

**KSL**

**บมจ. น้ำตาลขอนแก่น**

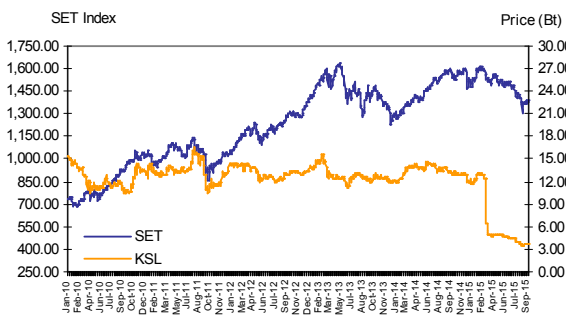
<b>Current</b>	Previous	Close	2016 TP	Exp Return	Support	Resistance	CGR 2014
<b>HOLD</b>	SELL	3.72	4.10	+ 10.2%	3.7 - 3.6	3.8 - 3.9	▲▲▲▲

Consolidated earnings				
BT (m) - Ended Oct	2013	2014	2015E	2016E
Normalized profit	1,416	1,569	1,129	1,363
Net profit	1,661	1,626	1,279	1,363
EPS (Bt)-Normalized	0.35	0.39	0.28	0.34
EPS (Bt)	0.41	0.41	0.32	0.34
% growth y-y	-29.4	-2.1	-21.4	6.6
Dividend (Bt)	0.15	0.10	0.08	0.08
BV/share (Bt)	3.09	3.27	3.32	3.68
EV/EBITDA (x)	12.8	11.5	12.3	11.4
PER (x) - Normalized	13.4	12.1	16.8	13.9
PER (x)	11.4	11.6	14.8	13.9
PBV (x)	1.5	1.4	1.4	1.3
Dividend yield (%)	3.1	2.1	1.7	1.8
YE no. of shares (mn)	4,009	4,009	4,009	4,009
No. of share-fully diluted	4,009	4,009	4,009	4,009
Par (Bt)	0.5	0.5	0.5	0.5

Source: Company data, FSS estimates

Share data	
Close (18/09/2015)	3.72
SET Index	1,390.32
Foreign limit/actual (%)	40.00/4.81
Paid up shares (million)	4,009.31
Free float (%)	20.27
Market cap (Bt mn)	14,914.64
Avg daily T/O (Bt mn) (2015 YTD)	4.51
hi, lo, avg (Bt) (2015 YTD)	13.50, 3.44, 6.99

Source: Setsmarts



Source: SET

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

**มองราชน้ำตาลผ่านจุดต่ำสุดแล้ว แต่การฟื้นตัวยังไม่ชัดเจน**

จากปัญหาราคาน้ำตาลตกต่ำ และต้นทุนธุรกิจไฟฟ้าและเอทานอล เป็นลบต่อผลประกอบการในปีนี้ โดยกำไรสุทธิ 9M15 ลดลง 23% Y-Y และคาดว่าจะแผ่วต่อใน 4Q15 จึงนำไปสู่การปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2015 ลงราว 15% เป็นการลดลงจากปีก่อน 21% และถือเป็นกำไรต่ำสุดในรอบ 5 ปี แม้จะมองราชน้ำตาลผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว แต่ Upside การฟื้นตัวยังไม่ชัดเจนนัก โดยปัจจัยหลักขึ้นอยู่กับค่าเงินเรียลบราซิลเป็นสำคัญ ทั้งนี้เราคาดการณ์ราชน้ำตาลอาจฟื้นตัวได้อีกครั้งในช่วงครึ่งหลังของปี 2016 เป็นต้นไป ซึ่งยังไม่เพียงพอที่จะดึงราชน้ำตาลเฉลี่ยปีหน้าให้สูงกว่าปีนี้ได้ โดยเราสมมติฐานราชน้ำตาลเฉลี่ยปี 2016 ไว้ที่ 13.5 เซนต์ต่อปอนด์ ลดลงจาก 15 เซนต์ต่อปอนด์ในปี 2015 และคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2016 เติบโตเพียง 6.6% Y-Y และปรับใช้ราคาเป้าหมายปี 2016 เท่ากับ 4.1 บาท (อิง PE 12 เท่า) แม้ราคาหุ้นปรับลงมามากแต่ยังมี Upside เพียง 10.2% ในขณะที่การฟื้นตัวของราชน้ำตาลยังไม่ชัดเจน เราจึงปรับคำแนะนำขึ้นเพียง ถือ จากเดิม ขาย

**3Q15 High Season ขายน้ำตาล แต่กำไรต่ำสุดในรอบ 3 ไตรมาส**

บริษัทมีกำไรสุทธิ 3Q15 (งวดเดือน พ.ค. - ก.ค.) เท่ากับ 228 ล้านบาท (-51% Q-Q, -36% Y-Y) หากไม่รวมกำไรจากตราสารอนุพันธ์ 47 ล้านบาท จะมีกำไรปกติเท่ากับ 181 ล้านบาท (-46% Q-Q, -53% Y-Y) ทั้งที่เป็น High Season ของการส่งออกน้ำตาล โดยมีปริมาณส่งออกน้ำตาลสูงราว 2.46 แสนตัน (+31% Q-Q, +23.6% Y-Y) แต่ด้วยราคาขายน้ำตาลที่ลดลงราว -5% Q-Q และ -12% Y-Y ส่งผลให้ธุรกิจน้ำตาลค่อนข้างอ่อนแอในไตรมาสนี้ โดย Operating Margin ของธุรกิจน้ำตาลลดลงมาอยู่ที่ 8.35% จาก 10.2% ในปีก่อน ในขณะที่ผลการดำเนินงานธุรกิจไฟฟ้าและเอทานอลแผ่วลงเช่นกัน โดยมาจากค่าไฟฟ้าต่อหน่วยที่ปรับลง -4% Q-Q และ 10% Y-Y ทำให้ Operating Margin ของธุรกิจไฟฟ้าลดลงเป็น 36.8% จาก 49.8% ในปีก่อน ส่วนธุรกิจเอทานอลมีกำไรลดลงจากปริมาณขายลดลง และต้นทุนต่อหน่วยสูงขึ้น

**4Q15 น่าจะแผ่วลงต่อ เราปรับลดกำไรปีนี้ลงเป็นกำไรต่ำสุดในรอบ 5 ปี**

บริษัทมีกำไรสุทธิ 9M15 เท่ากับ 1,088 ล้านบาท (-23% Y-Y) แนวโน้มกำไรน่าจะยังไม่สดใสต่อใน 4Q15 เพราะยังเหลือปริมาณส่งมอบน้ำตาลอีกราว 3.4 แสนตันเพิ่มขึ้นถึง 38% Q-Q ในขณะที่ราคาขายน่าจะลดลงไปอีก นั้นหมายถึงผลการดำเนินงานจากธุรกิจน้ำตาลจะอ่อนตัวได้อีก รวมถึงเป็น Low Season ของธุรกิจไฟฟ้า แต่อาจมี Upside เข้ามาชดเชยจากการปรับปรุงค่าตอบแทนการผลิตและต้นทุนค่าอ้อย เนื่องจากต้นทุนราคาต่ำ 4Q15 ไว้ที่ 190 - 200 ล้านบาท ลดลงทั้ง Q-Q และ Y-Y ทำให้เราปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2015 ลงจากเดิม 15% เป็น 1,279 ล้านบาท (-21.3% Y-Y) ถือเป็นกำไรต่ำสุดในรอบ 5 ปี

**ราชน้ำตาลโลก Downside จำกัด แต่ยังไม่เห็น Upside ชัดเจน**

ตลาดรับรู้กันอยู่แล้วว่าสถานการณ์น้ำตาลโลกอยู่ในภาวะอุปทานส่วนเกินมา 5 ปีติดต่อกัน และราชน้ำตาลได้ปรับลงสะท้อนประเด็นนี้ไปแล้ว และคาดการณ์ว่าปี 2016 จะเข้าสู่สมดุลหรืออาจขาดดุลเล็กน้อย โดยเรามองราชน้ำตาลผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วในช่วงเดือน ส.ค. ที่ผ่านมามีระดับ 10 - 10.5 เซนต์ต่อปอนด์ อย่างไรก็ตาม เรายังคงมุมมองระมัดระวังต่อภาพการฟื้นตัวของราชน้ำตาล เนื่องจากยังมีภาวะอ่อนค่าของเงินเรียลบราซิลที่ยังกดดันราชน้ำตาลอยู่ โดยคาดว่าจะเห็นการฟื้นตัวของราชน้ำตาลได้อย่างเร็วคือตั้งแต่กลางปี 2016 เป็นต้นไป เนื่องจากต้องยอมรับภาวะอุปทานส่วนเกินตลอด 5 ปีที่ผ่านมา ทำให้สต็อกน้ำตาลของโลกอยู่ในระดับที่ค่อนข้างสูง กอปรกับบราซิลเพิ่งถูก S&P ปรับลดอันดับจาก BBB- เหลือ BB+ หรือระดับขยะและคงมุมมองเชิงลบ โดยเราสมมติฐานราชน้ำตาลเฉลี่ยปี 2016 ไว้ที่ 13.5 เซนต์ต่อปอนด์ ลดลงจาก 15 เซนต์ต่อปอนด์ในปี 2015 และคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2016 ของ KSL ไว้ที่ 1,363 ล้านบาท เติบโต 6.6% Y-Y โดยคาดว่าธุรกิจน้ำตาลอาจทำได้เพียงทรงตัวจากปีนี้ แม้ปริมาณขายเพิ่ม แต่ราคาขายน้ำตาลยังไม่สดใส ส่วนธุรกิจไฟฟ้าและเอทานอลอาจทำได้เพียงทรงตัวหรือดีขึ้นเล็กน้อย

**Income Statement (Consolidated)**

(Bt mn) - Ended Oct	2012	2013	2014	2015E	2016E
Revenue	22,212	18,941	19,185	17,458	18,331
Cost of sales	16,479	14,961	14,440	12,779	13,382
Gross profit	5,734	3,980	4,744	4,679	4,949
SG&A costs	1,236	1,077	1,267	1,309	1,338
Operating profit	4,497	2,903	3,478	3,369	3,611
Other income	372	531	390	262	275
EBIT	3,642	2,218	2,683	2,279	2,431
EBITDA	4,475	3,168	3,814	3,460	3,663
Interest charge	556	672	834	851	735
Tax on income	726	144	109	157	187
Earnings after tax	2,360	1,402	1,739	1,271	1,510
Minority interests	118	-13	159	157	147
Normalized Profit	2,233	1,416	1,569	1,129	1,363
Extraordinary items	121	246	57	150	0
Net profit	2,354	1,661	1,626	1,279	1,363

**Cash Flow Statement (Consolidated)**

(Bt mn) - Ended Oct	2012	2013	2014	2015E	2016E
Net Profit	2,354	1,661	1,626	1,279	1,363
Depreciation etc.	833	950	1,131	1,181	1,231
Change in working capital	437	-1,248	-1,723	467	-242
Other adjustments	-247	57	-84	-112	-15
Cash flow from operations	3,377	1,420	951	2,815	2,337
Capital expenditure	-4,372	-6,976	-3,041	-1,000	-1,000
Others	-150	3	11	54	-51
Cash flow from investing	-4,522	-6,973	-3,030	-946	-1,051
Free cash flow	-1,145	-5,552	-2,079	1,869	1,287
Net borrowings	1,837	6,737	981	-488	-939
Equity capital raised	676	1,160	0	0	0
Dividends paid	-931	-1,245	-606	-320	-341
Others	-685	-1,254	2,089	-1,054	238
Cash flow from financing	897	5,398	2,464	-1,862	-1,042
Net change in cash	-248	-154	385	7	245

**Balance Sheet (Consolidated)**

(Bt mn) - Ended Oct	2012	2013	2014	2015E	2016E
Cash	290	212	256	352	412
Accounts receivable	1,198	1,266	2,182	2,009	2,109
Inventory	3,493	3,647	4,348	3,851	4,033
Other current assets	1,054	1,238	1,452	1,362	1,430
Total current assets	6,034	6,364	8,238	7,574	7,984
Investments	453	500	844	1,044	1,244
Plant, property & equipment	22,050	28,076	29,986	29,804	29,573
Other assets	1,080	1,077	1,066	1,013	1,063
Total assets	29,617	36,017	40,134	39,435	39,864
Short-term loans	5,897	9,392	8,043	7,652	7,019
Accounts payable	2,799	2,284	2,380	2,101	2,200
Current maturities	3,125	1,614	3,711	3,586	3,398
Other current liabilities	502	176	188	175	183
Total current liabilities	12,323	13,466	14,322	13,513	12,800
Long-term debt	5,001	7,996	10,270	10,023	9,717
Other non-current liab.	262	404	709	524	550
Total non-current liab.	5,262	8,401	10,979	10,547	10,267
Total liabilities	17,585	21,867	25,301	24,060	23,067
Registered capital	2,005	2,005	2,005	2,005	2,005
Paid up capital	2,005	2,005	2,005	2,005	2,005
Share premium	1,787	2,946	2,946	2,946	2,946
Legal reserve	187	187	187	187	187
Retained earnings	6,730	7,264	7,974	8,189	9,611
Minority Interests	1,753	2,048	2,021	2,048	2,048
Shareholders' equity	12,461	14,450	15,133	15,375	16,797

**Important Ratios (Consolidated)**

Ended Oct	2012	2013	2014	2015E	2016E
<b>Growth (%)</b>					
Sales	34.9	-14.7	1.3	-9.0	5.0
EBITDA	14.2	-29.2	20.4	-9.3	5.9
Net profit	24.6	-29.4	-2.1	-21.4	6.6
Normalized profit	17.1	-36.6	10.9	-28.1	20.8
<b>Profitability Ratios (%)</b>					
Gross profit margin	25.8	21.0	24.7	26.8	27.0
EBITDA margin	20.1	16.7	19.9	19.8	20.0
EBIT margin	16.4	11.7	14.0	13.1	13.3
Normalized profit margin	10.1	7.5	8.2	6.5	7.4
Net profit margin	10.6	8.8	8.5	7.3	7.4
Normalized ROA	7.5	3.9	3.9	3.2	3.4
Normalize ROE	20.9	11.4	12.0	8.5	9.2
Normalized ROCE	21.1	9.8	10.4	8.8	9.0
<b>Risk (x)</b>					
D/E	1.6	1.8	1.9	1.8	1.6
Net D/E	1.6	1.7	1.9	1.8	1.5
Net debt/EBITDA	3.9	6.8	6.6	6.9	6.2
<b>Per share data (Bt)</b>					
EPS - Reported	0.59	0.41	0.41	0.32	0.34
EPS - Normalized	0.56	0.35	0.39	0.28	0.34
EBITDA	1.12	0.79	0.95	0.86	0.91
FCF	-0.29	-1.38	-0.52	0.47	0.32
Book value	2.67	3.09	3.27	3.32	3.68
Dividend	0.23	0.15	0.10	0.08	0.08
Par	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
<b>Valuations (x)</b>					
P/E	8.0	11.4	11.6	14.8	13.9
P/E - Normalized	8.5	13.4	12.1	16.8	13.9
P/BV	1.8	1.5	1.4	1.4	1.3
EV/EBTDA	8.1	12.8	11.5	12.3	11.4
Dividend yield (%)	4.9	3.1	2.1	1.7	1.8

Source: Company data, FSS research

## 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 1</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.วิเชียรโชภุค ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร	<b>สาขา นครปฐม</b> 28/16-17 ถ.สิงเภา 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>

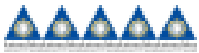
หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

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

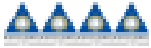
บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า

การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

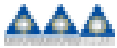
**Thai Institute of Directors Association (IOD) - Corporate Governance Report Rating 2014**



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**



**ความหมาย**

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

**IOD (IOD Disclaimer)**

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ 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