014	2015F	2016F	2017F
Fixed Assets	7,867	3,805	5,668	6,364
Other LT Assets	462	444	461	487
Cash/ST Investments	3,051	994	1,395	1,600
Other Current Assets	137	148	153	162
Total Assets	73,147	64,892	66,334	73,319
ST Debt	5,610	1,850	1,834	1,918
Other Current Liabilities	220	193	200	211
LT Debt	19,980	14,731	10,031	8,448
Other LT Liabilities	145	0	0	0
Minority Interest	0	0	(0)	(0)
Shareholders' Equity	24,816	28,867	33,500	38,925
Total Liabilities-Capital	73,147	64,892	66,334	73,319
Share Capital (m)	19,285	19,285	19,285	19,285
Gross Debt/(Cash)	35,621	25,052	21,552	22,552
Net Debt/(Cash)	34,579	25,684	21,766	22,645
Working Capital	37,712	40,313	38,345	41,456
BVPS	1.82	1.89	1.97	2.08

CASH FLOW (THB mn)

FY December	2014	2015F	2016F	2017F
Profit before taxation	2,456	3,565	3,567	3,888
Depreciation	271	234	262	267
Net interest receipts/(payments)	(646)	(755)	(561)	(542)
Working capital change	(2,629)	1,684	1,175	(5,589)
Cash tax paid	(937)	(988)	(892)	(972)
Others (incl'd exceptional items)	2,520	1,420	830	1,076
Cash flow from operations	1,035	5,161	4,381	(1,872)
Capex	6,382	3,503	5,397	6,066
Disposal/(purchase)	0	0	0	0
Others	(7,396)	(567)	(7,506)	(7,005)
Cash flow from investing	(1,014)	2,937	(2,109)	(940)
Debt raised/(repaid)	3,435	(10,569)	(3,500)	1,000
Equity raised/(repaid)	4381	704	1703	1703
Dividends (paid)	(984)	(1,629)	(1,627)	(1,493)
Interest payments	(646)	(755)	(561)	(542)
Others	(3,974)	2,525	1,547	1,781
Cash flow from financing	2,212	(9,723)	(2,438)	2,449
Change in cash	932	(2,058)	402	205

RATES & RATIOS

FY December	2014	2015F	2016F	2017F
Gross margin %	32.7	28.7	31.9	32.2
EBITDA Margin %	14.1	11.9	13.6	13.9
Op. Profit Margin %	13.1	11.2	12.9	13.2
Net Profit Margin %	12.1	9.2	8.1	9.0
ROE %	13.7	11.3	8.9	9.0
ROA %	4.1	4.4	5.9	6.0
Net Margin Ex. EI %	8.7	9.3	8.1	9.0
Dividend Cover (x)	2.1	2.0	2.0	2.0
Interest Cover (x)	6.1	5.6	9.0	10.0
Asset Turnover (x)	0.4	0.5	0.6	0.6
Asset/Debt (x)	0.1	0.1	0.1	0.1
Debtors Turn (days)	41.1	30.6	32.4	31.5
Creditors Turn (days)	0.6	0.5	1.0	2.0
Inventory Turn (days)	991.1	821.3	810.8	793.7
Net Gearing %	131.2	83.3	60.2	53.8
Debt/ EBITDA (x)	12.2	8.5	6.5	6.4
Debt/ Market Cap (x)	3.77	2.81	2.56	2.68

Source: Company reports and MBKET

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 สถานะทางการเงิน และความต้องการส่วนบุคคลของนักลงทุนที่ได้รับหรืออ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เพราะฉะนั้น นักลงทุนจึงควรใช้วิจารณญาณ ในการอ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

การจัดทำรายงานฉบับนี้ ได้อ้างอิงมาจากแหล่งข้อมูลที่ได้รับการยอมรับว่ามีความน่าเชื่อถือ แต่ไม่ได้เป็นการรับรองจาก Maybank Investment Bank Berhad และบริษัทย่อยและในเครือ) รวมเรียก “Maybank Kim Eng”) ผลที่ตามมาทั้งในส่วนของความแม่นยำ หรือเรียบริยสมมุติฐานจึงไม่ได้เป็นความรับผิดชอบจากทาง 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 และยังขึ้นอยู่กับความเสี่ยงและความไม่แน่นอนที่จะทำให้ผลการดำเนินงานที่แท้จริงแตกต่างไปจากที่คาดการณ์ได้อย่างมีนัยยะสำคัญ นักลงทุนจึงไม่ควรใช้การคาดการณ์ล่วงหน้านี้เป็นหลักในการตัดสินใจลงทุนหลังจากวันที่บทวิเคราะห์ถูกเผยแพร่ออกไป Maybank Kim Eng ไม่ถือเป็นการผูกพันในการปรับประมาณการ หากมีข้อมูลใหม่หรือเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดขึ้น

Maybank Kim Eng รวมถึงเจ้าหน้าที่ , กรรมการ และพนักงาน ซึ่งรวมถึงหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับการจัดทำ หรือการเผยแพร่บทวิเคราะห์นี้ อาจมีส่วนร่วม หรือมีสิทธิลงทุนในหุ้นตัวนี้ หรือ มีส่วนได้เสียต่างๆ กับผู้ที่ออกหลักทรัพย์นี้ นอกจากนี้ราคาหุ้นอาจเคลื่อนไหวไปตามสิ่งที่เสนอในบทวิเคราะห์นี้ 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

ความเห็นหรือคำแนะนำที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้เป็นผลการประเมินจากด้านเทคนิค และปัจจัยพื้นฐาน โดยความเห็นทางด้านเทคนิคอาจมีความแตกต่างจากปัจจัยพื้นฐาน เนื่องจากการประเมินด้านเทคนิคได้ใช้วิธีที่ต่างกัน โดยมุ่งเน้นข้อมูลด้านราคา และปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ที่ Bursa Malaysia Securities Berhad วิเคราะห์หลักทรัพย์

สิงคโปร์

รายงานฉบับนี้จะทำขึ้นบนวันและข้อมูลที่เกิดขึ้น ซึ่งอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ บริษัท Maybank Kim Eng Research จำกัด (“Maybank KERPL”) ในสิงคโปร์ไม่มีเงื่อนไขที่จะต้องปรับปรุงข้อมูลต่างๆ ให้แก่ผู้รับข้อมูลนี้ การเผยแพร่ในสิงคโปร์ ผู้รับรายงานฉบับนี้จะติดต่อกับ Maybank KERPL ในสิงคโปร์ ทั้งนี้ในแง่ของการแนะนำหรือเกี่ยวข้องกับรายงานฉบับนี้ 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 และเป็นข้อมูลให้ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมิได้มีการใช้ข้อมูลภายใน 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 นอกจากนี้ผู้รับเอกสารฉบับนี้ควรปรึกษาที่ปรึกษาทางภาษีของตนเองเพื่อให้เกิดความถูกต้องในการแนวทางการดังกล่าว 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 17 พฤศจิกายน 2558, Maybank KERPL และนักวิเคราะห์ที่วิเคราะห์หลักทรัพย์นี้ไม่มีส่วนได้เสียกับการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

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

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

ณ วันที่ 17 พฤศจิกายน 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 ไม่ได้ขึ้นอยู่กับ การให้คำแนะนำ 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:

BUY	Return is expected to be above 10% in the next 12 months (excluding dividends)
TRADING BUY/TAKE PROFIT	Return is expected to be between - 10% to +10% in the next 12 months (excluding dividends).
SELL	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 2015

					Score Range	Number of Logo	Description
ADVANC	GRAMMY	MCOT	RATCH	THCOM	90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
BAFS	HANA	MINT	ROBINS	TISCO	80-89	▲▲▲▲	Very Good
BCP	HMPRO	MONO	SAMART	TKT	70-79	▲▲▲	Good
BIGC	INTUCH	NKI	SAMTEL	TMB	60-69	▲▲	Satisfactory
BTS	IRPC	PHOL	SAT	TOP	50-59	▲	Pass
CK	IVL	PPS	SC	VGI	Lower than 50	No logo given	N/A
CPN	KBANK	PS	SCB	WACOAL			
DRT	KCE	PSL	SCC				
DTAC	KKP	PTT	SE-ED				
DTC	KTB	PTTEP	SIM				
EASTW	LHBANK	PTTGC	SNC				
EGCP	LPN	QTC	SPALI				

AAV	BKI	DEMCO	LANNA	PAP	SCG	SVI	TK	TTCL	
ACAP	BLA	ECF	LH	PDI	SEAFSCO	SWC	TKS	TTW	
AGE	BMCL	EE	LOXLEY	PE	SFP	SYMC	TMI	TU	
AHC	BOL	ERW	LRH	PG	SIAM	SYNTEC	TMILL	TVD	
AKP	BROOK	GBX	MACO	PJW	SINGER	TASCO	TMT	TVO	
AMATA	BWG	GC	MBK	PM	SIS	TBSP	TNDT	TWFP	
ANAN	CENTEL	GFPT	MC	PPP	SITHAI	TCAP	TNITY	TWS	
AOT	CFRESH	GLOBAL	MEGA	PR	SMK	TF	TNL	UAC	
APCS	CHO	GUNKUL	MFEC	PRANDA	SMPC	TGCI	TOG	UT	
ARIP	CIMBT	HEMRAJ	NBC	PREB	SMT	THAI	TPC	UV	
ASIMAR	CM	HOTPOT	NCH	PT	SNP	THANA	TPCORP	VNT	
ASK	CNT	HYDRO	NINE	PTG	SPI	THANI	TRC	WAVE	
ASP	COL	ICC	NSI	Q-CON	SSF	THIP	TRU	WINNER	
BANPU	CPF	ICHI	NTV	QH	SSI	THRE	TRUE	YUASA	
BAY	CPI	INET	OCC	RS	SSSC	THREL	TSC	ZMICO	
BBL	CSL	IRC	OGC	S&J	SST	TICON	TSTE		
BDMS	DCC	KSL	OISHI	SABINA	STA	TIP	TSTH		
BECL	DELTA	KTC	OTO	SAMCO	STEC	TIPCO	TTA		

2S	BKD	FPI	KKC	MTLS	RCL	SUC	UPOIC		
AEC	BTNC	FSMART	KTIS	NC	RICHY	SUSCO	UREKA		
AEONTS	CBG	FSS	KWC	NOK	RML	SUTHA	UWC		
AF	CGD	FVC	KYE	NUSA	RPC	SYNEX	VIBHA		
AH	CHG	GCAP	L&E	NWR	S	TAE	VIH		
AIRA	CHOW	GENCO	LALIN	NYT	SALEE	TAKUNI	VPO		
AIT	CI	GL	LHK	OCEAN	SAPPE	TCC	WHA		
AJ	CITY	GLAND	LIT	PACE	SAWAD	TCCC	WIN		
AKR	CKP	GLOW	LIVE	PATO	SCCC	TCJ	XO		
AMANAH	CNS	GOLD	LST	PB	SCN	TEAM			
AMARIN	CPALL	GYT	M	PCA	SCP	TFD			
AP	CPL	HTC	MAJOR	PCSGH	SEAOIL	TFI			
APCO	CSC	HTECH	MAKRO	PDG	SIRI	TIC			
AQUA	CSP	IEC	MATCH	PF	SKR	TIW			
AS	CSS	IFEC	MATI	PICO	SMG	TLUXE			
ASIA	CTW	IFS	MBKET	PL	SOLAR	TMC			
AUCT	DNA	IHL	M-CHAI	PLANB	SORKON	TMD			
AYUD	EARTH	IRCP	MFC	PLAT	SPA	TOPP			
BA	EASON	ITD	MILL	PPM	SPC	TPCH			
BEAUTY	ECL	JSP	MJD	PRG	SPCG	TPIPL			
BEC	EFORL	JTS	MK	PRIN	SPPT	TRT			
BFIT	ESSO	JUBILEE	MODERN	PSTC	SPVI	TSE			
BH	FE	KASET	MOONG	PTL	SRICHA	TSR			
BIG	FIRE	KBS	MPG	PYLON	SSC	UMI			
BJC	FOCUS	KCAR	MSC	QLT	STANLY	UP			
BJCHI	FORTH	KGI	MTI	RCI	STPI	UPF			

Source: Thai Institute of Directors (IOD)

คำชี้แจง

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

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

ฝ่ายวิจัยหลักทรัพย์ของ บมจ.หลักทรัพย์ เมย์แบงก์ กิมเอ็ง ประเทศไทย (มี 2 ทีม คือ ฝ่ายวิจัย สำหรับนักลงทุนในประเทศ) Maybank Kim Eng Thailand) และ ฝ่ายวิจัยนักลงทุนสถาบันต่างประเทศ) Maybank Kim Eng Institutional Research) อันมีเหตุผลมาจากลักษณะที่แตกต่างในด้าน ลักษณะผู้ลงทุน วัตถุประสงค์ และ กลยุทธ์ ทำให้คำแนะนำ และ/หรือ ราคาเป้าหมายอาจมีความแตกต่างกัน โดย Maybank Kim Eng Thailand มีวัตถุประสงค์ที่จะทำบทวิเคราะห์เพื่อสนับสนุนข้อมูลการลงทุนแก่นักลงทุนในประเทศ) ท่านสามารถดูรายละเอียดได้จาก <http://kelive.maybank-ke.co.th> ในขณะที่ Maybank Kim Eng Institutional Research สำหรับนักลงทุนสถาบันต่างประเทศเท่านั้น.

