

**ชื่อ (unchanged)**

ราคาปิด (บาท): 16.50  
 ราคาเป้าหมาย (บาท): 20.00

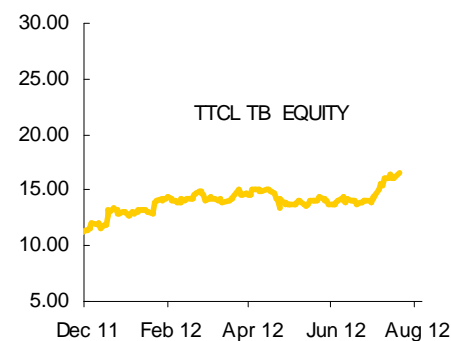
**เติมพร ดันตีวิวัฒน์**

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

**ข้อมูลบริษัท**

**Description** : ให้บริการด้านการออกแบบวิศวกรรม การจัดหาเครื่องจักรและอุปกรณ์ และการก่อสร้างโรงงานแบบครบวงจร ให้แก่ผู้ประกอบการในอุตสาหกรรมพลังงาน ปิโตรเคมี และเคมีภัณฑ์ ทั้งในประเทศไทยและต่างประเทศ

Ticker :	TTCL
หุ้นที่ออกและชำระแล้ว (ล้านหุ้น)	480
มูลค่าตลาด (ล้านบาท)	7,920
มูลค่าตลาด (US\$m)	251.91
3-mth Avg Daily Turnover (ล้านบาท)	31.66
SET INDEX	1,219.37
Free float (%)	40.32
<b>Major Shareholders :</b>	%
TOYO ENGINEERING CORPORATION	26.00
Thai NVDR	10.53

**Historical Chart**

**Performance**

52-week High/Low	Bt16.60/Bt8.00				
	1-mth	3-mth	6-mth	1-yr	YTD
Absolute (%)	17.0	12.2	26.9	63.4	39.8
Relative (%)	15.6	9.6	16.3	42.3	17.6

**บมจ.โตโย-ไทย คอร์ปอเรชั่น (TTCL)**
**ผลประกอบการ 2Q55 ต่ำกว่าคาด**

**ประเด็นการลงทุน** : TTCL รายงานกำไรสุทธิของ 2Q55 เท่ากับ 78 ล้านบาท (+12% YoY แต่ลดลง 30% QoQ) ต่ำกว่าที่เราคาดไว้ที่ 120 ล้านบาทจาก 2 ประเด็นคือ รายได้ที่น้อยกว่าคาดและอัตราการทำกำไรขั้นต้นที่ต่ำกว่าคาด อย่างไรก็ตาม เราถึงแม้ผลประกอบการ 2Q55 จะต่ำกว่าคาดแต่เราไม่กังวลเนื่องจากรายได้ที่รับรู้ไม่ทันใน 2Q55 จะบันทึกใน 3Q55 และบริษัทยังคงมีปัจจัยบวกจากโอกาสได้งานใหม่ต่อเนื่อง รวมทั้ง Backlog ในมือแข็งแกร่งกว่า 20,500 ล้านบาท ดังนั้นเราคงประมาณการการเติบโตของรายได้และกำไรสุทธิของปี 2555 ที่ 36% YoY และ 50% YoY ตามลำดับ บนสมมติฐานของการประเมินมูลค่าที่เหมาะสมด้วยวิธี Forward PER ที่ 13 เท่าได้ราคาเป้าหมายปี 2556 เท่ากับ 20.00 บาท/หุ้น คงคำแนะนำ "ซื้อ" และ TTCL ประกาศปันผลของงวด 1H55 ที่ 0.20 บาท/หุ้น ผลตอบแทน 1.25%

**ผลประกอบการต่ำกว่าคาดเพราะรับรู้รายได้ไม่ทัน** : รายได้ของ 2Q55 เท่ากับ 2,287 ล้านบาท (+39% YoY และ +6% QoQ) โดยต่ำกว่าที่เราคาดไว้ที่ 2,552 ล้านบาท เนื่องจากมีงานในประเทศเวียดนามที่ผู้ตรวจสอบบัญชียังไม่อนุญาตให้บันทึกเป็นรายได้ อย่างไรก็ตามเราคาดว่ารายได้ส่วนนี้จะบันทึกใน 3Q55 โดยงานจาก Lynas ประเทศมาเลเซีย และ งานก่อสร้างโรงงานวนคร ยังคงเป็นโครงการหลักในการรับรู้รายได้ในไตรมาสนี้ อัตราการทำกำไรขั้นต้นเท่ากับ 7.7% ต่ำกว่าที่คาดไว้ที่ 12.5% เนื่องจากงานที่รับรู้เป็นงานที่อยู่ในช่วงท้ายของโครงการทำให้เหลือระดับอัตราการทำกำไรขั้นต้นน้อย กำไรสุทธิของ 2Q55 จึงเท่ากับ 78 ล้านบาท (+12% YoY แต่ลดลง 30% QoQ) และต่ำกว่าคาดที่ 120 ล้านบาท ดังนั้นใน 1H55 TTCL มีรายได้เท่ากับ 4,446 ล้านบาท (+30% YoY) และกำไรสุทธิเท่ากับ 190 ล้านบาท (+8% YoY)

**ยังคงมีประเด็นบวกจากงานใหม่และ Backlog ในมือยังคงแข็งแกร่ง** : ถึงแม้ผลประกอบการ 2Q55 จะต่ำกว่าคาดมากแต่เราไม่กังวลเนื่องจาก TTCL ยังคงมีปัจจัยบวกจากโอกาสการได้งานใหม่เพิ่มเติม เร็วๆ นี้ ซึ่งจะยิ่งช่วยเพิ่มความแข็งแกร่งของ Backlog มากขึ้นจากล่าสุดที่ได้งานสร้างโรงงานผลิตโซดาไฟและซัดก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ ที่เมือง ซานแอนโตนิโอ รัฐเท็กซัส มูลค่างานประมาณ 120 ล้านดอลลาร์หรือประมาณ 3,600 – 3,750 ล้านบาท ทำให้มี Backlog ในมือถึง 20,500 ล้านบาท นอกจากนี้ TTCL มีงานเข้าร่วมประมูลในมืออีกไม่ต่ำกว่า 70,000 ล้านบาทจะยิ่งสร้างโอกาสของการได้งานใหม่ในอนาคตอย่างต่อเนื่อง

**คาดเติบโตต่อเนื่องถึงปี 2557** : ด้วย Backlog ที่ TTCL มีอยู่และโอกาสได้งานใหม่ซึ่งบางส่วนจะสามารถบันทึกรายได้ในปลายปีนี้ เราเชื่อว่าจะสนับสนุนให้บริษัทมียอดขายได้ปี 2555 เติบโตตามเป้าที่เราคาดไว้ที่ 2555 ที่ 12,120 ล้านบาท (+36% yoy) และกำไรสุทธิเท่ากับ 600 ล้านบาท (+50% yoy) ขณะที่ Backlog ของปี 2556 รองรับรายได้แล้วกว่า 75% ของเป้าหมายที่เราคาดไว้ในปี 2556 ที่ 14,866 ล้านบาท (+23% YoY) และกำไรสุทธิเท่ากับ 746 ล้านบาท (+24% YoY) และในปี 2557 จะเป็นปีที่บริษัทจะโดดเด่นต่อเนื่องเมื่อธุรกิจโรงไฟฟ้าสามารถบันทึกส่วนแบ่งกำไรในรูปของเงินปันผลโดยเราคาดโรงไฟฟ้าประมาณ 2 แห่ง (สยาม โซลาร์ พาวเวอร์ และ นวนคร) จะมีส่วนแบ่งรวม 70 – 85 ล้านบาท/ปี (ประมาณ 0.145 บาท/หุ้น)

**แนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมายปี 2556 เท่ากับ 20.00 บาท/หุ้น** : บนสมมติฐานของการประเมินมูลค่าที่เหมาะสมด้วยวิธี Forward PER ที่ 13 เท่าได้ราคาเป้าหมายปี 2556 เท่ากับ 20.00 บาท/หุ้น เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" นอกจากนี้ TTCL ประกาศจ่ายเงินปันผลของงวด 1H55 ที่เท่ากับ 0.20 บาท/หุ้น (ผลตอบแทน เท่ากับ 1.25%) โดยจะขึ้นเครื่องหมาย XD วันที่ 23 ส.ค. 2555

**TTCL – Summary Earnings Table**

FYE: Dec 31 (Btmn)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Revenue	5,259	8,896	12,120	14,866	17,177
EBITDA	433	488	749	1,062	1,486
Recurring Net Profit	337	399	600	746	900
Recurring Basic EPS (Bt)	0.70	0.83	1.25	1.55	1.87
EPS growth (%)	3.6	18.3	50.5	24.4	20.6
DPS (Bt)	0.37	0.43	0.62	0.78	0.94
PER	22.1	18.7	12.4	10.0	8.3
EV/EBITDA (x)	13.1	9.2	6.5	4.1	2.5
Div Yield (%)	2.4	2.8	4.0	5.0	6.0
P/BV(x)	4.4	4.0	3.3	2.6	2.2
Net Gearing (%)					
ROE (%)	23.3	25.2	32.5	33.0	30.4
ROA (%)	8.2	7.6	8.1	8.0	7.1

Source: Company reports and KELIVE Research estimates

**Table 1: TTCL – Consolidated financial results**

	2Q12	2Q11	% yoy	1Q12	% qoq	1H11	1H12	% Change
Net sales	2,287	1,649	39%	2,159	6%	3,424	4,446	30%
Cost of sales	2,111	1,450	46%	1,858	14%	2,955	3,969	34%
Gross profit	176	198	-11%	301	-41%	469	477	2%
Other income	35	22	57%	20	72%	34	56	62%
Other expenses	105	125	-16%	172	-39%	263	277	5%
Corporate Tax	27	21	33%	38	-28%	57	66	17%
Share in affiliate earnings	(1)	(1)	-43%	(1)	-38%	(2)	(1)	-33%
Minority interests	0	(4)	n/a	1	-77%	(6)	2	n/a
Net Income	78	70	12%	111	-30%	176	190	8%
EPS adjusted (Bt)	0.16	0.15	12%	0.23	-30%	0.37	0.40	8%
<b>Financial Ratio</b>								
Gross Margin (%)	7.7%	12.0%		13.9%		13.7%	10.7%	

Source: Company reports

**INCOME STATEMENT (Btmn)**

FY December	2011	2012F	2013F	2014F
Revenue	8,896	12,120	14,866	17,177
EBITDA	433	488	749	1,062
Depreciation & Amortisation	22	63	189	380
<b>Operating Profit (EBIT)</b>	<b>466</b>	<b>687</b>	<b>873</b>	<b>1,107</b>
Interest (Exp)/Inc	0	0	0	0
Associates	(1)	0	0	65
One-offs	0	0	0	0
<b>Pre-Tax Profit</b>	<b>565</b>	<b>787</b>	<b>972</b>	<b>1,204</b>
Tax	160	181	219	361
Minority Interest	4	6	7	8
<b>Net Profit</b>	<b>400</b>	<b>600</b>	<b>746</b>	<b>900</b>
<b>Recurring Net Profit</b>	<b>400</b>	<b>600</b>	<b>746</b>	<b>900</b>
Revenue Growth %	69	36	23	16
EBITDA Growth (%)	13	54	42	40
EBIT Growth (%)	13	47	27	27
Net Profit Growth (%)	18	50	24	21
Recurring Net Profit Growth (%)	18	50	24	21
Tax Rate %	28	23	23	30

**BALANCE SHEET (Btmn)**

FY December	2011	2012F	2013F	2014F
Fixed Assets	187	681	1522	2320
Other LT Assets	36	52	44	48
Cash/ST Investments	3,098	2,550	3,127	3,713
Other Current Assets	144	196	240	277
<b>Total Assets</b>	<b>6,904</b>	<b>7,981</b>	<b>10,815</b>	<b>13,063</b>
ST Debt	0	0	0	0
Other Current Liabilities	4,233	5,635	7,174	8,262
LT Debt	135	24	10	7
Other LT Liabilities	77	105	128	148
Minority Interest	12	12	12	12
Shareholders' Equity	1,670	2,064	2,510	3,037
<b>Total Liabilities-Capital</b>	<b>6,904</b>	<b>7,981</b>	<b>10,815</b>	<b>13,063</b>
Share Capital (m)	480	480	480	480
Gross Debt/(Cash)	135	(24)	10	7
Net Debt/(Cash)	135	(24)	10	7
Working Capital	(885)	(1,194)	(1,236)	(701)

**CASH FLOW (Btmn)**

FY December	2011	2012F	2013F	2014F
Profit before taxation	400	600	746	900
Depreciation	22	63	189	380
Net interest receipts/(payments)	0	0	(0)	0
Working capital change	(885)	(1,194)	(1,236)	(701)
Cash tax paid	160	181	219	361
Others (exceptional items)	2,542	1,163	1,268	746
<b>Cash flow from operations</b>	<b>2,238</b>	<b>813</b>	<b>1,186</b>	<b>1,686</b>
Capex	(639)	(325)	(421)	(389)
Disposal/(purchase)	0	0	0	0
Others	202	(296)	(338)	(660)
<b>Cash flow from investing</b>	<b>(437)</b>	<b>(621)</b>	<b>(759)</b>	<b>(1,049)</b>
Debt raised/(repaid)	122	(159)	34	(3)
Equity raised/(repaid)	0	0	0	0
Dividends (paid)	(206)	(206)	(300)	(373)
Interest payments	0	0	(0)	0
Others	(107)	(0)	0	(0)
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(192)</b>	<b>(366)</b>	<b>(266)</b>	<b>(376)</b>
Change in cash	1,609	(173)	161	261

**RATES & RATIOS**

FY December	2011	2012F	2013F	2014F
EBITDA Margin %	4.9	4.0	5.0	6.2
Op. Profit Margin %	5.2	5.7	5.9	6.4
Net Profit Margin %	4.5	4.9	5.0	5.2
ROE %	25.2	32.5	33.0	30.4
ROA %	7.6	8.1	8.0	7.1
Net Margin Ex. EI %	4.5	4.9	5.0	5.2
Dividend Cover (x)	1.9	2.0	2.0	2.0
Interest Cover (x)	39,944	29,081	20,270	59,735
Asset Turnover (x)	1.3	1.5	1.4	1.3
Asset/Debt (x)	1.3	1.4	1.3	1.3
Debtors Turn (days)	20.0	20.0	20.0	20.0
Creditors Turn (days)	36.1	22.0	22.0	22.0
Inventory Turn (days)	48.1	111.0	125.0	125.0
Net Gearing %	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash
Debt/ EBITDA (x)	12.1	12.1	11.1	9.4
Debt/ Market Cap (x)	0.7	0.8	1.1	1.3

Source: Company reports and KELIVE Research estimates

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

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

การจัดทำรายงานฉบับนี้ ได้อ้างอิงมาจากแหล่งข้อมูลที่ได้รับการยอมรับว่ามีความน่าเชื่อถือ แต่ไม่ได้เป็นการรับรองจาก Maybank Investment Bank Berhad และบริษัทย่อยและในเครือ) รวมเรียก "Maybank Kim Eng") ผลที่ตามมาทั้งในส่วนของความแม่นยำ หรือเรียบริยสมบูรณ์ 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 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 ไม่ว่าจะเป็นส่วน 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 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:** 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 14 สิงหาคม 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 14 สิงหาคม 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
BIGC	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

