

2 ตุลาคม 2558

พลังงานและสาธารณูปโภค

# GUNKUL

## บมจ. กันกุลเอ็นจิเนียริง

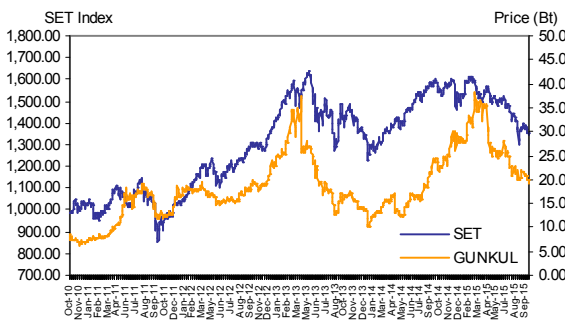
Current	Previous	Close	16 TP	Exp Return	Support	Resistance	Anti-corrupt	CGR 2014
BUY	BUY	19.30	26.00	+ 34.7%	19 - 18	20 - 21	Insufficient or not clearly defined policy	▲▲▲▲

Consolidated earnings				
BT (mn)	2013	2014	2015E	2016E
Normalized profit	112	518	714	1,030
Net profit	883	545	741	1,030
EPS (Bt)-Norm	0.17	0.59	0.56	0.75
EPS (Bt)	1.34	0.62	0.58	0.75
% Norm EPS growth	-78.5	246.0	-5.6	34.7
Dividend (Bt)	0.37	0.28	0.17	0.22
BV/share (Bt)	4.32	3.81	6.33	8.24
EV/EBITDA (x)	74.9	47.0	34.5	23.8
PER (x) - Norm	113.4	32.8	34.7	25.8
PER (x)	14.4	31.1	33.4	25.8
PBV(x)	4.5	5.1	3.0	2.3
Dividend yield (%)	1.9	1.4	0.9	1.2
YE No. of shares (mn)	660.0	880.0	1283.3	1375.0
No. of shares- full dilution	660.0	880.0	1283.3	1375.0
Par (Bt)	1.0	1.0	1.0	1.0

Source: Company data, FSS estimates

Share data	
Close (01/10/2015)	19.30
SET Index	1,345.15
Foreign limit/actual (%)	49.00/7.45
Paid up shares (million)	1,283.25
Free float (%)	35.59
Market cap (Bt mn)	24,766.63
Avg daily T/O (Bt mn) (2015 YTD)	93.97
hi, lo, avg (Bt) (2015 YTD)	39.50, 19.30, 27.55

Source: Setsmarts



Source: SET

Analyst: Pornsook Amonvadekul  
 Register No : 004973  
 Tel.: +662 646 9964  
 email: pornsook.a@fnsyrus.com  
 www.fnsyrus.com

### อย่างก้าวของการเติบโตใน 3 ปีข้างหน้า

เราแนะนำ "ซื้อ" GUNKUL จากแนวโน้มการฟื้นตัวของกำไรใน 2H15 โดยคาด 3Q15 เป็นระดับสูงสุดของปี และคาดการณ์กำไรโตเฉลี่ย 39.5% ต่อปี (CAGR) ใน 3 ปีข้างหน้า (2015 - 2017) ปัจจัยหลักมาจากการทยอยรับรู้รายได้และผลการดำเนินงานจากโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนต่างๆ จากเดิมสัดส่วนหลักมาจากธุรกิจ Trading อุปกรณ์ไฟฟ้าและรับเหมาสร้างโรงไฟฟ้า เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2016 ที่ 26 บาท (Sum-of-the-Parts) โดยมี Upside จากโอกาสได้กำลังผลิตไฟฟ้าเพิ่มจากโครงการโซลาร์ฟาร์มราชการและสหกรณ์ และโครงการ Bio-Mass ที่จะเปิดประมูลในช่วงปลาย 4Q15-1H16 รวมทั้งกำลังผลิตเพิ่มจากโครงการ Solar Farm ในญี่ปุ่น

แผนพัฒนากำลังผลิตไฟฟ้าของประเทศ (PDP2015) และแผนลงทุนด้านสายส่งของหน่วยงานรัฐหนุนต่อธุรกิจของบริษัท

กำลังผลิตไฟฟ้าของประเทศเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง รองรับปริมาณความต้องการไฟฟ้าเพิ่มในอนาคต ตามแนวโน้มการขยายตัวทางเศรษฐกิจที่คาดการณ์อัตราเฉลี่ย 3.9% ใน 20 ปีข้างหน้า และเป้าหมายสัดส่วนการใช้พลังงานทดแทนในสัดส่วน 25% ภายในปี 2036 จากปัจจุบันที่ 8% โดยรวมแผนการลงทุนด้านโครงสร้างพื้นฐานของรัฐ และโครงการลงทุนด้านระบบส่งไฟฟ้าของหน่วยงานรัฐ (กฟผ.และกฟน.) รวม 2 แสนล้านบาท ในช่วง 10 ปี หนุนต่อความต้องการใช้อุปกรณ์ไฟฟ้าต่างๆ เช่น อุปกรณ์ใช้สำหรับสายส่งและสถานีไฟฟ้าย่อย เป็นต้น รวมทั้งธุรกิจก่อสร้างโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน, และธุรกิจผลิตและจำหน่ายไฟฟ้าจากพลังงานทดแทน

### คาดการณ์ 3Q15 เป็นระดับสูงสุดของปี และเพิ่มสูงต่อเดือนใน 3 ปีข้างหน้า

คาดการณ์กำไรปกติใน 2H15 เพิ่มสูง H-H โดยคาด 3Q15 เป็นระดับสูงสุดของปีที่ 333 ล้านบาท (+90.6% Q-Q, +115.5% Y-Y) จากรายได้ขายอุปกรณ์ไฟฟ้า (Trading) และงานรับเหมาก่อสร้างโรงไฟฟ้า (EPC) เพิ่ม ตามความคืบหน้าของโครงการโรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์ค้างท่อต่างๆ ที่รัฐกำหนดต้องก่อสร้างให้เสร็จภายในสิ้นปี 2015 รวมทั้งโครงการโรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์ "IAE" 58 MW ของบริษัทเอง จากกำไรที่กลับมาโตสูงใน 2H15 จะทำให้กำไรปกติทั้งปี 2015 โตอัตรา 37.7% Y-Y (แต่กำไรปกติต่อหุ้นลดลง 5.6% Y-Y จากผลการเพิ่มทุนแบบ RO) และปี 2016 คาดกำไรเพิ่มอีก 44.3% จากการดำเนินงานเต็มปีของโรงไฟฟ้า IAE และเริ่มรับรู้รายได้โครงการลม "WED" เฟสแรก 10 MW ปลาย 1Q16 และเฟส 2 จำนวน 50 MW ในกลาง 2Q16 ส่วนปี 2017 คาดกำไรโตอีก 34.8% จากรายได้เต็มปีจากโครงการ WED และเริ่มรับรู้รายได้จากโครงการลม KWE (50 MW) และโครงการลม GNP (60 MW) ตั้งแต่ 2Q17

### โอกาสได้กำลังผลิตไฟฟ้าเพิ่มจากโครงการโซลาร์ฟาร์มราชการและสหกรณ์

คณะกรรมการกำกับกิจการพลังงาน (กกพ.) ได้ประกาศหลักเกณฑ์รับซื้อไฟฟ้าจากโครงการพลังงานแสงอาทิตย์สำหรับหน่วยงานราชการและสหกรณ์ ล็อตแรกจำนวน 600 เมกะวัตต์ (MW) กำหนดจ่ายไฟเข้าระบบไม่เกินสิ้น 3Q16 โดยให้ผู้ประกอบการยื่นเข้าร่วมประมูลได้ตั้งแต่วันที่ 1-10 พ.ย. 2015 และประกาศรายชื่อผู้ผ่านการพิจารณาในวันที่ 24 ธ.ค. 2015 GUNKUL สนใจจะเข้าร่วมประมูลและคาดว่าจะได้กำลังผลิตเพิ่มประมาณ 60 MW คาดเป็น Upside ประมาณ 2.50 บาทต่อหุ้น นอกจากนี้ บริษัทยังคาดหวังกำลังผลิตเพิ่ม 40-50 MW จากโครงการรับซื้อไฟฟ้าพลังงานเชื้อเพลิงชีวมวลด้วยวิธีแข่งขันด้านราคา (FIT Bidding) และคาดการณ์โครงการโซลาร์ฟาร์มในญี่ปุ่นเพิ่ม 3 โครงการ รวมกำลังผลิต 134 MW โดยคาดว่าจะได้ข้อสรุปในปี 2016 ทั้งนี้ เรายังไม่รวมในประมาณการ

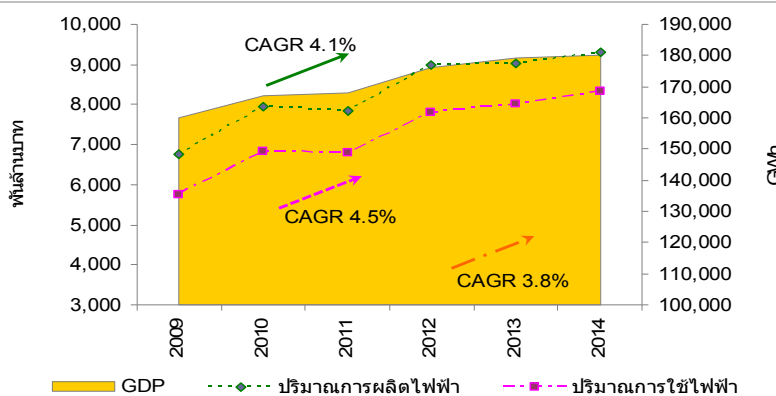
### ประเมินมูลค่าตามปัจจัยพื้นฐานปี 2016 ที่ 26 บาท (Sum-of-the-Parts)

เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2016 ของหุ้น GUNKUL ที่ 26 บาท (Sum-of-the-Parts) ที่ราคาปัจจุบันมี Upside 35% แนะนำ "ซื้อ"

ประเด็นการลงทุน

ความต้องการใช้ไฟฟ้าเพิ่มเติมเนื่อง หนุนความต้องการสินค้าอุปกรณ์ไฟฟ้า

การขยายตัวของเศรษฐกิจ มีความสัมพันธ์ทางตรงกับปริมาณการใช้ไฟฟ้า การลงทุนในภาคเอกชนและภาครัฐบาล รวมทั้งการเติบโตของอุตสาหกรรมต่างๆ ที่ใช้อุปกรณ์ไฟฟ้าจำนวนมาก ก็เป็นปัจจัยหนุนต่อความต้องการผลิตภัณฑ์และอุปกรณ์ไฟฟ้าต่างๆ ทั้งนี้ ในช่วงปี 2009-2014 ปริมาณการใช้ไฟฟ้าเพิ่มขึ้นเฉลี่ยปีละ 3.8% (CAGR)



Source: Company, สำนักงานนโยบายและแผนพลังงาน กระทรวงพลังงาน, NESDB

กระทรวงพลังงานได้จัดทำคาดการณ์ความต้องการไฟฟ้าในอนาคต ช่วงปี 2014-2036 เพื่อประกอบแผนพัฒนากำลังผลิตไฟฟ้าของประเทศไทยในปี 2015-2036 (PDP 2015) ซึ่งผ่านความเห็นชอบจากกรมเมื่อเดือนมิ.ย. 2015 ที่ผ่านมา โดยภายใต้ประมาณการแนวโน้มการขยายตัวของ GDP ในช่วงปีดังกล่าว ที่ค่าเฉลี่ย 3.9% ต่อปี คาดว่าความต้องการไฟฟ้าสูงสุดในช่วงปี 2014-2036 ในกรณีปกติ คือ รวมแผนอนุรักษ์พลังงาน (EEDP) ใหม่บางส่วน จะมีอัตราการเติบโตเฉลี่ย 3.5% ต่อปี และหากรวมผลของแผนอนุรักษ์พลังงานใหม่ไว้ทั้งหมด ซึ่งเป็นกรณีฐาน (Base Case) คาดว่าความต้องการไฟฟ้าสูงสุดในช่วงปีดังกล่าวจะมีอัตราการเติบโตเฉลี่ย 2.7% ต่อปี

สถิติและพยากรณ์ความต้องการไฟฟ้าสำหรับจัดทำแผน PDP2015 (กรณีฐาน)

ปี	พลังไฟฟ้าสูงสุด (MW)	% เพิ่ม
2012	26,418	9.6
2013	27,085	2.5
2014	27,634	2.0
2015E	29,051	5.1
2016E	30,218	4.0
2012-2016E	-	4.6
2017E-2021E	-	3.4
2022E-2026E	-	2.7
2027E-2031E	-	2.2
2032E-2036E	-	1.8
<b>2014-2036E</b>	-	<b>2.7</b>

Source: สำนักงานนโยบายและแผนพลังงาน, กระทรวงพลังงาน, PDP2015 30 มิ.ย.2015

## แผน PDP2015 และแผน AEDP 2015 หนุนทั้งธุรกิจ Trading, ธุรกิจก่อสร้างโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน, และธุรกิจผลิตและจำหน่ายไฟฟ้าจากพลังงานทดแทน

กำลังผลิตไฟฟ้าของประเทศมีการเพิ่มสูงขึ้นอย่างสม่ำเสมอ อีกทั้งยังมีแผนพัฒนากำลังผลิตไฟฟ้าของประเทศ ซึ่งจัดทำโดยกระทรวงพลังงานร่วมกับการไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย เพื่อรองรับปริมาณความต้องการไฟฟ้าที่จะเพิ่มขึ้นในอนาคต ตามแนวโน้มการขยายตัวทางเศรษฐกิจที่คาดโตในอัตราเฉลี่ย 3.9% ในช่วงปี 2015-2036 โดยรวมแผนการลงทุนด้านโครงสร้างพื้นฐานของรัฐ รวมทั้งทดแทนโรงไฟฟ้าเก่าที่ถูกปลดออกจากระบบ คาดว่ากำลังผลิตไฟฟ้าในปี 2036 จะเพิ่มขึ้นเป็น 70,410 MW จากสิ้นปี 2014 ที่ 37,612 MW โดยกำลังผลิตไฟฟ้าใหม่จะเพิ่มขึ้น 57,459 MW จากการสร้างโรงไฟฟ้าเพิ่มขึ้นใหม่ ทั้งจากโรงไฟฟ้าพลังงานความร้อนร่วม โรงไฟฟ้าโคเจนเนอเรชั่น และโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน ซึ่งจะส่งผลให้มีความต้องการใช้อุปกรณ์ไฟฟ้าต่างๆ เช่น อุปกรณ์ใช้สำหรับสายส่งและสถานีไฟฟ้าย่อย

### คาดการณ์กำลังผลิตไฟฟ้าใหม่ ช่วงปี 2015-2036 แยกตามประเภทโรงไฟฟ้า

โรงไฟฟ้า	MW
โรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน	21,648
- ในประเทศ	12,105
- ซื่อไฟฟ้าต่างประเทศ	9,543
โรงไฟฟ้าพลังน้ำแบบสูบกลับ	2,101
โรงไฟฟ้าโคเจนเนอเรชั่น	4,119
พลังงานความร้อนร่วม	17,478
พลังงานความร้อน	12,113
- โรงไฟฟ้าถ่านหิน	7,390
- โรงไฟฟ้านิวเคลียร์	2,000
- โรงไฟฟ้ากังหันแก๊ส	1,250
- ซื่อไฟฟ้าต่างประเทศ	1,473
<b>รวม</b>	<b>57,459</b>

Source: สำนักนโยบายและแผนพลังงาน, กระทรวงพลังงาน, PDP2015 30 มิ.ย. 2015

ทั้งนี้ แผน PDP 2015 และแผนพัฒนาพลังงานทดแทนและพลังงานทางเลือก (Alternative Energy Development Plan: AEDP 2015-2036) มีเป้าหมายเพิ่มการใช้พลังงานทดแทน เพื่อทดแทนการใช้เชื้อเพลิงฟอสซิล ให้ได้อย่างน้อยในสัดส่วน 25% ภายในปี 2036 จากปัจจุบันที่สัดส่วน 8%

### กำลังผลิตติดตั้งภายใต้แผนพัฒนาพลังงานทดแทนและพลังงานทางเลือก (AEDP)

ปี	พลังแสงอาทิตย์	พลังลม	พลังน้ำ	ขยะ	ชีวมวล	ก๊าซชีวภาพ	พืชพลังงาน	รวม
2014	1,298.5	224.5	3,048.4	65.7	2,541.8	311.5	-	7,490.4
2036	6,000.0	3,002.0	3,282.4	500.0	5,570.0	600.0	680.0	19,634.4

Source: EPPD, PDP 2015

### คาดหวังขายสินค้าและได้งานเพิ่มจากโครงการปรับปรุงระบบสายส่งไฟฟ้าของภาครัฐ

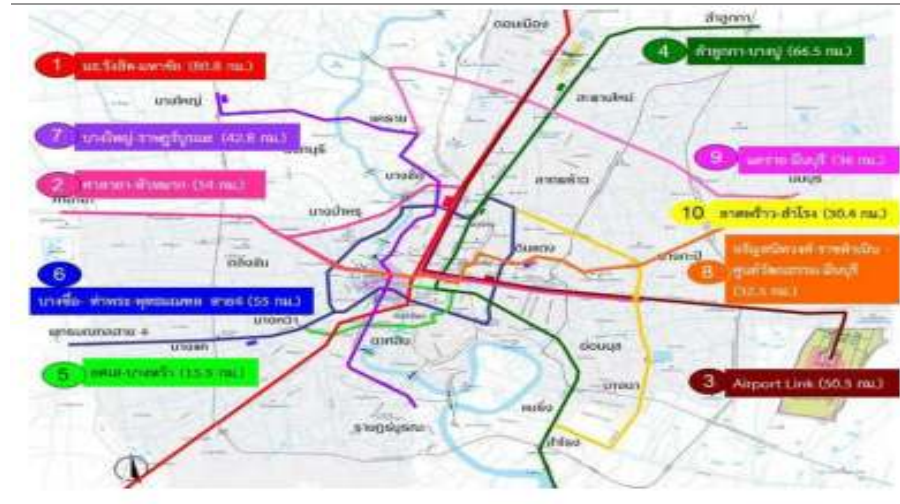
โครงการลงทุนของหน่วยงานรัฐที่ดูแลเรื่องระบบส่งไฟฟ้า คือ การไฟฟ้าฝ่ายผลิตฯ (EGAT) สำหรับโครงการขยายสายส่ง มูลค่า 1 แสนล้านบาท และโครงการของการไฟฟ้านครหลวง (กฟน.) สำหรับโครงการย้ายสายส่งไฟฟ้าลงดินในกทม.และปริมณฑล มูลค่างานระดับ 1 แสนล้านบาทเช่นกัน ในช่วง 10 ปี GUNKUL คาดหวังว่าจะได้งานขายในธุรกิจ Trading ในสัดส่วนประมาณ 20% โดยมีการเตรียมเพิ่มประเภทสินค้าเพื่อรองรับโครงการดังกล่าว นอกจากนี้ บริษัทยังหาโอกาสเข้าร่วมลงทุนหรือ Take-over บริษัทผู้รับเหมาที่ได้งานจากโครงการดังกล่าวด้วย ซึ่งจะเอื้อต่อธุรกิจ Trading และธุรกิจรับเหมาสร้างสายส่งไฟฟ้าให้มีการเติบโตต่อเนื่อง

### แผนการดำเนินงานโครงการก่อสร้างรถไฟฟ้า ช่วยหนุนธุรกิจ Trading

ภาครัฐได้มีโครงการลงทุนในระบบโครงสร้างสาธารณูปโภคของประเทศอย่างต่อเนื่อง เช่น การลงทุนในระบบขนส่งมวลชน โดยโครงการรถไฟฟ้าทั้งรถไฟฟ้าบนดินและรถไฟฟ้าใต้ดิน โดยความรับผิดชอบของกระทรวงคมนาคม ซึ่งมีแผนการดำเนินงานพัฒนาด้านคมนาคมขนส่ง โดยมีงบประมาณลงทุนรวม 1.1 ล้านล้านบาท สำหรับปี 2015-2021 โดยเฉพาะการพัฒนารถไฟฟ้าขนส่งมวลชนในกรุงเทพมหานครและปริมณฑล ซึ่งมีงบประมาณรวม 6.2 แสนล้านบาทในช่วงปีดังกล่าว และ 6.6 หมื่นล้านบาทในปี 2015 โดยโครงการรถไฟฟ้าที่อยู่ระหว่างก่อสร้าง และมีแผนเปิดให้บริการในช่วงปลายปี 2015-2017 มีจำนวน 4 โครงการ ระยะทางรวม 88.8

กิโลเมตร โดยรถไฟฟ้ายานน้ำเงิน (บางซื่อ-ท่าพระ) และ (หัวลำโพง-บางแค) มีแผนเริ่มให้บริการในปี 2016 โครงการลงทุนดังกล่าวจะเป็นโอกาสในการที่จะสามารถจำหน่ายอุปกรณ์ไฟฟ้าที่เกี่ยวข้องกับการส่งไฟฟ้าให้กับระบบราง เช่น อุปกรณ์ป้องกันฟ้าผ่า อุปกรณ์เคเบิลเทอร์มินัล และชุดเชื่อมสายเคเบิลอุปกรณ์ระบบสายดิน และอุปกรณ์อื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับการส่งจ่ายไฟฟ้าให้กับระบบรางไฟฟ้าของโครงการ

### แผนเส้นทางรถไฟฟ้าในกทม.และปริมณฑลในอนาคต



Source: กระทรวงคมนาคม, FSS Estimates

### โอกาสจากแผนของรัฐในการสนับสนุนโครงการโรงไฟฟ้าพลังแสงอาทิตย์

จากการประชุมของคณะกรรมการนโยบายพลังงานแห่งชาติ (กพช.) เมื่อวันที่ 15 ส.ค.ปี 2014 สนับสนุนโครงการโซลาร์ฟาร์มดังนี้

- (1) โครงการโซลาร์ฟาร์มค้างท่อ จะเปิดรับซื้ออีก 1,054 MW เพื่อให้ได้ตามเป้า 2,000 MW ภายในปี 2015
- (2) เปิดรับซื้อไฟฟ้าจาก Solar Rooftop เพิ่ม สำหรับบ้านเรือนอีก 69 MW เพื่อให้ได้ตามเป้า 200 MW และ
- (3) โครงการโซลาร์ฟาร์มชุมชน 800 MW ต่อมาให้เปลี่ยนเจ้าของโครงการจากชุมชนเป็นสหกรณ์การเกษตรและหน่วยงานราชการ โดยเปลี่ยนอัตรารับซื้อจากระบบ Adder เดิม เป็นระบบ Feed in Tariff (FIT) โดยในเฟสแรก จำนวน 600 MW กำหนดจ่ายไฟเข้าระบบภายในสิ้น 3Q16 โดย GUNKUL คาดหวังได้งานผลิตและขายไฟประมาณ 10% ของทั้งหมด หรือประมาณ 60 MW

จากนโยบายเร่งโซลาร์ฟาร์มค้างท่อเป็นโอกาสต่อธุรกิจของ GUNKUL ทั้งด้านธุรกิจ Trading และธุรกิจก่อสร้างโรงไฟฟ้าพลังแสงอาทิตย์ โดยมีส่วนสำคัญต่อการเติบโตของรายได้ของบริษัทโดยเฉพาะในช่วง 2H15 ขณะที่โครงการโซลาร์ฟาร์มสหกรณ์การเกษตรและหน่วยงานราชการ เป็นโอกาสต่อธุรกิจผลิตและขายไฟจากโรงไฟฟ้าพลังแสงอาทิตย์ที่จะมีรายได้เพิ่มมากขึ้นตั้งแต่ปลายปี 2016

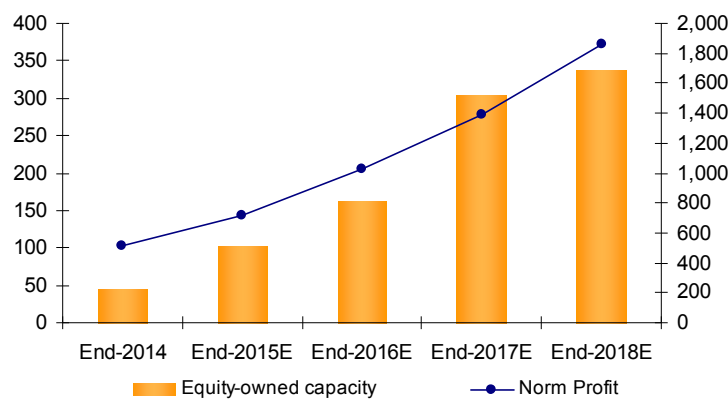
### คาดการณ์กำไรปกติ 3Q15 โตสูง Q-Q, Y-Y เป็นสูงสุดของปี ทั้งปี 2015 โต 37.7% และโตอีก 44.3% ในปีหน้า

หลังประกาศกำไรปกติในช่วง 2Q15 ที่ 168 ล้านบาท พื้นตัว 263% Q-Q และ 67% Y-Y จากรายได้รวมเพิ่ม 337% Q-Q และ 71% Y-Y เป็น 931 ล้านบาท ส่วนใหญ่จากรายได้จากการขายอุปกรณ์เพิ่ม รวมกำไรปกติ 1H15 ที่ 189 ล้านบาท ลดลง 28.4% Y-Y ซึ่งดีขึ้นจากกำไรที่ต่ำสุดใน 1Q15 เนื่องจากผลกระทบรัฐเลื่อนประกาศรับซื้อไฟฟ้าโครงการพลังงานแสงอาทิตย์แบบติดตั้งบนพื้นดิน ทั้งนี้ กำไรปกติใน 1H15 เป็นสัดส่วนเพียง 26% ของค่าทั้งปี

คาดว่ารายได้และกำไรใน 2H15 จะเพิ่มสูง H-H โดยเฉพาะใน 3Q15 ที่คาดเป็นระดับสูงสุด ที่ 2.1 พันล้านบาท และคาดการณ์กำไรที่ 333 ล้านบาท (+90.6% Q-Q, +115.5% Y-Y) จากรายได้ขายอุปกรณ์ไฟฟ้า (Trading) และงานรับเหมาก่อสร้างโรงไฟฟ้า (EPC) เพิ่ม หลังชะลอตัวในไตรมาสก่อนๆ ตามความคืบหน้าของโครงการโรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์ค้างท่อต่างๆ ที่รัฐกำหนดต้องก่อสร้างให้เสร็จภายในสิ้นปี 2015 รวมทั้งโครงการโรงไฟฟารางเงิน (IAE) ขนาด 58 MW (ตามสัดส่วนการลงทุน) ของบริษัทเอง ทั้งนี้ ปัจจุบัน บริษัทมี Backlog ไม่น้อยกว่า 3 พันล้านบาท

จากกำไรที่กลับมาโตสูงใน 2H15 คาดว่าจะทำให้กำไรปกติทั้งปี 2015 โตในอัตรา 37.7% Y-Y เป็น 714 ล้านบาท และในปี 2016 คาดว่ากำไรปกติจะเพิ่มสูงต่อเนื่องในอัตรา 44.3% เป็น 1 พันล้านบาท โดยมีปัจจัยหนุนหลัก คือ การรับรู้รายได้จากโครงการโรงไฟฟ้าเพิ่มมากขึ้น เป็นระดับ 1.56 พันล้านบาท จากปีก่อนที่ต่ำมาก เนื่องจากขาดรับรู้รายได้เต็มปีจากโครงการโรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์ "IAE" ตามสัดส่วนการลงทุนที่ 58 MW หลังเริ่มดำเนินการเชิงพาณิชย์ตั้งแต่เดือนธ.ค.2015 และเริ่มรับรู้รายได้จากโครงการลม WED สำหรับเฟสแรก จำนวน 10 MW เริ่มมี.ค.2016 และเฟส 2 จำนวน 50 MW เริ่มพ.ค.2016 ส่วนปี 2017 คาดกำไรที่ 1.39 พันล้านบาท โตอีก 34.8% จากการรับรู้รายได้เต็มปีจากโครงการ WED และเริ่มรับรู้รายได้จากโครงการลม KWE (50 MW) และโครงการลม GNP (60 MW) ตั้งแต่ 2Q17 รวมทั้งโครงการโซลาร์ฟาร์มที่ญี่ปุ่น "GK Sendai" (31.75 MW) โดยเฉลี่ยในช่วง 3 ปี (2015-2017) คาดกำไรโตปีละ 29.2% (CAGR)

**กำลังผลิตไฟฟ้าตามสัดส่วนถือหุ้น VS กำไรปกติ ปี 2014-2018E**



Source: Company Data, FSS estimates

**Upside...โอกาสกำลังผลิตไฟฟ้าเพิ่ม**

**1. โครงการโซลาร์ฟาร์มหน่วยงานราชการและสหกรณ์ฯ**

คณะกรรมการกำกับกิจการพลังงาน (กกพ.) ได้ประกาศหลักเกณฑ์รับซื้อไฟจากโครงการพลังงานแสงอาทิตย์แบบติดตั้งบนพื้นดิน สำหรับหน่วยงานราชการและสหกรณ์ฯ ล็อตแรก จำนวน 600 เมกะวัตต์ (MW) (จากแผนทั้งหมด 800 MW) แบ่งเป็นพื้นที่ในเขตการไฟฟ้านครหลวง (กฟน.) จำนวน 200 MW และการไฟฟ้าส่วนภูมิภาค (กฟภ.) จำนวน 400 MW กำหนดจ่ายไฟฟ้าเข้าระบบไม่เกินสิ้นเดือนก.ย.2016 โดยกำหนดให้ผู้ประกอบการยื่นเข้าร่วมประมูลได้ตั้งแต่วันที่ 1-10 พ.ย. 2015 และประกาศรายชื่อผู้ผ่านการพิจารณาเป็นทางการในวันที่ 24 ธ.ค. 2015

ทั้งนี้ GUNKUL สนใจจะเข้าร่วมประมูลและคาดว่าจะได้กำลังผลิตเพิ่มประมาณ 60 MW และคาดเริ่ม COD ตั้งแต่ 4Q16 ทั้งนี้ เรายังไม่รวมในประมาณการของเรา แต่หากรวม คาดเพิ่มมูลค่าประมาณ 2.50 บาทต่อหุ้น

**2. โครงการรับซื้อไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนจากผู้ผลิตไฟฟ้าขนาดเล็กมาก (VSPP) เชื้อเพลิงชีวมวลและก๊าซชีวภาพ**

ที่ประชุมคณะกรรมการนโยบายพลังงานแห่งชาติ (กพช.) เห็นชอบมาตรการส่งเสริมโรงไฟฟ้าชีวมวลและก๊าซชีวภาพในพื้นที่ 3 จังหวัดชายแดนภาคใต้ และ 4 อำเภอในจังหวัดสงขลา โดยจะเปิดรับซื้อไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนจากผู้ผลิตไฟฟ้าขนาดเล็กมาก (VSPP) เชื้อเพลิงชีวมวลและก๊าซชีวภาพในพื้นที่ 3 จังหวัดชายแดนภาคใต้ ได้แก่ จังหวัดปัตตานี จังหวัดยะลา และจังหวัดนราธิวาส และ 4 อำเภอในจังหวัดสงขลา ได้แก่ อำเภอจะนะ อำเภอเทพา อำเภอบางยอ และอำเภอนาทวี ในปริมาณกำลังผลิตติดตั้งรวมประมาณ 50 MW ด้วยวิธีแข่งขันด้านราคา (FIT Bidding) ทั้งนี้ GUNKUL แสดงความสนใจเข้าร่วมประมูลในโครงการนี้ด้วย โดยมีการเตรียมการล่วงหน้า โดยเซ็น MOU กับผู้ผลิตวัตถุดิบ คือ เศษไม้ยางพารา ทั้งนี้ เรายังไม่รวมโครงการดังกล่าวในประมาณการ

### 3. โครงการโซลาร์ฟาร์มในญี่ปุ่น

GUNKUL คาดหวังการลงทุนโครงการโซลาร์ฟาร์มในญี่ปุ่นเพิ่ม 3 โครงการ รวมกำลังผลิต 134 MW (75 MW+39 MW+20 MW) โดยคาดว่าจะได้ข้อสรุปในปี 2016 (3Q16, 1Q16, 1Q16 ตามลำดับ) ทั้งนี้ เรายังไม่รวมในประมาณการ

#### ประเมินราคาเป้าหมายปี 2016 ที่ 26 บาท แนะนำ “ซื้อ”

เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2016 ของหุ้น GUNKUL ที่ 26 บาท โดยวิธี Sum-of-the-Parts โดยรวมมูลค่าจากธุรกิจ Trading และ EPC ที่ 7 บาท (ที่ PE 15x) และมูลค่าของธุรกิจโรงไฟฟ้ารวมที่ 19 บาท โดยมี Upside จากโครงการโซลาร์ฟาร์มหน่วยงานราชการและสหกรณ์ ประมาณ 2.50 บาท และโครงการลงทุนโซลาร์ฟาร์มเพิ่มในญี่ปุ่น คงคำแนะนำ “ซื้อ”



Income Statement (Consolidated)					
(Bt mn)	2012	2013	2014	2015E	2016E
Revenue	4,306	2,045	2,977	4,890	6,254
Cost of sales	3,236	1,586	2,253	3,704	4,555
Gross profit	1,070	458	723	1,187	1,698
SG&A	378	325	395	499	523
Operating profit	692	133	328	688	1,175
Other income	29	36	58	27	32
EBIT	721	169	386	715	1,207
EBITDA	736	187	412	829	1,521
Interest charge	104	47	58	188	332
Tax on income	229	174	83	82	114
Earnings after tax	339	97	514	714	1,030
Minority Interests	-10	-15	-4	0	0
Norm profit	349	112	518	714	1,030
Extraordinary items	429	771	27	28	0
Net profit	778	883	545	741	1,030

Cash Flow Statement (Consolidated)					
(Bt mn)	2012	2013	2014	2015E	2016E
Net profit	778	883	545	741	1,030
Depreciation etc.	15	18	26	114	314
Change in working capital	65	198	497	-101	10
Other adjustments	36	155	-296	-253	-269
Cashflow from operation	894	1,253	772	502	1,084
Capital expenditures	480	1,805	-282	-5,700	-11000
Others	-1,324	-427	-1,141	-656	-18
Cash flow from investing	-844	1,378	-1,423	-6,356	-11018
Free cash flow	50	2,630	-651	-5,854	-9,934
Net borrowings	-35	-3,012	2,241	2,731	7,933
Equity capital raised	0	0	0	4,253	2,475
Dividend paid	0	-26	-37	-222	-309
Others	251	51	-269	5	0
Cash flow from financing	217	-2,987	1,935	6,767	10,099
Net Change in cash	267	-357	1,284	913	165

Balance Sheet (Consolidated)					
(Bt mn)	2012	2013	2014	2015E	2016E
Cash	582	225	1,509	2,422	2,587
Accounts receivable	1,253	497	719	1,206	1,542
Inventory	413	351	304	507	624
Other current asset	298	250	74	122	156
Total current assets	2,545	1,323	2,605	4,257	4,909
Investment	958	1,270	1,221	1,550	1,550
PPE	2,748	926	1,182	6,767	17,453
Other assets	946	1,061	2,252	2,578	2,595
Total Assets	7,917	4,580	7,259	15,152	26,508
Short-term loans	1,686	242	2,110	4,458	4,458
Account payable	878	265	346	558	686
Current portion - Debt	127	164	165	83	83
Other current liab.	490	398	811	1,320	1,688
Total current liab.	3,181	1,069	3,433	6,419	6,915
Long-term debt	1,380	178	20	10	7,510
Other LT liabilities	423	212	447	587	750
Total non-cu	1,803	390	467	597	8,260
Total liabilities	4,984	1,459	3,900	7,016	15,176
Registered capital	440	660	880	1,283	1,375
Paid-up capital	440	660	880	1,283	1,375
Share Premium	519	519	519	4,368	6,752
Legal reserve	44	66	88	88	88
Retained earnings	989	1,604	1,870	2,389	3,110
Others	0	0	0	0	0
Minority Interest	221	272	3	8	8
Shareholders' equity	2,213	3,121	3,360	8,137	11,333

Important Ratios (Consolidated)					
	2012	2013	2014	2015E	2016E
<b>Growth (%)</b>					
Sales	62.4	-52.5	45.6	64.3	27.9
EBITDA	92.4	-74.6	121.1	101.1	83.5
Net profit	769.2	13.4	-38.2	35.9	38.9
Norm profit	126.9	-67.8	361.3	37.7	44.3
<b>Profitability Ratios (%)</b>					
Gross profit margin	24.8	22.4	24.3	24.3	27.2
EBITDA margin	17.1	9.1	13.9	17.0	24.3
EBIT margin	16.7	8.3	13.0	14.6	19.3
Norm profit margin	8.1	5.5	17.4	14.6	16.5
Net profit margin	18.1	43.2	18.3	15.2	16.5
Normalized ROA	4.8	2.5	7.1	4.7	3.9
Normalized ROE	17.5	3.9	15.4	8.8	9.1
Normalized ROCE	17.9	4.8	10.1	8.2	6.2
<b>Risk (x)</b>					
D/E	2.5	0.5	1.2	0.9	1.3
Net D/E	2.2	0.4	0.7	0.6	1.1
Net debt/EBITDA	6.0	6.6	5.8	5.5	8.3
<b>Per share data (Bt)</b>					
Reported EPS	1.77	1.34	0.62	0.58	0.75
Norm EPS	0.79	0.17	0.59	0.56	0.75
EBITDA	1.67	0.28	0.47	0.65	1.11
Book value	4.53	4.32	3.81	6.33	8.24
Dividend	0.56	0.37	0.28	0.17	0.22
Par (Bt)	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
<b>Valuations (x)</b>					
P/E	10.9	14.4	31.1	33.4	25.8
Norm P/E	24.3	113.4	32.8	34.7	25.8
P/BV	4.3	4.5	5.1	3.0	2.3
EV/EBITDA	17.5	74.9	47.0	34.5	23.8
Dividend Yield	2.9	1.9	1.4	0.9	1.2

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</b> 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ทาวเวอร์ ปิ่นเกล้า ชั้นที่ 14 ห้อง 1404 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย กรุงเทพมหานคร
<b>สาขา บางกระบือ</b> 3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา ลิตเติ้ลไทย ทาวเวอร์</b> 2034/52 อาคารลิตเติ้ลไทย 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 อาคารสา ทาวเวอร์ 2 ยูนิค 1106 ชั้น 11 ถ.พหลโยธิน แขวงจตุจักร เขตจตุจักร กรุงเทพมหานคร	<b>สาขา ประชาชื่น</b> 105/1 อาคารปิ่น 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. หนองแข้ง 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.มหาสาร 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.รัฐสมิแล 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 บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชี้แจงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้อื่นนำข้อมูลและความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า

การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน



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

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 เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (“บริษัทจดทะเบียน”) เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

**การเปิดเผยข้อมูล Anti-corruption Progress Indicator**

ระดับ 5	Extended	ขยายผลสู่ผู้ที่เกี่ยวข้อง	มีการขยายผลการดำเนินนโยบายต่อต้านการทุจริตสู่ผู้ที่เกี่ยวข้องในห่วงโซ่อุปทาน และการเปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับกรณีทุจริตที่เกิดขึ้น
ระดับ 4	Certified	ได้รับการรับรอง	มีการสอบทานจากคณะกรรมการตรวจสอบหรือผู้สอบบัญชีที่สำนักงาน ก.ล.ด. ให้ความเห็นชอบ และได้รับการรับรองหรือผ่านการตรวจสอบเพื่อความเชื่อมั่นอย่างเป็นทางการจากหน่วยงานภายนอก (เช่น CAC)
ระดับ 3	Established	มีมาตรการป้องกัน	มีมาตรการป้องกัน การประเมินความเสี่ยง การสื่อสารและฝึกอบรมแก่พนักงาน รวมทั้งการดูแลให้มีการดำเนินการและการทบทวนความเหมาะสมของมาตรการอย่างสม่ำเสมอ
ระดับ 2	Declared	ประกาศเจตนารมณ์	มีการประกาศเจตนารมณ์เข้าเป็นแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านการทุจริต (CAC) หรือโครงการต่อต้านทุจริตที่กำหนดให้องค์กรต้องมีกระบวนการในตนเองเดียวกัน
ระดับ 1	Committed	มีนโยบาย	มีคำมั่นหรือมติดคณะกรรมการในเรื่องการดำเนินธุรกิจที่จะไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตและการดูแลให้บริษัทปฏิบัติตามให้เป็นไปตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง
*	Insufficient or not clearly defined policy		เปิดเผยบ้างแต่ไม่มีนโยบายที่ชัดเจน
**	Data not available / no policy		ไม่เปิดเผยหรือไม่มีนโยบาย

ข้อมูล Anti-corruption Progress Indicator ประจำปี 2557 จาก สถาบันไทยพัฒน์ (ข้อมูล ณ วันที่ 27 กรกฎาคม 2558)