

Current	Previous	Close	2019 TP	Exp Return	THAI CAC	CG 2018
BUY	BUY	24.40	30.00	+23.0%	N/A	5

Consolidated earnings				
BT (mn)	2017	2018	2019E	2020E
Normalized earnings	1,507	1,706	1,460	1,887
Net profit	1,810	2,494	2,275	1,887
Normalized EPS (Bt)	0.89	1.01	0.86	1.11
EPS (Bt)	1.07	1.47	1.34	1.11
% growth	-9.6	37.8	-8.8	-17.1
Dividend (Bt)	0.50	0.50	0.45	0.50
BV/share (Bt)	13.87	15.01	15.65	16.26
EV/EBITDA (x)	10.8	12.8	16.3	14.3
Normalized PER (x)	27.4	24.2	28.3	21.9
PER (x)	22.8	16.6	18.2	21.9
PBV (x)	1.8	1.6	1.6	1.5
Dividend yield (%)	2.0	2.0	1.8	2.1
ROE (%)	7.6	9.7	8.5	6.7
YE No. of shares (million)	1,694	1,694	1,694	1,694
Par (Bt)	1.00	1.00	1.00	1.00

Source: Company data, FSS estimates

Share data	
Sector	Construction Services
Close (20/08/2019)	24.40
SET Index	1,625.57
Foreign limit/actual (%)	25.00/7.51
Paid up shares (million)	1,693.90
Free float (%)	69.39
Market cap (Bt m)	41,331.08
Avg daily T/O (Bt m) (2019 YTD)	188.60
hi, lo, avg (Bt) (2019 YTD)	29.75, 24.20, 26.96

Source: Setsmarts

Analyst: Jitra Amornthum

Register No.: 014530

Assistant Analyst : Thanayorn Songwutti

Tel.: +662 646 9966

www.fnsyrus.com

 Finasia Syrus Securities

 @finansia

 @fnsyrus

## หุ้นเชิ่งานใหม่ ช่วยปลดล็อก Backlog ที่อยู่ระดับต่ำ

กำไรปกติ 2Q19 หดตัว 59% Q-Q และ 73% Y-Y ต่ำกว่าคาดมาก จาก SG&A ที่สูงผิดปกติ จากค่าใช้จ่าย One-time หลายรายการ ส่วนรายได้งานก่อสร้างทำได้ 5.5 พันล้านบาท (-27% Q-Q, -27% Y-Y) เนื่องจากมีหลายงานอยู่ช่วงท้ายโครงการ ทำให้เราปรับลดประมาณการกำไรปกติปี 2019-2020 ลง 20% และ 8% เป็นปี 2019 ชะลอ 14% Y-Y ก่อนฟื้นตัว 29% Y-Y ในปีหน้า ขณะที่ Backlog อยู่ที่ 3.86 หมื่นล้านบาท ต่ำสุดในรอบ 8 ปี อย่างไรก็ตาม ยังมีงานที่รอเซ็นอยู่กว่า 6.2 หมื่นล้านบาท คาดหนุนให้งานในมือสิ้นปีจบที่ 8.5-9.0 หมื่นล้านบาทได้ เราปรับราคาเหมาะสมลงเป็น 30 บาท แต่ยังคงแนะนำซื้อ จากศักยภาพในการรับงานใหม่ และมีโครงสร้างธุรกิจที่แข็งแกร่งจากการเติบโตของเงินลงทุนบริษัทช่วยลดความผันผวนของธุรกิจรับเหมา ขณะที่ราคาหุ้นซื้อขายบน PBV ที่ 1.6x เทียบเท่าค่าเฉลี่ยในอดีต-1SD และ Discount NAV ของบริษัทถูกอยู่มาก

กำไร 2Q19 โดดสูงจากรายการพิเศษ แต่กำไรปกติอ่อนตัว ต่ำกว่าคาด

กำไรสุทธิ 2Q19 อยู่ที่ 961 ล้านบาท (+170% Q-Q, +77.5% Y-Y) หากหักรายการพิเศษจาก BEM ที่บันทึกกำไรจากการเปลี่ยนประเภทเงินลงทุนของ TTW จากเงินลงทุนในบริษัทร่วมเป็นหลักทรัพย์เพื่อขาย และกำไรจากการขายเงินลงทุนของบริษัทย่อย รวม 815 ล้านบาท กำไรปกติอยู่ที่ 146 ล้านบาท (-59% Q-Q, -73% Y-Y) ต่ำกว่าเราและตลาดคาดมาก

มีสาเหตุหลักจาก SG&A ที่สูงผิดปกติ โดย SG&A ต่อรายได้ปรับขึ้นเป็น 13.6% จาก 7% ใน 1Q19 และ 6.3% ใน 2Q18 ส่วนใหญ่เพิ่มขึ้นจากค่าใช้จ่าย One-time อาทิ ค่าใช้จ่ายพนักงานตามกฎหมายแรงงานใหม่ของบริษัทย่อย, Write-off ค่าพัฒนาโครงการที่ศึกษาในอดีต, เงินบริจาค เป็นต้น นอกจากนี้ ถูกกดดันจากการปรับขึ้นเงินเดือนพนักงาน และค่าใช้จ่ายคนซึ่งโอนย้ายกลับมาที่ส่วนกลางหลังหลายโครงการแล้วเสร็จ ขณะที่รายได้ก่อสร้างอ่อนตัว 27% Q-Q และ 27% Y-Y อยู่ที่ 5.5 พันล้านบาท เนื่องจากโครงการรถไฟฟ้าทางคูจระ-ขอนแก่นส่งมอบไปแล้วใน 1Q19 รวมถึงมีหลายงานอยู่ในช่วงท้ายของโครงการ อาทิ งาน M&E สายส่งน้ำเงินส่วนต่อขยาย และโรงไฟฟ้าไชยะบุรี ส่วนอัตรากำไรขั้นต้นทำได้ 8.1% เทียบกับ 8.6% ใน 1Q19 จากผลของ Product Mix แต่ปรับขึ้นจาก 2Q18 ที่ 7.8%

ปรับลดประมาณการลง สะท้อน SG&A ที่สูง และการเชิ่งานใหม่ล่าช้า

เราปรับลดประมาณการกำไรปกติปี 2019-2020 ลง 20% และ 8% เป็น 1.5 พันล้านบาท (-14% Y-Y) และ 1.9 พันล้านบาท (+29% Y-Y) ตามลำดับ โดยปรับสมมติฐานดังนี้ 1) ปรับลดรายได้งานก่อสร้างปี 2019-2020 ลง 12% ต่อปี เป็น 2.5 หมื่นล้านบาท (-15% Y-Y) และ 2.6 หมื่นล้านบาท (+6% Y-Y) สะท้อนความล่าช้าของการเชิ่งานใหม่ และการเปิดประมูลโครงการภาครัฐ รวมถึงภาพการแข่งขันที่สูงขึ้น โดยเฉพาะคู่แข่งชาวจีน สะท้อนผลการประมูลหลายโครงการที่ผู้ชนะเสนอราคาต่ำกว่าราคากลางมาก 2) ปรับ SG&A ต่อรายได้ปี 2019-2020 ขึ้นจากเดิม 6.8% เป็น 8.5% และ 7% ตามลำดับ สะท้อนค่าใช้จ่ายที่สูงกว่าคาดใน 2Q19

กำไรปกติ 1H19 อยู่ที่ 502 ล้านบาท (-83% Y-Y) คิดเป็น 34% ของประมาณการทั้งปี แนวโน้ม 2H19 คาดเร่งขึ้น H-H หนุนจากเงินลงทุนในบริษัทร่วมที่ขยายตัวเด่นทั้ง BEM ที่มีการเปิดรถไฟฟ้าสายสีน้ำเงินส่วนต่อขยายช่วงที่ 2 ตั้งแต่เดือนก.ย. 2019 บวกกับ CKP ที่เปิดดำเนินการรถไฟฟ้าไชยะบุรีในเดือนต.ค. 2019

Backlog อยู่ในระดับต่ำ แต่หุ้นเชิ่งานใหม่เพิ่มใน 4Q19

บริษัทมี Backlog ณ สิ้น 2Q19 ต่ำสุดในรอบ 8 ปีที่ 3.86 หมื่นล้านบาท เทียบเท่าฐานรายได้เพียง 1.5 ปี ขณะที่มีงานที่ CK เสนอราคาต่ำสุด และอยู่ระหว่างรอเซ็นอีก 3 โครงการ มูลค่ารวม 1.2 หมื่นล้านบาท แบ่งเป็นงานก่อสร้างอาคารโรงพยาบาลจุฬาฯ (มูลค่า 2 พันล้านบาท), โครงการทางด่วนพระราม3-ดาวคะนอง สัญญา 4 (มูลค่า 6.2 พันล้านบาท) และศูนย์การแพทย์โรงพยาบาลขอนแก่น (มูลค่า 4 พันล้านบาท) คาดเซ็นสัญญาได้ใน 4Q19-1Q20 ขณะที่ปัจจัยเร่งสำคัญคือ รถไฟฟ้าความเร็วสูงเชื่อม 3 สนามบิน ซึ่งกลุ่ม CP (CK ถือ 5%) เสนอราคาต่ำสุด เราคาด CK จะได้รับงานเข้ามาเต็มราว 5 หมื่นล้านบาท (สมมติฐานแบ่งงานโยธา 1 แสนล้านบาทกับ CK และ ITD เท่ากัน) ปัจจุบันอยู่ระหว่างจัดทำแผนส่งมอบพื้นที่ คาดเซ็นสัญญาภายในปีนี้ ทำให้งานในมือในสิ้นปีมีโอกาสให้แตะ 8.5-9.0 หมื่นล้านบาท สูงสุดในรอบ 4 ปี

**รายได้ปีหน้าจาก Backlog ส่วนงานใหม่เป็นบวกกับปีหน้า**

เรามองว่ารายได้จากธุรกิจรับเหมาฯ ใน 2H19 อ่อนตัว H-H จากการทยอยรับรายได้จาก Backlog ที่ต่ำ หลักๆมาจากงานรถไฟฟ้าสี่ล้อตะวันออก และงาน M&E สายสีน้ำเงินส่วนต่อขยาย ส่วนงานที่อยู่ระหว่างรอเซ็น และงานใหม่ที่ประมูลได้จะเป็นบวกต่อรายได้ตั้งแต่ปี 2020 เป็นต้นไป โดยในช่วงที่เหลือของปี เราคาดว่าจะเห็นความคืบหน้าของกรอบเวลาการประมูลโครงการใหญ่ ดังนี้ 1) โครงการพัฒนาศูนย์บินอู่ตะเภา และเมืองการบินภาคตะวันออก มูลค่า 8 หมื่นล้านบาท อยู่ระหว่างรอคำตัดสินของศาลปกครองกลาง 2) โครงการทางด่วนย้งก้ง ประเทศพม่า มูลค่า 1.2 หมื่นล้านบาท อยู่ระหว่างแก้ไข TOR คาดเปิดประมูลเดือนต.ค. 2019 3) โครงการรถไฟฟ้าความเร็วสูงไทย-จีน 6 เส้นทาง มูลค่า 5.5 หมื่นล้านบาท ขาย TOR แล้ว กำหนดยื่นซอง 26 ส.ค. 2019 4) โครงการ Runway 3 ของสนามบินสุวรรณภูมิ มูลค่า 1.1 หมื่นล้านบาท คาดเปิดขาย TOR ใน 4Q19 ส่วนปี 2020 คาดเห็นความคืบหน้าของโครงการรถไฟฟ้าสายสีส้ม (PPP) มูลค่า 9 หมื่นล้านบาท, สายสีแดง มูลค่า 6 หมื่นล้านบาท, รถไฟทางคู่เฟส 2 จำนวน 9 เส้นทาง เป็นต้น

**ปรับราคาเหมาะสมลงเป็น 30 บาท ยังแนะนำซื้อ**

เราปรับราคาเหมาะสมลงเป็น 30 บาท (SOTP) สะท้อนการปรับลดประมาณการ แต่ยังคงแนะนำซื้อ ในฐานะผู้รับเหมารายใหญ่ที่ได้รับประโยชน์จากงานประมูลที่คาดว่าจะออกมาเรื่อยๆ ตั้งแต่ 4Q19-2020 นอกจากนี้ เราคาดว่าจุดเด่นของ CK เป็นการเติบโตของเงินลงทุนในบริษัทลูก (BEM, CKP) ที่แข็งแกร่ง ซึ่งช่วยพยุงผลประกอบการ หลังธุรกิจรับเหมาฯชะลอตัว และมีความผันผวนขณะที่ราคาหุ้นปรับลง 13.6% ภายใน 1 เดือน ปัจจุบันซื้อขายบน PBV ที่ 1.6x เทียบเท่าค่าเฉลี่ยในอดีต -1SD รวมถึงราคาปิดของ CK ที่ 24.40 บาท ต่ำกว่า NAV ที่ถือในบริษัทลูกที่ 43.9 บาท/หุ้นอยู่มาก สะท้อนว่า Undervalue และมี Downside จำกัด

*ความเสี่ยง - โครงการประมูลใหม่ที่ออกมาจะน้อยกว่าคาด, ความล่าช้าในการประมูลงาน และก่อสร้าง, ค่าแรงและราคาวัตถุดิบที่สูงขึ้น, ปัญหาทางการเมือง, เศรษฐกิจฟื้นตัวช้า*

**Figure 1: โครงการขนาดใหญ่ที่คาดว่าจะประมูลใน 2H19**

Projects	Construction Value (MB)	Project Owner	Q3/19	Q4/19	Q1/20	Q2/20	
EEC Track : Hi-Speed Train link 3 Airports	119,425	SRT	Signing		Construction		
EEC Track : U-Tapao International Airport	80,000	RTN	Bidding Process		Signing & Construction		
Rama III - Dao Kanong Expressway	30,029	EXAT	Signing		Construction		
Yangon Elevated Expressway (Myanmar)	12,000	MOC	TOR & Bidding		Signing & Construction		
TH-CH : Hi-Speed Train : Muak Lek – Lam Takong	5,359	SRT	TOR & Bidding		Signing & Construction		
TH-CH : Hi-Speed Train : Bundai Mah - Lam Takong	12,043		TOR & Bidding		Signing & Construction		
TH-CH : Hi-Speed Train : Kok Kruad - Korat	9,257		TOR & Bidding		Signing & Construction		
TH-CH : Hi-Speed Train : Bang Sue – Don Mueng	N/A		Waiting for Negotiation With CP Group		Signing & Construction		
TH-CH : Hi-Speed Train : Bann po - Phra Kaew	11,801		TOR & Bidding		Signing & Construction		
TH-CH : Hi-Speed Train : Saraburi - Kaeng Koi	10,421		TOR & Bidding		Signing & Construction		
TH-CH : Hi-Speed Train : Depot (Chiengraknoy)	6,093		TOR & Bidding		Signing & Construction		
3 <sup>rd</sup> Runway, Ground Improvement & New Satellite Terminal, Suvarnabhumi Airport Phase3	10,726		AOT	EIA Approve, TOR & Bidding Process		Signing & Construction	
<b>Total</b>	<b>308,154</b>						

Source: CK Presentation

**Income Statement (Consolidated)**

(Bt mn)	2016	2017	2018	2019E	2020E
Revenue	45,768	35,923	29,296	25,035	26,632
Cost of sales	42,530	33,088	26,976	23,007	24,515
Gross profit	3,238	2,835	2,320	2,028	2,117
SG&A	1,781	2,131	1,867	2,128	1,864
Operating profit	1,457	703	453	-100	253
Other income	980	1,505	1,620	1,584	1,483
EBIT	2,437	2,208	2,073	1,484	1,736
EBITDA	3,391	3,202	2,778	2,418	2,855
Interest charge	1,166	1,393	1,248	1,250	1,313
Tax on income	78	91	87	35	63
Earnings after tax	1,771	1,548	1,698	1,465	1,892
Minority Interests	40	41	-8	5	5
Norm profit	1,731	1,507	1,706	1,460	1,887
Extraordinary items	271	303	788	815	0
Net profit	2,002	1,810	2,494	2,275	1,887

**Cash Flow Statement (Consolidated)**

(Bt mn)	2016	2017	2018	2019E	2020E
Net profit	1,771	1,548	1,698	1,465	1,892
Depreciation etc.	953	993	994	995	996
Change in working capital	-3,219	15,745	6,552	-5,917	54
Other adjustments	0	0	0	0	0
Cash flow from operation	-494	18,286	9,244	-3,456	2,941
Capital expenditures	-16,164	-5,465	-5,043	343	-1,119
Others	0	0	0	0	0
Cash flow from investing	-16,164	-5,465	-5,043	343	-1,119
Free cash flow	-16,658	12,820	4,201	-3,113	1,823
Net borrowings	24,170	-18,009	-2,598	3,534	344
Equity capital raised	143	1,029	218	-132	164
Dividend paid	-916	-557	40	-373	-854
Others	0	0	0	0	0
Cash flow from financing	23,397	-17,538	-2,341	3,028	-345
Net Change in cash	6,739	-4,717	1,861	-85	1,477

**Balance Sheet (Consolidated)**

(Bt mn)	2016	2017	2018	2019E	2020E
Cash and equivalent	12,537	8,897	8,934	8,965	10,443
Accounts receivable	7,920	5,462	8,191	4,256	4,527
Inventory	5,490	7,971	3,867	5,752	6,129
Other current asset	7,383	6,066	5,556	4,757	5,060
Total current assets	33,330	28,396	26,549	23,730	26,159
Investment	38,151	41,735	46,105	47,028	47,498
PPE	9,086	8,896	10,397	8,022	7,674
Other assets	14,362	248	449	250	266
Total Assets	61,599	50,879	56,952	55,300	55,438
Short term loan	9,532	8,265	6,320	8,700	8,500
Account payable	6,441	4,038	5,397	3,451	3,677
Current maturities	6,639	3,709	4,826	6,127	6,509
Other current liabilities	6,734	9,086	12,495	6,259	6,658
Total current liabilities	29,345	25,097	29,038	24,537	25,344
Long term debt	41,133	27,320	25,550	25,403	25,565
Other LT liabilities	43,729	30,304	28,634	27,703	28,262
Total liabilities	73,074	55,401	57,672	52,241	53,606
Registered capital	1,694	1,694	1,694	1,694	1,694
Paid-up capital	1,694	1,694	1,694	1,694	1,694
Share Premium	4,869	4,869	4,869	4,869	4,869
Legal reserve	175	175	175	175	175
Retained earnings	10,637	11,627	13,365	14,457	15,495
Others	4,105	5,121	5,318	5,318	5,318
Minority Interest	374	387	408	275	440
Shareholders' equity	21,854	23,873	25,829	26,788	27,990

**Important Ratios (Consolidated)**

	2016	2017	2018	2019E	2020E
<b>Growth (%)</b>					
Revenue	31.3	-21.5	-18.4	-14.5	6.4
EBITDA	4.2	-5.6	-13.2	-13.0	18.1
Net profit	-8.7	-9.6	37.8	-8.8	-17.1
Normalized earnings	853.2	-13.0	13.2	-14.4	29.2
<b>Profitability (%)</b>					
Gross profit margin	7.1	7.9	7.9	8.1	8.0
EBITDA margin	7.4	8.9	9.5	9.7	10.7
EBIT margin	5.3	6.1	7.1	5.9	6.5
Normalized profit margin	3.8	4.2	5.8	5.8	7.1
Net profit margin	4.4	5.0	8.5	9.1	7.1
Normalized ROA	1.8	1.9	2.0	1.8	2.3
Normalized ROE	7.9	6.3	6.6	5.5	6.7
Normalized ROCE	2.6	2.8	3.1	2.7	3.4
<b>Risk (x)</b>					
D/E	3.3	2.3	2.2	2.0	1.9
Net D/E	2.8	1.9	0.7	0.6	0.9
Net debt/EBITDA	17.9	14.5	17.5	17.9	15.1
<b>Per share data (Bt)</b>					
Reported EPS	1.18	1.07	1.47	1.34	1.11
Normalized EPS	1.02	0.89	1.01	0.86	1.11
EBITDA	2.00	1.89	1.64	1.43	1.69
Book value	12.68	13.87	15.01	15.65	16.26
Dividend	0.50	0.50	0.50	0.45	0.50
Par	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
<b>Valuations (x)</b>					
P/E	20.6	22.8	16.6	18.2	21.9
Norm P/E	23.9	27.4	24.2	28.3	21.9
P/BV	1.9	1.8	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA	8.4	10.8	12.8	16.3	14.3
Dividend yield (%)	2.0	2.0	2.0	1.8	2.1

Source: Company data, FSS research

**บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)**

<p><b>สำนักงานใหญ่</b> 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 G,กท.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา อัลมาลิ่งค์</b> 25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา อัมรินทร์ ทาวเวอร์</b> 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1</b> 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล พลาซ่า ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา บางกระบือ</b> 3105 อาคารเอ็มมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ จ.กรุงเทพมหานคร</p>
<p><b>สาขา บางนา</b> 589 หมู่ 12 อาคารชุดทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 589/105 (เดิม 1093/105) ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา สินธร 1</b> 130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา เคียนหวน (สินธร 2)</b> 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา ลาดพร้าว</b> 555 อาคารสา ทาวเวอร์ 2 ยูนิต 1106 ชั้น 11 ถ.พหลโยธิน แขวงจตุจักร เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา ประชาชื่น</b> 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร</p>
<p><b>สาขา รัชสิด</b> 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี</p>	<p><b>สาขา อิมดลารามิ</b> 990 อาคารอิมดลารามิเพลส ชั้น 12 ห้อง 1210 ถ.พระราม 4 แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา รัตนาธิเบศร์</b> 576 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอบ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี</p>	<p><b>สาขา แจ่งวัฒนะ</b> 99, 99/9 เซ็นทรัลแจ่งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์ ห้อง 2203, ชั้น 22 หมู่ 2 ถ.แจ่งวัฒนะ, บางตลาด ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี</p>	
<p><b>สาขา ขอนแก่น 1</b> 311/16 ชั้น 2 ถ.กลางเมือง ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น</p>	<p><b>สาขา ขอนแก่น 3</b> 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่ง) ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น</p>	<p><b>สาขา อุดรธานี</b> 197/29, 213/3 ถ.อุดรชัย ต. หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี</p>	<p><b>สาขา เชียงใหม่ 1</b> 308 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่</p>	<p><b>สาขา เชียงใหม่ 2</b> 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่</p>
<p><b>สาขา เชียงใหม่ 3</b> อาคารมะลิเพลส 32/4 หมู่ที่ 2 ชั้น 1 ห้อง B1-1, B1-2 ต.แม่เหียะ อ.เมืองเชียงใหม่ เชียงใหม่</p>	<p><b>สาขา เชียงราย</b> 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย</p>	<p><b>สาขา แม่สาย</b> 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย</p>	<p><b>สาขา นครราชสีมา</b> 1242/2 ห้อง A3 ชั้น 7 สำนักงานเดอะมอลล์ นครราชสีมา ถ.มิตรภาพ ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา</p>	<p><b>สาขา สมุทรสาคร</b> 813/30 ถ.นครสิงห์ ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร</p>
<p><b>สาขา ออนไลน์ภูเก็ต</b> 22/18 ถ.หลวงพ่อดำ ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต</p>	<p><b>สาขา หาดใหญ่</b> 106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา</p>	<p><b>สาขา ตรัง</b> 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง</p>	<p><b>สาขา สุราษฎร์ธานี</b> 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี</p>	<p><b>สาขา ปัตตานี</b> 300/69-70 หมู่ 4 ต.สุษะมิแล อ.เมือง จ.ปัตตานี</p>

**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

**DISCLAIMER:** รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อว่าหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ AAV, ADVANC, AEONTS, AMATA, ANAN, AOT, AP, BANPU, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BGRIM, BH, BJC, BLAND, BPP, BTS, CBG, CENTEL, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DTAC, EA, EGCO, EPG, ERW, ESSO, GFPT, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMT, KBANK, KCE, KKP, KTB, KTC, LH, MAJOR, MBK, MEGA, MINT, MTC, ORI, OSP, PLANB, PRM, PSH, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, RS, SAWAD, SCB, SCC, SGP, SIRI, SPALI, SPRC, STA, STEC, SUPER, TASCOS, TCAP, THAI, THANI, TISCO, TKN, TMB, TOA, TOP, TPIPP, TRUE, TTW, TU, TVO, WHA และ SET50 Future โดยบริษัทฯ อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

**Thai Institute of Directors Association (IOD) - Corporate Governance Report Rating 2018**

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
100-90		ดีเลิศ
80-89		ดีมาก
70-79		ดี
60-69		ดีพอใช้
50-59		ผ่าน
<50	no logo given	n/a

สัญลักษณ์ **N/R** หมายถึง “ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR”

**IOD (IOD Disclaimer)**

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลให้ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

**โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)**

1 ข้อมูล CG Score ประจำปี 2561 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

2 ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

(ข้อมูล ณ วันที่ 31 สิงหาคม 2561) มี 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC (Declared)
- ได้รับการรับรอง CAC (Certified)