

**TUF**

**บมจ. ไทยยูเนี่ยน โฟรเซ่น โปรดักส์**

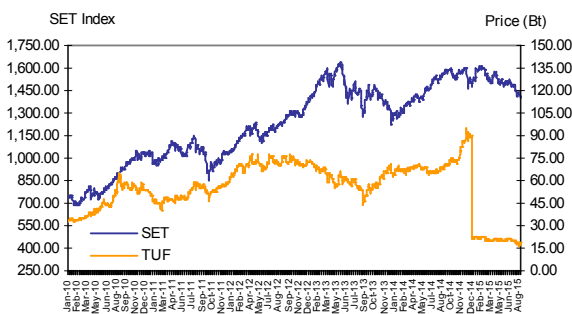
<b>Current</b>	Previous	Close	2015 TP	Exp Return	Support	Resistance	CGR 2014
<b>BUY</b>	BUY	18.3	21.0	+ 14.8 %	18 - 17.5	19 - 20	▲▲▲

Consolidated earnings				
BT (mn)	2013	2014	2015E	2016E
Normalized profit	2,536	5,215	5,820	6,970
Net profit	2,853	5,092	6,620	6,970
EPS (Bt)-Normalized	0.53	1.09	1.22	1.46
EPS (Bt)	0.60	1.07	1.39	1.46
% growth y-y	-39.2	78.5	30.0	5.3
Dividend (Bt)	0.37	0.55	0.69	0.73
BV/share (Bt)	8.22	9.08	9.79	10.53
EV/EBITDA (x)	20.5	14.7	13.0	11.5
PER (x) - Normalized	34.4	16.7	15.0	12.5
PER (x)	30.6	17.2	13.2	12.5
PBV (x)	2.2	2.0	1.9	1.7
Dividend yield (%)	2.0	3.0	3.8	4.0
YE no. of shares (mn)	4,772	4,772	4,772	4,772
No. of share-fully diluted	4,808	4,808	4,808	4,808
Par (Bt)	0.25	0.25	0.25	0.25

Source: Company data, FSS estimates

Share data	
Close (14/08/2015)	18.30
SET Index	1,413.92
Foreign limit/actual (%)	45.00/41.30
Paid up shares (million)	4,771.82
Free float (%)	63.92
Market cap (Bt mn)	87,324.22
Avg. daily T/O (Bt mn) (2014 YTD)	242.90
hi, lo, avg (Bt) (2014 YTD)	23.50, 16.60, 20.71

Source: Setsmarts



Source: SET

**Analyst: Sureporn Teewasuwet**  
 Register No : 040694  
 Tel.: +662 646 9972  
 email: sureporn.t@fnsyrus.com  
 www.fnsyrus.com

**แม็คคิลซื้อ BB จะยากลำบาก แต่ยังมองบวกในระยะยาว**

แนวโน้มกำไรปกติ 2H15 จะเติบโตดีกว่า 1H15 แต่ด้วยผลประกอบการที่ต่ำกว่าคาดใน 1Q15 กอปรกับบริษัทปรับลดเป้าหมายรายได้ปีนี้ในช่วงที่ US\$4,500 ล้าน – US\$5,000 ล้าน จากเดิมที่ US\$5,000 ล้าน เราจึงปรับลดกำไรปกติปีหลังจากเดิม 7% เป็นการเติบโต 11.6% จากเดิมคาดโต 19.6% และปรับลดราคาเป้าหมายปี 2015 เป็น 21 บาท จากเดิม 22.5 บาท (อิง PE เดิม 17 เท่า) จากที่ประชุมเมื่อวันศุกร์ ผู้บริหารได้ชี้แจงให้เรามีความเข้าใจชัดเจนมากขึ้น ต่อแผนการซื้อ Bumble Bee แม้วินัยยังมีข้อสรุปว่าจะเป็นไปได้ในทิศทางใด แต่ภายใน 4 – 6 สัปดาห์ข้างหน้า น่าจะให้เห็นความชัดเจน ทั้งนี้มีความเป็นไปได้ที่อาจพิจารณาขาย Chicken of The Sea และเข้าซื้อ Bumble Bee เพื่อขจัดปัญหาการผูกขาดทางการค้า ซึ่งเรามองเป็นบวกเพราะ Bumble Bee มีส่วนแบ่งการตลาดที่สูงกว่า, มีรายได้ที่มากกว่า และมีความสามารถทำกำไรที่ดีกว่า แต่ยังคงอาศัยการเพิ่มทุนตามเดิม ซึ่งจะเกิดขึ้นก็ต่อเมื่อการควบรวมแล้วเสร็จ หรือเกิดการชำระหนี้แล้วเท่านั้น จากการปรับลดกำไรปีนี้ นำไปสู่การปรับลดราคาเป้าหมายปี 2015 เป็น 21 บาท จากเดิม 22.5 บาท (อิง PE เดิม 17 เท่า) ยังมี Upside 14.8% และจ่ายปันผลงวด 1H15 หุ่นละ 0.32 บาท คิดเป็น Yield 1.7% กำหนดขึ้น XD 25 ส.ค. และจ่ายเงิน 9 ก.ย. เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อการเติบโตในระยะยาว คงคำแนะนำซื้อ

**ผลกำไร 2Q15 ดีกว่าคาดอย่างน่าประทับใจ**

กำไรสุทธิ 2Q15 เท่ากับ 1,412 ล้านบาท (-6.3% Q-Q, -7.3% Y-Y) ดีกว่าคาด (เรคาดไว้ 1,111 ล้านบาท) หากไม่รวมผลขาดทุนอัตราแลกเปลี่ยน 179 ล้านบาท และค่าใช้จ่ายซื้อกิจการ 96 ล้านบาท จะมีกำไรปกติเท่ากับ 1,687 ล้านบาท (+81.2% Q-Q, +8.6% Y-Y) สาเหตุที่กำไรเติบโตมาจากการฟื้นตัวของธุรกิจภายในยุโรปทั้ง MWB ที่ยังดีต่อเนื่อง และผลของการรวม 3 ธุรกิจใหม่ (King Oscar, MerAlliance, Orion) รวมถึงผลบวกจากค่าเงินบาทอ่อนค่า ส่งผลให้รายได้รวมเติบโต 7.1% Q-Q และ 1.3% Y-Y กอปรกับผลบวกจากราคาวัตถุดิบที่ปรับลดลง ส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นปรับตัวดีขึ้นอย่างน่าประทับใจมาอยู่ที่ 16.9% (เรคาดไว้ 15%) เพิ่มขึ้นจาก 13.8% ใน 1Q15 และ 16.1% ใน 2Q14 ในขณะที่สามารถควบคุมสัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้กลับมาใกล้เคียงเป้าหมายของบริษัท (ไม่เกิน 10%) ที่ 9.8% ลดลงจาก 10.5% ใน 1Q15 เช่นเดียวกับภาระดอกเบี้ยจ่ายที่อ่อนตัวลง -13.8% Q-Q และ -38% Y-Y ส่งผลให้ Net D/E ลดลงมาอยู่ที่ 0.68 เท่า จาก 0.85 เท่า ณ สิ้นปี 2014

**แนวโน้มกำไรปกติ 2H15 จะดีกว่า 1H15 แต่ปรับลดกำไรปีนี้ลง 7%**

บริษัทมีกำไรสุทธิ 1H15 เท่ากับ 2,919 ล้านบาท (+18.1% Y-Y) หากไม่รวมรายการพิเศษจะมีกำไรปกติเท่ากับ 2,287 ล้านบาท (-1.1% Y-Y) แนวโน้มกำไรปกติน่าจะฟื้นตัวต่อเนื่องใน 3Q15 เพราะเป็น High Season ของการส่งออก และคาดคิด Bumble Bee จะถูกเลื่อนไป จากเดิมที่คาดว่าจะรวมเข้ามาใน 4Q15 ราว 2 เดือน จึงคาดกำไรปกติใน 4Q15 น่าจะอ่อนตัวลงตามฤดูกาล กอปรกับผลประกอบการในช่วง 2H15 จะยังต้องรับรู้ค่าใช้จ่ายดีล M&A ต่อเนื่องจาก 1H15 ที่รับรู้ไปแล้ว 197 ล้านบาท ซึ่งเป็นค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นจริง แม็คคิลการซื้อขายจะยังไม่แล้วเสร็จก็ตาม จากที่ประชุมเมื่อวันศุกร์ บริษัทได้ปรับเป้าหมายรายได้ปีนี้โดยกำหนดเป็นช่วงที่ US\$4,500 ล้าน – US\$5,000 ล้าน จากเดิม US\$5,000 ล้าน และด้วยผลประกอบการที่ไม่สดใสใน 1Q15 เราจึงปรับลดประมาณการกำไรปกติปี 2015 ลงจากเดิมราว 7% เป็น 5,820 ล้านบาท (+11.6% Y-Y) และปรับลดราคาเป้าหมายเป็น 21 บาท จากเดิม 22.5 บาท (อิง PE เดิม 17 เท่า)

### ดีลซื้อ Bumble Bee เป็นไปอย่างยากลำบาก

นับตั้งแต่ประกาศเข้าซื้อ Bumble Bee มูลค่า US\$1.51 พันล้าน เมื่อ ธ.ค. 2014 และได้เข้าสู่กระบวนการขออนุญาตการควบรวมกิจการภายใต้กฎหมายป้องกันการผูกขาดของสหรัฐฯ (Antitrust) รวมถึงประกาศสัดส่วนและราคาเพิ่มทุนเมื่อ 17 ก.ค. 2015 หลังจากนั้นเพียง 7 วัน ในวันที่ 24 ก.ค. ได้ประกาศระงับการเพิ่มทุนภายหลังถูกหมายเรียกจากกระทรวงยุติธรรมของสหรัฐฯ (DOJ) เพื่อสอบสวนการกระทำตามกฎหมายการแข่งขันทางการค้า โดยเป็นการตรวจสอบทั้งอุตสาหกรรม ต่อมาในวันที่ 6 ส.ค. มีข่าวว่าถูก Olean Wholesale Grocery Cooperative (ผู้ประกอบการค้าปลีกในสหรัฐฯ) ฟ้องร้องกรณีไม่ยอมปรับลดราคาขายสินค้าในช่วงที่ราคาปลาทูน่าปรับลดลง โดยเป็นการฟ้องร้องผู้ประกอบการทูน่าประมง 3 รายใหญ่ในสหรัฐฯ (Starkist, Bumble Bee และ Chicken of the Sea) ซึ่งทั้งประเด็นตรวจสอบโดย DOJ และถูกฟ้องร้องน่าจะเกี่ยวข้องกันในกรณีการผูกขาดทางการค้า และปกติมักใช้เวลาในการพิจารณานานราว 1 - 3 ปี

### เกิดทางเลือกใหม่ อาจพิจารณาขาย Chicken of the Sea เพื่อซื้อ Bumble Bee

ผู้บริหารเปิดเผยในที่ประชุมว่าภายใน 4 – 6 สัปดาห์ข้างหน้า น่าจะให้เห็นแผนชัดเจนต่อดีลซื้อกิจการ Bumble Bee แม้ภายใต้สัญญาซื้อขายมีการกำหนดวันครบกำหนดในการควบรวมกิจการคือ 18 ธ.ค. 2015 (อายุสัญญา 1 ปี) แต่เราคาดว่าจะสามารถเจรจาต่อรองขยายระยะเวลา หรือหาทางออกร่วมกันได้ระหว่าง TUF และผู้ขาย (Lion/Big Catch Cayman L.P. เป็น Private Equity) และการเพิ่มทุนคาดว่าจะไม่เกิดขึ้นจนกว่าจะควบรวมแล้วเสร็จ หรือมีการชำระเงินเกิดขึ้น (ต่างจากครั้งก่อนที่มีการประกาศเพิ่มทุนก่อนดีลแล้วเสร็จ) ซึ่งเราคาดการณ์เพิ่มทุนจะไม่เกิดขึ้นในปีนี้อย่างไรก็ตาม ทางออกของดีลนี้ยังมีความไม่แน่นอนและอาจเป็นไปได้หลายทาง ได้แก่ 1.) บริษัทอาจซื้อ Bumble Bee ได้สำเร็จ อย่างเร็วคือภายในปี 2016 หรือ 2.) บริษัทอาจหลีกเลี่ยงการผูกขาดทางการค้าด้วยการขายกิจการ Chicken of the Sea (อันดับ 3 ในสหรัฐฯ) และเข้าซื้อ Bumble Bee (อันดับ 2) และ 3.) กรณี Worst Case ดีลซื้อ Bumble Bee ล่ม

จากสถานการณ์ล่าสุด เราประเมินว่ามีความเป็นไปได้ที่บริษัทอาจพิจารณาขาย Chicken of the Sea โดยผู้บริหารระบุว่ามีโอกาสมูลค่ากิจการราว US\$250 ล้าน (อิงวิธีประเมิน EV/EBITDA ที่ 10.4 เท่า เท่ากับมูลค่าซื้อ Bumble Bee) และเข้าซื้อ Bumble Bee ที่มูลค่า US\$1,510 ล้าน ทั้งนี้ยังต้องอาศัยการเพิ่มทุนตามเดิม เพราะบริษัทต้องการเงินจากการเพิ่มทุนที่ US\$400 ล้าน หากวิธีนี้เกิดขึ้นจริง แม้จะทำให้บริษัทมีส่วนแบ่งการตลาดขยับขึ้นเป็นอันดับ 2 จากปัจจุบันอันดับ 3 (หากเป็นวิธี 1.) จะขยับขึ้นเป็นอันดับ 1) แต่เรามีมุมมองค่อนข้างไปในทางบวก เพราะนอกจากจะช่วยขจัดปัญหาการผูกขาดทางการค้าแล้ว ทั้งส่วนแบ่งการตลาดของ Bumble Bee ที่มากกว่า และยังมีผลประกอบการที่ดีกว่า Chicken of the Sea ทั้งในแง่รายได้ (Bumble มีรายได้ราว US\$1,000 ล้าน ส่วน Chicken of The Sea อยู่ที่ US\$500 ล้าน) และความสามารถในการทำกำไรของ Bumble Bee ที่ดีกว่า ซึ่งจะเป็นบวกต่อกำไรในปี 2016

อย่างไรก็ตาม เรายังยืนยันมุมมองของเราตามเดิมว่า หากดีลซื้อ Bumble Bee ไม่สำเร็จ TUF ก็ยังสามารถเติบโตต่อไปได้ และยังคงมีฐานะทางการเงินที่แข็งแกร่ง รวมถึงยังมีโอกาสมองหาดีลใหม่เพื่อสร้างการเติบโตแบบ Inorganic ในระยะต่อไป

### 2Q15 Earnings Results

(Bt mn)	2Q15	1Q15	%Q-Q	2Q14	%Y-Y	1H15	1H14	%Y-Y
Sales revenue	30,642	28,606	7.1%	30,258	1.3%	59,248	58,207	1.8%
Costs	25,450	24,660	3.2%	25,373	0.3%	50,110	49,164	1.9%
Gross profit	5,192	3,945	31.6%	4,885	6.3%	9,138	9,043	1.1%
SG&A costs	2,992	3,005	-0.4%	2,848	5.1%	5,997	5,563	7.8%
Interest charge	355	412	-13.8%	574	-38.2%	767	1,049	-26.9%
Norm profit	1,687	600	81.2%	1,553	8.6%	2,287	2,312	-1.1%
Net profit	1,412	1,507	-6.3%	1,522	-7.3%	2,919	2,471	18.1%
EPS (Bt/share)	1.231	1.313	-6.3%	1.328	-7.3%	2.544	2.155	18.1%
Gross margin	16.9%	13.8%	3.1%	16.1%	0.8%	15.4%	15.5%	-0.1%
SG&A % of Sales	9.8%	10.5%	-0.7%	9.4%	0.4%	10.1%	9.6%	0.5%
Net margin	4.6%	5.3%	-0.7%	5.0%	-0.4%	4.9%	4.2%	0.7%

Source: Company Data

**Income Statement (Consolidated)**

(Bt m)	2012	2013	2014	2015E	2016E
Revenue	106,698	112,813	121,402	146,250	160,875
Cost of sales	90,336	98,590	102,382	123,581	135,618
Gross profit	16,362	14,222	19,020	22,669	25,257
SG&A costs	9,493	10,234	12,031	14,186	15,444
Operating profit	7,342	5,099	7,875	9,214	10,618
Other income	473	1,111	886	731	804
EBIT	7,342	5,099	7,875	9,214	10,618
EBITDA	9,244	7,337	10,393	11,907	13,486
Interest charge	2,329	1,655	1,673	1,777	1,725
Tax on income	120	495	1,040	1,215	1,448
Earnings after tax	4,893	2,950	5,162	6,221	7,444
Minority interests	-778	-626	-676	-731	-804
Normalized earnings	4,638	2,536	5,215	5,820	6,970
Extraordinary items	56	317	-123	800	0
Net profit	4,694	2,853	5,092	6,620	6,970

**Balance Sheet (Consolidated)**

(Bt m)	2012	2013	2014	2015E	2016E
Cash	1,400	1,621	2,123	2,019	2,232
Accounts receivable	11,918	13,948	15,404	15,947	17,542
Inventory	33,290	36,917	37,518	40,629	40,871
Other current assets	1,728	3,058	5,819	2,194	2,413
Total current assets	48,337	55,544	60,864	60,790	63,058
Investments	1,876	1,924	2,019	1,112	1,112
Plant, property & equipment	17,923	21,473	23,052	23,859	24,491
Other assets	26,622	29,349	29,508	35,100	37,001
Total assets	94,759	108,290	115,443	120,860	125,662
Short-term loans	22,511	29,375	26,087	25,395	25,195
Accounts payable	10,545	9,802	10,725	12,866	14,119
Current maturities	899	4,077	989	1,000	1,000
Other current liabilities	1,594	3,676	2,554	2,925	3,218
Total current liabilities	35,549	46,930	40,354	42,186	43,532
Long-term debt	11,598	9,598	19,225	17,550	16,050
Other non-current liab.	7,268	8,414	8,397	9,506	10,457
Total non-current liab.	18,866	18,013	27,622	27,056	26,507
Total liabilities	54,415	64,943	67,976	69,242	70,039
Registered capital	1,202	1,202	1,202	1,202	1,202
Paid up capital	1,148	1,148	1,193	1,194	1,195
Share premium	17,501	17,501	19,948	19,948	19,948
Legal reserve	120	120	120	120	120
Retained earnings	18,447	20,768	22,404	25,822	29,373
Minority Interests	3,128	3,811	3,802	4,534	4,987
Shareholders' equity	40,344	43,347	47,467	51,618	55,623

Source: Company data, FSS research

**Income Statement (Consolidated)**

(Bt m)	2012	2013	2014	2015E	2016E
Net Profit	4,694	2,853	5,092	6,620	6,970
Depreciation etc.	1,902	2,238	2,518	2,693	2,868
Change in working capital	-5,433	-4,065	-2,576	-1,559	-510
Other adjustments	-427	411	-121	-630	170
Cash flow from operations	737	1,437	4,912	7,124	9,498
Capital expenditure	-4,171	-5,788	-4,097	-3,500	-3,500
Others	286	-2,833	-4,041	27	-1,552
Cash flow from investing	-3,885	-8,620	-8,138	-3,473	-5,052
Free cash flow	-3,148	-7,183	-3,226	3,651	4,446
Net borrowings	-4,176	4,916	6,622	-1,566	-1,700
Equity capital raised	9,533	0	2,493	1	1
Dividends paid	-2,181	-1,836	-2,281	-3,310	-3,485
Others	470	4,325	-3,106	1,121	951
Cash flow from financing	3,646	7,404	3,728	-3,755	-4,233
Net change in cash	498	221	503	-104	213

**Important Ratios (Consolidated)**

	2012	2013	2014	2015E	2016E
<b>Growth (%)</b>					
Sales	8.1	5.7	7.6	20.5	10.0
EBITDA	-5.2	-20.6	41.7	14.6	13.3
Net profit	-8.3	-39.2	78.5	30.0	5.3
Normalized earnings	0.6	-45.3	105.6	11.6	19.8
<b>Profitability Ratios (%)</b>					
Gross profit margin	15.3	12.6	15.7	15.5	15.7
EBITDA margin	8.7	6.5	8.6	8.1	8.4
EBIT margin	6.9	4.5	6.5	6.3	6.6
Normalized profit margin	4.3	2.2	4.3	4.0	4.3
Net profit margin	4.4	2.5	4.2	4.5	4.3
Normalized ROA	4.9	2.3	4.5	4.8	5.5
Normalize ROE	12.5	6.4	11.9	12.4	13.8
Normalized ROCE	12.4	8.3	10.5	11.7	12.9
<b>Risk (x)</b>					
D/E	1.5	1.6	1.6	1.5	1.4
Net D/E	1.4	1.6	1.4	1.4	1.3
Net debt/EBITDA	5.7	8.6	6.3	5.6	5.0
<b>Per share data (Bt)</b>					
EPS - Reported	0.98	0.60	1.07	1.39	1.46
EPS - Normalized	0.97	0.53	1.09	1.22	1.46
EBITDA	1.94	1.54	2.18	2.50	2.83
FCF	-0.66	-1.51	-0.68	0.77	0.93
Book value	7.74	8.22	9.08	9.79	10.53
Dividend	0.53	0.37	0.55	0.69	0.73
Par	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
<b>Valuations (x)</b>					
P/E	18.6	30.6	17.2	13.2	12.5
P/E - Normalized	18.8	34.4	16.7	15.0	12.5
P/BV	2.4	2.2	2.0	1.9	1.7
EV/EBTDA	15.2	20.5	14.7	13.0	11.5
Dividend yield (%)	2.9	2.0	3.0	3.8	4.0

**บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)**

<b>สำนักงานใหญ่</b> 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา อัลมาลิ้งค์</b> 25 อาคารอัลมาลิ้งค์ ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา อัมรินทร์</b> 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา ไทยซัมมิท ทาวเวอร์</b> 1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 5, 31 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า</b> 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ทาวเวอร์ ปิ่นเกล้า ชั้นที่ 14 ห้อง 1404 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย กรุงเทพมหานคร
<b>สาขา บางกะปิ</b> 3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา ลิตเติลไทย ทาวเวอร์</b> 2034/52 อาคารลิตเติลไทย ทาวเวอร์ ชั้น 11 ยูนิค 11-07/01 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา บางนา</b> 1093 อาคารเซ็นทรัลซิตีทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 1093/105 หมู่ 12 ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา ลินธอร์ 1</b> 130-132 อาคารลินธอร์ ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา ลินธอร์ 2</b> 130-132 อาคารลินธอร์ ทาวเวอร์ 3 ชั้น 24 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร
<b>สาขา ลินธอร์ 3</b> 130-132 อาคารลินธอร์ ทาวเวอร์ 3 ชั้น 19 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา ลาดพร้าว</b> 555 อาคารระสา ทาวเวอร์ 2 ยูนิค 1106 ชั้น 11 ถ.พหลโยธิน แขวงจตุจักร เขตจตุจักร กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา ประชาชื่น</b> 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา รัชโยธิน</b> 1/832 พหลโยธิน 60 ต.จตุคต อ.ลำลูกกา ปทุมธานี	<b>สาขา ไทยซัมมิท ทาวเวอร์</b> 1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 2 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง กรุงเทพมหานคร
<b>สาขา รัตนธิเบศร์</b> 68/127 หมู่ 8 ถ.รัตนธิเบศร์ ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี นนทบุรี				
<b>สาขา ศรีราชา</b> 135/99 (ตึกคอม ชั้น G) ถนนสุขุมวิท ต.ศรีราชา อ.ศรีราชาชลบุรี	<b>สาขา ขอนแก่น 1</b> 311/16 ถ.กลางเมือง ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น	<b>สาขา ขอนแก่น 3</b> 4/6 ชั้น 2 อาคาร ธนาคารไอซีบีซี(ไทย)จำกัด(มหาชน) ถ.กลางเมือง ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น	<b>สาขา อุดรธานี</b> 104/6 ชั้น 2 อาคาร ธนาคารไอซีบีซี(ไทย)จำกัด(มหาชน) ถ.อุดรธานี ต. หนองแก่ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี	<b>สาขา เชียงใหม่</b> 308 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่
<b>สาขา เชียงใหม่ 2</b> 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่	<b>สาขา เชียงใหม่ 3</b> อาคารมะลิเพลส 32/4 หมู่ที่ 2 ชั้น 1 ห้อง B1-1, B1-2 ต.แม่เหีย อ.เมืองเชียงใหม่ เชียงใหม่	<b>สาขา เชียงราย</b> 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย	<b>สาขา แม่สาย</b> 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย	<b>สาขา นครราชสีมา</b> 1242/2 ห้อง A3 ชั้น 7 สำนักงานเดอะมอลล์ นครราชสีมา ถ.มิตรภาพ ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา
<b>สาขา สมุทรสาคร</b> 1045/16-17 ถ.วิเชียรโชฎก ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร	<b>สาขา นครปฐม</b> 28/16-17 ถ.สิงเฝ้า ต.สนามจันทร์ อ.เมือง จ.นครปฐม	<b>สาขา ภูเก็ต</b> 22/18 ศูนย์การค้าวานิชพลาซ่า ถ.หลวงพ่อดำ ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต	<b>สาขา หาดใหญ่ 1</b> 200/221, 200/223 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา	<b>สาขา หาดใหญ่ 2</b> 106 ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา
<b>สาขา หาดใหญ่ 3</b> 200/222, 200/224, 200/226 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา	<b>สาขา กระบี่</b> 223/20 ถ.มหาพรต ต.ปากน้ำ อ.เมือง จ.กระบี่	<b>สาขา ตรัง</b> 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง	<b>สาขา สุราษฎร์ธานี</b> 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี	<b>สาขา บิดธานี</b> 300/69-70 หมู่ 4 ต.ระมุณี อ.เมือง จ.ปัตตานี

**คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน**

BUY	"ซื้อ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน <b>ต่ำกว่า</b> มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 10%
HOLD	"ถือ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน <b>ต่ำกว่า</b> มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 0% - 10%
SELL	"ขาย" เนื่องจากราคาปัจจุบัน <b>สูงกว่า</b> มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
TRADING BUY	"ซื้อเก็งกำไรระยะสั้น" เนื่องจากมีประเด็นที่มีผลบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้น แม้ว่าราคาปัจจุบันจะสูงกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
OVERWEIGHT	"ลงทุนมากกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ <b>สูงกว่า ตลาด</b>
NEUTRAL	"ลงทุนเท่ากับตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ <b>เท่ากับ ตลาด</b>
UNDERWEIGHT	"ลงทุนน้อยกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ <b>ต่ำกว่า ตลาด</b>

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อว่าหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตาม บริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลา โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดๆ ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูล และใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า

การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

**Thai Institute of Directors Association (IOD) - Corporate Governance Report Rating 2014**



BAFS	EGCO	IRPC	KTB	PTTEP	SAT	SIM	TMB
BCP	GRAMMY	IVL	MINT	PTTGC	SC	SPALI	TOP
BTS	HANA	KBANK	PSL	SAMART	SCB	THCOM	
CPN	INTUCH	KKP	PTT	SAMTEL	SE-ED	TISCO	



AAV	BAY	CFRESH	DTC	HMPRO	MACO	OCC	PR	SAMCO	SSI	TIPCO	TSTH
ACAP	BBL	CIMBT	EASTW	ICC	MC	OFM	PRANDA	SCC	SSSC	TK	TTA
ADVANC	BECL	CK	EE	KCE	MCOT	PAP	PS	SINGER	STA	TKT	TTW
ANAN	BIGC	CNT	ERW	KSL	NBC	PE	PT	SIS	SVI	TNITY	TVO
AOT	BKI	CPF	GBX	LANNA	NCH	PG	QH	SITHAI	TCAP	TNL	UAC
ASIMAR	BLA	CSL	GC	LH	NINE	PHOL	RATCH	SNC	TF	TOG	VGI
ASK	BMCL	DELTA	GFPT	LHBANK	NKI	PJW	ROBINS	SNP	THAI	TRC	VNT
ASP	BROOK	DRT	GUNKUL	LOXLEY	NMG	PM	RS	SPI	THANI	TRUE	WACOAL
BANPU	CENDEL	DTAC	HEMRAJ	LPN	NSI	PPS	S&J	SSF	TIP	TSTE	



2S	BEC	DEMCO	IRCP	MOONG	PTG	SPC	TIC	UPOIC
AF	BFIT	DNA	ITD	MPG	QLT	SPCG	TICON	UT
AH	BH	EA	KBS	MTI	QTC	SPPT	TIW	UV
AHC	BJC	ESSO	KGI	NC	RCL	SST	TKS	UWC
AIT	BJCHI	FE	KKC	NTV	SABINA	STANLY	TLUXE	VIH
AJ	BOL	FORTH	KTC	NUSA	SALEE	STEC	TMI	WAVE
AKP	BTNC	FPI	L&E	NWR	SCBLIF	STPI	TMT	WHA
AKR	BWG	GENCO	LRH	NYT	SCCC	SUC	TNDT	WIN
AMANAH	CCET	GL	LST	OGC	SCG	SWC	TPC	WINNER
AMARIN	CGD	GLOBAL	MAJOR	OISHI	SEAFCO	SYMC	TPCORP	YUASA
AMATA	CGS	GLOW	MAKRO	PACE	SEAOIL	SYNEX	TRT	ZMICO
AP	CHOW	GOLD	MATCH	PATO	SFP	SYNTEC	TRU	
APCO	CI	HOTPOT	MBK	PB	SIAM	TASCO	TSC	
APCS	CKP	HTC	MBKET	PDI	SIRI	TBSP	TTCL	
AQUA	CM	HTECH	MEGA	PICO	SKR	TEAM	TUF	
ARIP	CMR	HYDRO	MFC	PPM	SMG	TFD	TVD	
AS	CSC	IFS	MFEC	PPP	SMK	TFI	TWFP	
ASIA	CSP	IHL	MJD	PREB	SMPC	THANA	UMI	
AYUD	CSS	INET	MODERN	PRG	SMT	THIP	UP	
BEAUTY	DCC	IRC	MONO	PRIN	SOLAR	THREL	UPF	

สัญลักษณ์ N/R หมายถึง “ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR”

**ช่วงคะแนน**

- 100-90
- 80-89
- 70-79
- 60-69
- 50-59
- <50

**สัญลักษณ์**



no logo given

**ความหมาย**

- ดีเลิศ
- ดีมาก
- ดี
- ดีพอใช้
- ผ่าน
- n/a

**IOD (IOD Disclaimer)**

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของ บริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของ บริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด