

**ถือ (Unchanged)**

ราคาปิด (บาท): 59.00  
 ราคาเป้าหมาย (บาท): 67.50 (จาก 71.00 บาท)

**สุทธิชัย คุ้มวรชัย**

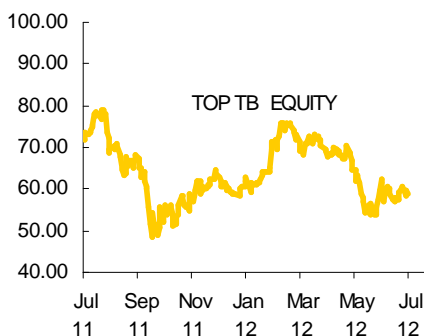
http://www.maybank-ke.co.th  
 (02) 658-6300

**ข้อมูลบริษัท**

**Description** : ธุรกิจโรงกลั่นน้ำมันแบบ Complex refinery ที่ จ. ชลบุรี เพื่อผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมสำเร็จรูป โดยมีระบบการกลั่นและการดำเนินการธุรกิจในระดับสูงเชื่อมโยงกับธุรกิจผลิตสารพาราไซลีน ธุรกิจผลิตน้ำมันหล่อลื่นพื้นฐาน และลงทุนในธุรกิจเกี่ยวเนื่อง

Ticker :	TOP
หุ้นที่ออกและชำระแล้ว (ล้านหุ้น)	2,040
มูลค่าตลาด (ล้านบาท)	120,362
มูลค่าตลาด (US\$m)	3,790
3-mth Avg Daily Turnover (ล้านบาท)	674.38
SET INDEX	1,208.67
Free float (%)	49.96

<b>Major Shareholders :</b>	%
บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน)	49.10
บริษัท ไทยเอ็นวีดีอาร์ จำกัด	5.50

**Historical Chart**

**Performance**

52-week High/Low	Bt79.50/Bt46.75				
	1-mth	3-mth	6-mth	1-yr	YTD
Absolute (%)	-5.6	-12.9	-4.1	-17.8	0.9
Relative (%)	-9.6	-16.8	-16.5	-27.7	-14.4

**บมจ. ไทยออยล์ (TOP)**
**ผลประกอบการ 2Q55 ถูกกระทบจากขาดทุนจากสต็อก**

**ประเด็นการลงทุน** : แม้คาดผลประกอบการ 2Q55 จะออกมาขาดทุนถึง 6,070 ล้านบาท แต่สาเหตุหลักเกิดจากผลขาดทุนสต็อกน้ำมัน แนวโน้มผลประกอบการ 3Q55 คาดจะพลิกกลับมาเป็นมีกำไรในระดับปกติที่ 3,000-4,000 ล้านบาท ตามมุมมองของเราต่อราคาน้ำมันปัจจุบันที่คาดจะมี Downside จำกัด (ไม่มีผลขาดทุนจากสต็อกน้ำมันอย่างมีนัยยะสำคัญ) อย่างไรก็ตามเรายังไม่เห็นปัจจัยบวกต่อค่าการกลั่นในระยะสั้น แต่ราคาน้ำมันมีอาจปรับตัวเพิ่มขึ้นตามฤดูกาลในช่วงปลายปี ยังคงแนะนำ ถือ ราคาเป้าหมาย 67.50 บาท อ้างอิง PBV12 ที่ 1.67 เท่า

**คาดผลประกอบการ 2Q55 ถูกกระทบจากขาดทุนสต็อกน้ำมัน** : เราคาด TOP จะรายงานผลประกอบการออกมาเป็นขาดทุนสุทธิ 6,070 ล้านบาท ลดลงจากที่มีกำไร 3,245 ล้านบาท และ 7,226 ล้านบาท ใน 2Q54 และ 1Q55 ตามลำดับ ผลกระทบหลักมาจากผลขาดทุนจากสต็อกน้ำมันและการปรับลดราคาสินค้าคงคลังให้เป็นราคาตลาดที่คาดว่าจะสูงถึง 10.3 เหรียญต่อบาร์เรล หรือประมาณ 8,000 ล้านบาท ค่าการกลั่นฐานคาดปรับเพิ่มขึ้น 5.0% QoQ เป็น 4.2 เหรียญต่อบาร์เรล เนื่องจาก ความสูญเสียเชื้อเพลิงในระบบ Crude premium และขาดทุนจาก LPG ที่ลดลง ส่งผลให้ค่าการกลั่นรวมอยู่ที่ -6.1 เหรียญต่อบาร์เรลลดลงจาก 4.4 และ 9.0 เหรียญต่อบาร์เรล ใน 2Q54 และ 1Q55 ตามลำดับ ส่วนต่าง PX-ULG95 อยู่ที่ 381 เหรียญต่อตัน (-14.6% YoY, -21.0% QoQ) ส่วนต่าง BZ-ULG95 อยู่ที่ 85 เหรียญต่อตัน (-1.2% YoY, +18.1% QoQ) ธุรกิจน้ำมันหล่อลื่นพื้นฐานส่วนต่างราคา 500SN-HSFO อยู่ที่ 623 เหรียญต่อตัน (-20.2% YoY, +24.6% QoQ) เราคาดกำไรขั้นต้นจากทุกธุรกิจ (Accounting GIM) อยู่ที่ -3.2 เหรียญต่อบาร์เรล ลดจาก 8.0 และ 11.7 เหรียญต่อบาร์เรล ใน 2Q54 และ 1Q55 ตามลำดับ

**ปรับลดประมาณการสะท้อนแนวโน้มอุตสาหกรรมที่อ่อนกว่าคาด** : เราปรับลดประมาณการปี 2555-56 ลง 18.4-27.3% เหลือ 9,830 ล้านบาท และ 11,276 ล้านบาท ตามลำดับ สะท้อนผลขาดทุนจากสต็อกน้ำมันจำนวนมากใน 2Q55 และแนวโน้มอุตสาหกรรมที่อ่อนแอกว่าคาดจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก ในปี 2555 เราปรับลดสมมติฐานค่าการกลั่นลง 14.2% เป็น 4.55 เหรียญต่อบาร์เรล ส่วนใหญ่มาจากขาดทุนสต็อกน้ำมัน 0.7 เหรียญต่อบาร์เรล และปรับลดส่วนต่างราคา PX-ULG95 และ 500SN-HSFO ลง 10% และ 7.7% สำหรับปี 2556 ปรับลดสมมติฐานค่าการกลั่นลง 8.7% เหลือ 5.25 เหรียญต่อบาร์เรล ในส่วนของผลประโยชน์ทางภาษีที่เราเคยระบุไว้ว่าเป็น Upside ต่อประมาณการ ถูกหักล้างจากผลขาดทุนใน 2Q55 ทำให้ TOP ยังไม่สามารถนำสิทธิประโยชน์จาก BOI มาใช้ได้ 1H55

**คงคำแนะนำ ถือ ด้วยราคาเป้าหมายใหม่ 67.50 บาท** : จากผลประกอบการ 2Q55 ที่คาดจะออกมาขาดทุนมากกว่าที่เคยประเมินไว้ในช่วงกลางเดือน มิ.ย. เราปรับประมาณการถ่วงและกระทบต่อคาดการณ์เงินปันผลสำหรับ 1H55 จากที่คาดไว้เดิมที่ 1.00 บาท เหลือ 0.50 บาท เราคาดว่าราคาน้ำมันมี Downside จำกัด และเชื่อว่าแนวโน้มผลประกอบการ 3Q55 จะพลิกกลับมาเป็นมีกำไรปกติ 3,000-4,000 ล้านบาท (ไม่มีผลกระทบจากสต็อกน้ำมัน) เราคงคำแนะนำ ถือ ด้วยราคาเป้าหมายใหม่ 67.50 บาท อ้างอิง PBV12 ที่ 1.67 เท่า (ค่าเฉลี่ยของ TOP 5 ปีที่ผ่านมา)

**TOP – Summary Earnings Table**

FYE: Dec 31 (Btmn)	2009	2010	2011	2012F	2013F
Revenue	284,123	318,391	446,241	452,959	451,377
EBITDA	20,245	14,770	27,078	20,024	20,926
Recurring Net Profit	10,848	5,629	15,288	9,877	11,276
Recurring Basic EPS (Bt)	5.32	2.76	7.49	4.84	5.53
EPS growth (%)	119.3	(48.1)	171.6	(35.4)	14.2
DPS (Bt)	2.55	2.00	3.30	2.18	2.49
PER	9.98	13.44	8.10	12.24	10.67
EV/EBITDA (x)	7.82	10.32	5.49	7.04	6.16
Div Yield (%)	4.32	3.39	5.59	3.70	4.22
P/BV(x)	1.80	1.72	1.51	1.46	1.35
Net Gearing (%)	51.20	42.75	33.21	18.02	2.37
ROE (%)	19.19	13.08	19.85	12.14	13.12
ROA (%)	11.17	7.68	11.98	7.73	8.77

Source: Company reports and KELIVE Research estimates

Table 1: TOP 1Q12 earnings summary

Bt mn	2Q12F	2Q11	YoY (%)	1Q12	QoQ (%)	2012F	2011	YoY (%)
Sales revenue	103,103	109,167	(5.6)	117,087	(11.9)	452,959	446,241	1.5
Gross profit	(5,369)	5,241	(202.4)	7,311	(173.4)	15,522	22,933	(32.3)
SG&A	(567)	(631)	(10.1)	(569)	(0.3)	(2,206)	(2,460)	(10.3)
EBITDA	(4,163)	6,307	(166.0)	8,384	(149.7)	20,024	27,078	(26.1)
Interest expense	(544)	(524)	3.9	(534)	2.0	(1,916)	(2,126)	(9.9)
Corporate tax	607	(1,252)	N.A.	(634)	N.A.	(2,757)	(5,274)	(47.7)
Forex gain (loss)	(516)	27	(2,026.1)	1,156	(144.6)	(47)	(82)	(42.9)
<b>Net profit</b>	<b>(6,070)</b>	<b>3,245</b>	<b>(287.1)</b>	<b>7,226</b>	<b>(184.0)</b>	<b>9,830</b>	<b>14,853</b>	<b>(33.8)</b>
Normalized profit	(5,554)	3,407	(263.0)	5,844	(195.0)	9,877	15,288	(35.4)
EPS (Bt)	(3.0)	1.6	(287.8)	3.5	(184.3)	4.8	7.3	(33.8)
Percent	2Q12F	2Q11	YoY	1Q12	QoQ	2012F	2011	YoY
Gross margin	(5.2)	4.8	(10.0)	6.2	(11.5)	3.4	5.1	(1.7)
EBITDA Margin (%)	(4.0)	5.8	(9.8)	7.2	(11.2)	4.4	6.1	(1.6)
Net margin, excl fx	(5.4)	3.1	(8.5)	5.0	(10.4)	2.2	3.4	(1.2)

Source: Company reports and KELIVE Research estimates

Table 2: Key earnings drivers

Key assumptions	2Q12F	2Q11	YoY (%)	1Q12	QoQ (%)
Accounting GRM (US\$/bbl)	(6.1)	4.4	(238.6)	9.0	(167.8)
Stock gain/loss (US\$/bbl)	(10.3)	0.1	N.A.	5.0	(306.0)
PX - ULG95 (US\$/ton)	381	446	(14.6)	482	(21.0)
Benzene - ULG95 (US\$/tonne)	85	86	(1.2)	72	18.1
500 SN - HSFO (US\$/tonne)	623	781	(20.2)	500	24.6
Market GIM (US\$/bbl)	7.1	7.9	(10.1)	6.7	6.0
Accounting GIM (US\$/bbl)	(3.2)	8.0	(140.0)	11.7	(127.4)

Source: Company reports and KELIVE Research estimates

Table 3: Earnings revision

	2012			2013		
	Current	Previous	% Change	Current	Previous	% Change
Market GRM (US\$/bbl)	5.25	5.3	(0.9)	5.25	5.75	(8.7)
Accounting GRM (US\$/bbl)	4.55	5.3	(14.2)	5.25	5.25	0.0
PX-ULG95 (US\$/tonne)	450	500	(10.0)	400	400	0.0
500SN-HSFO (US\$/tonne)	600	650	(7.7)	550	550	0.0
Net profit (Bt mn)	9,830	13,519	(27.3)	11,276	13,824	(18.4)

Source: Company reports and KELIVE Research estimates

Table 4: Peer comparison

Name	Country	2012					
		PER	Earnings growth	PBV	ROE	EV/EBITDA	Dividend yield
		(times)	(Percent)	(times)	(Percent)	(times)	(Percent)
Bharat	India	23.4	(24.0)	1.7	7.2	12.4	1.4
Hindustan	India	13.0	(30.1)	0.9	5.6	14.7	2.3
Indian Oil	India	10.8	(26.2)	1.1	8.6	9.2	2.5
Reliance	India	11.4	0.2	1.3	12.6	7.1	1.2
Shell Refining	Malaysia	10.9	52.6	1.2	N.A.	7.7	5.3
Caltex Australia	Australia	11.4	18.8	1.4	14.0	6.3	3.8
<b>Average</b>	<b>Asia</b>	<b>13.5</b>	<b>(1.4)</b>	<b>1.3</b>	<b>9.6</b>	<b>9.6</b>	<b>2.7</b>
BCP	Thailand	8.3	(38.5)	0.9	12.6	6.4	4.6
IRPC	Thailand	11.8	(4.6)	0.9	8.4	10.3	4.5
ESSO	Thailand	8.4	1.3	1.3	14.7	8.7	4.5
TOP	Thailand	8.8	(12.4)	1.4	16.3	5.7	5.0
<b>Average</b>	<b>Thailand</b>	<b>9.4</b>	<b>(13.5)</b>	<b>1.1</b>	<b>13.0</b>	<b>7.8</b>	<b>4.7</b>

Source: Bloomberg

**INCOME STATEMENT (Btmn)**

<b>FY December</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012F</b>	<b>2013F</b>
Revenue	318,391	446,241	452,959	451,377
EBITDA	14,770	27,078	20,024	20,926
Depreciation & Amortisation	6,662	6,604	6,709	6,758
<b>Operating Profit (EBIT)</b>	<b>8,108</b>	<b>20,474</b>	<b>13,315</b>	<b>14,169</b>
Interest (Exp)/Inc	(1,796)	(2,126)	(1,916)	(1,886)
Associates	(72)	37	41	45
One-offs	3,327	(435)	(47)	0
<b>Pre-Tax Profit</b>	<b>8,946</b>	<b>20,879</b>	<b>12,822</b>	<b>14,223</b>
Tax	(3,035)	(5,274)	(2,757)	(2,631)
Minority Interest	(209)	(354)	(229)	(360)
<b>Net Profit</b>	<b>8,956</b>	<b>14,853</b>	<b>9,830</b>	<b>11,276</b>
<b>Recurring Net Profit</b>	<b>5,629</b>	<b>15,288</b>	<b>9,877</b>	<b>11,276</b>
Revenue Growth %	12.1	40.2	(0.2)	(0.4)
EBITDA Growth (%)	(27.0)	83.3	(26.1)	4.5
EBIT Growth (%)	(40.8)	152.5	(35.0)	6.4
Net Profit Growth (%)	(25.7)	65.8	(33.8)	14.7
Recurring Net Profit Growth (%)	(48.1)	171.6	(35.4)	14.2
Tax Rate %	33.9	25.3	21.5	18.5

**BALANCE SHEET (Btmn)**

<b>FY December</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012F</b>	<b>2013F</b>
Fixed Assets	67,384	65,132	59,235	53,492
Other LT Assets	5,040	5,807	5,078	4,713
Cash/ST Investments	14,035	19,292	26,540	32,540
Other Current Assets	60,689	64,857	68,343	68,540
<b>Total Assets</b>	<b>147,148</b>	<b>155,087</b>	<b>159,196</b>	<b>159,285</b>
ST Debt	460	615	0	0
Other Current Liabilities	26,914	26,285	33,127	28,137
LT Debt	41,062	39,970	34,652	32,638
Other LT Liabilities	3,142	3,183	3,108	3,040
Minority Interest	0	0	0	0
Shareholders' Equity	75,570	85,034	88,309	95,471
<b>Total Liabilities-Capital</b>	<b>147,148</b>	<b>155,087</b>	<b>159,196</b>	<b>159,285</b>
Share Capital (m)	20,400	20,400	20,400	20,400
Gross Debt/(Cash)	44,023	45,688	41,409	34,652
Net Debt/(Cash)	29,989	26,396	14,869	2,112
Working Capital	85,101	86,039	94,713	94,663

**CASH FLOW (Btmn)**

<b>FY December</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012F</b>	<b>2013F</b>
Profit before taxation	8,946	20,879	12,822	14,223
Depreciation	6,662	6,604	6,709	6,758
Net interest receipts/(payments)	(1,796)	(2,126)	(1,916)	(1,886)
Working capital change	(1,896)	(7,397)	1,702	(446)
Cash tax paid	(3,035)	(5,274)	(2,757)	(2,631)
Others (exceptional items)	3,468	2,798	1,893	1,886
<b>Cash flow from operations</b>	<b>12,348</b>	<b>15,484</b>	<b>18,454</b>	<b>17,904</b>
Capex	(6,189)	(5,475)	(538)	(1,059)
Disposal/(purchase)	0	0	0	0
Others	0	0	0	0
<b>Cash flow from investing</b>	<b>(6,189)</b>	<b>(5,475)</b>	<b>(538)</b>	<b>(1,059)</b>
Debt raised/(repaid)	589	1,665	(4,279)	(6,756)
Equity raised/(repaid)	0	0	0	0
Dividends (paid)	(4,678)	(2,564)	(6,929)	(4,474)
Interest payments	(1,796)	(2,126)	(1,916)	(1,886)
Others	4,523	(1,725)	2,457	2,272
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(1,363)</b>	<b>(4,751)</b>	<b>(10,667)</b>	<b>(10,844)</b>
Change in cash	4,796	5,258	7,248	6,000

**RATES & RATIOS**

<b>FY December</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012F</b>	<b>2013F</b>
EBITDA Margin %	4.64	6.07	4.42	4.64
Op. Profit Margin %	2.55	4.59	2.94	3.14
Net Profit Margin %	2.81	3.33	2.17	2.50
ROE %	13.08	19.85	12.14	13.12
ROA %	7.68	11.98	7.73	8.77
Net Margin Ex. EI %	1.77	3.43	2.18	2.50
Dividend Cover (x)	2.20	2.21	2.21	2.22
Interest Cover (x)	4.51	9.63	6.95	7.51
Asset Turnover (x)	2.66	3.48	3.59	3.44
Asset/Debt (x)	2.06	2.21	2.25	2.50
Debtors Turn (days)	21.93	21.42	22.00	22.00
Creditors Turn (days)	22.50	14.89	20.00	20.00
Inventory Turn (days)	39.11	29.35	30.00	30.00
Net Gearing %	42.75	33.21	18.02	2.37
Debt/ EBITDA (x)	2.03	0.97	0.74	0.10
Debt/ Market Cap (x)	0.25	0.22	0.12	0.02

Source: Company reports and KELIVE Research estimates

## 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 หรือเรียบบร้อยสมบูรณ์ จึงไม่ได้เป็นความรับผิดชอบจากทาง 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 นักลงทุนจึงไม่ควรใช้การคาดการณ์ล่วงหน้านี้เป็นหลักในการตัดสินใจลงทุน หลังจากวันที่บทวิเคราะห์ถูกเผยแพร่ออกไป Maybank Kim Eng ไม่ถือเป็นภาระผูกพันในการปรับประมาณการ หากมีข้อมูลใหม่หรือเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดขึ้น

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

ความเห็นหรือคำแนะนำที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้เป็นที่ประเมินจากด้านเทคนิค 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 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 และเป็นข้อมูลให้ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมิได้มีการใช้ข้อมูลภายใน ในการประเมิน

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

## 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:** เอกสารฉบับนี้ได้จัดทำขึ้นและเผยแพร่ในประเทศสิงคโปร์ 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 และกต.

**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 กรกฎาคม 2555, 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 12 กรกฎาคม 2555, KESHK และนักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาต ไม่มีส่วนได้เสีย ในการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

ช่วง 3 ปีที่ผ่านมา MKE อาจมี หรือให้บริการแก่ผู้จัดการ หรือ ผู้ร่วมจัดการในการเสนอขายหลักทรัพย์ดังกล่าว หรือ ณ ปัจจุบัน อาจให้บริการแก่หลักทรัพย์ในตลาดแรก หรือหน่วยงานที่ได้มีการอ้างถึงในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ หรืออาจให้บริการดังกล่าวภายใน 12 เดือนข้างหน้า ซึ่งเป็นการให้คำปรึกษา หรือบริการด้านการลงทุนที่มีนัยยะสำคัญ ที่อาจเกี่ยวเนื่องกับการลงทุนทางตรงหรือทางอ้อมได้

## OTHERS

### Analyst Certification of Independence

ความถูกต้องของมุมมองที่ผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เป็นการสะท้อนถึงแนวความคิด และมุมมองของนักวิเคราะห์ และรวมถึงหลักทรัพย์หรือผู้ออกหลักทรัพย์เท่านั้น ผลตอบแทนของนักวิเคราะห์ทั้งทางตรงหรือทางอ้อมของนักวิเคราะห์ ไม่ได้ขึ้นอยู่กับ การให้คำแนะนำ หรือมุมมองผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

### คำเตือน

Structure Securities ซึ่งเป็นตราสารที่มีความซับซ้อน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในส่วนของความเสี่ยงที่สูงขึ้นนั้น มีวัตถุประสงค์ที่จะเสนอขายให้แก่นักลงทุนที่มีความรู้ความเข้าใจ รวมถึงสามารถรับความเสี่ยงได้เป็นอย่างดี ทั้งนี้มูลค่าตลาดของตราสารประเภทนี้ อาจเปลี่ยนแปลงไปตามสภาพเศรษฐกิจ ตลาดเงินตลาดทุน การเมือง (รวมถึงอัตราดอกเบี้ย Spot / ล่วงหน้า และอัตราแลกเปลี่ยน), Time to Maturity, ภาวะตลาด และความผันผวน รวมถึงคุณภาพ/ ความน่าเชื่อถือของผู้ออก หรือหลักทรัพย์อ้างอิงนั้นๆ นักลงทุนที่ให้ความสนใจในการลงทุนตราสารประเภทนี้ จะต้องเข้าใจและวิเคราะห์ถึงตราสารประเภทนี้ด้วยตนเอง และปรึกษากับผู้เชี่ยวชาญของตนในส่วนของความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการลงทุนในตราสารประเภทนี้

ทั้งนี้ไม่ว่าส่วนใดส่วนหนึ่งของรายงานฉบับนี้ ไม่อนุญาตให้มีการคัดลอก, จัดทำสำเนา, ลอกเลียน หรือในความหมายที่ใกล้เคียง หรือการเผยแพร่ด้วยตนเอง โดยไม่ได้รับความเห็นชอบจาก MKE

## Definition of Ratings

Maybank Kim Eng Research uses the following rating system:

<b>BUY</b>	Total return is expected to be above 15% in the next 12 months
<b>HOLD</b>	Total return is expected to be between -15% to +15% in the next 12 months
<b>SELL</b>	Total return is expected to be below -15% in the next 12 months

### 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 2011

						Score Range	Number of Logo	Description
ADVANC	BMCL	ICC	PS	ROBINS	THRE	90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
AOT	CPN	IRPC	PSL	RS	TIP	80-89	▲▲▲▲	Very Good
BAFS	CSL	KBANK	PTT	SAT	TIPCO	70-79	▲▲▲	Good
BANPU	EASTW	KK	PTTAR ***	SC	TISCO	60-69	▲▲	Satisfactory
BAY	EGCO	KTB	PTTCH ***	SCB	TKT	50-59	▲	Pass
BBL	ERW	LPN	PTTEP	SCC	TMB	Lower than 50	No logo given	N/A
BCP	GRAMMY	MCOT	QH	SE-ED	TOP	*** PTTAR and PTTCH are now PTTGC		
BKI	HEMRAJ	NMG	RATCH	SIS				
▲▲▲▲								
ACAP	BWG	GC	LANNA	NINE	S&P	SPPT	THCOM	TSTH
AF	CENDEL	GFPT	LH	NKI	SABINA	SSF	THIP	TTA
AMANAH	CGS	GLOW	LOXLEY	NOBLE	SAMCO	SSSC	TIC	TTW
AMATA	CIMBT	HANA	LRH	OCC	SCCC	STA	TK	TUF
AP	CK	HMPRO	LST	OGC	SCG	STANLY	TMT	TVO
ASIMAR	CM	HTC	MACO	OISHI	SCSMG	STEC	TNITY	TYM
ASP	CPALL	IFEC	MAJOR	PB	SEAFCO	SUSCO	TNL	UAC
AYUD	CPF	INET	MAKRO	PG	SPF	SVI	TOG	UMI
BEC	CSC	INTUCH	MBK	PHATRA	SICCO *	SYMC	TPC	UP
BECL	DELTA	IVL	MFC	PM	SINGER	SYNTEC	TRC	UPOIC
BFIT	DEMCO	JAS	MFEC	PR	SIRI	TASCO	TRT	UV
BH	DRT	KCE	MILL	PRANDA	SITHAI	TCAP	TRU	VNT
BIG C	DTAC	KEST **	MINT	PRG	SMT	TFD	TRUE	WACOAL
BJC	DTC	KGI	MK	PT	SNC	TFI	TSC	WAVE
BLA	ECL	KSL	MTI	PYLON	SPALI	THAI	TSTE	ZMICO
BROOK	FORTH	KWC	NBC	S&J	SPI			
BTS	GBX	L&E	NCH	** KEST is now MBKET, * SICCO has been delisted				
▲▲▲								
2S	BOL	DCC	IRC	MBAX	PHOL	SENA	TCP	TR
A	BROCK	DRACO	IRCP	M-CHAI	PICO	SHANG	TEAM	TTCL
AEONTS	BSBM	EASON	IT	MCS	PL	SIAM	TF	TTI
AFC	BTNC	EIC	ITD	MDX	POST	SIMAT	TGCI	TWFP
AGE	CCET	ESSO	JTS	MJD	PPM	SKR	THANA	TWZ
AH	CFRESH	FE	JUTHA	MOONG	PREB	SMIT	THANI	TYCN
AHC	CHARAN	FOCUS	KASET	MPIC	PRECHA	SMK	TICON	UBIS
AI	CI	FSS	KDH	MSC	PRIN	SMM	TIW	UEC
AIT	CITY	GENCO	KH	NC	PTL	SPC	TKS	UOBKH
AJ	CMO	GFM	KKC	NEP	Q-CON	SPG	TLUXE	UPF
AKR	CMR	GL	KMC	NNCL	QLT	SST	TMD	US
APRINT	CNS	GLAND	KTC	NSI	RASA	STAR	TNH	UT
APURE	CNT	GOLD	KWH	NTV	RCI	SUC	TNPC	UVAN
AS	CPI	GUNKUL	KYE	NWR	RCL	SVOA	TOPP	VARO
ASK	CPL	GYT	LALIN	OFM	ROJNA	SWC	TPA	VIBHA
BAT-3K	CRANE	HFT	LEE	PAF	RPC	SYNEX	TPAC	VNG
BGT	CSP	HTECH	LHK	PAP	SAUCE	TBSP	TPCORP	WG
BLAND	CSR	IFS	MATCH	PATO	SCBLIF	TCB	TPPL	WORK
BNC	CTW	ILINK	MATI	PDI	SCP	TCC	TPP	YUASA

Source: Thai Institute of Directors (IOD)

## คำชี้แจง

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการทำกักตุนธุรกิจ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ 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

