

### คำแนะนำ: ชื้อ

### บมจ. อินเทอร์เน็ตฟาร์อีสต์ วิศวกรรม (IFEC)

**CGR Scoring Rating**


ราคาปิด (บาท): 9.90

ราคาเป้าหมาย (บาท): 16.10 (ไม่เปลี่ยนแปลง)

จุฬาลงกรณ์ วัฒนวงศ์

<http://www.maybank-ke.co.th>

(02) 658-6300

**ข้อมูลบริษัท** (ณ วันที่ 11 พฤศจิกายน 2558)

**Description** : จำหน่าย/ให้เช่า เครื่องใช้สำนักงาน อิเล็กทรอนิกส์, ผลิตและจำหน่ายพลังงานไฟฟ้า, ธุรกิจกำจัดขยะ

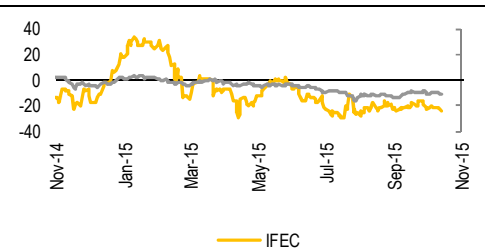
Ticker :	IFEC
หุ้นที่ออกและชำระแล้ว (ล้านหุ้น)	1,825
มูลค่าตลาด (ล้านบาท)	18,064
มูลค่าตลาด (US\$ m)	504.6
3-mth Avg Daily Turnover (ล้านบาท)	569.61
SET INDEX	1,390.15
Free float (%)	88.24

**Major Shareholders :**

นายวิชัย ถาวรวัฒนวงศ์	5.61
น.ส.กนกวรรณ พรทรัพย์อนันต์	5.00

**Key Indicators**

ROE – annualised (%)	5.2
Net cash (THB m):	-812
NTA s r (THB):	3.15
Interest cover x):	1.8

**Historical Chart**

**Performance**

52-week High/Low	THB 17.91/THB 4.68				
	1-mth	3-mth	6-mth	1-yr	YTD
Absolute (%)	-3.9	7.6	-14.8	-17.6	-7.4
Relative (%)	-2.3	8.7	-6.9	-6.9	-0.2

### ฐานไตรมาส 3 เริ่มแน่น ไตรมาส 4 คาดจะดีกว่านี้อีก

ผลการดำเนินงาน 3Q58 : IFEC รายงานกำไรสุทธิ -2 ลบ. พลิกจากกำไร +74 ลบ. ใน 2Q58 และ +82 ลบ. ใน 3Q57 จากฐานรายได้ที่ค่อนข้างสูงก่อนหน้า (ส่วนใหญ่มาจากการขายสินทรัพย์ จากธุรกิจเครื่องถ่ายเอกสาร) อย่างไรก็ตาม การพัฒนาการภายในระหว่างไตรมาส ถือว่าทำได้

รายได้รวม ทำสถิติใหม่ 128 ลบ. ขยายตัว +8% QoQ และ +166% YoY ผลักดันจากกำลังการผลิตใหม่ที่เข้ามาอีก 3.1MW รวมเป็น 26.4MW (แอด 18.6MW, ซิววมวล 6.8MW) เพิ่มขึ้น +13% QoQ และ +177% YoY อัตรากำไรขั้นต้น ทรงตัวในเกณฑ์ดี 59.3% และหากพิจารณาที่บรรทัดของกำไรจากการดำเนินงาน (EBIT) พบว่าพลิกมาเป็น บวก ครั้งแรกได้แล้วที่ +2 ลบ. จากขาดทุน -16 ลบ. ใน 2Q58 และ -15 ลบ. ใน 3Q57

ขณะที่ ดอกเบี้ยจ่าย 27 ลบ. ถูกหักล้างด้วย รายได้ภาษี 3 ลบ. และ รายได้อื่นไม่มากนัก 25 ลบ. (ไตรมาสก่อน 128 ลบ.) ซึ่งเราเปรียบเทียบในงบกระแสเงินสดพบว่า เป็นการขายสินทรัพย์ที่ไม่ได้ใช้งานรวม 22.7 ลบ. ส่งผลให้ เราได้เห็นกำไรปกติ (Normalized earnings) ที่ผลักดันมาก จากโรงไฟฟ้าเป็นส่วนใหญ่ได้ที่ 4 ลบ. ก่อนที่จะมีรายการพิเศษเชิงลบในการปรับปรุงมูลค่า ยุติธรรมโครงการระบบ Adder ของบริษัทย่อย -6 ลบ. ทำให้ IFEC แสดงผลขาดทุนในบรรทัดสุดท้ายเพียงเล็กน้อย

**แนวโน้มผลการดำเนินงานใน 4Q58** : การเริ่มขายไฟฟ้าของโครงการลม 10MW ในต้นเดือน พ.ย. ที่ผ่านมามีแนวโน้มจะทำให้ กำลังการผลิตรวมเพิ่มขึ้นไปเป็น 36.4MW หรือเพิ่มขึ้น +38% QoQ และ +216% YoY ซึ่งด้วยประสิทธิภาพการดำเนินงานที่สูงมาก ในช่วงฤดูมรสุมนี้ เราคาดว่าช่วยให้ IFEC แสดงกำไรสุทธิได้โดดเด่น QoQ และ YoY ขณะที่โครงการโซลาร์ก็มียุทธศาสตร์คงอยู่ระหว่างพัฒนา และอาจเสริมเข้ามาทันปลายปีนี้

**คำแนะนำการลงทุน** : ทิศทางผลการดำเนินงานกำลังมีพัฒนาการอย่างต่อเนื่องสอดคล้องกับ กำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้น และการที่ IFEC ปรับยุทธศาสตร์ไปให้น้ำหนักกับงานในต่างประเทศมากขึ้น เรายังมองว่าน่าจะช่วยให้บริษัทเดินไปตามเป้าหมาย 1000MW ได้เร็วกว่าการพึ่งพิงงานในประเทศที่ผู้เล่นในตลาดล้วนประสบปัญหาเหมือนกันคือความล่าช้าของภาครัฐ เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาเหมาะสม 16.10 บาท/ หุ้น fully diluted โดยเราจะ review ประเมินการให้สอดคล้องกับยุทธศาสตร์ใหม่อีกครั้งในการประชุมนักวิเคราะห์ปลายเดือนนี้

**ความเสี่ยง** : ราคาหุ้นแบกรับความคาดหวังไว้สูงมาก, การล่าช้าของสัญญาซื้อขายไฟฟ้า และการก่อสร้าง

**IFEC – Summary Earnings Table**

FYE: Dec 31 (THB m)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Revenue	589	430	812	2,219	5,255
EBITDA	102	9	385	1,937	4,604
Recurring Net Profit	27	73	304	690	2,899
Net profit	27	73	304	690	2,899
EPS (Bt)	0.06	0.07	0.15	0.34	1.42
EPS growth (%)	(85.7)	16.7	112.1	127.0	320.0
DPS (Bt)	0.01	0.05	-	-	-
PER	165.0	141.4	66.7	29.4	7.0
EV/EBITDA (x)	41.6	947.7	54.8	20.3	7.8
Div Yield (%)	0.1	0.5	-	-	-
P/BV(x)	3.0	2.3	3.5	3.1	2.1
Net Gearing (%)	cash	cash	14.0	291.7	163.7
ROE (%)	1.7	1.7	5.2	10.6	30.6
ROA (%)	1.4	1.2	3.2	2.7	10.3
Cons. Net Profit (THB m)	-	-	298	1,245	-

Source: Company reports and MBKET.

## Quarterly income statement

(Bt mn)	3Q15	2Q15	QoQ	3Q14	YoY	Note
Revenues	128	118	8.1%	48	165.9%	low season for solar but got new capacity 3.1MW in 3Q15
COGs	52	49	7.0%	29	79.4%	
<b>Gross profits</b>	<b>76</b>	<b>70</b>	<b>8.8%</b>	<b>19</b>	<b>297.5%</b>	
Gross margin (%)	59.3%	58.9%	-	39.6%	-	
SG&A	74	86	(14.1%)	34	114.8%	a bit pressure from Pakpanang project expenses before COD well-managed
<b>Operating profit</b>	<b>2</b>	<b>(16)</b>	<b>(112.4%)</b>	<b>(15)</b>	<b>(113.1%)</b>	
Operating margin (%)	1.6%	-13.7%	-	-31.8%	-	
<b>EBITDA</b>	<b>29</b>	<b>26</b>	<b>12.2%</b>	<b>(5)</b>	<b>(647.4%)</b>	
EBITDA margin (%)	22.5%	21.7%	-	-10.9%	-	
Interest expense	(27)	(21)	28.3%	(7)	319.2%	due to larger capacity of 26MW assets divesting THB22.7mn
Others income/ expenses	25	128	(80.6%)	143	(82.6%)	Deferred tax item
Tax	3	(16)	(119.0%)	(40)	(107.8%)	
<b>Normalised earning</b>	<b>4</b>	<b>74</b>	<b>(94.5%)</b>	<b>82</b>	<b>(95.0%)</b>	
Extra ordinary gain (loss)						
- Forex gain (loss)	0	0	n.m.	0	n.m.	
- fair value adjustment in Adder project	(6)	0	n.m.	0	n.m.	for conservative manner
- Others	0	0	n.m.	0	n.m.	
<b>Net profit</b>	<b>(2)</b>	<b>74</b>	<b>(102.6%)</b>	<b>82</b>	<b>(102.3%)</b>	
EPS (Bt) before extra item	0.00	0.04	(94.9%)	0.06	(96.4%)	
<b>EPS (Bt)</b>	<b>(0.00)</b>	<b>0.04</b>	<b>(102.4%)</b>	<b>0.06</b>	<b>(101.7%)</b>	

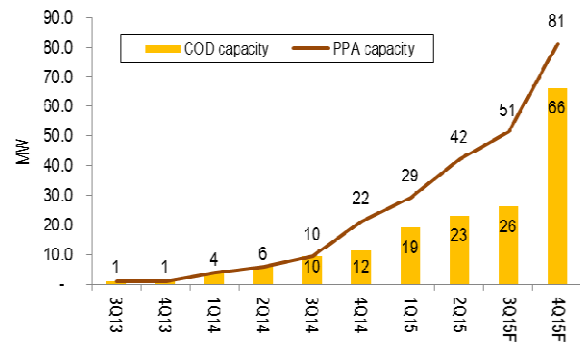
Source : Company reports and MBKET

## Revenue breakdown

	3Q15	2Q15	QoQ	3Q14	YoY
Acquired capacity (MW)	3.1	4.0	(23.0%)	3.5	(12.0%)
Ending capacity (MW)	26.4	23.3	13.2%	9.5	177.0%

Source : Company reports and MBKET

Figure 1 : PPA & COD capacity (excl. community solar)



Source: Company report & MBKET

**INCOME STATEMENT (THB mn)**

FY December	2014	2015F	2016F	2017F
Revenue	430	812	2,219	5,255
EBITDA	9	385	1,937	4,604
Depreciation & Amortisation	82	150	608	999
<b>Operating Profit (EBIT)</b>	<b>(73)</b>	<b>234</b>	<b>1,330</b>	<b>3,605</b>
Interest (Exp)/Inc	(37)	(129)	(761)	(829)
Associates	-	11	120	120
One-offs	-	-	-	-
<b>Pre-Tax Profit</b>	<b>121</b>	<b>296</b>	<b>590</b>	<b>2,798</b>
Tax	(48)	(3)	(19)	(20)
Minority Interest	-	-	-	-
<b>Net Profit</b>	<b>73</b>	<b>304</b>	<b>690</b>	<b>2,899</b>
<b>Recurring Net Profit</b>	<b>73</b>	<b>304</b>	<b>690</b>	<b>2,899</b>
Revenue Growth %	(27.1)	88.9	173.4	136.8
EBITDA Growth (%)	(91.2)	4,213.0	403.8	137.6
EBIT Growth (%)	(418.7)	(421.4)	467.5	171.1
Net Profit Growth (%)	173.1	318.2	127.0	320.0
Recurring Net Profit Growth (%)	173.1	318.2	127.0	320.0
Tax Rate %	39.9	1.1	3.3	0.7

**CASH FLOW (Btmn)**

FY December	2014	2015F	2016F	2017F
Profit before taxation	121	296	590	2,798
Depreciation	82	150	608	999
Net interest receipts/(payments)	(37)	(129)	(761)	(829)
Working capital change	(271)	336	(118)	(293)
Cash tax paid	(48)	(3)	(19)	(20)
Others (incl'd exceptional items)	(331)	135	877	944
<b>Cash flow from operations</b>	<b>(485)</b>	<b>786</b>	<b>1,175</b>	<b>3,599</b>
Capex	(1,219)	(3,423)	(19,445)	(50)
Disposal/(purchase)				
Others	576	(713)	(15)	(16)
<b>Cash flow from investing</b>	<b>(640)</b>	<b>(4,132)</b>	<b>(19,455)</b>	<b>(60)</b>
Debt raised/(repaid)	1,244	1,766	15,466	(827)
Equity raised/(repaid)	2,598	1,270	-	-
Dividends (paid)	(9)	(25)	-	-
Interest payments	(37)	(129)	(761)	(829)
Others	(155)	133	792	860
<b>Cash flow from financing</b>	<b>3,641</b>	<b>3,016</b>	<b>15,497</b>	<b>(796)</b>
Change in cash	2,517	(330)	(2,783)	2,744

Source: Company reports and MBKET

**BALANCE SHEET (THB mn)**

FY December	2014	2015F	2016F	2017F
Fixed Assets	1,470	5,544	24,382	23,433
Other LT Assets	1,031	938	948	958
Cash/ST Investments	3,157	2,827	45	2,788
Other Current Assets	599	277	457	883
<b>Total Assets</b>	<b>6,258</b>	<b>9,587</b>	<b>25,832</b>	<b>28,063</b>
ST Debt	1,242	1,242	2,742	2,742
Other Current Liabilities	214	500	1,007	1,136
LT Debt	531	2,021	15,537	14,710
Other LT Liabilities	9	9	10	10
Minority Interest	61	65	95	126
Shareholders' Equity	4,201	5,750	6,440	9,339
<b>Total Liabilities-Capital</b>	<b>6,258</b>	<b>9,587</b>	<b>25,832</b>	<b>28,063</b>
Share Capital (m)	983	2,048	2,048	2,048
Gross Debt/(Cash)	1,874	3,640	19,106	18,279
Net Debt/(Cash)	(1,283)	812	19,062	15,491
Working Capital	2,300	1,363	(3,247)	(206)
BVPS	4.33	2.84	3.19	4.62

**RATES & RATIOS**

FY December	2014	2015F	2016F	2017F
BVPS	4.33	2.84	3.19	4.62
Gross Margin %	56.8	67.8	75.5	77.5
EBITDA Margin %	2.1	47.4	87.3	87.6
Op. Profit Margin %	(17.0)	28.9	59.9	68.6
Net Profit Margin %	16.9	37.5	31.1	55.2
ROE %	1.7	5.2	10.6	30.6
ROA %	1.2	3.2	2.7	10.3
Net Margin Ex. EI %	16.9	37.5	31.1	55.2
Dividend Cover (x)	0.7	0.0	0.0	0.0
Interest Cover (x)	(2.0)	1.8	1.7	4.4
Asset Turnover (x)	0.1	0.1	0.1	0.2
Asset/Debt (x)	3.1	2.5	1.3	1.5
Debtors Turn (days)	338.1	18.3	12.2	12.2
Creditors Turn (days)	85.4	73.0	73.0	73.0
Inventory Turn (days)	198.5	182.5	182.5	182.5
Net Gearing %	cash	14.1	296.0	165.9
Debt/ EBITDA (x)	223.9	9.8	10.0	4.0
Debt/ Market Cap (x)	0.2	0.2	1.0	1.0

**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 ที่กระทำการซึ่งถูกห้ามดังกล่าว

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

**มาเลเซีย**

ความเห็นหรือคำแนะนำที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้เป็น การประเมินจากด้านเทคนิค และปัจจัยพื้นฐาน โดยความเห็นทางด้านเทคนิคอาจมีความแตกต่างจากปัจจัยพื้นฐาน เนื่องจากการประเมินด้านเทคนิคได้ใช้วิธีที่แตกต่างกัน 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 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 12 พฤศจิกายน 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 หรือเป็นหลักทรัพย์ใหม่ที่ตั้งอ้างอิงบน Paragraph 16.5 (a) ของ Hong Kong Code of Conduct for Persons Licenses โดยการกำกับของ The Securities and Futures Commission

ณ วันที่ 12 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	SEAFCO	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) 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

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.

