

KSL (KSL TB)

บมจ. น้ำตาลขอนแก่น

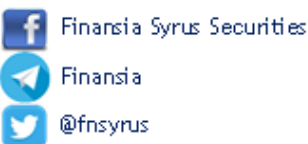
T-BUY

Previous	T-BUY
2023 Target Price (Bt)	4.90
Price (19/09/2022)	3.84
up/downside (%)	+27.6
SET Index	1,631.57
Sector	Food & Beverage
Foreign limit/actual (%)	40.00/4.36
Free float (%)	27.02
Market cap (Bt m)	16,935.29
Avg daily T/O (Bt m) (2022 YTD)	35.87
hi, lo, avg (Bt) (2022 YTD)	4.16, 3.22, 3.75
IOD 2021	5
THAI CAC	Certified

Consolidated earnings				
BT (mn) Ended-Oct	2021	2022E	2023E	2024E
Revenue	10,470	16,554	18,225	19,625
Normalized profit	459	1,411	1,591	1,761
Net profit	616	1,466	1,591	1,761
EPS (Bt) - norm	0.10	0.32	0.36	0.40
EPS (Bt)- reported	0.14	0.33	0.36	0.40
% growth y-y	nm	138.0	8.5	10.7
Dividend/share (Bt)	0.03	0.10	0.11	0.12
BV/share (Bt)	4.44	4.67	4.86	4.86
EV/EBITDA (x)	22.1	10.8	9.9	9.2
PER (x) - norm	36.9	12.0	10.6	9.6
PER (x)	27.5	11.6	10.6	9.6
PBV (x)	0.9	0.8	0.8	0.8
Dividend yield (%)	0.8	2.6	2.8	3.1
ROE (%)	2.3	6.8	7.4	8.2
YE No. of shares (million)	4,410	4,410	4,410	4,410
Par (Bt)	0.5	0.5	0.5	0.5

Source: Company data, FSS estimates

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



ราคาน้ำตาลมีปัจจัยบวกกลับเสถียร คุ้มกำไรได้

ยังมีปัจจัยบวกให้คุ้มกำไรราคาหุ้น จากแนวโน้มราคาน้ำตาลที่อาจแกว่งตัวขึ้นในช่วง 2H22-2023 เบื้องต้นมองกรอบน้ำตาลปี 2023 ไว้ที่ 18-19.5 เซนต์ต่อปอนด์ ยังทรงตัวสูงขึ้นจากราคาเฉลี่ย 2022 YTD ที่ 18.8 เซนต์ต่อปอนด์ แม้ตลาดคาดว่าภาวะน้ำตาลโลกปี 2022/23 จะเกินดุลเป็นปีที่ 2 แต่ระดับเกินดุลไม่มากนักเพียง 2.69 ล้านตัน ขณะที่ยังมีความเป็นไปได้ที่ผลผลิตน้ำตาลอาจต่ำกว่าคาด นอกจากความผันผวนของสภาพอากาศแล้ว ยังมีประเด็นเรื่องราคาพลังงานที่อาจปรับตัวสูงขึ้น และจะทำให้ถูกแย่งอ้อยไปใช้ผลิตเอทานอลแทนการผลิตน้ำตาล ขณะที่แนวโน้มกำไรปี 2022-23 จะสดใสต่อเนื่อง เพราะคาดปริมาณอ้อยไทยปี 2023 จะ +25% Y-Y และเริ่มลือกราคาขายส่งออกน้ำตาลปีหน้าที่ราคาสูงไปแล้ว 50% เราปรับเพิ่มกำไรปี 2022 ขึ้น 24% เป็นโต 138% Y-Y และคาดกำไรปี 2023 จะโตต่อ 8.5% Y-Y ปรับใช้ราคาเป้าหมายปี 2023 ที่ 4.9 บาท (อิง PBV 1 เท่า) ยังแนะนำคุ้มกำไร

ยังมีปัจจัยบวกให้คุ้มกำไรราคาน้ำตาลต่อได้

เรามีมุมมองเชิงบวกต่อแนวโน้มราคาน้ำตาลในปี 2023 โดยมองกรอบราคาน้ำตาลทรายดิบนิวยอร์กจะอยู่ในกรอบ 18-19.5 เซนต์ต่อปอนด์ ถือว่ายังทรงตัวใกล้เคียงเมื่อเทียบกับราคาเฉลี่ย 2022 YTD ที่ 18.8 เซนต์ต่อปอนด์ แม้ตลาดยังคงคาดการณ์ว่าภาวะน้ำตาลโลกปี 2022/23 จะเกินดุลเป็นปีที่ 2 ติดต่อกันราว 2.69 ล้านตัน เพิ่มขึ้นจาก 1.87 ล้านตันในปี 2021/22 จากปริมาณผลผลิตที่เพิ่มขึ้นของผู้ผลิตและส่งออกรายใหญ่ทั้งบราซิล, อินเดีย และไทย แต่ยังมีปัจจัยบวกที่ยังทำให้ราคาน้ำตาลอาจถูกคุ้มกำไรคือ ราคาพลังงานที่ยังผันผวน หากปรับตัวสูงขึ้น อาจทำให้บราซิลเลือกนำอ้อยไปผลิตเอทานอลมากขึ้น และจะทำให้ผลผลิตน้ำตาลบราซิลต่ำกว่าที่ตลาดคาด และจากต้นทุนชาวไร่อ้อยที่ยังสูงจากภาวะเงินเฟ้อ มีโอกาสที่ภาวะน้ำตาลโลกปีหน้าอาจเกินดุลต่ำกว่าคาดก็เป็นได้

ปี 2023 อ้อยไทยเพิ่มขึ้น และลือกราคาขายล่วงหน้าไปแล้ว 50% ที่ราคาสูง

แนวโน้มผลการดำเนินงานของบริษัทจะสดใสในปี 2022-23 จาก 1. คาดปริมาณอ้อยไทยปี 2022/23 เพิ่มขึ้นเป็น 115 ล้านตัน จาก 92 ล้านตันในปี 2021/22 และคาดผลผลิตอ้อยและน้ำตาลของบริษัทในปี 2023 จะเพิ่มขึ้น 25% Y-Y และ 34% Y-Y ตามลำดับ 2. ปัจจุบันได้ทยอยลือกราคาขายน้ำตาลปี 2023 ใกล้เคียงงนท.ที่ระดับ 50% ของคาดการณ์ปริมาณส่งออกน้ำตาลปีหน้าแล้ว และลือที่ราคาขาย 20.21 เซนต์ต่อปอนด์ (รวมค่าพรีเมียม) ใกล้เคียงราคาปีนี้ที่ 20.06 เซนต์ต่อปอนด์ 3. จากปริมาณอ้อยที่สูงขึ้น จะช่วยให้ธุรกิจที่เกี่ยวข้องอย่างไฟฟ้ามีอัตรากำไรขั้นต้นที่สูงขึ้นด้วย จากปริมาณเชื้อเพลิงที่มากขึ้น และลดการซื้อเชื้อเพลิงจากภายนอก

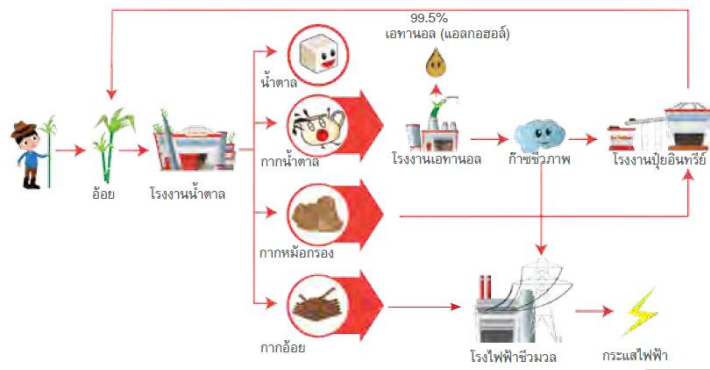
ปรับเพิ่มกำไรและปรับใช้ราคาเป้าหมายปี 2023

บริษัทมีกำไรสุทธิ 3Q22 (พ.ค.-ก.ค.) เท่ากับ 519 ลบ. (+24.8% Q-Q, +827.4% Y-Y) เป็นกำไรสูงสุดในรอบ 17 ไตรมาส มาจากทั้งปริมาณขายน้ำตาล +31.2% Q-Q, +60.7% Y-Y และราคาขาย +8.2% Q-Q, +22.2% Y-Y มองเป็นจุดสูงสุดของปีนี้ และคาดกำไรจะอ่อนตัวลงใน 4Q22 (ส.ค.-ต.ค.) เบื้องต้นคาดไว้ 200 ลบ. (-61.5% Q-Q, +34% Y-Y) ลดลง Q-Q ตามฤดูกาล แต่คาดโต Y-Y จากราคาขายที่สูงขึ้น จากกำไร 3Q22 ที่ดีกว่าคาด เราจึงปรับเพิ่มกำไรสุทธิปี 2022 ขึ้น 24% เป็น 1,466 ลบ. +138% Y-Y และคาดกำไรปี 2023 จะเติบโตต่อเนื่องราว 8.5% Y-Y เป็น 1,591 ลบ. เราปรับใช้ราคาเป้าหมายปี 2023 ที่ 4.9 บาท (อิง PBV เดิม 1 เท่า)

Company Overview

KSL เป็นกลุ่มผู้ผลิตและจำหน่ายน้ำตาลทรายใหญ่เป็นอันดับ 3 ของประเทศ โดยมีกลุ่มธุรกิจทั้งหมด 5 โรงงานตั้งอยู่ที่ น้ำพอง จ.ขอนแก่น 1 โรง, วังสะพุง จ.เลย 1 โรง, ท่ามะกา จ.กาญจนบุรี 2 โรง และ จ.ชลบุรี 1 โรง ซึ่งสามารถแบ่งผลิตภัณฑ์น้ำตาลออกเป็น 5 ประเภทได้แก่ น้ำตาลทรายดิบ, น้ำตาลทรายดิบคุณภาพสูง, น้ำตาลทรายขาว, น้ำตาลทรายขาวบริสุทธิ์ และน้ำเชื่อม มีกำลังการผลิตในไทย 131,500 ตันต่อวัน และยังมีโรงงานน้ำตาลที่สหพันธรัฐลาว (3,000 ตันต่อวัน) และที่เกาะกง ประเทศกัมพูชา (6,000 ตันต่อวัน)

นอกจากนี้ยังมีธุรกิจที่เกี่ยวข้องเช่น ธุรกิจเอทานอล, โรงงานผลิตก๊าซชีวภาพ, โรงงานผลิตปุ๋ยอินทรีย์ และโรงไฟฟ้า ซึ่งเป็นการนำผลพลอยได้จากกระบวนการที่บ่มอ้อยไปใช้เป็นวัตถุดิบ เช่น กากน้ำตาล น้ำอ้อย กากอ้อย กากหมักรอง หรือน้ำเสี้ยว



บริษัทมีการเข้าลงทุนในบริษัทร่วม 2 แห่งคือ TSTE และ BBGI ซึ่งเป็นบริษัทที่ร่วมทุนกับ บมจ.บางจาก คอร์ปอเรชั่น (BCP) โดย KSL เข้าถือ BBGI ในสัดส่วน 33.29% ซึ่งดำเนินธุรกิจเป็น Holding company ที่ลงทุนในธุรกิจผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์ชีวภาพได้แก่ การผลิตไบโอดีเซล, การผลิตเอทานอลจากกากน้ำตาลที่โรงงานน้ำพอง และการผลิตเอทานอลจากกากน้ำตาลที่โรงงานบ่อพลอย

Valuation Methodology

เราประเมินมูลค่าเหมาะสมปี 2023 ของ KSL อิง PBV 1 เท่า โดย Implied เป็น PE ที่ 13.6 เท่า ต่ำกว่า PE เฉลี่ย 5 ปีย้อนหลังที่ราว 17.5 เท่า ถือเป็นระดับที่ Conservative พอควร

ESG

Environment

- ผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมที่สำคัญของกระบวนการผลิตน้ำตาลทรายเกิดจากน้ำเสียที่ใช้ในกระบวนการผลิต และฝุ่นขี้เถ้าที่เกิดจากการเผาไหม้ของหม้อไอน้ำ ซึ่งบริษัทได้คำนึงถึงและหามาตรการป้องกันเพื่อไม่ให้เกิดผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม และให้เป็นไปตามมาตรฐานของกระทรวงอุตสาหกรรม
- ในธุรกิจผลิตไฟฟ้า บริษัทได้ผ่านการศึกษผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม (EIA) สำหรับโรงงานที่ขอนแก่นได้รับการขึ้นทะเบียนกับ CDM Executive Board เพื่อรับการสนับสนุนให้เป็นโครงการ CDM (Clean Development Mechanism) ตามอนุสัญญาเกียวโต โปรโตคอล ซึ่งลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก

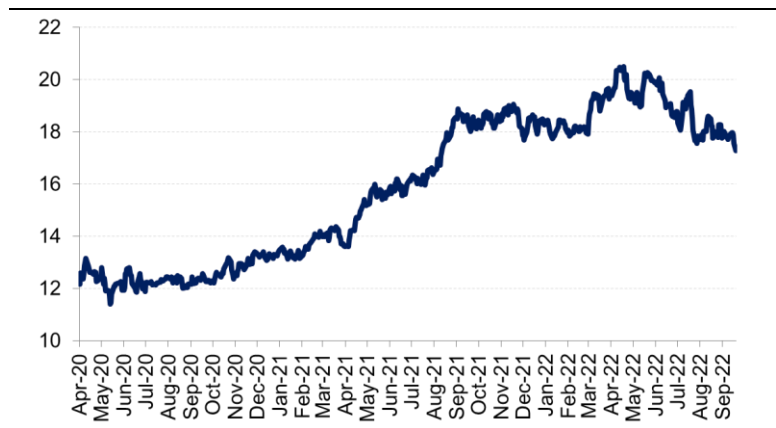
Social

- วัตถุดิบอ้อยถือเป็นหัวใจสำคัญของโรงงานน้ำตาล บริษัทจึงให้ความสำคัญกับชาวไร้อ้อย โดยทำให้ชาวไร้อ้อยได้รับผลตอบแทนที่ดีในระยะยาว, สนับสนุนทางการเงินแก่ชาวไร่ รวมถึงเข้าใจและทราบปัญหาของชาวไร่โดยตรง สามารถเข้าไปช่วยเหลือได้ทันทีเพื่อสร้างแรงจูงใจให้กับชาวไร่ปลูกอ้อยเพื่อป้อนโรงงานต่อไป และเติบโตไปพร้อมกับโรงงาน
- บริษัทให้ความสำคัญกับการพัฒนาอย่างยั่งยืนตามกรอบ GRI (Global Reporting Initiative) ได้ส่งเสริมให้ผู้มีส่วนได้เสียของบริษัทมีส่วนร่วมในการจัดกิจกรรม หรือเข้าไปมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชนและสังคม สนับสนุนกิจกรรมเพื่อพัฒนาคุณภาพชีวิต และเสริมสร้างประโยชน์ของชุมชนและสังคม

Governance

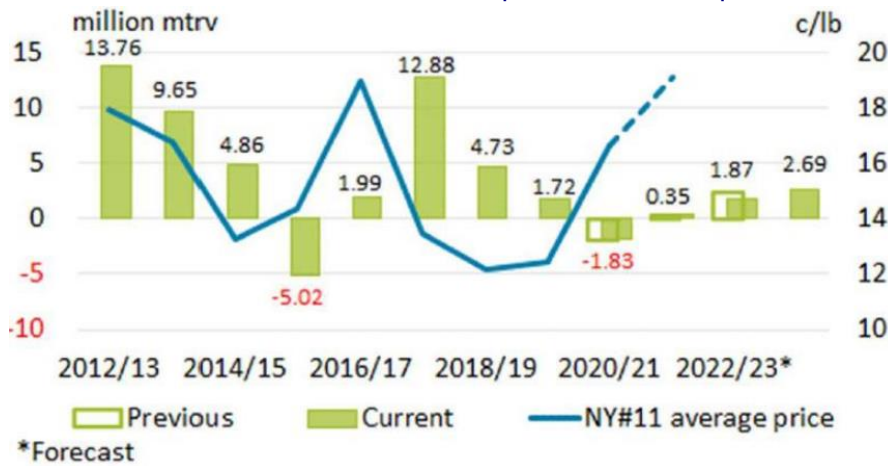
- ปัจจุบันบริษัทมีคณะกรรมการ 20 คน ประกอบกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 10 คน ในจำนวนนี้มีกรรมการอิสระ 6 คน ถือว่าไม่น้อยกว่า 1 ใน 3 ของจำนวนกรรมการทั้งหมด สอดคล้องตามเกณฑ์เพื่อเป็นการถ่วงดุลอำนาจของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในการออกเสียง และสอบทานการบริหารของฝ่ายบริหารอย่างโปร่งใส
- คณะกรรมการบริษัทกำหนดหลักเกณฑ์ให้กรรมการของบริษัท และผู้บริหารระดับสูง ต้องรายงานการมีส่วนได้เสียของตนเองและบุคคลที่มีความเกี่ยวข้อง และกำหนดให้มีการทบทวนรายงานภายในเดือนตุลาคมของทุกปี และ/หรือทุกครั้งที่มีการเปลี่ยนแปลงข้อมูล โดยให้ส่งรายงานถึงฝ่ายเลขานุการของบริษัท ภายใน 7 วันทำการ
- บริษัทห้ามไม่ให้กรรมการและผู้บริหารทำการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทในช่วงระยะเวลา 1 เดือน ก่อนที่การเงินหรือข้อมูลภายในนั้นจะเปิดเผยต่อสาธารณชนและห้ามไม่ให้เปิดเผยข้อมูลที่เป็นสาระสำคัญนั้นต่อบุคคลอื่น

ราคาน้ำตาลทรายดิบหน่วยออร์ค



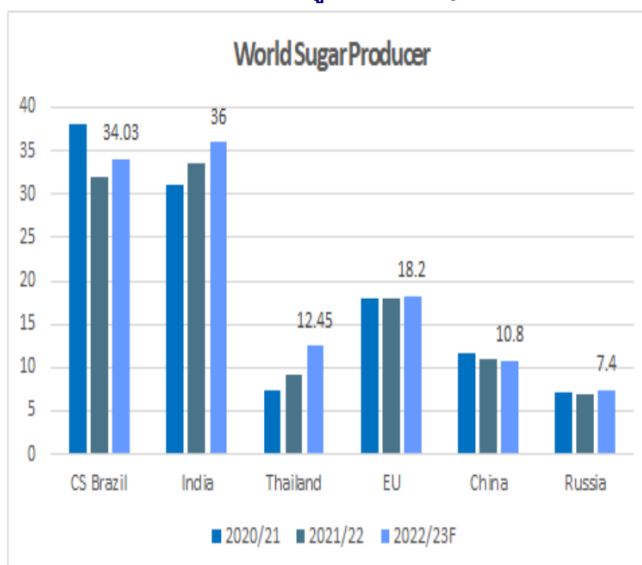
Source: Bloomberg

คาดการณ์ผลผลิตน้ำตาลโลกปี 2022/23 จะเกินดุลเป็นปีที่ 2 และเกินดุลมากขึ้น



Source: KSL's Presentation (from S&P Global Commodity Insights)

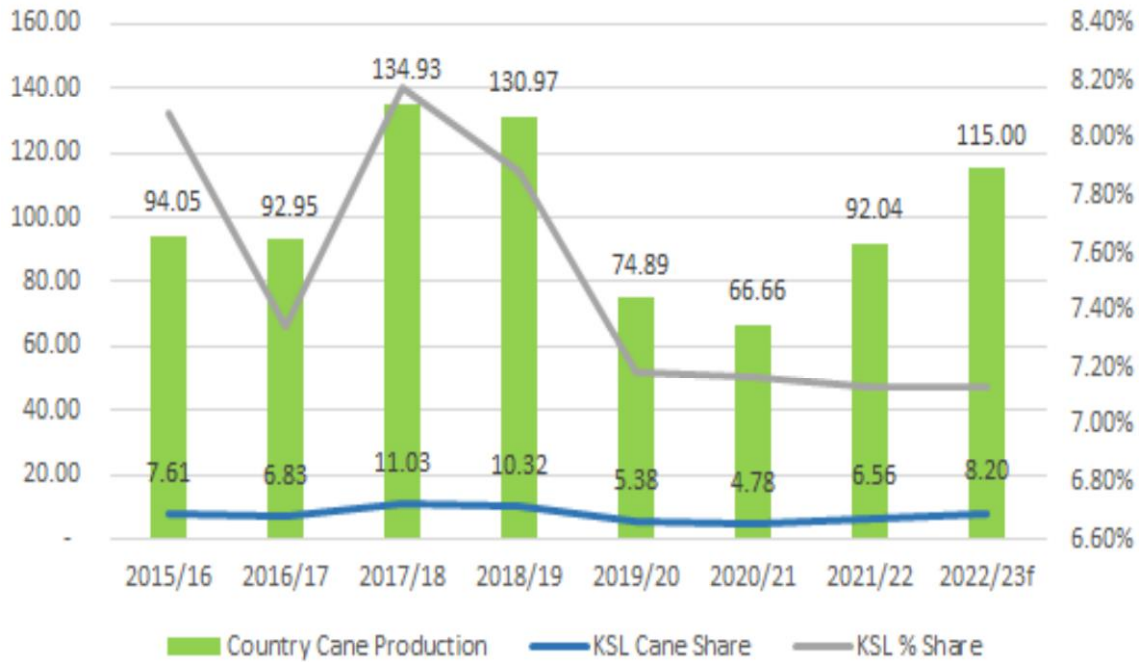
คาดการณ์ผลผลิตน้ำตาลของผู้ผลิตรายใหญ่



Source: KSL's Presentation (from F.O.Licht, Platts, ISMA)

คาดการณ์ปริมาณอ้อยไทยปี 2022/23 จะปรับขึ้นเป็นปีที่ 2 และสูงสุดในรอบ 4 ปี

Total Thailand & KSL Cane Forecast 2022/23F



Source: KSL's Presentation

อ้างอิงราคาหน้าตาลอนท. เริ่มลือกราคาขายส่งออกปี 2023 ไปแล้ว 50% ที่ราคาเฉลี่ยสูงขึ้นเล็กน้อย



Source: KSL's Presentation

ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

ความเสี่ยงจากการจัดหาวัตถุดิบ

อ้อยถือเป็นวัตถุดิบหลักของบริษัท และเป็นหัวใจของกระบวนการผลิตน้ำตาล และต่อยอดไปยังธุรกิจอื่นๆที่ใช้ผลิตภัณฑ์ผลพลอยได้และของเสียที่ได้จากกระบวนการผลิตน้ำตาลมาเป็นวัตถุดิบเพื่อสร้างมูลค่าเพิ่ม ในขณะที่ความผันผวนของปริมาณอ้อยเกิดจาก 2 สาเหตุคือ ปริมาณพื้นที่เพาะปลูกอ้อยน้อยลง และผลผลิตอ้อยต่อพื้นที่เพาะปลูกลดลง จากสภาพอากาศที่เปลี่ยนแปลงไป ดังนั้นหากปริมาณอ้อยลดลง อาจกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญได้

ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาน้ำตาลตลาดโลก

น้ำตาลถือเป็นสินค้าโภคภัณฑ์ที่มีความผันผวนของราคาค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับสินค้าเกษตรชนิดอื่นๆ โดยขึ้นอยู่กับอุปสงค์ อุปทาน การเก็งกำไรของนักเก็งกำไร นโยบายภาครัฐทั้งในแง่การส่งเสริม การแทรกแซง ของประเทศผู้ผลิตและส่งออกน้ำตาล อีกทั้งยังมีความสัมพันธ์กับราคาน้ำมันด้วย ซึ่งหากราคาน้ำตาลตลาดโลกปรับตัวลดลงมาก จะเป็นลบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท

ความเสี่ยงจากนโยบายภาครัฐ

อุตสาหกรรมอ้อยและน้ำตาลในประเทศไทยอยู่ภายใต้การควบคุมและกำกับดูแลโดยคณะกรรมการอ้อยและน้ำตาลทราย ภายใต้พรบ.อ้อยและน้ำตาลทราย พ.ศ. 2527 ซึ่งมีการกำหนดการจัดสรรช่องทางการจำหน่ายน้ำตาลออกเป็นระบบสัดส่วนปริมาณน้ำตาลขายในประเทศและขายต่างประเทศ การจัดการราคา รวมถึงการจัดสรรส่วนแบ่งรายได้ของระบบระหว่างโรงงานน้ำตาลและเกษตรกรชาวไร่อ้อย ภายใต้ระบบแบ่งปันผลประโยชน์ 70 : 30 และการควบคุมการเปิดโรงงานน้ำตาล เป็นต้น จะเห็นว่านโยบายต่างๆล้วนส่งผลกระทบต่อต้นทุนการผลิต และผลประกอบการของบริษัท

ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน

เนื่องจากบริษัทมีรายได้จากการส่งออกน้ำตาลราว 70-80% ในขณะที่บริษัทมี Natural Hedge บางส่วนจากระบบแบ่งปันผลประโยชน์ ทำให้ต้นทุนค่าอ้อยของบริษัทถูกคำนวณจากรายได้ที่รวมผลกระทบจากอัตราแลกเปลี่ยนแล้ว ถือว่ามีอัตราแลกเปลี่ยนไปในทิศทางเดียวกัน

Income Statement (Consolidated)

(Bt mn) Ended-Oct	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Revenue	11,853	10,470	16,554	18,225	19,625
Cost of sales	10,082	9,230	13,634	14,908	16,014
Gross profit	1,771	1,240	2,920	3,317	3,611
SG&A	1,223	1,024	1,096	1,312	1,413
Operating profit	548	216	1,823	2,005	2,198
Other income	248	286	298	273	294
EBIT	324	464	2,122	2,278	2,492
EBITDA	1,404	1,728	3,411	3,593	3,832
Interest charge	497	425	432	401	401
Tax on income	-67	92	358	375	418
Earnings after tax	-106	-53	1,332	1,502	1,673
Minority interest	-15	-1	6	9	10
Normalized earnings	421	459	1,411	1,591	1,761
Extraordinary items	-503	157	55	0	0
Net profit	-83	616	1,466	1,591	1,761

Balance Sheet (Consolidated)

(Bt mn) Ended-Oct	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Cash	138	224	361	332	334
Accounts receivable	1,203	1,064	1,587	1,748	1,882
Inventory	2,049	2,707	2,802	3,063	3,290
Other current assets	884	785	1,010	1,112	1,197
Total current assets	4,274	4,781	5,760	6,254	6,703
Investments	5,052	4,959	5,009	5,059	4,859
Plant, property & equipment	25,891	25,050	24,260	23,446	22,607
Other assets	5,905	6,732	6,294	6,312	6,327
Total assets	41,122	41,521	41,323	41,072	40,497
Short-term loans	6,913	5,982	5,352	4,875	4,551
Accounts payable	1,191	1,064	1,494	1,634	1,755
Current maturities	3,224	4,748	4,450	4,250	4,050
Other current liabilities	60	218	248	273	294
Total current liabilities	11,388	12,012	11,544	11,032	10,650
Long-term debt	8,631	7,834	7,234	6,534	6,222
Other non-current liab.	1,557	1,563	1,407	1,549	1,668
Total non-current liab.	10,188	9,397	8,641	8,083	7,890
Total liabilities	21,576	21,410	20,186	19,116	18,541
Registered capital	2,205	2,205	2,205	2,205	2,205
Paid up capital	2,205	2,205	2,205	2,205	2,205
Share premium	2,946	2,946	2,946	2,946	2,946
Legal reserve	221	221	221	221	221
Retained earnings	13,655	14,209	15,235	16,053	16,053
Minority Interests	519	531	531	531	531
Shareholders' equity	19,546	20,112	21,138	21,956	21,956

Source: Company data, FSS research

Cash Flow Statement (Consolidated)

(Bt mn)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Net profit	-83	616	1,466	1,591	1,761
Deprec. & amortization	1,080	1,264	1,289	1,314	1,339
Change in working capital	747	-390	-382	-359	-305
Other adjustments	-28	-295	-566	-85	-98
Cash flow from operations	1,717	1,194	1,808	2,461	2,698
Capital expenditure	-1,102	-423	-500	-500	-500
Others	615	-490	438	-18	-15
Cash flow from investing	-487	-913	-62	-518	-515
Free cash flow	1,230	281	1,746	1,942	2,183
Net borrowings	-1,069	-1,743	-1,175	-1,177	-636
Equity capital raised	0	0	0	0	0
Dividends paid	-247	42	-440	-477	-1,761
Others	-1,475	1,485	-455	-353	-81
Cash flow from financing	-2,790	-217	-2,069	-2,007	-2,478
Net change in cash	-1,560	64	-323	-65	-296

Key Ratios

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Growth (%)					
Revenue	-33.6	-11.7	58.1	10.1	7.7
EBITDA	-42.5	23.1	97.4	5.3	6.7
Net profit	nm	nm	138.0	8.5	10.7
Normalized earnings	78.8	9.2	207.2	12.7	10.7
Profitability (%)					
Gross profit margin	14.9	11.8	17.6	18.2	18.4
EBITDA margin	11.8	16.5	20.6	19.7	19.5
EBIT margin	2.7	4.4	12.8	12.5	12.7
Normalized profit margin	3.5	4.4	8.5	8.7	9.0
Net profit margin	-0.7	5.9	8.9	8.7	9.0
Normalized ROA	1.0	1.1	3.4	3.9	4.3
Normalize ROE	2.2	2.3	6.8	7.4	8.2
Normalized ROCE	1.1	1.6	7.1	7.6	8.4
Risk (x)					
D/E	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9
Net D/E	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8
Net debt/EBITDA	15.3	12.3	5.8	5.2	4.8
Per share data (Bt)					
Reported EPS	-0.02	0.14	0.33	0.36	0.40
Normalized EPS	0.10	0.10	0.32	0.36	0.40
EBITDA	0.32	0.39	0.77	0.81	0.87
Book value	4.31	4.44	4.67	4.86	4.86
Dividend	0.05	0.03	0.10	0.11	0.12
Par	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
Valuations (x)					
P/E	nm	27.5	11.6	10.6	9.6
Norm P/E	40.3	36.9	12.0	10.6	9.6
P/BV	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	27.3	22.1	10.8	9.9	9.2
Dividend yield (%)	1.3	0.8	2.6	2.8	3.1

Source: Company data, FSS research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

สำนักงานใหญ่

999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท
เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25
ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร
02-658-9000, 02-658-9500

สำนักงานอัลมาลิ่งค์

25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15
ช.ซีดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร
02-646-9600, 02-646-9999

สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1

7/129-221 อาคารเซ็นทรัล พลาซ่า
ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1
ถ.บรมราชชนนี แขวง อุดมธรรมิณี
เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร
02-878-5999

สาขา บางกระบือ

3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3
ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว
แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ
จ.กรุงเทพมหานคร
02-378-4545

สาขา ประชาชื่น

105/1 อาคารบี ชั้น 4
ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว
เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร
02-580-9130

สาขา บางนา

589 หมู่ 12 อาคารชุดทาวเวอร์ 1
ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 589/105
(เดิม 1093/105)
ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา
เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร
02-740-7100

สาขา มินท์ ทาวเวอร์

ชั้น 6 (ห้องเลขที่ 601), 7, 8 และ 9
อาคาร มินท์ ทาวเวอร์
เลขที่ 719 ถนนบรรทัดทอง
แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน
จ.กรุงเทพมหานคร
02-680-0700

สาขา สิ้นธร 1

130-132 อาคารสิ้นธร ทาวเวอร์ 1
ชั้น 2 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร
02-690-4100

สาขา สาทร

เลขที่ 48/32 ชั้น 16
อาคารทีเอสโกทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ
แขวงสีลม เขตบางรัก
จ.กรุงเทพมหานคร
02-036-4859

สาขา รังสิต

1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17
ซอยพหลโยธิน 60 ถนนพหลโยธิน
ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี
02-993-8180

สาขา รัตนาธิเบศร์

576 ถ.รัตนาธิเบศร์
ต.บางกระสอบ อ.เมืองนนทบุรี
จ.นนทบุรี
02-831-8300

สาขา แจ้งวัฒนะ

99, 99/9
เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์
ยูนิตเลขที่ 1904 ชั้น 19
หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด
ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี
02-005-4193

สาขา ขอนแก่น

311/1
ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่งแก่นนคร)
ต.ในเมือง
อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น
043-058-925

สาขา อุดรธานี

197/29, 213/3
ถ.อุดรธานี ต.หมากแข้ง
อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี
042-245-589

สาขา เชียงใหม่

310
หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์
ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน
อ.เมือง จ.เชียงใหม่
053-235-889, 053-204-711

สาขา เชียงราย

758 ถ.พหลโยธิน ต.เวียง
อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย
053-750-120

สาขา สมุทรสาคร

เลขที่ 813/30 ถนนรสิงห์ ตำบลมหาชัย
อำเภอเมืองสมุทรสาคร
จ.สมุทรสาคร
034-428-045

สาขา แม่สาย

119 หมู่ 10 ต.แม่สาย
อ.แม่สาย จ.เชียงราย
053-640-599

สาขา นครราชสีมา

198/1 ตรอกสมอราย
ต.ในเมือง
อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา
044-288-700, 044-014-322,
044-014-323

สาขา ออนไลน์ภูเก็ต

22/18
ถ.หลวงพ่อวัดฉลอง
ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต
จ.ภูเก็ต
076-210-499

สาขา หาดใหญ่

43/3 ถ.ราษฎร์ยินดี
ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา
074-243-777

สาขา สุราษฎร์ธานี

173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่
ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี
จ.สุราษฎร์ธานี
077-222-595

สาขา ตรัง

59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง
อ.เมืองตรัง จ.ตรัง
075-211-219

สาขา บิดตานี

300/69-70 หมู่ 4 ต.รูสะมิแล
อ.เมือง จ.บิดตานี
073-338-142-3

Corporate Governance report of Thai listed companies 2021



EXCELLENT LEVEL (Score range 90-100)

AAV	BCPG	CPALL	GCAP	K	MSC	PLANET	SAMART	SPI	THRE	TVD
ADVANC	BDMS	CPF	GFPT	KBANK	MST	PLAT	SAMTEL	SPRC	THREL	TVI
AF	BEM	CPI	GGC	KCE	MTC	PORT	SAT	SPVI	TIPCO	TVO
AH	BGC	CPN	GLAND	KKP	MVP	PPS	SC	SSSC	TISCO	TWPC
AIRA	BGRIM	CRC	GLOBAL	KSL	NCL	PR9	SCB	SST	TK	U
AKP	BIZ	CSS	GPI	KTB	NEP	PREB	SCC	STA	TKT	UAC
AKR	BKI	DDD	GPSC	KTC	NER	PRG	SCCC	STEC	TMT	UBIS
ALT	BOL	DELTA	GRAMMY	LALIN	NKI	PRM	SCG	STI	TNDT	UV
AMA	BPP	DEMCO	GULF	LANNA	NOBLE	PROUD	SCGP	SUN	TNITY	VGI
AMATA	BRR	DRT	GUNKUL	LH	NSI	PSH	SCM	SUSCO	TOA	VIH
AMATAV	BTS	DTAC	HANA	LHFG	NVD	PSL	SDC	SUTHA	TOP	WACOAL
ANAN	BTW	DUSIT	HARN	LIT	NWR	PTG	SEAFCO	SVI	TPBI	WAVE
AOT	BWG	EA	HMPRO	LPN	NYT	PTT	SEAOL	SYMC	TQM	WHA
AP	CENDEL	EASTW	ICC	MACO	OISHI	PTTEP	SE-ED	SYNTEC	TRC	WHAUP
ARIP	CFRESH	ECF	ICHI	MAJOR	OR	PTTGC	SELIC	TACC	TRU	WICE
ARROW	CHEWA	ECL	III	MAKRO	ORI	PYLON	SENA	TASCO	TRUE	WINNER
ASP	CHO	EE	ILINK	MALEE	OSP	Q-CON	SHR	TCAP	TSC	ZEN
AUCT	CIMBT	EGCO	ILM	MBK	OTO	QH	SIRI	TEAMG	TSR	
AWC	CK	EPG	INTUCH	MC	PAP	QTC	SIS	TFMAMA	TSTE	
AYUD	CKP	ETC	IP	MCOT	PCSGH	RATCH	SITHAI	TGH	TSTH	
BAFS	CM	FPI	IRPC	METCO	PDG	RS	SMK	THANA	TTA	
BANPU	CNT	FPT	ITEL	MFEC	PDJ	S	SMPC	THANI	TTB	
BAY	COM7	FSMART	IVL	MINT	PG	S & J	SNC	THCOM	TTCL	
BBL	COMAN	GBX	JSP	MONO	PHOL	SAAM	SONIC	THG	TTW	
BCP	COTTO	GC	JWD	MOONG	PLANB	SABINA	SPALI	THIP	TU	



VERY GOOD LEVEL (Score range 80-89)

ZS	ASIMAR	CHOW	FLOYD	IT	LOXLEY	OCC	RPC	SKY	TCC	TVT
7UP	ASK	CI	FN	ITD	LRH	OGC	RT	SLP	TCMC	TWP
ABICO	ASN	CIG	FNS	J	LST	PATO	RWI	SMIT	TEAM	UEC
ABM	ATP30	CMC	FORTH	JAS	M	PB	S11	SMT	TFG	UMI
ACE	B	COLOR	FSS	JCK	MATCH	PICO	SA	SNP	TFI	UOBKH
ACG	BA	CPL	FTE	JCKH	MBAX	PIMO	SAK	SO	TIGER	UP
ADB	BAM	CPW	FVC	JMART	MEGA	PJW	SALEE	SORKON	TITLE	UPF
AEONTS	BC	CRD	GEL	JMT	META	PL	SAMCO	SPA	TKN	UPOIC
AGE	BCH	CSC	GENCO	KBS	MFC	PM	SANKO	SPC	TKS	UTP
AHC	BEC	CSP	GJS	KCAR	MGT	PMTA	SAPPE	SPCG	TM	VCOM
AIT	BEYOND	CWT	GYT	KEX	MICRO	PPP	SAWAD	SR	TMC	VL
ALL	BFIT	DCC	HEMP	KGI	MILL	PPPM	SCI	SRICHA	TMD	VPO
ALLA	BJC	DCON	HPT	KIAT	MITSIB	PRIME	SCN	SSC	TMI	VRANDA
ALUCON	BJCHI	DHOUSE	HTC	KISS	MK	PRIN	SCP	SSF	TMILL	WGE
AMANAH	BLA	DOD	HYDRO	KOOL	MODERN	PRINC	SE	STANLY	TNL	WIJK
AMARIN	BR	DOHOME	ICN	KTIS	MTI	PSG	SFLEX	STGT	TNP	WP
APCO	BROOK	DV8	IFS	KUMWEL	NBC	PTSC	SFP	STOWER	TOG	XO
APCS	CBG	EASON	IMH	KUN	NCAP	PT	SFT	STPI	TPA	XPG
APURE	CEN	EFORL	IND	KWC	NCH	QLT	SGF	SUC	TPAC	YUASA
AQUA	CGH	ERW	INET	KWM	NETBAY	RBF	SIAM	SWC	TPCS	
ASAP	CHARAN	ESSO	INSET	L&E	NEX	RCL	SINGER	SYNEX	TPS	
ASEFA	CHAYO	ESTAR	INSURE	LDC	NINE	RICHY	SKE	TAE	TRITN	
ASIA	CHG	ETE	IRC	LEO	NRF	RML	SKN	TAKUNI	TRT	
ASIAN	CHOTI	FE	IRCP	LHK	NTV	ROJNA	SKR	TBSP	TSE	



GOOD LEVEL (Score range 70-79)

A	BGT	CITY	GIFT	JTS	MDX	PK	SGP	SUPER	TQR	YGG
AI	BH	CMAN	GLOCON	JUBILE	MJD	PLE	SICT	SVOA	TTI	ZIGA
AIE	BIG	CMO	GREEN	KASET	MORE	PPM	SIMAT	TC	TYCN	
AJ	BLAND	CMR	GSC	KCM	MUD	PRAKIT	SISB	TCCC	UKEM	
ALPHAX	BM	CPT	GTB	KK	NC	PRAPAT	SK	THMUI	UMS	
AMC	BROCK	CRANE	HTECH	KKC	NDR	PRECHA	SMART	TNH	UNIQ	
APP	BSBM	CSR	HUMAN	KWI	NFC	PTL	SOLAR	TNR	UPA	
AQ	BSM	D	IHL	KYE	NNCL	RJH	SPACK	TOPP	UREKA	
ARIN	BTNC	EKH	IIG	LEE	NOVA	RP	SPG	TPCH	VIBHA	
AS	BYD	EMC	INGRS	LPH	NPK	RPH	SQ	TPIPL	W	
AU	CAZ	EP	INOX	MATI	NUSA	RSP	SSP	TPIPP	WIN	
B52	CCP	F&D	JAK	M-CHAI	PAF	SABUY	STARK	TPLAS	WORK	
BEAUTY	CGD	FMT	JR	MCS	PF	SF	STC	TPOLY	WPH	

IOD (IOD Disclaimer)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเปิดเผยข้อมูลที่สามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

สัญลักษณ์ N/R หมายถึง "ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR"

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

Anti-corruption Progress Indicator

CERTIFIED (ได้รับการรับรอง)

2S	BCH	CPALL	GC	K	MFC	PE	QLT	SNP	THCOM	TU
7UP	BCP	CPF	GCAP	KASET	MFEC	PG	QTC	SORKON	THIP	TVD
ADVANC	BCPG	CPI	GEL	KBANK	MILL	PHOL	RATCH	SPACK	THRE	TVI
AF	BE8	CPN	GFPT	KBS	MINT	PK	RML	SPALI	THREL	TVO
AI	BEYOND	CSC	GGC	KCAR	MONO	PL	RWI	SPC	TIDLOR	TWPC
AIE	BGC	DCC	GJS	KCE	MOONG	PLANB	S & J	SPI	TIPCO	U
AIRA	BGRIM	DELTA	GPI	KGI	MSC	PLANET	SAAM	SPRC	TISCO	UBE
AKP	BJCHI	DEMCO	GPSC	KKP	MST	PLAT	SABINA	SRICHA	TKS	UBIS
ALPHAX	BKI	DIMET	GSTEEL	KSL	MTC	PM	SAPPE	SSF	TKT	UEC
AMA	BLA	DRT	GUNKUL	KTB	MTI	PPP	SAT	SSP	TMD	UKEM
AMANAHA	BPP	DTAC	HANA	KTC	NBC	PPPM	SC	SSSC	TMILL	UOBKH
AMATA	BROOK	DUSIT	HARN	KWC	NEP	PPS	SCB	SST	TMT	UPF
AMATAV	BRR	EA	HEMP	KWI	NINE	PR9	SCC	STA	TNITY	UV
AP	BSBM	EASTW	HENG	L&E	NKI	PREB	SCCC	STOWER	TNL	VGI
APCS	BTS	ECL	HMPRO	LANNA	NMG	PRG	SCG	SUSCO	TNP	VIH
AQUA	BWG	EGCO	HTC	LH	NNCL	PRINC	SCN	SVI	TNR	WACOAL
ARROW	CEN	EP	ICC	LHFG	NOBLE	PRM	SEAOIL	SYMC	TOG	WHA
AS	CENDEL	EPG	ICHI	LHK	NOK	PROS	SE-ED	SYNTEC	TOP	WHAUP
ASIAN	CFRESH	ERW	IFEC	LPN	NSI	PSH	SELIC	TAE	TOPP	WICE
ASK	CGH	ESTAR	IFS	LRH	NWR	PSL	SENA	TAKUNI	TPA	WIJK
ASP	CHEWA	ETE	ILINK	M	OCC	PSTC	SGP	TASCO	TPP	XO
AWC	CHOTI	FE	INET	MAKRO	OGC	PT	SINGER	TBSP	TRU	ZEN
AYUD	CHOW	FNS	INSURE	MALEE	ORI	PTG	SIRI	TCAP	TRUE	
B	CIG	FPI	INTUCH	MATCH	PAP	PTT	SITHAI	TCMC	TSC	
BAFS	CIMBT	FPT	IRC	MBAX	PATO	PTTEP	SKR	TFG	TSTE	
BAM	CM	FSMART	IRPC	MBK	PB	PTTGC	SMIT	TFI	TSTH	
BANPU	CMC	FSS	ITEL	MC	PCSGH	PYLON	SMK	TFMAMA	TTA	
BAY	COM7	FTE	IVL	MCOT	PDG	Q-CON	SMPC	TGH	TTB	
BBL	COTTO	GBX	JKN	META	PDJ	QH	SNC	THANI	TTCL	

DECLARED (ประกาศเจตนาธรรม)

AJ	CHG	DDD	ETC	JR	MAJOR	NUSA	RS	SSS	TQM	YUASA
ALT	CPL	DHOUSE	FLOYD	JTS	NCAP	NYT	SAK	STECH	TSI	ZIGA
APCO	CPR	DOHOME	GULF	KEX	NCL	OR	SCGP	STGT	VARO	
B52	CPW	ECF	III	KUMWEL	NOVA	PIMO	SCM	TKN	VCOM	
BEC	CRC	EKH	INOX	LDC	NRF	PLE	SIS	TMI	VIBHA	

โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

1 ข้อมูล CG Score ประจำปี 2564 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

2 ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 7 กรกฎาคม 2565) มี 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนาธรรมเข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC

DISCLAIMERS AND DISCLOSURES

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตาม บริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

ความเห็นต่างๆ ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้เป็นมุมมองส่วนตัวของนักวิเคราะห์ที่มีต่อหลักทรัพย์นั้นๆ นักวิเคราะห์มิได้มีผลประโยชน์และผลตอบแทนที่เกี่ยวข้องกับการให้คำแนะนำใดๆ ไม่ว่าทางตรงหรือทางอ้อม

ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ข้อมูลเท่านั้น บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ต่างๆ รวมถึง SET50 Future โดยบริษัทฯ อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุนในหลักทรัพย์

BUY	"ซื้อ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 10%
HOLD	"ถือ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 0% - 10%
SELL	"ขาย" เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน
TRADING BUY	"ซื้อเก็งกำไรระยะสั้น" เนื่องจากมีประเด็นที่มีผลบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้น แม้ว่าราคาปัจจุบันจะสูงกว่ามูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุนในอุตสาหกรรม

OVERWEIGHT	"ลงทุนมากกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ สูงกว่า ตลาด ในระยะ 12 เดือนข้างหน้า
NEUTRAL	"ลงทุนเท่ากับตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ เท่ากับ ตลาด ในระยะ 12 เดือนข้างหน้า
UNDERWEIGHT	"ลงทุนน้อยกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ ต่ำกว่า ตลาด ในระยะ 12 เดือนข้างหน้า

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น