

ชื่อ

ราคาปิด (บาท): 7.05
 ราคาเป้าหมาย (บาท): 8.30

สุทธิอาทิพย์ พีรทรัพย์

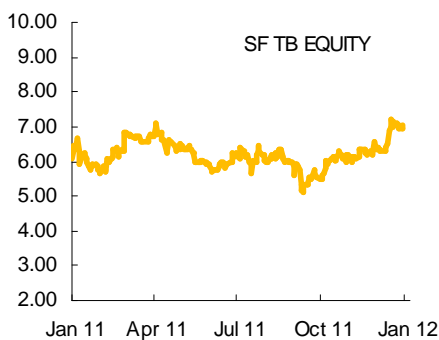
http://kelive.kimeng.co.th

(02) 658-6300


ข้อมูลบริษัท

Description: ประกอบธุรกิจด้านการพัฒนาและบริหารศูนย์การค้าประเภทศูนย์การค้าแบบเปิด เพื่อให้เช่าพื้นที่ทั้งระยะสั้นและระยะยาว ให้บริการบริหารโครงการและพื้นที่ส่วนกลาง จัดหาสถานที่ประกอบการ รวมทั้งให้บริการสาธารณูปโภค ตลอดอายุสัญญาเช่าพื้นที่

Ticker:	SF
หุ้นที่ออกและชำระแล้ว (ล้านหุ้น)	1,037.86
มูลค่าตลาด (ล้านบาท)	7,316.93
3-mth Avg Daily Volume (m):	15.78
SET INDEX	1,062.55
Free float (%):	40.37
Major Shareholders:	%
บริษัท เมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	22.85
ตระกูลจุฬาราชวงศ์	13.01

Historical Chart

หมายเหตุ

บริษัทอาจเป็นหรือเป็นผู้ถือครองหุ้นสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์และผู้ดูแลสภาพคล่องหรืออาจมีความเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์/บริษัทที่ทำรายงานวิเคราะห์ในปัจจุบันหรือในอนาคต ดังนั้น นักลงทุนควรใช้วิจารณญาณในการตัดสินใจลงทุนด้วย

บมจ. สยามฟิวเจอร์ดีเวลอปเมนต์ (SF)
เติบโตอย่างมีนัยสำคัญจากโครงการเมกะบางนา

ประเด็นการลงทุน : เรากลับมาวิเคราะห์ SF อีกครั้งด้วยคำแนะนำ ชื่อ ราคาเหมาะสม 8.30 บาท ด้วยลักษณะเด่นของ SF มีรายได้ค่าเช่าสม่ำเสมอจากโครงการปัจจุบันที่มีอัตราเช่าเช่าสูงและค่าเช่าเฉลี่ยที่เพิ่มขึ้นทุกปี ขณะที่มีการเปิดโครงการใหม่ต่อเนื่องโดยเฉพาะโครงการเมกะบางนาเปิดในเดือน พ.ค. นี้จะช่วยผลักดันกำไรอย่างมีนัยสำคัญในปี 2555 ทั้งนี้เราคาดอัตรากำไรเติบโตเฉลี่ยของกำไร (CAGR) 68% ในช่วงปี 2553-2556

เมกะบางนาลักดันการเติบโต : โครงการเมกะบางนา ซึ่งมีพื้นที่ให้เช่าถึง 1.4 แสนตารางเมตร จะเปิดวันที่ 5 พ.ค. 2555 มีอัตราเช่าเช่า 95% เราคาดว่าโครงการนี้จะสร้างรายได้ในปีนี้ได้ถึง 1,004 ล้านบาท และเพิ่มเป็น 1,541 ล้านบาทในปี 2556 โดย SF รับผิดชอบแบ่งกำไร 49% จากโครงการดังกล่าวเป็นจำนวน 84 ล้านบาทในปี 2555 และ 151 ล้านบาทในปี 2556 และเราคาดว่า SF จะบันทึกกำไรก่อนหักภาษีจากการปรับมูลค่ายุติธรรมโครงการเมกะบางนาในช่วงปลาย 1Q55 ถึงต้น 2Q55 ทำให้กำไรสุทธิของ SF เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ

แม้กำไรจะชะลอตัวใน 4Q54 : คาดกำไรสุทธิ 4Q54 ลดลง 88% yoy และ 89% qoq เป็น 25 ล้านบาท เนื่องจากไม่มีรายได้จากสัญญาเช่าการเงิน และ กำไรจากการขายโครงการซูซูกิ อเวนิว เข้ากองทุน MJLF เหมือนช่วง 4Q53 อีกทั้งสถานการณ์น้ำท่วมทำให้ SF มีการลดค่าเช่าในบางโครงการและปิดโครงการ 5 แห่งชั่วคราว คิดเป็น 36% ของพื้นที่ให้รวม อย่างไรก็ตาม ค่าเช่าในบางโครงการและปิดโครงการ 5 แห่งชั่วคราว คิดเป็น 36% ของพื้นที่ให้รวม อย่างไรก็ตาม ค่าเช่าในบางโครงการและปิดโครงการ 5 แห่งชั่วคราว คิดเป็น 36% ของพื้นที่ให้รวม อย่างไรก็ตาม ค่าเช่าในบางโครงการและปิดโครงการ 5 แห่งชั่วคราว คิดเป็น 36% ของพื้นที่ให้รวม อย่างไรก็ตาม ค่าเช่าในบางโครงการและปิดโครงการ 5 แห่งชั่วคราว คิดเป็น 36% ของพื้นที่ให้รวม

คาดการณ์ปีนี้จะเติบโตถึง 67% : SF มีรายได้ค่าเช่าที่สม่ำเสมอจาก 30 โครงการ อัตราเช่าเช่าเฉลี่ยไม่ต่ำกว่า 95% ขณะที่ค่าเช่าเฉลี่ยเพิ่มขึ้น 5% ต่อปี คาดปีนี้รายได้ค่าเช่าเพิ่มขึ้น 11% เป็น 1,371 ล้านบาทจากทั้งโครงการเดิมและการรับรู้รายได้เต็มปีจากโครงการใหม่ นวมินทร์ เฟสดีเวลลอปเมนต์ ซึ่งเปิดเมื่อเดือน ก.ย. 2554 SF วางแผนเปิดอีก 3 โครงการในช่วงปลายปี 2555 และปี 2556 รวมพื้นที่เช่า 30,000 ตารางเมตร คาดบันทึกกำไรได้จากสัญญาเช่าการเงินปีละ 250 ล้านบาท โดยรวมแล้วเราคาดว่ากำไรปกติปีนี้จะเติบโต 67% เป็น 304 ล้านบาท (0.29 บาท/หุ้น) และ เพิ่มขึ้น 38% เป็น 418 ล้านบาท (0.40 บาท/หุ้น) ในปี 2556 ขณะที่ฐานะการเงินแข็งแกร่งโดยมีอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุน 0.6 เท่า

แนะนำ ชื่อ ราคาเหมาะสม 8.30 บาท : คาดอัตราการเติบโตเฉลี่ยของกำไร (CAGR) ในช่วงปี 2553-2556 สูงถึง 68% SF ยังมีศักยภาพเติบโตในระยะยาวจากการพัฒนาโครงการใหม่อย่างต่อเนื่องและการขยายโครงการเดิมที่ได้รับการตอบรับดี รวมทั้งจะรับบริหารศูนย์การค้าซึ่งมีรายได้ในรูปแบบของค่าธรรมเนียมในการบริหาร เราแนะนำ ชื่อ SF โดยประเมินราคาเหมาะสมที่ 8.30 บาทหรือ PER 28.4 เท่า ซึ่ง Discount มาจาก PER ของ CPN 10%

SF – Summary Earnings Table

FYE: Dec 31 (Btmn)	2009	2010	2011F	2012F	2013F
Revenue	1,411	1,980	1,353	1,621	1,820
EBITDA	675	1,101	605	776	851
Recurring Net Profit	115	88	182	304	418
Recurring Basic EPS (Bt)	0.11	0.09	0.18	0.29	0.40
EPS growth (%)	(74.6)	(23.8)	105.0	67.1	37.8
DPS (Bt)	0.12	0.15	0.16	0.17	0.18
PER	62.9	82.6	40.3	24.1	17.5
EV/EBITDA (x)	14.8	8.3	16.7	13.1	12.1
Div Yield (%)	1.7	2.1	2.3	2.4	2.6
P/BV(x)	2.8	2.0	1.9	1.8	1.7
Net Gearing (%)	1.1	0.5	0.6	0.6	0.6
ROE (%)	7.2	14.3	10.6	6.4	8.4
ROA (%)	2.3	5.4	4.5	2.7	3.6

Note : FY2010 and 2011 is based on Thai Accounting Standard (TAS 40).

Source: Company reports and KELIVE Research estimates.

พัฒนาการสำคัญจากการเปิดโครงการเมกะบางนา

การเติบโตก้าวกระโดดในปีนี้จะมาจาก โครงการเมกะบางนา มีพื้นที่ให้เช่ารวม 180,000 ตารางเมตร ประกอบด้วย 1) IKEA 40,000 ตารางเมตร เปิดไปแล้วเมื่อ 3 พ.ย. 2554 ได้รับการตอบรับเป็นอย่างดี มีผู้เข้ามาใช้บริการเฉลี่ย 2-3.5 หมื่นคนต่อวัน และ 2) พื้นที่ให้เช่า 140,000 ตารางเมตร จะเปิดในวันที่ 5 พ.ค. 2555 ซึ่งแบ่งเป็น ร้านค้าหลัก (Anchor) 60% และ ร้านค้าย่อย 40% โดยร้านค้าหลัก ได้แก่ เมเจอร์ฯ, บิ๊กซี, โรบินสัน, โฮมโปร, ท็อปส์ มาร์เก็ต, B2S, IT City, Office Depot, Power Buy, Supersports, Fitness First, Toys R Us และ Chic Republic

โครงการเมกะบางนา (ไม่รวม IKEA) ดำเนินการโดยบริษัท สยามฟิวเจอร์ดีเวลอปเม้นท์ จำกัด (SFD) ซึ่ง SF ถือหุ้นในสัดส่วน 49% และ IKANO Pte. Ltd. ซึ่งเป็นบริษัทในเครือของ IKEA ถือหุ้น 49% ส่วนที่เหลืออีก 2% ถือหุ้นโดยบริษัท เอส.พี.เอส โกลเบิล เทรด จำกัด ซึ่งเป็นผู้ผลิตสินค้าให้กับ IKEA โดย SF จะบันทึกผลตอบแทนจากโครงการเมกะบางนาเป็นส่วนแบ่งกำไร (Equity gains) ในสัดส่วน 49%

ปัจจุบันมียอดจองพื้นที่เช่าแล้วประมาณ 92% และคาดอัตราเข้าเช่า (Occupancy) จะเพิ่มเป็น 95% เมื่อเปิดบริการในวันที่ 5 พ.ค. นี้ คาดว่าจะมีผู้เช่าใช้บริการ 1 แสนคนต่อวัน สำหรับค่าเช่าจะมีการปรับขึ้น 5% ต่อปี โครงการเมกะบางนา (ไม่รวม IKEA) จะไม่มีการบันทึกรายได้จากสัญญาเช่าการเงิน (Finance lease) เนื่องจากสัญญาเช่าระยะยาวจะถูกปรับรายได้ค่าเช่าเป็นรายเดือนเช่นเดียวกับสัญญาเช่าระยะสั้น เราคาดการณ์ว่าในปีโครงการเมกะบางนาจะทำรายได้ 1,004 ล้านบาท และเพิ่มเป็น 1,541 ล้านบาทในปี 2556 คาด SF รับรู้ส่วนแบ่งกำไรจาก SFD จำนวน 84 ล้านบาทในปี 2555 และ 151 ล้านบาทในปี 2556

ภายใต้มาตรฐานบัญชี ฉบับที่ 40 (TAS 40) เรื่องอสังหาริมทรัพย์เพื่อการลงทุน โดยใช้วิธีมูลค่ายุติธรรม (Fair value) แทนวิธีราคาทุน (Cost method) คาด SF จะบันทึกกำไรจากการปรับมูลค่ายุติธรรมอสังหาริมทรัพย์เพื่อการลงทุนก้อนใหญ่ในช่วงปลาย 1Q55 ถึงต้น 2Q55 ทำให้กำไรสุทธิของ SF เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ

Chart 1 : Mega Bangna Project



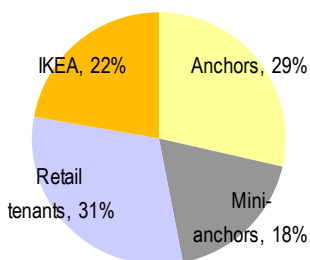
Source: Company reports.

Chart 2 : Example of floor plan



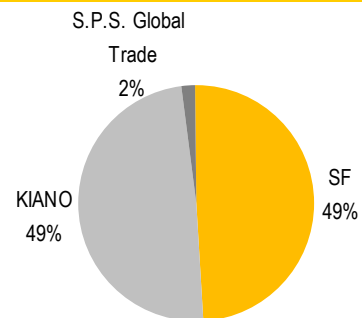
Source: Company reports.

Chart 3 : Tenant mix of Mega Bangna project



Source: Company reports.

Chart 4 : Shareholding structure of SFD



Source: Company reports.

คาด 4Q54 จะลดตัวจากสถานการณ์น้ำท่วมและไม่มีการเปิดโครงการใหม่

คาดกำไรสุทธิ 4Q54 ลดลงถึง 88% yoy และ 89% qoq เป็น 25 ล้านบาทจากการที่ไม่มีรายได้พิเศษ คือ รายได้สัญญาเช่าการเงิน, ส่วนแบ่งกำไรจาก SFD ที่บันทึกรายได้สัญญาเช่าการเงินจาก IKEA ใน 3Q54 และ รายได้จากการขายโครงการ ศูนย์การค้า ซูซูกิ อเวนิว 11,109 ตารางเมตร (จากทั้งหมด 15,013 ตารางเมตร) เข้ากองทุนรวมสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ เมเจอร์ ซีเนเพล็กซ์ กรุ๊ป (MJLF) ในช่วง 4Q53 นอกจากนั้นสถานการณ์น้ำท่วมจะส่งผลกระทบต่อรายได้ค่าเช่าจากการที่ SF ลดค่าเช่าในบางโครงการและปิดโครงการ 5 แห่งเป็นการชั่วคราว ได้แก่ แจ่งวัฒนะ, เพชรเกษม, นวมินทร์ซีที อเวนิว, มาร์เก็ตเพลส นวมินทร์ และ มาร์เก็ตเพลส บางบอน มีพื้นที่รวม 84,038 ตารางเมตร คิดเป็น 36% ของพื้นที่ให้เช่าทั้งหมดของ SF อย่างไรก็ตามโครงการทุกแห่งนั้นตัวอาคารไม่ได้รับความเสียหาย มีเพียงบางแห่งที่น้ำท่วมลานจอดรถ และได้กลับมาเปิดตามปกติแล้วหลังจากภาวะน้ำท่วมคลี่คลาย

ปี 2554 คาดกำไรสุทธิลดลง 9% เป็น 472 ล้านบาท เนื่องจากในปี 2553 มีกำไรจากการขายโครงการ ศูนย์การค้า ซูซูกิ อเวนิว เข้ากองทุน MJLF อีกทั้งยังมีการรับรู้รายได้ค่าเช่าจากโครงการดังกล่าวเกือบตลอดทั้งปี (ขายไปเมื่อ 29 ธ.ค. 2553) ซึ่งมีสัดส่วนประมาณ 10% ของรายได้ค่าเช่ารวมของ SF อย่างไรก็ตาม กำไรปกติ (ไม่รวมกำไรจากการขาย ซูซูกิ อเวนิว และ กำไรจากการปรับมูลค่ายุติธรรม อสังหาริมทรัพย์เพื่อการลงทุน) คาดว่าจะเพิ่มขึ้น 106% เป็น 182 ล้านบาท (0.18 บาท/หุ้น) จากการปรับขึ้นค่าเช่า การต่อสัญญากับผู้เช่าหลัก คือ Jusco Supermarket ที่โครงการศูนย์การค้ามาร์เก็ตเพลส บางบอน และการเปิดโครงการใหม่ คือ นวมินทร์ เฟสติวัล วอล์ค ที่เปิดไปเมื่อเดือน ก.ย. 2554 มีพื้นที่ให้เช่า 7,675 ตารางเมตร

Table 1 : SF 4Q11 preview

(Bt mn)	4Q11F	3Q11	QOQ	4Q10	YOY	2011F	2010	YOY
Sales	313	341	(8%)	1,029	(70%)	1,353	1,980	(32%)
Rental and service income	313	310	1%	345	(9%)	1,238	1,296	(4%)
Finance lease	-	32	N.A.	684	N.A.	115	684	(83%)
Other income	21	15	38%	24	(13%)	80	75	7%
COG	203	139	46%	400	(49%)	631	785	(20%)
Gross margin (%)	35.2%	59.4%	N.A.	61.1%	N.A.	53.4%	60.4%	N.A.
SG&A	92	41	125%	81	14%	221	192	15%
Interest expense	34	27	26%	31	8%	113	150	(25%)
Normalised profit	25	43	(42%)	23	7%	182	88	106%
Net profit	25	226	(89%)	201	(88%)	472	518	(9%)
EPS (Bt)	0.03	0.22	(87%)	0.20	(85%)	0.46	0.50	(9%)

Source : Company reports and KELIVE Research estimates.

เติบโตอย่างแข็งแกร่งจากโครงการเดิมและโครงการใหม่

SF มีรายได้ค่าเช่าที่สม่ำเสมอจากโครงการ 30 โครงการ พื้นที่เช่ารวม 231,795 ตารางเมตร อัตราค่าเช่าเฉลี่ยไม่ต่ำกว่า 95% มาโดยตลอด ขณะที่ค่าเช่าเฉลี่ยเพิ่มขึ้น 5% ต่อปีตามสัญญาการปรับขึ้นค่าเช่า เราคาดว่าปีนี้รายได้ค่าเช่าจะเพิ่มขึ้น 11% เป็น 1,371 ล้านบาทจากทั้งโครงการเดิมและการรับรู้รายได้เต็มปีจากโครงการใหม่ นวมินทร์ เฟสติวัล วอล์ค

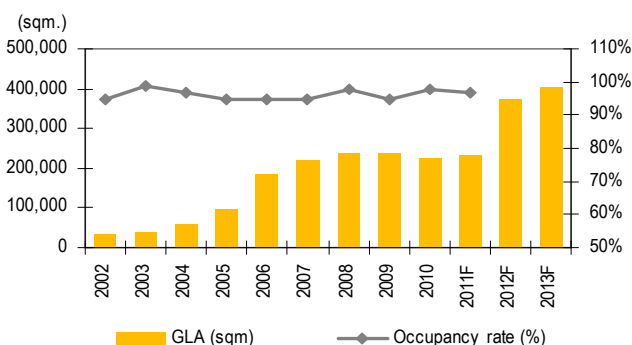
SF ยังมีโครงการเปิดโครงการใหม่อย่างต่อเนื่อง โดยคาดว่าจะเปิดอีก 3 โครงการในช่วงปลายปี 2555 และปี 2556 รวมพื้นที่เช่า 30,000 ตารางเมตร เราคาดการณ์ว่าโครงการใหม่ซึ่งมีพื้นที่เช่า 15,000 ตารางเมตรจะเปิดในช่วง 4Q55 โดยให้สมมติฐานรายได้จากสัญญาเช่าการเงิน 250 ล้านบาท ส่วนพื้นที่เช่าอีก 15,000 ตารางเมตร คาดว่าจะเปิดในช่วง 3Q56 โดยมีรายได้จากสัญญาเช่าการเงิน 250 ล้านบาท

ปัจจัยผลักดันการเติบโตนอกจากจะมาจากโครงการปัจจุบันและการเปิดโครงการใหม่แล้ว ยังมาจากส่วนแบ่งกำไรจากโครงการเมกะบางนาซึ่งจะเริ่มรับรู้ตั้งแต่ 2Q55 เป็นต้นไป โดยรวมแล้วเราคาดว่ากำไรปกติปีนี้เติบโต 67% เป็น 304 ล้านบาท (0.29 บาท/หุ้น) และ เพิ่มขึ้น 38% เป็น 418 ล้านบาท (0.40 บาท/หุ้น) ในปี 2556

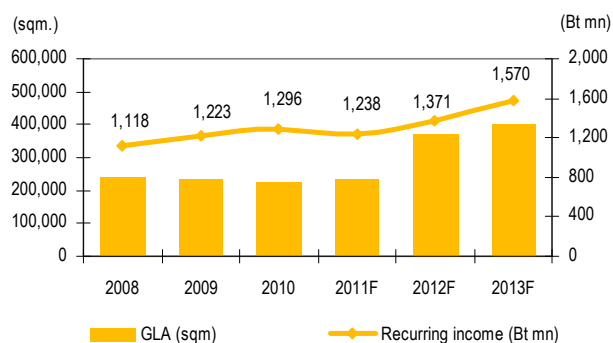
Table 2 : SF's shopping centers

	2010		2011		2012F	
	No. of centers	GLA (sqm)	No. of centers	GLA (sqm)	No. of centers	GLA (sqm)
Neighborhood center	8	39,807	8	39,807	8	39,807
Convenience center	4	2,943	4	2,943	4	2,943
Automotive service center	7	2,588	7	2,588	7	2,588
Lifestyle center	6	68,324	7	75,999	7	75,999
Power center	3	67,217	3	67,217	3	67,217
Entertainment center	1	43,241	1	43,241	1	43,241
Mega Bangna					1	140,000
Total	29	224,120	30	231,795	31	371,795

Source : Company reports and KELIVE Research estimates.

Chart 5 : Gross leasable area (GLA) and occupancy

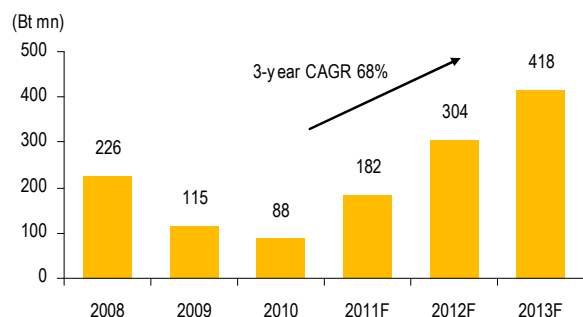
Source: Company reports and KELIVE Research estimates.

Chart 6 : Gross leasable area (GLA) and rental income

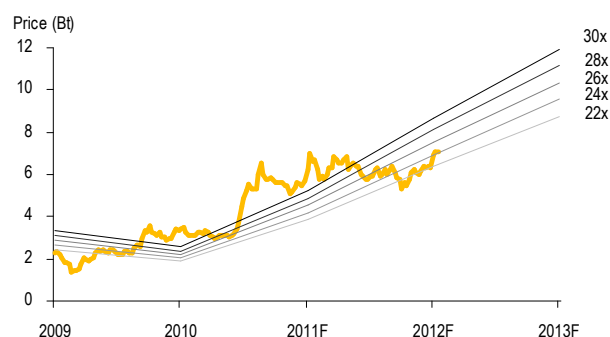
Source: Company reports and KELIVE Research estimates.

ประเมินราคาเหมาะสมที่ 8.30 บาท

เราประเมินมูลค่าหุ้น SF ด้วยการเปรียบเทียบกับ CPN ซึ่งทำธุรกิจคล้ายกันโดยมีรายได้หลักจากการให้เช่าพื้นที่ศูนย์การค้า แต่ CPN มีฐานธุรกิจที่ใหญ่กว่า SF ทั้งในแง่ของสินทรัพย์ รายได้ กำไร และมูลค่าตลาด อย่างไรก็ตาม SF มีอัตราการเติบโตเฉลี่ยสูงกว่า โดยคาดว่าในช่วงปี 2553-2556 CAGR อยู่ที่ 68% เทียบกับ CPN ซึ่งมี CAGR 29% โดยรวมเราจึงประเมินมูลค่า SF โดยอิง PER 28.4 เท่า จากการ Discount 10% จาก PER ของ CPN ที่ 31.5 เท่า ราคาเหมาะสมของ SF จึงเท่ากับ 8.30 บาท

Chart 7 : Recurring profit

Source: Company reports and KELIVE Research estimates.

Chart 8 : PE band of SF

Source: Company reports and KELIVE Research estimates.

INCOME STATEMENT (Btmn)

FY December	2010	2011F	2012F	2013F
Revenue	1,980	1,353	1,621	1,820
EBITDA	1,101	605	776	851
Depreciation & Amortisation	24	23	323	344
Operating Profit (EBIT)	1,077	581	453	507
Interest (Exp)/Inc	150	113	117	121
Associates	0	30	84	151
One-offs	430	291	0	0
Pre-Tax Profit	927	468	336	386
Tax	291	281	77	77
Minority Interest	202	36	39	42
Net Profit	518	472	304	418
Recurring Net Profit	88	182	304	418
Revenue Growth %	40.4	(31.7)	19.8	12.3
EBITDA Growth (%)	63.1	(45.1)	28.4	9.6
EBIT Growth (%)	162.1	(46.0)	(22.1)	12.0
Net Profit Growth (%)	182.9	(8.8)	(35.7)	37.8
Recurring Net Profit Growth (%)	(23.5)	106.3	67.3	37.8
Tax Rate %	31.4	30.0	23.0	20.0

BALANCE SHEET (Btmn)

FY December	2010	2011F	2012F	2013F
Fixed Assets	6,944	7,621	8,157	8,214
Other LT Assets	2,524	2,554	2,638	2,789
Cash/ST Investments	365	99	77	88
Other Current Assets	652	463	548	616
Total Assets	10,485	10,737	11,420	11,706
ST Debt	287	362	374	389
Other Current Liabilities	494	555	565	648
LT Debt	1,985	2,503	2,587	2,688
Other LT Liabilities	3,449	2,667	3,058	2,862
Minority Interest	704	741	779	821
Shareholders' Equity	3,565	3,910	4,056	4,298
Total Liabilities-Capital	10,485	10,737	11,420	11,706
Share Capital (m)	1,030	1,036	1,038	1,038
Gross Debt/(Cash)	2,272	2,865	2,962	3,077
Net Debt/(Cash)	1,907	2,766	2,885	2,989
Working Capital	166	(72)	(3)	(15)

CASH FLOW (Btmn)

FY December	2010	2011F	2012F	2013F
Profit before taxation	927	468	336	386
Depreciation	24	23	323	344
Net interest receipts/(payments)	150	113	117	121
Working capital change	(238)	239	(69)	12
Cash tax paid	(291)	(281)	(77)	(77)
Others (exceptional items)	(352)	(149)	(156)	(162)
Cash flow from operations	220	413	474	624
Capex	(1,812)	(700)	(860)	(400)
Disposal/(purchase)	0	0	0	0
Others	169	310	0	0
Cash flow from investing	(1,643)	(390)	(860)	(400)
Debt raised/(repaid)	1,714	(525)	408	(204)
Equity raised/(repaid)	405	63	46	42
Dividends (paid)	(123)	(155)	(165)	(176)
Interest payments	150	113	117	121
Others	(150)	(113)	(117)	(121)
Cash flow from financing	1,997	(616)	289	(338)
Change in cash	573	(592)	(97)	(115)

RATES & RATIOS

FY December	2010	2011F	2012F	2013F
EBITDA Margin %	53.6	42.2	45.5	44.5
Op. Profit Margin %	52.4	40.6	26.5	26.5
Net Profit Margin %	25.2	33.0	17.8	21.9
ROE %	14.3	10.6	6.4	8.4
ROA %	5.4	4.5	2.7	3.6
Net Margin Ex. EI %	21.1	12.7	17.8	21.9
Dividend Cover (x)	3.3	2.9	1.7	2.2
Interest Cover (x)	7.2	5.1	3.9	4.2
Asset Turnover (x)	0.2	0.1	0.1	0.2
Asset/Debt (x)	1.7	1.8	1.7	1.8
Debtors Turn (days)	17.4	22.0	18.0	18.0
Creditors Turn (days)	3.2	4.0	4.0	4.0
Inventory Turn (days)	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Gearing %	0.5	0.6	0.6	0.6
Debt/ EBITDA (x)	5.6	10.1	8.5	7.7
Debt/ Market Cap (x)	0.9	0.8	0.9	0.9

Note : FY 2010 and 2011 is based on Thai Accounting Standard (TAS 40), Investment Property.

Source: Company reports and KELIVE Research estimates.

ความหมายของค่าแนะนำ

ข้อ	คาดผลตอบแทนจากการลงทุนมากกว่า 15% ใน 12 เดือนข้างหน้า
ถือ	คาดผลตอบแทนจากการลงทุนระหว่าง -15% ถึง +15% ใน 12 เดือนข้างหน้า
ขาย	คาดผลตอบแทนจากการลงทุนติดลบมากกว่า 15% ใน 12 เดือนข้างหน้า

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	KTG	PTTCH ***	SCB	TKT	50-59	▲	Pass
	BBL	ERW	LPN	PTTEP	SCE	TMB	Lower than 50	No logo given	N/A
	BCEP	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	CENTEL	GFPT	LH	NKI	SABINA	SSF	THIP	TTA
	AMANA	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	B SBM	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	RO JNA	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	TIPL	WORK
	BNC	CTW	ILINK	MATI	PDI	SCP	TCC	TPP	YUASA

Source: Thai Institute of Directors (IOD)

คำชี้แจง

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการทำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลสำหรับผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมิได้มีการใช้ข้อมูลภายใน ในการประเมิน

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

สาขากรุงเทพฯ

สำนักงานใหญ่

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

สาขาพนาหุ้ด

125 อาคารดิโอดีตยามพลาซ่า ชั้น 3 ถนนพนาหุ้ด แขวงวังบูรพาภิรมย์ เขตพระนคร กรุงเทพฯ 10200 โทร 0-2225-0242 โทรสาร 0-2225-0523

สาขาเอ็มโพเรียม

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

สาขาเยาวราช

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

สาขางบงกช

เลขที่ 3105 อาคารเอ็มมาวิค พลาซ่า ชั้น 3 ถนนลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ กรุงเทพฯ 10240 โทร.02-378-1144 โทรสาร. 02-378-1232

สาขาประตูน้ำ

อาคารซุซึคิคอมเพล็กซ์ ชั้น 5 เลขที่ 831 ถนนเพชรบุรี แขวงถนนพญาไท เขตราชเทวี กรุงเทพฯ 10400 โทร 0-2657-0830 โทรสาร 0-2657-0831

สาขามหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ บางเขน

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

สาขาเชียงใหม่ 2

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

สาขาสุรินทร์

137/5-6 ถนนศิริวิฑู 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

สาขานาดใหญ่

1,3,5 ซอยจตุทิศ 3 ถนนจตุทิศสุรินทร์ ตำบลนาดีใหญ่ อำเภอนาดใหญ่ จังหวัดสงขลา 90110 โทร (074) 346-400 โทรสาร (074) 239-509

สาขายะลา

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

สาขาอโศก

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

สาขาศรีนครินทร์

1145 หมู่ที่ 5 อาคารเอกโพธิ์นาหวาเวอร์ชัน 3 ถนนศรีนครินทร์ ตำบลลำโพงเหนือ 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.O.พหลโยธิน ต.ประชาธิปัตย์ 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

สาขาอโยธยา

52 อาคารอโยธยาพลาซ่า 10,11 และชั้น 20 ถนนสีลม แขวงสุริยวงค์ เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทร 0-2231-2700 โทรสาร 0-2231-2349

สาขาแพ้น้ำอีสต์แลนด์

5/5-6 ศูนย์การค้า แพ้น้ำอีสต์แลนด์ ชั้น BF หมู่ 7 ถนนรามอินทรา แขวงคันนายาว 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

สาขามหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต

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

สาขาลำปาง

4811-12 ถนนมนศรี ตำบลสบตุ๋ย อำเภอเมืองลำปาง จังหวัดลำปาง 52100 โทร (054) 319-211 โทรสาร (054) 319-216

สาขาอุบลราชธานี

191,193 ถนนอุบลราช ตำบลในเมือง อำเภอเมือง จังหวัดอุบลราชธานี 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

สาขาสระบุรีธานี

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

สาขาอุวดา

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

สาขาวงมวงค์วาน

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

สาขาท่าพระ

99 อาคารสำนักงานเดอะมอลล์ ท่าพระ ชั้น 13 ถนนรัชดาภิเษก-ท่าพระ แขวงมูเคิลโล เขตธนบุรี กรุงเทพฯ 10600 โทร 0-2876-6500 โทรสาร 0-2876-6531

สาขาปิ่นเกล้า

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

สาขาสีลม

62 อาคารธนิยะ ชั้น 4 ถนนสีลม แขวงสุริยวงค์ เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทร 0-2231-2700 โทรสาร 0-2231-2418

สาขาฟอร์จูนทาวน์

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

สาขาแจ้งวัฒนะ

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

สาขานครราชสีมา 1

14 ถนนเมืกดี ตำบลในเมือง อำเภอเมือง จังหวัดนครราชสีมา 30000 โทร (044) 269-400 โทรสาร (044) 269-410

สาขาชลบุรี

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

สาขาสุมทราคร

322/91 ถนนเกษีย ตำบลบางทราย อำเภอเมืองสมุทรสาคร จังหวัดสมุทรสาคร 74000 โทร (034) 837-410 โทรสาร (034) 837-610

สาขาภูเก็ต

22/39-40 อาคารวานิชพลาซ่า ถนนหลวงพั่ววิฑูลง ตำบลตลาดใหญ่ อำเภอเมืองภูเก็ต จังหวัดภูเก็ต 83000 โทร (076) 355-730-6 โทรสาร (076) 355-737

สาขาซีคอนสแควร์

904 อาคารซีคอนสแควร์ ชั้น G ห้อง 1005 ถนนศรีนครินทร์ แขวงหนองบอน เขตประเวศ 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

สาขางานแค

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

สาขาสาทรนคร

100/46 อาคารสาทรนคร ทาวเวอร์ ชั้น 24C ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทร 0-2636-7550-6 โทรสาร 0-2636-7565

สาขาเดอะ โนน

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

สาขาอุบลรัตน์ เซ็นเตอร์

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

สาขาดวงจังหวัด

สาขาเชียงใหม่ 1

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

สาขานครราชสีมา 2

1242/2 อาคารสำนักงานเดอะมอลล์ ชั้น 7 ห้อง 3A ถนนเมืกดีทาง ตำบลในเมือง อำเภอเมือง จังหวัดนครราชสีมา 30000 โทร (044) 288-455 โทรสาร (044) 288-466

สาขาระยอง

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

สาขาสุมทราคร

74/27-28 ซ.บางจะเกร็ง 4 ถนนพระราม 2 ต.แม่กลอง อ.เมือง จ.สมุทรสงคราม 75000 โทร (034) 724-062-7 โทรสาร (034) 724-068

สาขาอรัญประเทศ

44/4 ถนนบำรุงราษฎร์ ตำบลอรัญประเทศ อำเภออรัญประเทศ จังหวัดสระแก้ว 27120 โทร (037) 226-347-8 โทรสาร (037) 226-346

คำชี้แจง : ฝ่ายวิจัยหลักทรัพย์ของ บมจ. หลักทรัพย์ เอ็มแบร์ก กิแม็ง (ประเทศไทย) มี 2 ทีม คือ ฝ่ายวิจัย สำหรับนักลงทุนในประเทศ (KELIVE Research) และ ฝ่ายวิจัยนักลงทุนสถาบันต่างประเทศ (Kim Eng Research) อันมีเหตุผลมาจากลักษณะที่แตกต่างในด้าน ลักษณะผู้ลงทุน วัตถุประสงค์ และ กลยุทธ์ ทำให้ได้คำแนะนำ และหรือ ราคาเป้าหมายอาจมีความแตกต่างกัน โดย KELIVE Research มีวัตถุประสงค์ที่จะทำบทวิเคราะห์เพื่อสนับสนุนข้อมูลการลงทุนแก่นักลงทุนในประเทศ (ท่านสามารถดูรายละเอียดได้จาก <http://kelive.maybank-ke.co.th>) ในขณะที่ Kim Eng Research สำหรับนักลงทุนสถาบันต่างประเทศ (ท่านสามารถดูรายละเอียดได้จาก www.kimengresearch.com.sg). ดังนั้นจึงเป็นเรื่องสำคัญที่นักลงทุนจะต้องอ่าน และทำความเข้าใจ สมมติฐาน และ ที่นำเสนอของคำแนะนำ ของแต่ละงานวิจัย

เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่มี บมจ. หลักทรัพย์ เอ็มแบร์ก กิแม็ง (ประเทศไทย) เห็นว่าน่าเชื่อถือหรือประกอบกับทัศนคติส่วนตัวของผู้จัดทำ ซึ่งมิได้หมายความว่าความถูกต้องหรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด และเอกสารนี้ไม่ได้จัดทำขึ้นเพื่อประโยชน์ในการใช้ข้อมูลประกอบการตัดสินใจในการลงทุนเท่านั้น มิได้มีวัตถุประสงค์เพื่อที่จะชักชวนหรือชักนำการซื้อขายหลักทรัพย์ใดโดยเฉพาะหรือเป็นการทั่วไปแต่อย่างใด นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารนี้ประกอบการตัดสินใจและความเห็นอื่น ๆ และพิจารณาเงื่อนไขของตนในการตัดสินใจการลงทุนให้เหมาะสมแก่กรณี ทั้งนี้ความเห็นที่แสดงอยู่ในเอกสารนี้เป็นความเห็นส่วนตัวของผู้จัดทำ บมจ. หลักทรัพย์ กิแม็ง (ประเทศไทย) ตลอดจนผู้บริหารและพนักงานของบริษัทไม่จำเป็นต้องเห็นพ้องกับความเห็นที่แสดงอยู่ในเอกสารนี้ด้วยแต่อย่างใด