

ชื่อ

ราคาปิด (บาท): 7.70
 ราคาเป้าหมาย (บาท): 8.80

จรรยาวัณ วัฒนธรรม

<http://www.maybank-ke.co.th>
 (02) 658-6300

ข้อมูลบริษัท

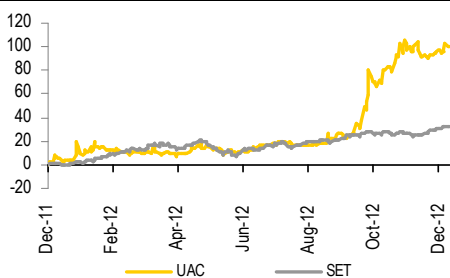
Description : นำเข้า ขาย สารเคมีที่ใช้ในอุตสาหกรรมน้ำมัน โรงกลั่น และปิโตรเคมี โดยกลุ่มลูกค้าได้แก่ กลุ่มน้ำมัน ก๊าซ โรงกลั่นน้ำมันและอุตสาหกรรมปิโตรเคมี ผู้ผลิต น้ำมันหล่อลื่น โรงงานอุตสาหกรรมโพลีเมอร์และพลาสติก โรงงานอุตสาหกรรมเคมีภัณฑ์ โรงไฟฟ้าและอุปกรณ์อื่น ๆ

Ticker :	UAC
หุ้นที่ออกและชำระแล้ว (ล้านหุ้น)	436
มูลค่าตลาด (ล้านบาท)	3,361
มูลค่าตลาด (US\$m)	109.94
3-mth Avg Daily Turnover (ล้านบาท)	50.02
SET INDEX	1,359.09
Free float (%)	30.21

Major Shareholders :	%
นายกิตติ ชีวะเกตุ	57.23
กลุ่มจรรยาวัณ	7.25

Key Indicators	
ROE – annualised (%)	21.2
Net cash (THB m):	876
NTA/shr (THB):	1.8
Interest cover (x):	7.1

Historical Chart



Performance

52-week High/Low	Bt8.05/Bt3.91				
	1-mth	3-mth	6-mth	1-yr	YTD
Absolute (%)	-0.6	60.4	77.8	94.0	92.0
Relative (%)	-6.4	50.9	53.5	47.5	44.9

บมจ. ยูนิเวอร์แซล แอ๊ดชอร์บแบ็นท์ฯ (UAC)

กำลังพัฒนาไปเป็นผู้ประกอบการด้านพลังงาน

คำชี้แจงที่สำคัญ : บริษัทหลักทรัพย์ เมย์แบงก์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) อาจเข้าร่วมเป็นผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายหุ้นที่เสนอขายให้กับบุคคลทั่วไปของ บมจ.ยูนิเวอร์แซล แอ๊ดชอร์บแบ็นท์ แอนด์ เคมิคัลส์ (UAC)

บมจ.ยูนิเวอร์แซล แอ๊ดชอร์บแบ็นท์ แอนด์ เคมิคัลส์ (UAC) กำลังจะพัฒนาตนเองจากการเป็นเพียงตัวแทนจำหน่ายเคมีภัณฑ์อุตสาหกรรม (Trading business) ไปสู่การเป็นผู้ดำเนินการด้านพลังงานทดแทนด้านก๊าซชีวภาพอัดแรงดัน (CBG) โดยก๊าซ CBG ที่ผลิตได้จากโรงงานก๊าซชีวภาพที่ จ.เชียงใหม่ นี้จะถูกขายทั้งหมดให้แก่ PTT ด้วยสัญญาระยะเวลา 15 ปี นอกจากนั้น UAC ยังอยู่ระหว่างก่อสร้างโรงงานผลิตผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม (Petroleum Production Project : PPP) เพื่อใช้แยก Associated Gas จากหลุมขุดน้ำมันที่ จ.สุโขทัย ซึ่งจะได้ผลผลิตเป็นก๊าซ CNG, LPG และ NLG จำหน่ายให้กับผู้ประกอบการรายใหญ่ เช่น PTT อีกเช่นกัน ดังนั้นเมื่อรวมกับการพัฒนาโครงการ CBG เพิ่มอีก 16 โครงการภายใน 2 ปีข้างหน้า จะทำให้ภาพการเติบโตของ UAC ในช่วง 3-5 ปีข้างหน้าเป็นที่น่าจับตา

ขายหุ้นเพิ่มทุน 64 ล้านหุ้น : UAC ออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน 64 ล้านหุ้น (พาร์ 0.50 บาท/หุ้น) แบ่งเป็น 39.7 ล้านหุ้นเสนอขายให้กับผู้ถือหุ้นเดิม (Right offering) ในราคา 3.00 บาท/หุ้น และอีก 24.3 ล้านหุ้น เสนอขายให้กับประชาชนทั่วไป (Public offering, อยู่ระหว่างกำหนดราคา) โดยทั้งหมดจะได้รับใบสำคัญแสดงสิทธิ UAC-W1 อายุ 3 ปี ราคาใช้สิทธิ 7.50 บาทในราคา -0- บาท อีกด้วยในสัดส่วน 5 หุ้นใหม่ : 1 ใบสำคัญแสดงสิทธิ

วัตถุประสงค์การใช้เงินเพื่อลงทุนใน PPP : โครงการ PPP อยู่ระหว่างก่อสร้าง โดยจะใช้เงินลงทุน 620 ล้านบาท ซึ่ง UAC จะกู้เงินราว 414 ล้านบาท ที่เหลือ 206 ล้านบาท จะใช้เงินลงทุนจากการเพิ่มทุนในครั้งนี้เป็นหลัก โดยโครงการนี้ UAC คาดจะเริ่มผลิตเชิงพาณิชย์ในกลางปี 2556 ซึ่งด้วยสมมติฐานระยะเวลาดำเนินงาน 20 ปี ตามอายุสัมปทานที่ผู้ขุดน้ำมันดิบได้รับ เราประเมินว่าโครงการนี้จะให้ผลตอบแทน IRR 26.3% และมูลค่าเพิ่มแก่ UAC ราว 755 ล้านบาท

จะเห็นพัฒนาการเด่นชัดเงินตั้งแต่ปี 2558 เป็นต้นไป : ในช่วงปี 2556-57 ผลดำเนินงานจะยังคงได้รับการสนับสนุนที่ดีจากธุรกิจ Trading ขณะที่รายได้และกำไรจากโครงการ PPP และ CBG ทั้งหมด 16+1 โครงการ จะทยอยรับรู้เข้ามาในงบการเงินตามลำดับ และเมื่อภาวะดอกเบี้ยจ่ายของโครงการหมดลงภายใน 4 ปี กำไรสุทธิของ UAC จะเริ่มโดดเด่นมากในปี 2559 ที่คาดว่าจะมีกำไรสุทธิราว 384 ล้านบาท คิดเป็นเกือบ 5 เท่าของกำไรปี 2554 เราประเมินว่ากำไรสุทธิของ UAC มีแนวโน้มจะเติบโต 35% CAGR ระหว่างปี 2555-59 และให้ผลตอบแทนเงินปันผลเฉลี่ยที่ 5% โดยมีราคาเหมาะสมอิงวิธี Sum of the parts ที่ 8.80 บาท/หุ้น (Fully diluted จาก UAC-W1 แล้ว)

ความเสี่ยง : ความคืบหน้าของโครงการ CBG และ PPP จะมีผลกระทบต่อประมาณการอย่างมีนัยสำคัญเนื่องจากจะส่งผลต่อรายได้รวม 42% ในปี 2559 นอกจากนั้นหากปริมาณก๊าซจากหลุมบูรพา-เอ ไม่เป็นไปตามคาดการณ์ของ UAC จะส่งผลให้โครงการ PPP ไม่สามารถเป็นไปตามคาดการณ์ได้ ขณะที่หากรัฐบาลผลักดันนโยบายการลอยตัวก๊าซมากขึ้น ก็จะถือเป็น Upside ของประมาณการเนื่องจาก UAC มีแนวโน้มจะสามารถปรับราคาขายก๊าซได้เช่นกัน

UAC – Summary Earnings Table

FYE: Dec 31 (Btmn)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Revenue	767	949	993	1,269	1,572
EBITDA	47	73	160	356	542
Recurring Net Profit	108	80	154	189	199
Rec. Basic EPS (Bt)	0.36	0.23	0.39	0.41	0.43
EPS growth (%)	38.5	(34.7)	65.2	5.7	5.2
DPS (Bt)	0.15	0.42	0.29	0.31	0.32
PER	21.4	32.8	19.8	18.8	17.8
EV/EBITDA (x)	50.8	35.6	20.0	12.5	9.3
Div Yield (%)	1.9	5.5	3.8	4.0	4.2
P/BV(x)	6.3	6.4	4.1	4.0	3.4
Net Gearing (%)	23.3	cash	21.5	101.8	143.6
ROE (%)	29.5	19.2	20.8	21.2	19.2
ROA (%)	18.0	15.5	14.2	9.5	7.4
Cons. Net profit (THB m)	-	-	-	-	-

Source: Company reports and KELIVE Research estimates. * base on par Bt0.50/ share

คำชี้แจง : บริษัทหลักทรัพย์ เมย์แบงก์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) อาจเข้าร่วมเป็นผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายหุ้นที่เสนอขายให้กับบุคคลทั่วไปของ บมจ.ยูนิเวอร์แซล แอ็ดชอริบแบ็นท์ แอนด์ เคมิคัลส์ (UAC) อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของเมย์แบงก์ กิมเอ็ง อย่างเป็นทางการภายใต้ ค่าไร ไม่ได้มีเจตจำนงจะให้เป็นการเสนอขายหุ้นแต่อย่างใด ทางเมย์แบงก์ กิมเอ็ง และบริษัท ไม่ได้มีส่วนที่เข้าไปรับรองรับประกันความถูกต้องหรือความสมบูรณ์ทางข้อมูลของบทวิเคราะห์นี้แต่อย่างใด นอกจากนี้ ทางเมย์แบงก์ กิมเอ็ง ผู้บริหารของบริษัท พนักงาน และลูกค้า จะไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อความเสียหายที่อาจเกิดขึ้น จากการใช้ข้อมูลในเอกสารนี้ทั้งทางตรงและทางอ้อม

โครงสร้างการกระจายหุ้น

เสนอขาย RO และ PO แอมป์สำคัญแสดงสิทธิ : จากการที่ UAC จะเข้าลงทุนในโครงการใหญ่ 2 โครงการคือ CBG และ PPP (ดูข้อมูลสรุปในหน้า 3) ในการประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้น เมื่อ 19 ต.ค. 2555 จึงได้มีการเพิ่มทุนจดทะเบียนจำนวนรวม 156.2 ล้านหุ้น (พาร์ 0.50 บาท/หุ้น) พร้อมทั้งเสนอขาย UAC-W1 ในราคา -0- บาท (อายุ 3 ปี อัตราแปลงสภาพ 1:1 ที่ราคาใช้สิทธิ 7.50 บาท) สรุปข้อมูลได้ดังนี้

Table 1 : Summary

ประเภท	รายละเอียดการเสนอขาย
1. เสนอขายให้กับผู้ถือหุ้นเดิม (Right offering : RO)	<p>1.1 หุ้นสามัญ UAC จำนวน 39.7 ล้านหุ้น อัตรา 10 หุ้นเดิม : 1 หุ้นเพิ่มทุน ราคาเสนอขาย 3.00 บาท/หุ้น</p> <p>1.2 ไบสำคัญแสดงสิทธิ UAC-W1 จำนวน 79.4 ล้านหน่วย อัตรา 5 หุ้นเดิม : 1 W * กำหนด Record date วันที่ 7 พ.ย. 2555</p> <p>----- จากนั้นจะให้สิทธิเฉพาะผู้ถือหุ้นเดิมที่ใช้สิทธิ์จองซื้อหุ้น RO ในข้อ 1.1 ได้รับไบสำคัญแสดงสิทธิเพิ่มเติมดังนี้</p> <p>1.3 ไบสำคัญแสดงสิทธิ UAC-W1 จำนวน 7.94 ล้านหน่วย อัตรา 5 หุ้นใหม่ : 1 W</p>
2. เสนอขายให้กับประชาชน (Public offering : PO)	<p>2.1 หุ้นสามัญ UAC จำนวน 24.3 ล้านหุ้น ราคาเสนอขาย [...] บาท/หุ้น</p> <p>2.2 ไบสำคัญแสดงสิทธิ UAC-W1 จำนวน 4.86 ล้านหน่วย อัตรา 5 หุ้นใหม่ : 1 W ราคาเสนอขาย -0.00- บาท/หุ้น</p>

Source: Prospectus as of 26 October 2012

วัตถุประสงค์การใช้เงิน : เพื่อใช้เป็นเงินลงทุนบางส่วนในโครงการโรงงานผลิตผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม ณ จังหวัดสุโขทัย (Petroleum Production Project : PPP) (ดูรายละเอียดโครงการในหน้า 3)

โครงการผลิตผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม (Petroleum Production Project: PPP)

ความเป็นมา : UAC เห็นโอกาสจากการที่ทางการกำหนดให้ผู้ผลิตน้ำมันดิบต้องทำลายก๊าซที่เกิดจากกระบวนการผลิต (Associated Gas) หากไม่นำมาทำประโยชน์ ดังนั้น UAC มีแผนสร้างโรงงานเพื่อแยกก๊าซนี้จากหลุมน้ำมันบูรพา-เอ.อ.ก.ง.ไกรลาส จ.สุโขทัย ซึ่งเป็นหลุมที่ บริษัท สยามโมเอโกะ และ บริษัทจีเอส คาลเท็กซ์ คอร์ปอเรชั่น (มีสัดส่วนลงทุนในสัมปทาน 70% และ 30% ตามลำดับ) ได้รับสัมปทานดำเนินการ 20 ปี โดยผลผลิตที่ได้จากการแยก Associated Gas นี้ ได้แก่ ก๊าซ CNG 61%, LPG 32% และ NGL 7% โดย PTT ได้สัญญาซื้อ CNG ทั้งหมด ส่วน LPG และ NGL นั้น UAC อยู่ระหว่างเจรจาขายให้กับผู้ประกอบการมาตรา 7

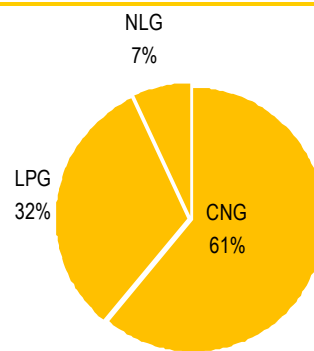
เงินลงทุน 620 ล้านบาท : UAC จะใช้เงินกู้ธนาคาร 2 ส่วน (Project D/E 2 : 1) ขณะที่ส่วนของทุนราว 206 ล้านบาท จะใช้แหล่งเงินทุนจากการเพิ่มทุนครั้งนี้เป็นหลัก โดยล่าสุด UAC ได้เริ่มก่อสร้างงานโยธาแล้วบางส่วนเมื่อ ก.ค. 2555 คาดจะได้รับอนุมัติ EIA ภายในเดือน พ.ย. และคาดว่าจะสร้างเสร็จและดำเนินการผลิตได้ในกลางปี 2556 โดยโรงแยกก๊าซนี้จะมีกำลังการผลิต 19,681 ตัน/ปี (แบ่งเป็น CNG 12,036 ตัน/ปี LPG 6,300 ตัน/ปี และ NGL 1,345 ตัน/ปี) ได้รับการยกเว้นภาษีเท่ากับเงินลงทุนทั้งหมดภายในเวลา 8 ปี

Chart 1: Project location



Source: Prospectus

Chart 2: Product from PPP



Source: Prospectus

แหล่งวัตถุดิบคาดว่าจะมีให้ใช้ได้ถึง 20 ปี : UAC ทำสัญญาซื้อ Associated Gas จากผู้รับสัมปทานหลุมชุดน้ำมันไว้แล้ว โดยมีอายุสัญญาซื้อขาย 3 ปี ต่อได้อัตโนมัติ โดยบริษัทผู้รับสัมปทาน (บจก.สยามโมเอโกะ) ได้รับสัมปทานปิโตรเลียมยาวนาน 20 ปี จาก 6 หลุม ซึ่งคาดว่าจะทำให้ UAC มีแหล่ง Associated gas ไปค่อนข้างยาวนานเช่นกัน

ให้มูลค่าแก่ UAC ราว 755 ล้านบาท: เราสมมติฐานว่า UAC จะได้รับการต่อสัญญา ไปตลอดจนสิ้นอายุสัมปทาน 20 ปีที่ผู้รับสัมปทานชุดน้ำมันได้รับ และคาดว่าในปี 2556 โรงแยกก๊าซนี้จะมีอัตราการใช้งาน 50% และเพิ่มเป็น 100% ในปี 2557 โดยเราสมมติฐานว่า Associated Gas ที่ได้รับจากหลุมน้ำมันนี้มีปริมาณมากเพียงพอสำหรับการดำเนินการตามกำลังการผลิตออกแบบ ดังนั้นจากสมมติฐานข้างต้นเราพบว่า โครงการ PPP จะให้มูลค่าเพิ่มต่อ UAC ราว 755 ล้านบาท และให้ผลตอบแทนโครงการ IRR 26.3%

โครงการผลิตก๊าซชีวภาพอัดแรงดัน (Compressed Bio-methane Gas : CBG)

ความเป็นมา : UAC เล็งเห็นถึงปัญหาการขาดแคลน NGV ในพื้นที่ภาคเหนือ และต้นทุน NGV ที่สูงในพื้นที่ห่างไกลระบบท่อก๊าซ UAC จึงร่วมมือกับ กรมพัฒนาพลังงานทดแทนและอนุรักษ์พลังงาน (พพ) และ ศูนย์วิจัยพลังงาน มหาวิทยาลัยแม่โจ้ ริเริ่มโครงการ “พัฒนาก๊าซชีวะมวลจากฟาร์มสุกรเพื่อการคมนาคม” ในปี 2554 โดย UAC ได้เข้าพื้นที่ระยะยาว 18 ปี ในฟาร์มสุกรที่ อ.แม่แตง จ. เชียงใหม่ เพื่อนำมูลสุกรเปียกจากฟาร์มนี้ (ฟาร์มสุกรขนาด 40,000 ตัว) ผสมกับหญ้าเลี้ยงช้างที่ซื้อจากเกษตรกรท้องถิ่น นำมาผ่านกระบวนการหมัก โดยใช้แบคทีเรียเป็นตัวเร่ง และเมื่อได้ก๊าซชีวภาพออกมา ก็จะนำมาปรับสภาพ และแยกก๊าซ แล้วนำไปเพิ่มความดันสูงจนมีคุณสมบัติเทียบเท่ากับ NGV ที่ใช้ในปั๊มทั่วไป นอกจากนั้นกากของการหมักสามารถนำไปขายเป็นหัวเชื้อปุ๋ยชีวภาพได้

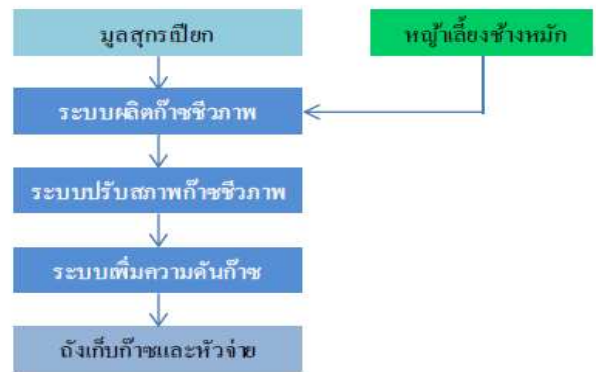
PTT รับซื้อก๊าซ CBG จาก UAC ทั้งหมด : โครงการ CBG นี้ UAC จะใช้กระแสเงินสดภายในร่วมกับเงินกู้ธนาคาร (Project D/E 2 : 1) ก่อสร้างตั้งแต่ปี 2554 และได้เริ่มดำเนินการผลิตเชิงพาณิชย์แล้วตั้งแต่ พ.ย. 2555 ด้วยกำลังการผลิต 6 ตัน/ วัน ซึ่ง PTT มองว่าด้วยคุณสมบัติที่ก๊าซ CBG สามารถทดแทน NGV ในพื้นที่ภาคเหนือได้ การเปลี่ยนมาใช้ CBG จะช่วยลดต้นทุน NVG แท้จริงได้ PTT จึงตัดสินใจทำสัญญารับซื้อ CBG นี้ทั้งหมด 15 ปี (และต่อได้ครั้งละ 5 ปี) ขณะที่โครงการนี้ได้รับการยกเว้นภาษี 8 ปี และส่วนลดภาษี 50% เป็นระยะเวลา 5 ปีอีกด้วย

Chart 3: CBG project at Chiangmai



Source: Prospectus

Chart 4: Production process



Source: Prospectus

แหล่งวัตถุดิบค่อนข้างมั่นคง : นอกจากมูลสุกรที่ได้จากฟาร์มที่ UAC เข้าที่คืนระยะยาวแล้ว ฟาร์มดังกล่าวยังมีแหล่งมูลสุกรสำรองห่างออกไปอีก 5 กม. ขณะที่การพัฒนาใช้หญ้าเลี้ยงช้างร่วมในการหมัก ทำให้ UAC สามารถลดความเสี่ยงกรณีเกิดโรคระบาดของสุกรได้อีกด้วย ยิ่งไปกว่านั้น ด้วยราคาซื้อหญ้าเลี้ยงช้างราว 1 บาท/ กก. มองว่าจะดึงดูดเกษตรกรได้อย่างดี เนื่องจากหญ้าเลี้ยงช้างมีวงจรชีวิตเพียง 3 เดือน ทำให้เกษตรกรที่ร่วมโครงการจะสร้างรายได้รวดเร็วจากการปลูกพืชไร่อื่นๆ เมื่อเทียบต่อกีโกรัม (หมายเหตุ : หญ้าเลี้ยงช้างปลูกให้ผลผลิต 70 ตัน/ ไร่/ ปี ดังนั้นเกษตรกรจะมีรายได้สูงถึง 70,000 บาท/ ไร่/ ปี)

ให้มูลค่าเพิ่มแก่ UAC ราว 87 ล้านบาท/ โครงการ และพัฒนาอีก 16 โครงการ : บนสมมติฐานดำเนินการ 15 ปี ตามอายุสัญญาซื้อขายกับ PTT โครงการ CBG จะให้มูลค่าเพิ่มต่อ UAC ราว 87 ล้านบาท คิดเป็น IRR ที่ 23.8% ยิ่งไปกว่านั้น UAC อยู่ระหว่างรอกการอนุมัติดำเนินโครงการ CBG เพิ่มอีก 16 โครงการ โดยโครงการใหม่ได้รับการสนับสนุนเงินลงทุนโครงการละ 10 ล้านบาท จากเงินลงทุนโครงการละ 100 ล้านบาท

โดย UAC จะดำเนินการเองจำนวน 10 โครงการ ส่วนอีก 6 โครงการ UAC จะร่วมทุนกับผู้ประกอบการท้องถิ่น (UAC จะถือหุ้น 51% ในแต่ละโครงการ) ซึ่ง 10 โครงการจะดำเนินการในเขตจังหวัด เชียงใหม่ เชียงราย ลำพูน และลำปาง ส่วนอีก 4 โครงการดำเนินการใน จ.ขอนแก่น และ อีก 2 แห่ง จะดำเนินการที่จังหวัดเลย โดย UAC ตั้งเป้าจะพัฒนาโครงการทั้งหมดให้เสร็จสิ้นภายในปี 2557 เราประเมินว่าทั้ง 1+16 โครงการนี้จะให้มูลค่าเพิ่มแก่ UAC รวมถึง 1.3 พันล้านบาท

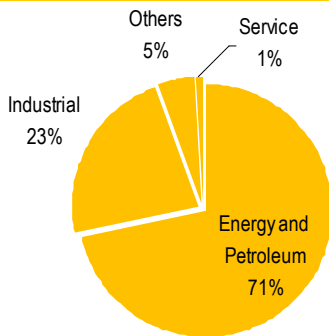
ภาพรวมของ UAC

เริ่มต้นด้วยการนำเข้า-จำหน่ายสารเคมี : UAC ดำเนินธุรกิจนำเข้า และจำหน่ายสารเคมี และอุปกรณ์ที่ใช้ในอุตสาหกรรมพลังงานและปิโตรเคมี เป็นหลักตั้งแต่ปี 2538 ปัจจุบันมีทุนจดทะเบียนชำระแล้ว 198.4 ล้านบาท (พาร์ 0.50 บาท) ซื้อขายในตลาด MAI ตั้งแต่ ต.ค. 2553 ด้วยราคา IPO 4.00 บาท/ หุ้น (พาร์ 1.00 บาท) บริหารโดย คุณกิตติ ชีวะเกตุ ซึ่งเป็นถือหุ้นใหญ่ 57% (ณ 2 ต.ค. 2555)

ธุรกิจพื้นฐานคือ Trading : UAC มีความเชี่ยวชาญในผลิตภัณฑ์สารเคมี และอุปกรณ์ที่เกี่ยวข้อง โดย UAC เป็นตัวแทนจำหน่ายให้กับบริษัทผู้ผลิตชั้นนำรายใหญ่ของโลกเช่น UOP LCC และ PALL Corp. โดยจำหน่าย สารดูดความชื้น ดูดซับกลิ่น และ สิ่งเจือปน (Adsorbent and Molecular Sieve) ผลิตภัณฑ์ระบบกรอง (Filtration) ให้กับผู้ประกอบการในอุตสาหกรรมสำรวจ และผลิตก๊าซธรรมชาติ โรงแยกก๊าซธรรมชาติ โรงกลั่นน้ำมัน โรงงานปิโตรเคมี โรงงานน้ำมันหล่อลื่น โรงงานโพลีเมอร์ และพลาสติก โรงงานอุตสาหกรรมเคมีภัณฑ์ โรงไฟฟ้า และระบบสาธารณสุข

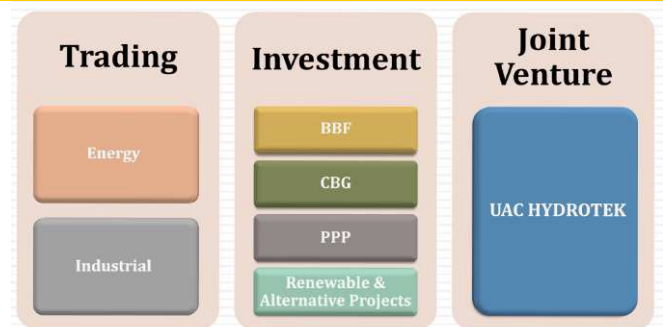
UAC ยังเป็นตัวแทนจำหน่ายสาร MEG และ DEG ใช้ในอุตสาหกรรมสี และตัวทำละลาย สำหรับอุตสาหกรรมสิ่งทอ เม็ดพลาสติก สารเติมแต่งสำหรับน้ำมันเครื่อง น้ำมันเบรค น้ำมันสำหรับรถยนต์ เรือ และเครื่องยนต์ทั่วไป โดยสามารถแบ่งโครงสร้างรายได้เป็น 4 กลุ่ม ดังแสดงในรูปที่ 1

Chart 5: Revenue breakdown in 2011



Source: Company reports

Chart 6: Business overview



Source: Prospectus

ธุรกิจลงทุนเริ่มให้ผลิดอกออกผล : UAC รับผิดชอบแบ่งกำไรจาก บจก.บางจากไบโอฟูเอล (BBF) ซึ่งเป็นบริษัทร่วมทุนกับ บมจ.บางจากปิโตรเลียม (BCP) โดย BBF นี้ มีทุนจดทะเบียนชำระแล้ว 281.5 ล้านบาท (UAC ถือหุ้นสัดส่วน 30%) ดำเนินการผลิตไบโอดีเซล B100 ขายให้กับ BCP เป็นหลัก เพื่อใช้ผสมกับน้ำมันดีเซลผลิตเป็นน้ำมันดีเซล B3 หรือ B5 จำหน่ายตามศูนย์บริการน้ำมัน

ปัจจุบัน BBF ดำเนินการผลิตเต็มกำลังที่ 360,000 ลิตร/ วัน และได้กลีเซอรินดิบซึ่งเป็นผลพลอยได้ราว 36,000 ลิตร/ วัน จำหน่ายให้ลูกค้าอุตสาหกรรม ระหว่างปี 2553-54 และ 9M55 UAC ได้รับส่วนแบ่งกำไรจาก BBF ราว 76 ล้านบาท 22 ล้านบาท และ 31 ล้านบาทตามลำดับ คิดเป็น 30% ของกำไรสุทธิของ UAC

ขยายการลงทุนในโครงการด้านพลังงานทดแทน : นอกจากนั้น UAC ยังเล็งเห็นถึงทิศทางของธุรกิจเกี่ยวกับพลังงานทดแทน จึงริเริ่มโครงการ CBG แห่งแรกที่ จ.เชียงใหม่ เช่นเดียวกับโครงการ PPP ที่ จ.สุโขทัย ซึ่งจากแนวโน้มความสำเร็จของโครงการ CBG แห่งแรก UAC จึงพัฒนาโครงการ CBG เพิ่มอีก 16 โครงการ และคาดว่าจะสิ้นภายใน 2 ปีข้างหน้า ขณะเดียวกัน UAC ก็ได้ร่วมมือกับ HYDROTEK เตรียมเข้าไปลงทุนระบบบริหารน้ำในประเทศเพื่อนบ้านอีกด้วย

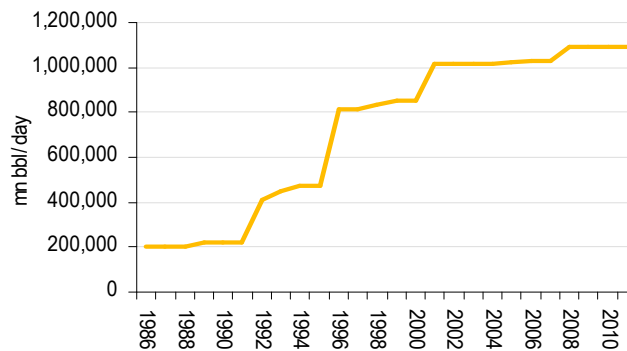
ปัจจัยสนับสนุนการเติบโต

การลดยัตยราคา NGV และ LPG : แนวนโยบายการลดยัตยก๊าซ NGV และ LPG เป็นประโยชน์โดยตรงต่อ UAC ในการเพิ่มอำนาจต่อรองในการกำหนดราคาขายก๊าซจากโครงการ CBG และ PPP ให้สูงขึ้น ซึ่งทิศทางนี้จะส่งผลให้ผลตอบแทนจากโครงการจะสูงกว่าประมาณการได้

การเปิด AEC : จะทำให้ราคาลินค้าต่างๆ รวมถึงผลิตภัณฑ์พลังงาน เช่น ก๊าซธรรมชาติ จะเคลื่อนไหวไปอย่างเสรี และเป็นไปตามกลไกตลาดมากขึ้น และนั่นหมายความว่าราคาก๊าซของประเทศไทย (ซึ่งปัจจุบันได้รับการอุดหนุนอยู่) จึงมีแนวโน้มที่จะปรับตัวสูงขึ้นเข้าสู่ราคาตลาด เปิดโอกาสให้ผลตอบแทนการลงทุนของ UAC สูงขึ้นกว่าแผนได้ เนื่องจากราคาก๊าซก็มีแนวโน้มปรับตัวขึ้นด้วยเช่นกัน

อุตสาหกรรมโรงกลั่นมีแนวโน้มขยายกำลังการผลิต : ณ 1H55 โรงกลั่นทั้ง 7 แห่งในประเทศกลั่นน้ำมันสำเร็จรูปได้ราว 1.0 แสนบาร์เรล/วัน เติบโต 6.9% YoY ซึ่งด้วย Capacity คงเหลืออีกเพียง 11% (ณ 3Q55) ขณะที่ทิศทางปริมาณความต้องการใช้น้ำมันเชื้อเพลิงในประเทศที่สูง เราคาดว่าในระยะยาวการเพิ่มกำลังการผลิตของโรงกลั่นเป็นสิ่งจำเป็น ซึ่งจะส่งผลบวกต่อความต้องการในผลิตภัณฑ์ของ UAC ในธุรกิจ Trading โดยตรง

Chart 7: Thailand refinery capacity trend



Source: EPPO

อุตสาหกรรมสำรวจและผลิตก๊าซธรรมชาติขยายตัวต่อเนื่อง : ณ 1H55 การผลิตก๊าซธรรมชาติเติบโต 3.3% YoY อยู่ที่ระดับ 3.8 ล้านลูกบาศก์ฟุต/วัน เนื่องจากแหล่งเอราวัณ แหล่งฟูนาน และจักรวาล ได้มีการเพิ่มกำลังการผลิต ขณะที่แหล่งบงกชก็ได้เริ่มผลิตตั้งแต่ ก.พ. 2555 ขณะที่ปริมาณการใช้ก๊าซธรรมชาติเติบโตที่ 4.6% YoY เป็น 4.4 ล้านลูกบาศก์ฟุต/วัน ส่งผลให้ประเทศไทยต้องนำเข้าก๊าซธรรมชาติ เพื่อใช้ในการผลิตไฟฟ้า (สัดส่วน 60%) อุตสาหกรรม (14%) เคมีและอื่นๆ (21%) ภาคขนส่ง (CNG 6%) ดังนั้นจะเห็นว่า ด้วยปริมาณการใช้ที่สูงกว่ากำลังการผลิตของประเทศ เราเชื่อว่าภาคการผลิตจะต้องเร่งขยายกำลังการผลิตมากขึ้นซึ่งจะส่งผลบวกต่อ UAC ทั้งในแง่การขายผลิตภัณฑ์เคมีที่เกี่ยวข้องอีกด้วย

Table 2 : Natural Gas production, import and consumption

(mn CFD)	2009	2010	2011	1H12
Production	2,990	3,511	3,583	3,843
Import	803	853	928	903
Total	3,793	4,364	4,511	4,746
Consumption	3,564	4,039	4,143	4,390
Consumption growth %	n.a.	13.3%	2.6%	4.6%
Production growth %	n.a.	17.4%	2.1%	3.3%

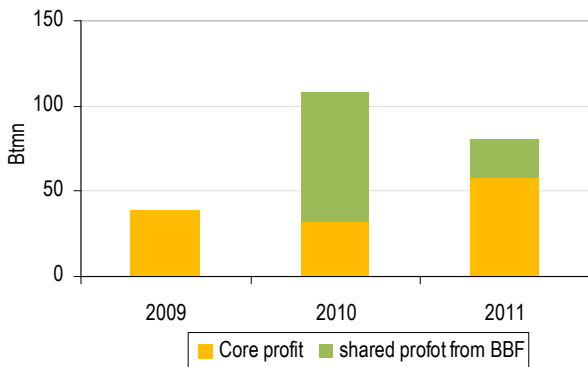
Source : EPPO

อุตสาหกรรมปิโตรเคมี : ทิศทางความต้องการใช้ผลิตภัณฑ์จากปิโตรเคมีมีแนวโน้มฟื้นตัวหลังประเทศจีนซึ่งมีบทบาทสูงในการบริโภคเริ่มสามารถควบคุมระดับเงินเฟ้อได้ ทำให้ภาคการบริโภคงยังอยู่ในทิศทางขยายตัวได้ ขณะที่อุปสงค์ในประเทศก็เริ่มฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่องหลังวิกฤติน้ำท่วมปลายปี 2554 ทำให้ภาพการผลิตปิโตรเคมีจึงมีแนวโน้มขยายตัวได้อย่างค่อยเป็นค่อยไปได้

ผลการดำเนินงานที่ผ่านมา

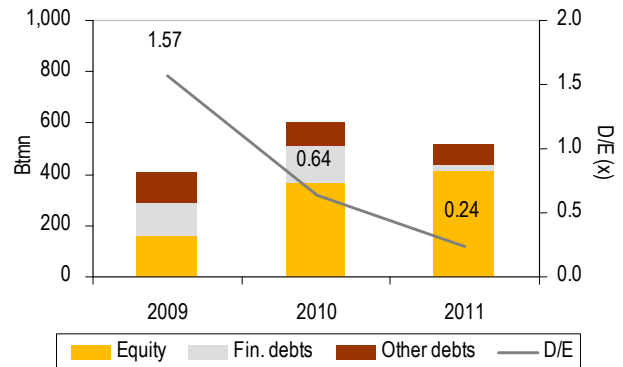
ผลการดำเนินงานระหว่างปี 2552-54 : กำไรสุทธิมีพัฒนาการต่อเนื่องในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา จากเพียง 38 ล้านบาทในปี 2552 เพิ่มขึ้น 186% YoY เป็น 108 ล้านบาทในปี 2553 ผลักดันจาก ส่วนแบ่งกำไรจาก BBF และแม้กำไรสุทธิในปี 2554 จะชะลอลงเหลือ 80 ล้านบาท ลดลง 26% YoY เนื่องจากส่วนแบ่งกำไรจาก BBF ลดลงจากต้นทุนปาล์มน้ำมันดิบที่สูงขึ้น และวิกฤติน้ำท่วมปลายปี ทำให้อุปสงค์ในไบโอดีเซลหดตัว แต่ในมุมมองของกำไรจากธุรกิจหลักนั้น ถือว่าเติบโตในทิศทางที่ดี สะท้อนผ่านรายได้รวมเพิ่มขึ้นเฉลี่ย 16% ต่อปี อัตรากำไรขั้นต้นทรงตัวได้ 15.4%-17.7% ขณะที่ฐานะทางการเงินแข็งแกร่งขึ้นต่อเนื่อง สะท้อนผ่านระดับ D/E ที่ลดลงเหลือเพียง 0.24 เท่า ณ สิ้นปี 2554

Chart 8: Net profit trend



Source: Company reports

Chart 9: Capital structure



Source: Company reports

ผลการดำเนินงาน 9M55 สดใส : 9M55 UAC มีกำไรสุทธิ 103 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 30% YoY ขณะที่ 3Q55 กำไรสุทธิเพิ่มขึ้น 72% YoY ผลักดันจากอัตรากำไรขั้นต้นที่เพิ่มขึ้นจาก 14.3% ใน 3Q54 เป็น 24.1% ใน 3Q55 จากยอดขายผลิตภัณฑ์ในกลุ่มพลังงาน-ปิโตรฯซึ่งมีมาร์จิ้นที่ดีเริ่มฟื้นตัวขึ้นตามวงรอบที่ของโรงงานที่ต้องใช้ผลิตภัณฑ์ของ UAC ขณะที่ยอดขายผลิตภัณฑ์ใหม่ๆในกลุ่มอุตสาหกรรมก็ให้มาร์จิ้นที่สูง ขณะที่ต้นทุน Fixed cost ต่างๆควบคุมได้ค่อนข้างดี แม้ว่าส่วนแบ่งกำไรจาก BBF ลดลงเหลือ 4 ล้านบาทใน 3Q55 แต่ผลการดำเนินงานหลักถือว่าน่าพอใจ สังเกตได้จาก EBITDA ที่เพิ่มขึ้น 33% QoQ และ 150% YoY

Table 3 : Quarterly income statement

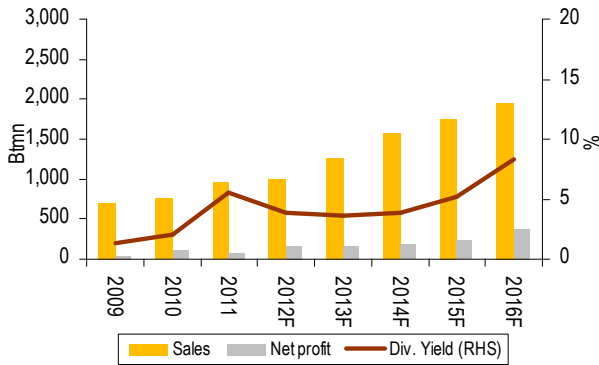
(Bt mn)	3Q12	2Q12	QoQ	3Q11	YoY
Revenues	229	205	11.9%	237	(3.4%)
COGs	174	158	10.1%	203	(14.4%)
Gross profits	55	47	17.8%	34	62.6%
Gross margin (%)	24.1%	22.9%	-	14.3%	-
SG&A	22	22	(0.5%)	21	4.3%
Operating profit	33	25	34.2%	13	158.8%
Operating margin (%)	14.5%	12.1%	-	5.4%	-
EBITDA	34	26	33.3%	14	149.6%
EBITDA margin (%)	14.9%	12.5%	-	5.7%	-
Interest expense	1	1	1.6%	1	(60.8%)
Normalised earning	30	35	(14.7%)	18	72.3%
Extra items	0	0	n.m.	0	n.m.
Net profit	30	35	(14.7%)	18	72.3%
EPS (Bt) before extra item *	0.08	0.09	(14.9%)	0.04	70.2%
EPS (Bt) *	0.08	0.09	(14.9%)	0.04	70.2%

Source : Company reports and KELIVE Research estimates, * par Bt0.50

ประมาณการ และ สมมติฐาน

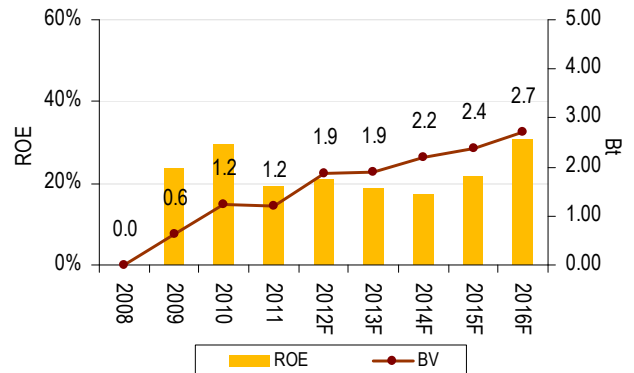
กำไรมีแนวโน้มเติบโตสูง 35% CAGR : คาดกำไรสุทธิของ UAC มีแนวโน้มเติบโตอย่างโดดเด่นในช่วง 5 ปี (2555-59) ข้างหน้าด้วยอัตราการเติบโตเฉลี่ย CAGR 35% ต่อปี ผลักดันจากการดำเนินการโครงการ CBG ทั้ง 1+16 แห่ง และ โครงการ PPP ขณะที่ยังคงมีพื้นฐานจากธุรกิจ Trading คาดจะยังคงสนับสนุนรายได้และกำไรได้อย่างสม่ำเสมอ นอกจากนั้นด้วยการที่โครงการ CBG และ PPP นั้นให้อัตรากำไรที่สูง เราคาดว่าจะทำให้อัตรากำไรขั้นต้นของ UAC จะเพิ่มขึ้นจาก 16% ในปี 2554 เป็น 31% ในปี 2559 นอกจากนั้นจากผลกำไรที่แข็งแกร่ง คาด UAC จะสามารถให้ผลตอบแทนเงินปันผลได้สูงเฉลี่ย 5% และ ROE เฉลี่ย 22%

Chart 10: Net profit trend



Source: Company reports and KELIVE Research estimates

Chart 11: ROE and BVS



Source: Company reports and KELIVE Research estimates

ความคืบหน้าของ CBG และ PPP จะมีผลต่อประมาณการอย่างมีนัยยะสำคัญ : ประมาณการกำไรข้างต้น จะขึ้นอยู่กับความคืบหน้าของโครงการ CBG ทั้ง 16 แห่ง และ PPP เป็นสำคัญ ซึ่งมีตัวแปรที่สำคัญภายนอกคือ นโยบายการสนับสนุนของภาครัฐต่อ CBG ว่าจะยังคงดำเนินต่อไปหรือไม่ และ ปริมาณ Associated Gas จากหลุมน้ำมันจะมีปริมาณสูงมากพอสำหรับการดำเนินการโครงการ PPP หรือไม่

ขณะที่ปัจจัยภายในโดยเฉพาะในเรื่องของแหล่งเงินทุนเราไม่กังวลเนื่องจากฐานะการเงินที่เข้มแข็งของบริษัท ซึ่งแม้ว่าจะมีการเพิ่มทุน RO และ PO ก็ตาม ระดับ D/E ณ ปีที่มีการลงทุนมากที่สุดในปี 2557 ก็ยังคงอยู่ที่เพียงระดับ 1.5 เท่า อีกทั้งการมี UAC-W1 (อายุ 3 ปี) มองว่าจะเข้ามาสนับสนุนความต้องการเงินทุนได้ในระยะ 3 ปีอีกด้วย

Table 4 : Assumption summary

	Unit	2011	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
Revenue breakdown							
Trading business	Btmn	949	991	1,025	1,061	1,098	1,136
CBG	Btmn		2	131	279	416	570
PPP	Btmn			113	232	239	246
CBG Chiangmai utilization	%		50%	50%	50%	100%	100%
CBG Chiangmai sales	tons		135	1,080	1,080	2,160	2,160
CBG projects	units		1	8	17	17	17
PPP utilization	%			50%	100%	100%	100%
PPP Production	tons			9,841	19,681	19,681	19,681
CBG price	Bt/ kg		15.0	15.2	15.3	15.5	15.6
NGV price	Bt/ kg			10.0	10.3	10.6	10.9
LPG price	Bt/ kg			10.3	10.6	10.9	11.2
NGL price	Bt/ kg			29.9	30.8	31.7	32.7

Source : KELIVE Research estimates

มูลค่าเหมาะสม 8.80 บาท/ หุ้น

มูลค่าเหมาะสมถูกผลักดันด้วย CBG และ PPP : เราประเมินมูลค่าด้วยวิธีรวมมูลค่ากิจการ (Sum of the parts : SOTP) โดยแยกมูลค่ากิจการออกเป็น 2 กลุ่ม คือ กลุ่มธุรกิจที่ดำเนินการเองเป็นหลัก และ ธุรกิจร่วมลงทุน โดยธุรกิจที่ UAC ดำเนินการเอง เราประเมินมูลค่าดังนี้

- ธุรกิจ Trading เราใช้ PER 12 เท่า ซึ่งเป็น PER ค่ากลางของธุรกิจพลังงาน-ปิโตรฯ ในปี 2555 เป็นจุดอ้างอิงเนื่องจากรายได้ของ Trading ส่วนใหญ่มาจากอุตสาหกรรมนี้
- โครงการ CBG เราใช้วิธี DCF คำนวณเฉพาะตามระยะเวลาสัญญาซื้อ-ขายก๊าซกับ PTT ยาวนาน 15 ปี ใช้ WACC 7.9% (Beta 1.12 Ke 15.6% และ ไม่มี terminal value)
- โครงการ PPP เราใช้วิธี DCF คำนวณตามอายุคงเหลือของสัมปทานที่ผู้รับสัมปทานสามารถดำเนินการได้ 20 ปี ใช้ WACC 8.8% (Beta 1.12 Ke 15.6% และ ไม่มี terminal value)

ส่วนธุรกิจร่วมลงทุนเราจะใช้การบันทึกเงินลงทุนตามวิธีส่วนได้เสียสำหรับ BBF และวิธีราคาทุนสำหรับ UAC Hydrotek ในการสะท้อนมูลค่ากิจการของแต่ละหน่วยงานเนื่องจาก UAC Hydrotek ยังไม่มีรายได้ ซึ่งจากมูลค่าแยกตามธุรกิจทั้งหมดจะได้ราคาเหมาะสม 8.80 บาท/ หุ้น (Fully diluted จาก UAC-W1) สะท้อนเป็น PER13F ที่ 21.5 เท่า สรุปดังนี้

Table 5 : Sum of the parts valuation

	Value	Stake	Value for UAC
			Bt mn
Core business			
Trading business	1,802	100%	1,802
CBG 1	87	100%	87
CBG x10 own	967	100%	967
CBG x6 JV	580	51%	296
PPP	755	100%	755
Investment			
BBF	801	30%	240
UAC Hydrotek	10	50%	5
Total value			4,152
Cash received from UAC-W1 exercise			692
Equity value			4,843
Shares as of 25 Nov 2012			397
RO shares			40
PO shares			24
UAC-W1 conversion shares			92
Total shares			553
Fair price			8.80

Source : KELIVE Research estimates

ความเสี่ยง

ความล่าช้าของโครงการ CBG และ PPP : จะส่งผลกระทบต่อประมาณการของเราอย่างมีนัยยะสำคัญ โดยโครงการ CBG และ PPP มีสัดส่วนรวมกัน 33% ของประมาณการรายได้ปี 2557 โดยปัจจุบัน UAC อยู่ระหว่างดำเนินการขออนุญาตโครงการ CBG 16 แห่ง และ PPP สุโขทัย อยู่ระหว่างก่อสร้าง นอกจากนั้นหากปริมาณ Associated Gas ที่ได้รับจากหลุมบูรพา-เอ ออกมาต่ำกว่าคาด ก็ จะส่งผลให้ปริมาณการผลิตของ PPP ต่ำกว่าแผนได้

การเปลี่ยนแปลงนโยบายของรัฐ : หากรัฐยกเลิกการสนับสนุนโครงการ CBG 16 โครงการจะส่งผลให้ UAC จะต้องหาเงินทุนเพิ่มอีก 10% (หรือราว 130 ล้านบาท) เพื่อทดแทนเงินที่ภาครัฐอุดหนุนโครงการละไม่เกิน 10 ล้านบาท อย่างไรก็ตามเราคิดว่าด้วยโครงสร้างเงินทุนของโครงการที่ D/E 2 : 1 แต่ละโครงการ ผนวกกับ D/E ของ UAC ที่ต่ำเพียง 0.24 เท่าปัจจุบัน และด้วยฐานะที่ UAC มีกำไรสม่ำเสมอ เราคิดว่า UAC จะสามารถมีช่องทางในการหาเงินทุนทดแทนได้ในกรณีฉุกเฉิน

ส่วนแบ่งกำไรจาก BBF ส่งผลต่อกำไรสุทธิอย่างมีนัยยะสำคัญ : เนื่องจากฐานของกำไรของ UAC ยังมีขนาดเล็ก ดังนั้นความผันผวนของส่วนแบ่งกำไรของบริษัทร่วม (BBF) ซึ่งจะมีขนาดราว 30% จะส่งผลต่อกำไรสุทธิของ UAC อย่างมีนัยยะสำคัญ โดยความผันผวนของราคาปาล์มน้ำมันดิบ รวมถึง ทิศทางของการยกเลิก B3-B4 จะทำให้ความต้องการน้ำมันปาล์มดิบเพิ่มสูงขึ้นมาก ซึ่งอาจส่งผลต่อต้นทุนของ BBF ได้ อย่างไรก็ตามเมื่อโครงการ CBG และ PPP เริ่มสร้างรายได้ คาดจะทำให้ผลกระทบจากความผันผวนจาก BBF จะลดลงเป็นลำดับ

การพึ่งพาผู้ผลิต-ผู้ซื้อ น้อยราย : ปี 2554 UAC จัดหาผลิตภัณฑ์จากผู้ผลิตรายใหญ่ 3 รายคิดเป็น 66% ของยอดสั่งซื้อทั้งหมด ขณะเดียวกันรายได้ 52% ก็มาจากผู้ซื้อรายใหญ่ 3 รายเช่นกัน ขณะที่โครงการ PPP นั้น UAC จัดหาก๊าซ Associated Gas จากบริษัทผู้รับสัมปทานรายเดียว ขณะที่การขายก๊าซนั้น PTT จะมีบทบาทสูงต่อทั้ง 2 โครงการ ดังนั้นจะเห็นว่า UAC นั้นพึ่งพาผู้ผลิต-ผู้ซื้อ เพียงไม่กี่รายเท่านั้น ซึ่งหากมีการยกเลิกสัญญาจะระหว่างกันอาจส่งผลกระทบต่อการทำงานอย่างมาก ดังนั้นแม้ UAC จะมีความสัมพันธ์ที่ดีมาอย่างยาวนานกว่า 10 ปีกับคู่ค้ารายใหญ่ ความเสี่ยงในประเด็นนี้ก็ยังคงเป็นความเสี่ยงที่พึงตระหนักไว้

INCOME STATEMENT (Btmn)

FY December	2011	2012F	2013F	2014F
Revenue	949	993	1,269	1,572
EBITDA	73	160	356	542
Depreciation & Amortisation	3	5	131	266
Operating Profit (EBIT)	70	156	225	277
Interest (Exp)/Inc	(5)	(7)	(32)	(63)
Associates	22	36	36	36
One-offs	-	-	-	-
Pre-Tax Profit	80	153	199	219
Tax	(22)	(35)	(38)	(39)
Minority Interest	(0)	(0)	(8)	(17)
Net Profit	80	154	189	199
Recurring Net Profit	80	154	189	199
Revenue Growth %	23.7	4.6	27.8	23.9
EBITDA Growth (%)	55.2	119.0	122.0	52.3
EBIT Growth (%)	58.8	120.9	44.8	22.8
Net Profit Growth (%)	(25.8)	92.0	22.8	5.2
Recurring Net Profit Growth (%)	(25.8)	92.0	22.8	5.2
Tax Rate %	27.9	23.0	18.9	17.7

BALANCE SHEET (Btmn)

FY December	2011	2012F	2013F	2014F
Fixed Assets	38	530	1,352	1,991
Other LT Assets	173	209	245	281
Cash/ST Investments	99	139	127	82
Other Current Assets	209	210	265	329
Total Assets	518	1,088	1,989	2,684
ST Debt	17	17	167	367
Other Current Liabilities	76	74	297	452
LT Debt	2	251	628	824
Other LT Liabilities	6	6	6	7
Minority Interest	0	0	90	180
Shareholders' Equity	418	740	801	854
Total Liabilities-Capital	518	1,088	1,989	2,684
Share Capital (m)	345	397	461	461
Gross Debt/(Cash)	19	269	1,003	1,535
Net Debt/(Cash)	(79)	129	876	1,452
Working Capital	214	258	(72)	(407)

CASH FLOW (Btmn)

FY December	2011	2012F	2013F	2014F
Profit before taxation	80	153	199	219
Depreciation	3	5	131	266
Net interest receipts/(payments)	(5)	(7)	(32)	(63)
Working capital change	10	(4)	(39)	(44)
Cash tax paid	(22)	(35)	(38)	(39)
Others (incl'd exceptional items)	16	41	58	80
Cash flow from operations	81	154	279	419
Capex	(13)	(497)	(953)	(905)
Disposal/(purchase)	-	-	-	1
Others	94	(36)	(36)	(37)
Cash flow from investing	81	(533)	(989)	(941)
Debt raised/(repaid)	(124)	247	734	532
Equity raised/(repaid)	-	299	-	-
Dividends (paid)	(25)	(130)	(129)	(146)
Interest payments	(5)	(7)	(32)	(63)
Others	5	7	122	154
Cash flow from financing	(149)	416	696	476
Change in cash	13	37	(14)	(46)

RATES & RATIOS

FY December	2011	2012F	2013F	2014F
Gross Margin %	16.0	23.7	24.7	23.8
EBITDA Margin %	7.7	16.2	28.1	34.5
Op. Profit Margin %	7.4	15.7	17.8	17.6
Net Profit Margin %	8.5	15.5	14.9	12.6
ROE %	19.2	20.8	23.6	23.3
ROA %	15.5	14.2	9.5	7.4
Net Margin Ex. EI %	8.5	15.5	14.9	12.6
Dividend Cover (x)	1.8	0.8	0.8	0.8
Interest Cover (x)	12.8	21.8	7.1	4.4
Asset Turnover (x)	1.8	0.9	0.6	0.6
Asset/Debt (x)	5.2	3.1	1.8	1.6
Debtors Turn (days)	42.5	42.4	42.4	42.4
Creditors Turn (days)	29.4	29.4	29.4	29.4
Inventory Turn (days)	42.4	42.4	42.4	42.4
Net Gearing %	cash	17.5	109.4	170.0
Debt/ EBITDA (x)	1.4	2.2	3.1	3.0
Debt/ Market Cap (x)	0.0	0.1	0.3	0.5

Source: Company reports and KELIVE Research estimates.

APPENDIX I: TERMS FOR PROVISION OF REPORT, DISCLOSURES AND DISCLAIMERS

รายงานนี้ ถูกจัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ และเพื่อเป็นการให้ข้อมูลเท่านั้น มิใช่การชักจูงให้ซื้อหรือขายหุ้นที่กล่าวถึงในรายงานนี้ นักลงทุนควรพึงตระหนักไว้เสมอว่า มูลค่าของหุ้นอาจมีความผันผวน มีการเพิ่มขึ้นและลดลงได้ตลอดเวลา ความเห็น หรือคำแนะนำต่างๆ จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของเทคนิค และปัจจัยพื้นฐาน ซึ่งอาจมีความแตกต่างกัน การประเมินมูลค่าที่เหมาะสมทางเทคนิค อาจใช้วิธีการที่แตกต่างจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐาน โดยขึ้นอยู่กับปัจจัยทางด้านราคา และมูลค่าการซื้อขาย ซึ่งแตกต่างไปจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐาน ดังนั้นผลตอบแทนของนักลงทุนจึงอาจต่ำกว่าต้นทุนได้ และผลตอบแทนจากการลงทุนในอดีตไม่สามารถสะท้อนถึงผลตอบแทนในอนาคตได้ บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้มีจุดประสงค์เพื่อแนะนำการลงทุนเพื่อบุคคลใดเป็นการเฉพาะ และเพื่อวัตถุประสงค์เฉพาะเจาะจงต่อการลงทุน สถานะทางการเงิน และความต้องการส่วนบุคคลของนักลงทุนที่ได้รับหรืออ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เพราะฉะนั้น นักลงทุนจึงควรใช้วิจารณญาณ ในการอ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

การจัดทำรายงานฉบับนี้ ได้อ้างอิงมาจากแหล่งข้อมูลที่ได้รับการยอมรับว่ามีความน่าเชื่อถือ แต่ไม่ได้เป็นการรับรองจาก Maybank Investment Bank Berhad และบริษัทย่อยและในเครือ) รวมเรียก “Maybank Kim Eng”) ผลที่ตามมาทั้งในส่วนของความแม่นยำ หรือเรียบริยง่ายสมมุติจึงไม่ได้เป็นความรับผิดชอบจากทาง Maybank Kim Eng ดังนั้น Maybank Kim Eng และ เจ้าหน้าที่ , กรรมการ , บริษัทร่วม และหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง และ/หรือพนักงาน) รวมเรียกว่า “Representatives”) จะไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อการสูญเสียต่างๆ ที่เกิดขึ้นทั้งทางตรงหรือทางอ้อมจากการใช้รายงานฉบับนี้ ข้อมูล , ความเห็น และคำแนะนำที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลา โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า

บทวิเคราะห์นี้อาจมีการคาดการณ์ผลการดำเนินงานล่วงหน้า ซึ่งส่วนใหญ่จะเห็นได้จากการใช้คำต่างๆ เหล่านี้ เช่น “คาดว่า” “เชื่อว่า” “คาดการณ์ว่า” “มีแนวโน้มว่า” “มีแผนว่า” “ประมาณการ” หรือ การอธิบายว่า เหตุการณ์นี้ “อาจ” เกิดขึ้น หรือ เหตุการณ์นี้ “เป็นไปได้” ที่จะเกิดขึ้น เป็นต้น การคาดการณ์ล่วงหน้า จะอยู่บนพื้นฐานของสมมติฐานที่ตั้งขึ้นและอ้างอิงบนข้อมูลในปัจจุบัน และยังขึ้นอยู่กับความเสี่ยงและความไม่แน่นอนที่จะทำให้เกิดผลการดำเนินงานที่แท้จริงแตกต่างไปจากที่คาดการณ์ได้อย่างมีนัยยะสำคัญ นักลงทุนจึงไม่ควรใช้การคาดการณ์ล่วงหน้านี้เป็นหลักในการตัดสินใจลงทุนหลังจากวันที่บทวิเคราะห์ถูกเผยแพร่ออกไป Maybank Kim Eng ไม่ถือเป็นการผูกพันในการปรับประมาณการ หากมีข้อมูลใหม่หรือเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดขึ้น

Maybank Kim Eng รวมถึงเจ้าหน้าที่ , กรรมการ และพนักงาน ซึ่งรวมถึงหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับการจัดทำ หรือการเผยแพร่บทวิเคราะห์นี้ อาจมีส่วนร่วม หรือมีสิทธิลงทุนในหุ้นตัวนี้ หรือ มีส่วนได้เสียต่างๆ กับผู้ที่ออกหลักทรัพย์นี้ นอกจากนี้ราคาหุ้นอาจเคลื่อนไหวไปตามสิ่งที่เสนอในบทวิเคราะห์นี้ Maybank Kim Eng มีสิทธิใช้ข้อมูลในรายงานนี้ ก่อนที่รายงานนี้จะถูกเผยแพร่ออกไปภายใต้ขอบเขตที่กฎหมายรับรองเท่านั้น กรรมการ , เจ้าหน้าที่ และ/หรือพนักงานของ Maybank Kim Eng ท่านหนึ่งท่านใด หรือมากกว่าหนึ่งท่าน สามารถเป็นกรรมการในบริษัทจดทะเบียนนี้ได้

บทวิเคราะห์นี้ถูกทำขึ้นมาเพื่อลูกค้าของ Maybank Kim Eng และห้ามนำไปแก้ไข ดัดแปลง แจกจ่าย และนำไปจัดทำใหม่ ไม่ว่าจะบางส่วน หรือเต็มฉบับ หากไม่ได้รับอนุญาตจาก Maybank Kim Eng เป็นการล่วงหน้า ทั้งนี้ Maybank Kim Eng และตัวแทนที่เกี่ยวข้อง จะไม่รับผิดชอบต่อผลที่ตามมาจากการกระทำของบุคคลที่ 3 ที่กระทำสิ่งที่ถูกห้ามดังกล่าว

บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้ทำขึ้นมาโดยตรง หรือมีจุดประสงค์เพื่อการแจกจ่าย หรือถูกใช้โดยสาธารณะชนทั่วไป หรือประชาชนทั้งหมดที่อาศัยในประเทศท้องถิ่นที่ออกหลักทรัพย์นี้ หรือในท้องถิ่น เมือง หรือ ประเทศอื่นๆ ที่กฎหมายในประเทศนั้นไม่อนุญาต บทวิเคราะห์นี้ทำขึ้นมาเพื่อการใช้ในประเทศที่กฎหมายอนุญาตเท่านั้น หลักทรัพย์นี้อาจจะไม่ได้ถูกรับรองการซื้อขายโดยกฎหมายทุกกฎหมาย หรือทำการซื้อขายได้สำหรับนักลงทุนทุกประเภท นักลงทุนควรใช้วิจารณญาณอย่างยิ่งในการนำคำแนะนำ หรือคำแนะนำต่างๆ ที่ได้กล่าวไว้ข้างต้นมาใช้ เนื่องจากความแตกต่างทางด้านภูมิศาสตร์ของแต่ละบุคคล และระยะเวลาในการได้รับบทวิเคราะห์นี้

มาเลเซีย

ความเห็นหรือคำแนะนำที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้เป็นที่ประเมินจากด้านเทคนิค และปัจจัยพื้นฐาน โดยความเห็นทางด้านเทคนิคอาจมีความแตกต่างจากปัจจัยพื้นฐาน เนื่องจากการประเมินด้านเทคนิคได้ใช้วิธีที่ต่างกัน โดยมุ่งเน้นข้อมูลด้านราคา และปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ที่ Bursa Malaysia Securities Berhad วิเคราะห์หลักทรัพย์

สิงคโปร์

รายงานฉบับนี้จะทำขึ้นบนวันและข้อมูลที่เกิดขึ้น ซึ่งอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ บริษัท Maybank Kim Eng Research จำกัด (“Maybank KERPL”) ในสิงคโปร์ไม่มีเงื่อนไขที่จะต้องปรับปรุงข้อมูลต่างๆ ให้แก่ผู้รับข้อมูลนี้ การเผยแพร่ในสิงคโปร์ ผู้รับรายงานฉบับนี้จะติดต่อกับ Maybank KERPL ในสิงคโปร์ ทั้งในแง่ของการแนะนำหรือเกี่ยวข้องกับรายงานฉบับนี้ หากผู้รับรายงานฉบับนี้ไม่ได้เป็นนักลงทุน, ผู้เชี่ยวชาญทางการลงทุน หรือนักลงทุนประเภทสถาบัน (จำกัดความใน Section 4A ตามกฎหมาย Singapore Securities and Futures) ทั้งนี้ Maybank KERPL จะรับผิดชอบบนเนื้อหาที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ แต่เป็นการรับผิดชอบที่จำกัดความเขตตามกฎหมายที่กำหนด

ไทย

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูล ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมิได้มีการใช้ข้อมูลภายใน ในการประเมิน

อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการ บริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจ จึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เมย์แบงก์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของ ผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

สหรัฐอเมริกา

บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นโดย MKE เพื่อเผยแพร่ในสหรัฐฯ (“US”) สำหรับลูกค้าสถาบันในสหรัฐฯ เป็นสำคัญ (ตามคำนิยามใน Rule 15a-6 ภายใต้กฎหมาย Securities Exchange Act of 1934) โดย Maybank Kim Eng Securities USA Inc (“Maybank KESUSA”) เท่านั้น ซึ่งถือเป็น Broker-Dealer ที่ได้จดทะเบียนในสหรัฐฯ (ตามกฎหมาย Section 15 ของ Securities Exchange Act of 1934) ทั้งนี้ความรับผิดชอบในการเผยแพร่รายงานฉบับนี้ อยู่ภายใต้ Maybank KESUSA ในสหรัฐฯ เท่านั้น รายงานฉบับนี้ไม่สามารถจัดส่งถึงท่านได้ หาก MKE ไม่อนุญาต หรือภายใต้ข้อจำกัดของกฎหมายหรือหลักเกณฑ์ที่ไม่สามารถจัดส่งถึงท่านได้ ทั้งนี้ผู้ได้รับรายงานฉบับนี้จะต้องทำความเข้าใจด้วยว่า Maybank KESUSA ได้นำเสนอบทวิเคราะห์นี้ภายใต้หลักเกณฑ์ของการลงทุนที่เกี่ยวข้องกับกฎหมาย และหลักเกณฑ์การกำกับ

อังกฤษ

เอกสารฉบับนี้ได้ถูกเผยแพร่โดย บริษัท Maybank Kim Eng Securities (London) จำกัด (“Maybank KESL”) ซึ่งได้รับอนุญาตและอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Financial Services Authority และ Informational Purposes เท่านั้น เอกสารฉบับนี้ไม่ได้มีเจตนาที่จะเผยแพร่แก่บุคคลที่ถูกจำกัดความเป็นนักลงทุนรายย่อย (Retail Client) ตามความหมายของ The Financial Services and Markets Act 2000 ภายในประเทศอังกฤษ ข้อสรุปใดๆ ที่เกิดจากบุคคลที่ 3 เพื่อเป็นความสะดวกแก่ผู้ได้รับเอกสารฉบับนี้เท่านั้น ทั้งนี้บริษัทฯ ไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อความเห็น หรือความถูกต้องดังกล่าว และการเข้าถึงข้อมูลดังกล่าวเป็นความเสี่ยงของผู้รับเอกสารเท่านั้น นอกจากนี้ผู้รับเอกสารฉบับนี้ควรปรึกษาที่ปรึกษาทางภาษีของตนเองเพื่อให้เกิดความถูกต้องในการแนวทางดังกล่าว เพราะเอกสารฉบับนี้ไม่ได้ประเมินถึงกฎหมายเฉพาะทาง, บัญชี หรือที่ปรึกษาทางด้านภาษี

DISCLOSURES

Legal Entities Disclosures

มาเลเซีย: เอกสารฉบับนี้ได้จัดทำและเผยแพร่ในประเทศมาเลเซีย โดย Maybank Investment Bank Berhad (15938-H) ซึ่งเป็นในกลุ่มเดียวกับ Bursa Malaysia Berhad และเป็นผู้ถือใบอนุญาต Capital Market and Services ที่ออกโดย The Securities Commission ในประเทศมาเลเซีย

สิงคโปร์: เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นและเผยแพร่ในประเทศสิงคโปร์ โดย Maybank KERPL (จดทะเบียนเลขที่ 197201256N) ภายใต้การกำกับดูแล Monetary Authority of Singapore

อินโดนีเซีย: PT Kim Eng Securities (“PTKES”) (จดทะเบียนเลขที่ KEP-251/PM/1992) เป็นสมาชิกของ Indonesia Stock Exchange และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ BAPEPAM LK

ไทย: MBKET (จดทะเบียนเลขที่ 0107545000314) เป็นสมาชิกของ The Stock Exchange of Thailand และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของกระทรวงการคลัง และกต.

ฟิลิปปินส์: MATRKES (จดทะเบียนเลขที่ 01-2004-00019) เป็นสมาชิกของ The Philippines Stock Exchange และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Securities and Exchange Commission

เวียดนาม: บริษัท Kim Eng Vietnam Securities จำกัด (“KEVS”) (ใบอนุญาตเลขที่ 71/UBCK-GP) ซึ่งใบอนุญาตอยู่ภายใต้ The State Securities Commission of Vietnam

ฮ่องกง: KESHK (Central Entity No: AAD284) ภายใต้กำกับโดย The Securities and Futures Commission

อินเดีย: บริษัท Kim Eng Securities India Private จำกัด (“KESI”) เป็นส่วนหนึ่งของ The National Stock Exchange of India Limited (จดทะเบียนเลขที่: INF/INB 231 452435) และ Bombay Stock Exchange (จดทะเบียนเลขที่ INF/INB 011452431) ซึ่งอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ Securities and Exchange Board of India ทั้งนี้ KESI ได้จดทะเบียนกับ SEBI ประเภท 1 Merchant Broker (จดทะเบียนเลขที่ INM 000011708)

สหรัฐฯ: Maybank KESUSA เป็นสมาชิกที่ได้รับอนุญาต และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ FINRA – Broker ID 27861

อังกฤษ: Maybank KESL (จดทะเบียนเลขที่ 2377538) เป็นสมาชิกที่ได้รับอนุญาต และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Financial Services Authority

Disclosure of Interest

มาเลเซีย: MKE และตัวแทนที่เกี่ยวข้อง อาจมีสถานะหรือมีความเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ในเวลาใดเวลาหนึ่ง และอาจมีกิจกรรมที่มากขึ้นในฐานะ market maker หรือ อาจเป็นผู้รับประกันการจำหน่าย หรือเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้ และอาจเป็นผู้ให้บริการด้านวาณิชธนกิจ, ให้คำปรึกษา หรือบริการอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้

สิงคโปร์: ณ วันที่ 18 ธันวาคม 2555, Maybank KERPL และนักวิเคราะห์ที่วิเคราะห์หลักทรัพย์นี้ไม่มีส่วนได้เสียกับการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

ไทย: MBKET อาจมีธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับ หรือ มีความเป็นไปได้ที่จะเป็นผู้ออกตราสารอนุพันธ์ Derivatives Warrants บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ ดังนั้นนักลงทุนควรใช้วิจารณญาณพิจารณาถึงประเด็นนี้ ก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ MBKET หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง กรรมการ และ/หรือ พนักงาน อาจมีส่วนเกี่ยวข้อง และ/หรือ การเป็นผู้รับประกันการจำหน่ายในหลักทรัพย์ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้

ฮ่องกง: KESHK อาจมีความสนใจด้านการลงทุนที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้ หรือเป็นหลักทรัพย์ใหม่ที่ยังอิงบน Paragraph 16.5 (a) ของ Hong Kong Code of Conduct for Persons Licenses โดยการกำกับของ The Securities and Futures Commission

ณ วันที่ 18 ธันวาคม 2555, KESHK และนักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาต ไม่มีส่วนได้เสีย ในการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

ช่วง 3 ปีที่ผ่านมา MKE อาจมี หรือให้บริการแก่ผู้จัดการ หรือ ผู้ร่วมจัดการในการเสนอขายหลักทรัพย์ดังกล่าว หรือ ณ ปัจจุบัน อาจให้บริการแก่หลักทรัพย์ในตลาด แรก หรือหน่วยงานที่ได้มีการอ้างถึงในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ หรืออาจให้บริการดังกล่าวภายใน 12 เดือนข้างหน้า ซึ่งเป็นการให้คำปรึกษา หรือบริการด้านการลงทุนที่มี นัยยะสำคัญ ที่อาจเกี่ยวเนื่องกับการลงทุนทางตรงหรือทางอ้อมได้

OTHERS

Analyst Certification of Independence

ความถูกต้องของมุมมองที่ผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เป็นการสะท้อนถึงแนวความคิด และมุมมองของนักวิเคราะห์ และรวมถึงหลักทรัพย์หรือผู้ออกหลักทรัพย์เท่านั้น ผลตอบแทนของนักวิเคราะห์ทั้งทางตรงหรือทางอ้อมของนักวิเคราะห์ ไม่ได้ขึ้นอยู่กับ การให้คำแนะนำ หรือมุมมองผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

คำเตือน

Structure Securities ซึ่งเป็นตราสารที่มีความซับซ้อน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในส่วนของความเสี่ยงที่สูงขึ้นนั้น มีวัตถุประสงค์ที่จะเสนอขายให้แก่นักลงทุนที่มีความรู้ ความเข้าใจ รวมถึงสามารถรับความเสี่ยงได้เป็นอย่างดี ทั้งนี้มูลค่าตลาดของตราสารประเภทนี้ อาจเปลี่ยนแปลงไปตามสภาพเศรษฐกิจ ตลาดเงินตลาดทุน การเมือง (รวมถึงอัตราดอกเบี้ย Spot / ล่วงหน้า และอัตราแลกเปลี่ยน), Time to Maturity, ภาวะตลาด และความผันผวน รวมถึงคุณภาพ/ ความน่าเชื่อถือของผู้ออก หรือ หลักทรัพย์อ้างอิงนั้นๆ นักลงทุนที่ให้ความสนใจในการลงทุนตราสารประเภทนี้ จะต้องเข้าใจและวิเคราะห์ถึงตราสารประเภทนี้ด้วยตนเอง และปรึกษากับผู้เชี่ยวชาญ ของตนในส่วนของความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการลงทุนในตราสารประเภทนี้

ทั้งนี้ไม่ว่าส่วนใดส่วนหนึ่งของรายงานฉบับนี้ ไม่อนุญาตให้มีการคัดลอก, จัดทำสำเนา, ลอกเลียน หรือในความหมายที่ใกล้เคียง หรือการเผยแพร่ด้วย ตนเอง โดยไม่ได้รับความเห็นชอบจาก MKE

Definition of Ratings

Maybank Kim Eng Research uses the following rating system:

BUY	Return is expected to be above 10% in the next 12 months (excluding dividends)
HOLD	Return is expected to be between - 10% to +10% in the next 12 months (excluding dividends)
SELL	Return is expected to be below -10% in the next 12 months (excluding dividends)

Applicability of Ratings

The respective analyst maintains a coverage universe of stocks, the list of which may be adjusted according to needs. Investment ratings are only applicable to the stocks which form part of the coverage universe. Reports on companies which are not part of the coverage do not carry investment ratings as we do not actively follow developments in these companies.

Some common terms abbreviated in this report (where they appear):

Adex = Advertising Expenditure	FCF = Free Cashflow	PE = Price Earnings
BV = Book Value	FV = Fair Value	PEG = PE Ratio To Growth
CAGR = Compounded Annual Growth Rate	FY = Financial Year	PER = PE Ratio
Capex = Capital Expenditure	FYE = Financial Year End	QoQ = Quarter-On-Quarter
CY = Calendar Year	MoM = Month-On-Month	ROA = Return On Asset
DCF = Discounted Cashflow	NAV = Net Asset Value	ROE = Return On Equity
DPS = Dividend Per Share	NTA = Net Tangible Asset	ROSF = Return On Shareholders' Funds
EBIT = Earnings Before Interest And Tax	P = Price	WACC = Weighted Average Cost Of Capital
EBITDA = EBIT, Depreciation And Amortisation	P.A. = Per Annum	YoY = Year-On-Year
EPS = Earnings Per Share	PAT = Profit After Tax	YTD = Year-To-Date
EV = Enterprise Value	PBT = Profit Before Tax	

THAI INSTITUTE OF DIRECTORS ASSOCIATION (IOD) CORPORATE GOVERNANCE REPORT RATING 2011

						Score Range	Number of Logo	Description	
▲▲▲▲▲	ADVANC	BMCL	ICC	PS	ROBINS	THRE	90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
	AOT	CPN	IRPC	PSL	RS	TIP	80-89	▲▲▲▲▲	Very Good
	BAFS	CSL	KBANK	PTT	SAT	TIPCO	70-79	▲▲▲▲▲	Good
	BANPU	EASTW	KK	PTTAR ***	SC	TISCO	60-69	▲▲▲▲▲	Satisfactory
	BAY	EGCO	KTB	PTTCH ***	SCB	TKT	50-59	▲▲▲▲▲	Pass
	BBL	ERW	LPN	PTTEP	SCC	TMB	Lower than 50	▲▲▲▲▲	N/A
	BCP	GRAMMY	MCOT	QH	SE-ED	TOP	*** PTTAR and PTTCH are now PTTGC		
	BKI	HEMRAJ	NMG	RATCH	SIS				
▲▲▲▲▲	ACAP	BWG	GC	LANNA	NINE	S&P	SPPT	THCOM	TSTH
	AF	CENDEL	GFPT	LH	NKI	SABINA	SSF	THIP	TTA
	AMANAH	CGS	GLOW	LOXLEY	NOBLE	SAMCO	SSSC	TIC	TTW
	AMATA	CIMBT	HANA	LRH	OCC	SCCC	STA	TK	TUF
	AP	CK	HMPRO	LST	OGC	SCG	STANLY	TMT	TVO
	ASIMAR	CM	HTC	MACO	OISHI	SCSMG	STEC	TNITY	TYM
	ASP	CPALL	IFEC	MAJOR	PB	SEAFCO	SUSCO	TNL	UAC
	AYUD	CPF	INET	MAKRO	PG	SPF	SVI	TOG	UMI
	BEC	CSC	INTUCH	MBK	PHATRA	SICCO *	SYMC	TPC	UP
	BECL	DELTA	IVL	MFC	PM	SINGER	SYNTEC	TRC	UPOIC
	BFIT	DEMCO	JAS	MFEC	PR	SIRI	TASCO	TRT	UV
	BH	DRT	KCE	MILL	PRANDA	SITHAI	TCAP	TRU	VNT
	BIGC	DTAC	KEST **	MINT	PRG	SMT	TFD	TRUE	WACOAL
	BJC	DTC	KGI	MK	PT	SNC	TFI	TSC	WAVE
	BLA	ECL	KSL	MTI	PYLON	SPALI	THAI	TSTE	ZMICO
	BROOK	FORTH	KWC	NBC	S&J	SPI			
	BTS	GBX	L&E	NCH	** KEST is now MBKET, * SICCO has been delisted				
▲▲▲▲▲	2S	BOL	DCC	IRC	MBAX	PHOL	SENA	TCP	TR
	A	BROCK	DRACO	IRCP	M-CHAI	PICO	SHANG	TEAM	TTCL
	AEONTS	BSBM	EASON	IT	MCS	PL	SIAM	TF	TTI
	AFC	BTNC	EIC	ITD	MDX	POST	SIMAT	TGCI	TWFP
	AGE	CCET	ESSO	JTS	MJD	PPM	SKR	THANA	TWZ
	AH	CFRESH	FE	JUTHA	MOONG	PREB	SMIT	THANI	TYCN
	AHC	CHARAN	FOCUS	KASET	MPIC	PRECHA	SMK	TICON	UBIS
	AI	CI	FSS	KDH	MSC	PRIN	SMM	TIW	UEC
	AIT	CITY	GENCO	KH	NC	PTL	SPC	TKS	UOBKH
	AJ	CMO	GFM	KKC	NEP	Q-CON	SPG	TLUXE	UPF
	AKR	CMR	GL	KMC	NNCL	QLT	SST	TMD	US
	APRINT	CNS	GLAND	KTC	NSI	RASA	STAR	TNH	UT
	APURE	CNT	GOLD	KWH	NTV	RCI	SUC	TNPC	UVAN
	AS	CPI	GUNKUL	KYE	NWR	RCL	SVOA	TOPP	VARO
	ASK	CPL	GYT	LALIN	OFM	ROJNA	SWC	TPA	VIBHA
	BAT-3K	CRANE	HFT	LEE	PAF	RPC	SYNEX	TPAC	VNG
	BGT	CSP	HTECH	LHK	PAP	SAUCE	TBSP	TPCORP	WG
	BLAND	CSR	IFS	MATCH	PATO	SCBLIF	TCB	TPPL	WORK
	BNC	CTW	ILINK	MATI	PDI	SCP	TCC	TPP	YUASA

Source: Thai Institute of Directors (IOD)

คำชี้แจง

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการทำกักตุนกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และไม่ได้มีการใช้ข้อมูลภายใน ในการประเมิน

อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการ บริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจ จึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เมย์แบงก์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของ ผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

สาขากรุงเทพฯ**สำนักงานใหญ่**

อาคารสำนักงาน ดิ ออฟฟิศ เคส แอท เซ็นทรัลเวิลด์
ชั้น 20-21, 24 เลขที่ 999/9 ถนนพระราม 1
แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน กรุงเทพฯ 10330
โทร 0-2658-6300 โทรสาร 0-2658-6301

สาขาพนาห้วย

125 อาคารดิโอเค็ดสยามพลาซ่า
ชั้น 3 ถนนพญาศรี แขวงวังบูรพาภิรมย์
เขตพระนคร กรุงเทพฯ 10200
โทร 0-2225-0242 โทรสาร 0-2225-0523

สาขาเอ็มโพเรียม

622 อาคารดิเอ็มโพเรียม ชั้น 14
ถนนสุขุมวิท แขวงคลองตัน
เขตคลองเตย กรุงเทพฯ 10110
โทร 0-2664-9800 โทรสาร 0-2664-9811

สาขาเยาวราช

215 อาคารแกรนด์สยาม ชั้น 4
ถนนเยาวราช แขวงสัมพันธวงศ์
เขตสัมพันธวงศ์ กรุงเทพฯ 10100
โทร 0-2622-9412 โทรสาร 0-2622-9383

สาขาบางกะปิ

เลขที่ 3105 อาคารเอ็มมารค พลาซ่า
ชั้น 3 ถนนลาดพร้าว แขวงคลองจั่น
เขตบางกะปิ กรุงเทพฯ 10240
โทร.02-378-1144 โทรสาร. 02-378-1323

สาขาประตูน้ำ

553 อาคารเดอะพลาซ่าเดียม อาคาร ๑ ชั้น 14
ถนนราชปรารภ แขวงมักกะสัน
เขตราชเทวี กรุงเทพฯ 10400
โทร 0-2250-6192 โทรสาร 0-2250-6199

สาขามหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ บางเขน

เลขที่ 50 ชั้น 1 อาคารการเขียนการสอน
คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์
50 ถนนงามวงศ์วาน แขวงลาดยาว
เขตจตุจักร กรุงเทพฯ 10900
โทร 0-2579-9880 โทรสาร 0-2579-9840

สาขาค้างจังหวัด**สาขาเชียงใหม่ 1**

244 อาคารสำนักงาน ชั้น 2-3
ถนนวิบูลย์ ตำบลหายยา อำเภอเมืองเชียงใหม่
จังหวัดเชียงใหม่ 50100
โทร (053) 284-000 โทรสาร (053) 284-019

สาขาลำปาง

48/11-12 ถนนมนตรี
ตำบลสบตุ๋ย อำเภอเมืองลำปาง .
จังหวัดลำปาง 52100
โทร (054) 319-211 โทรสาร (054) 319-216

สาขาระยอง

180/1-2 อาคารสมทพันธ์ ชั้น 2
ถนนสุขุมวิท ตำบลเชียงเนิน
อำเภอเมืองระยอง จังหวัดระยอง 21000
โทร (038) 862-022-9 โทรสาร (038) 862-043

สาขาสมาทรวงศ์

74/2-28 ข.บางจะเกร็ง 4
ถนนพระราม 2 ต.แม่กลอง อ.เมือง
จ.สมุทรสงคราม 75000
โทร (034) 724-062-7 โทรสาร (034) 724-068

สาขายะลา

18 ถนนสงฆ์น้อง ตำบลสะเตง
อำเภอเมือง จังหวัดยะลา 95000
โทร (073) 255-493-7 โทรสาร (073) 255-498

สาขาอโศก

159 อาคารเสรีมิตร์ ชั้น 25
ซอยสุขุมวิท 21 ถนนอโศก แขวงคลองเตยเหนือ
เขตวัฒนา กรุงเทพฯ 10110
โทร 0-2665-7000 โทรสาร 0-2665-7050

สาขาศรีนครินทร์

1145 หมู่ 5 อาคารเอกโพธิ์นาเวร์ ชั้น 3
ถนนศรีนครินทร์ ตำบลสำโรงเหนือ อำเภอเมืองสมุทรปราการ
จังหวัดสมุทรปราการ 10270
โทร 0-2758-7003 โทรสาร 0-2758-7248

สาขาฟิวเจอร์ พาร์ค รังสิต

94 หมู่ 2 ศูนย์การค้า ฟิวเจอร์พาร์ค รังสิต ห้อง 091-92
ชั้น G F อ.พหลโยธิน ต.ประเวศชัย อ.ธัญบุรี
จ.ปทุมธานี 12130
ทีม โทร. 0-2958-0592 โทรสาร. 0-2958-0420
ทีม 2 โทร. 02-958-0590 โทรสาร 02-958-0590 ต่อ 400

สาขาอนิยะ

52 อาคารอนิยะพลาซ่า ชั้น 10,11 และ 20
ถนนสีลม แขวงสุริยวงศ์ เขตบางรัก
กรุงเทพฯ 10500
โทร 0-2231-2700 โทรสาร 0-2231-2349

สาขาแพ่งอินแลนด์

5/5-6 ศูนย์การค้า แพ่งอินแลนด์ ชั้น BF
หมู่ 7 ถนนรามอินทรา แขวงคันทนา
เขตคันนายาว กรุงเทพฯ 10230
โทร 0-2947-5800-5 โทรสาร 0-2519-5040

สาขาอัมรินทร์

ห้องที่ 3, 3.1 ชั้น 8 อาคารอัมรินทร์พลาซ่า
เลขที่ 496-502 ถนนเพลินจิต แขวงลุมพินี
เขตปทุมวัน กรุงเทพฯ 10330
โทร 0-2256-9373 โทรสาร 0-2256-9374

สาขามหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์

110/1-4 อาคาร 10 ชั้น 1 เลขที่ 110/1-4
ถนนประเวศ แขวงทุ่งสองห้อง
เขตหลักสี่ กรุงเทพมหานคร 10210
โทร 0-2580-3673 โทรสาร 0-2580-3643

สาขาเชียงใหม่ 2

201/3 ถนนเมทิล ตำบลหายยา
อำเภอเมืองเชียงใหม่
จังหวัดเชียงใหม่ 50100
โทร (053) 284-138 โทรสาร (053) 284-138

สาขาสุรินทร์

137/5-6 ถนนศิริรัฐ
ตำบลในเมือง อำเภอเมือง
จังหวัดสุรินทร์ 32000
โทร (044) 531-600-3 โทรสาร (044) 519-378

สาขาระยอง 2

โครงการ TSK PARK ชั้น 1 เลขที่ 351-351/1
ถนนสุขุมวิท ตำบลเนินพระ อำเภอเมือง
จังหวัดระยอง 21000
โทร (038) 807-459 โทรสาร (038) 807-841

สาขานครศรีธรรมราช

1,3,5 ซอยจตุทิศ 3 ถนนจตุศรีนครินทร์
ตำบลท่าเหนือ อำเภอหาดใหญ่
จังหวัดสงขลา 90110
โทร (074) 346-400 โทรสาร (074) 239-509

สาขานันทบุรี

16/11 ถนนเพชรเกษม ตำบลหัวหิน
อำเภอหัวหิน ประจวบคีรีขันธ์ 77110
โทร (032) 531-193 โทรสาร (032) 531-221

สาขาภูคา

56 อาคารภูคา ชั้น 5 ห้อง 3/1
ถนนสีลม แขวงสุริยวงศ์ เขตบางรัก
กรุงเทพฯ 10500
โทร 0-2632-8341 โทรสาร 0-2632-8395

สาขางามวงศ์วาน

30/39-50 อาคารสำนักงานเดอะมอลล์งามวงศ์วาน
ชั้น 14 ถนนงามวงศ์วาน ตำบลบางเขน
อำเภอเมืองนนทบุรี จังหวัดนนทบุรี 11000
โทร 0-2550-0577 โทรสาร 0-2550-0566

สาขาท่าพระ

99 อาคารสำนักงานเดอะมอลล์ ท่าพระ ชั้น 13
ถนนรัตติกาลเชิงท่าพระ แขวงมุดใจ
เขตดอนเมือง กรุงเทพฯ 10600
โทร 0-2876-6500 โทรสาร 0-2876-6531

สาขาปั้นเกล้า

7/129 อาคารเซ็นทรัลปั้นเกล้า ชั้น 3 ห้อง 302
ถนนบรมราชชนนี แขวงจตุจักร
เขตบางกอกน้อย กรุงเทพฯ 10700
โทร 0-2884-9847 โทรสาร 0-2884-6920

สาขาสีลม

62 อาคารอนิยะ ชั้น 4
ถนนสีลม แขวงสุริยวงศ์
เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500
โทร 0-2231-2700/โทรสาร 0-2231-2418

สาขาฟอร์จูนทาวน์

เลขที่ 5 อาคารฟอร์จูนทาวน์ ชั้นใต้ดิน
ถนนรัตติกาลเชิงท่าพระ แขวงดินแดง
เขตดินแดง กรุงเทพฯ 10400
โทร 0-2641-0977 โทรสาร 0-2641-0966

สาขาแจ้งวัฒนะ

99/9 หมู่ที่ 2 อาคารเซ็นทรัลพลาซ่า แจ้งวัฒนะ
ออฟฟิศ ทาวเวอร์ ชั้น 14 ห้อง 1401
ถนนแจ้งวัฒนะ ตำบลบางตลาด
อำเภอปากเกร็ด จังหวัดนนทบุรี 11120
โทรศัพท์ 02-835-3283 โทร 02-835-3280

สาขานครราชสีมา

เลขที่ 1242/2 อาคารศูนย์การค้าเดอะ มอลล์ ห้อง ๒๓ 3
ชั้น 7 ถนนมิตรภาพ ตำบลในเมือง
อำเภอเมือง นครราชสีมา 30000
โทร (044) 288-455
โทรสาร) 044) 288-466 และ 696-288 (044)

สาขาลพบุรี

191,193 ถนนอุปราช
ตำบลในเมือง อำเภอเมือง
จังหวัดลพบุรี 34000
โทร (045) 265-631-8 โทรสาร (045) 265-639

สาขาจันทบุรี

351/8 ถนนท่าแฉลบ ตำบลตลาด
อำเภอเมือง
จังหวัดจันทบุรี 22000
โทร (039) 332-111 โทรสาร (039) 332-444

สาขาสระบุรี

216/3 หมู่ที่ 4 ถนนชนเกษม
ตำบลระฆัง อำเภอเมืองสุราษฎร์ธานี
จังหวัดสุราษฎร์ธานี 84000
โทร (077) 205-460 โทรสาร (077) 205-475

สาขายะลา

904 อาคารซีคอนสแควร์ ชั้น G ห้อง 1005
ถนนศรีนครินทร์ แขวงหนองบอน
เขตจตุจักร กรุงเทพฯ 10260
โทร 0-2320-3600 โทรสาร 0-2320-3610

สาขาลาดพร้าว

1693 อาคารสำนักงานศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว
ชั้น 11 ห้อง 905/1 ถนนพหลโยธิน แขวงลาดพร้าว
เขตจตุจักร กรุงเทพฯ 10900
โทร 0-2541-1411 โทรสาร 0-2541-1108

สาขางวงแค

275 หมู่ที่ 1 เดอะมอลล์บางแค ชั้น 8 ถนนเพชรเกษม
แขวงบางแคเหนือ เขตบางแค
กรุงเทพฯ 10160
โทร 0-2804-4235 โทรสาร 0-2804-4251

สาขาสถาพร

10/92 อาคารสถาพร ชั้น 2 ชั้น 7 ถนนสาทรเหนือ
ถนนสีลม เขตบางรัก
กรุงเทพมหานคร 10500
โทร 5-7550-636-02 . โทรสาร 7565-636-02

สาขาเดอะ ไนน์

999/3 ศูนย์การค้า เดอะ ไนน์ เนบะฮ์ฮ์ดี เซ็นเตอร์
ชั้น 3 ถนนพระราม 9 แขวงสวนหลวง
เขตสวนหลวง กรุงเทพฯ 10250
โทร 0-2716-7816 โทรสาร 0-2716-7815

สาขายูนิเคิล เซ็นเตอร์

เลขที่ 323 อาคาร ยูนิเคิล เซ็นเตอร์ ชั้น 17
ถนนสีลม เขตบางรัก
กรุงเทพฯ 10500
โทร 0-2680-4340 โทรสาร 0-2 680-4355

สาขายัลัญญะ พาร์ค

เลขที่ 735/5 รัตตะ ซิวบิ่ง พาร์ค อาคาร E ชั้น 2
ถนนศรีนครินทร์ แขวงสวนหลวง (คลองประเวศฝั่งเหนือ)
เขตจตุจักร กรุงเทพฯ 10260
โทร. 0-2108-6300, โทรสาร 0-2108-6301

สาขาชลบุรี

57/1-2 ถนนเทพสุดา
ตำบลบางพลีใหญ่ อำเภอเมืองชลบุรี
จังหวัดชลบุรี 20000
โทร (038) 792-479 โทรสาร (038) 792-493

สาขาสมาทรวงศ์

322/91 ถนนเกษียณ
ตำบลมหาชัย อำเภอเมืองสมุทรสาคร
จังหวัดสมุทรสาคร 74000
โทร (034) 837-410 โทรสาร (034) 837-610

สาขาศรีสะเกษ

22/39-40 อาคารธานีพลาซ่า
ถนนรองพริตติง ตำบลตลาดใหญ่
อำเภอเมืองศรีสะเกษ จังหวัดศรีสะเกษ 33000
โทร (076) 355-730-6 โทรสาร (076) 355-737

สาขารัตนบุรี

44/4 ถนนบำรุงราษฎร์ ตำบลรัตนบุรี
อำเภอรัตนบุรี จังหวัดสุรินทร์ 27120
โทร (037) 226-347-8 โทรสาร (037) 226-346

คำชี้แจง : เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูล ที่ บมจ. หลักทรัพย์ เมย์แบงก์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) เห็นว่าน่าเชื่อถือประกอบกับเห็นส่วนตัวของผู้จัดทำ ซึ่งมีให้มายังความถูกต้องหรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด และเอกสารนี้ได้จัดทำขึ้นเพื่อประโยชน์ในการใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจในการลงทุนเท่านั้น มิได้มีวัตถุประสงค์เพื่อจะชักชวนหรือชักชวนการขายหลักทรัพย์ใดโดยเฉพาะหรือเป็นการทั่วไปแต่อย่างใด นักลงทุนที่มิใช่ข้อมูลในเอกสารนี้ประกอบด้วยข้อมูลและความเห็นอื่น ๆ และวิจารณ์จากของนักในการตัดสินใจการลงทุนให้เหมาะสมแก่กรณี ทั้งนี้ความเห็นที่แสดงอยู่ในเอกสารนี้เป็นความเห็นส่วนตัวของผู้จัดทำ บมจ. หลักทรัพย์ เมย์แบงก์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) ตลอดจนผู้บริหารและพนักงานของบริษัทฯ ไม่จำเป็นต้องเห็นพ้องกับความเห็นที่แสดงอยู่ในเอกสารนี้แต่อย่างใด