









Initiating Coverage, 9 June 2015

EGIONAL

Buy

Event

Initiation

<sup>2</sup>review

Results

Strategy

Jodate

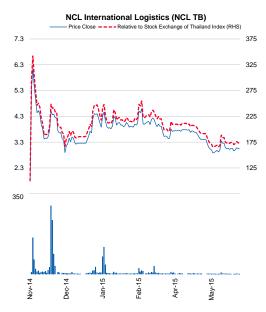
# **NCL International Logistics (NCL TB)**

Transport - Logistics Target Price: THB3.84

Market Cap: USD37.8m Price: THB3.04

# ท่าเรือระนองเป็นตัวพลิกหน้าไพ่





Source: Bloomberg

Vol m

Avg Turnover (THB/USD)	8.36m/0.25m
Cons. Upside (%)	26.3
Upside (%)	26.3
52-wk Price low/high (THB)	1.80 - 6.15
Free float (%)	27
Share outstanding (m)	420
Shareholders (%)	
Kitti Phuathavornskul	41.2
K-SME Venture Capital Management	14.3

# Share Performance (%)

	YID	1m	3m	6m	12m
Absolute	(6.8)	0.0	(25.5)	(18.3)	
Relative	(7.5)	0.2	(21.7)	(14.0)	

Wanida Geisler 66 2862 9748 wanida.ge@rhbgroup.com

Naruedom Mujjalinkool +662 862 9229 License No.050890 (Naruedom.mu@rhbgroup.com) Research Associate เราเริ่มออกบทวิเคราะห์ NCL ด้วยคำแนะนำ "ชื้อ" ที่ราคาเป้าหมายคำนวณจากวิธี DCF เท่ากับ 3.84 บาท (26% upside) ทั้งนี้ หากไม่รวมผลกระทบจากท่าเรือระนอง ราคา เป้าหมายจะปรับลดเป็น 3.20 บาท ซึ่งเราเชื่อว่าศักยภาพการเติบโตของท่าเรือดังกล่าว จะมีนัยสำคัญ ทั้งในแง่ของรายได้และกำไรสุทธิ โดยประเมินแนวโน้มการเติบโตในรอบ 3 ปี (CAGR) ที่ 20% และ 58% ตามลำดับ รวมทั้งการแลกเปลี่ยนทางการคำในกลุ่ม AEC

#### ท่าเรือระนองเป็นตัวพลิกหน้าไพ่

ในเดือนมีนาคมที่ผ่านมา NCL ได้ออกบริการขนส่งครบวงจรแบบใหม่ในการ ลำเลียงตู้คอนเทนเนอร์ไปยังท่าเรือย่างกุ้งในพม่า จากท่าเรือระนองในประเทศ ไทย โดยเป็นเป้าหมายในการกระตุ้นกิจกรรมทางการค้าระหว่างประเทศใน อาเซียน ด้วยเวลาที่น้อยลง (3 วันระหว่างท่าเรือระนองและย่างกุ้ง เทียบกับ ปัจจุบันคือแหลมฉบัง-ย่างกุ้ง 14-20 วัน) ซึ่งหากประสบความสำเร็จแล้วจะเป็นตัว พลิกหน้าไพ่ให้กับบริษัทในแง่ของรายได้ดำเนินงานและอัตรากำไรสุทธิที่จะ เพิ่มขึ้นในระยะยาว

# ♦ ประเทศไทยเป็นศูนย์กลางขนส่งของ ASEAN

ประเทศไทยอยู่ระหว่างการพัฒนาระบบขนส่งให้เป็น hub ก่อนจะมีการเปิด ประชาคมอาเชียน โดยคาดว่าจะเริ่มดำเนินงานในช่วงปลายปี 2558 และใช้เป็น ศูนย์กลางในการส่งสินค้าและบริการเข้าสู่ประเทศม่า ลาว และกัมพูชา

## • แนวโน้มรายได้ในรอบปี 2558 เพิ่มขึ้น 21%

NCL วางแผนเพิ่มอัตราความสามารถในการขนส่งสินค้าด้วยการเพิ่มจำนวน รถบรรทุกเป็น 100 คันในปี 2558 จากเดิม 66 คันในปัจจุบัน หนุนรายได้จากการ ขนส่งในประเทศให้เพิ่มขึ้นราว 30% ในปี 2558 และคาดว่ารายได้รวมในรอบปี 2558 (ทั้งในประเทศและส่งออก) จะเพิ่มขึ้นราว 21% y-o-y จากการเดิบโตใน ประเทศ การเพิ่มจำนวนรถบรรทุก และศูนย์ระบบขนส่งในท่าเรือระนอง นอกจากนั้น คาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะฟื้นตัวเป็น 20% ในปี 2558 (18% ในปี 2557) จากการเพิ่มจำนวนรถบรรทุกขนาดใหญ่ รวมทั้งรายได้และมาร์จิ้นที่เพิ่มขึ้น ทั้งนี้ คาดว่ากำไรสุทธิในรอบปี 2558 จะเพิ่มขึ้น 28% เป็น 25.1 ล้านบาท ความ เสี่ยงหลักเกิดจาก ความเป็นไปได้ที่ท่าเรือระนองไม่ประสบความสำเร็จ (งบลงทุน โครงการราว 10 ล้านบาท) แนะนำ "ชื้อ" ที่ราคาเป้าหมายคำนวณจากวิธี DCF เท่ากับ 3.84 บาท (11.7% WACC, 2% TG) และแม้ว่าประเมินดูแพงหากเทียบ กับผู้ประกอบการรายอื่น แต่เรามองว่าเหมาะสมเนื่องจากการลงทุนใหม่หนุนการ เดิบโตอย่างมีศักยภาพ

Forecasts and Valuations	Dec-12	Dec-13	Dec-14	Dec-15F	Dec-16F
Total turnover (THBm)	726	929	915	1,111	1,333
Reported net profit (THBm)	3.1	41.6	19.5	25.1	49.6
Recurring net profit (THBm)	3.1	41.6	19.5	25.1	49.6
Recurring net profit growth (%)	(57.3)	1255.1	(53.0)	28.3	97.9
Recurring EPS (THB)	0.01	0.13	0.05	0.06	0.12
DPS (THB)	0.00	0.00	0.02	0.03	0.06
Recurring P/E (x)	260	24	58	51	26
P/B (x)	8.12	6.05	3.92	3.12	2.94
P/CF (x)	na	21.2	13.2	37.4	13.0
Dividend Yield (%)	0.0	0.0	0.8	1.0	1.9
EV/EBITDA (x)	19.6	10.1	16.5	15.7	9.6
Return on average equity (%)	3.9	29.2	8.0	6.8	11.8
Net debt to equity (%)	102.1	74.2	8.3	23.4	18.6
Our vs consensus EPS (adjusted) (%)				(0.5)	(1.5)



## ประเด็นหลักที่สำคัญในการลงทุน

### ผู้ประกอบการขนส่งครบวงจรจดทะเบียนรายเดียวในประเทศไทย

NCL ให้บริการจัดการระบบโลจิสติกส์ (Logistics Provider) ซึ่งได้แก่ การวางแผนและการ จัดการในการเคลื่อนย้ายสินค้า, การดำเนินการดำนพิธีการศุลกากร, การจัดการดำนสินค้าคง คลัง และการขนส่งสินค้าในประเทศด้วยรถบรรทุกหัวลาก-หางลาก ซึ่งคู่แข่งที่ใกล้เคียงที่สุด คือ Kiattana Transport (KIAT TB,NR) แต่ KIAT ดำเนินธุรกิจในประเทศเท่านั้นและเน้นการ ขนส่งในด้านน้ำมันและก๊าซเป็นหลัก

#### ท่าเรือระนองเป็นตัวพลิกหน้าไพ่

เราประเมินรายได้จากท่าเรือระนองในปีนี้ราว 119 ล้านบาทในปีนี้หรือราว 10% ของประมาณ การรายได้ทั้งปี 2558 และคาดการเดิบโตในรอบ 3 ปีข้างหน้า (CAGR) กว่า 50% เนื่องจาก ศักยภาพการเดิบโตในการขยายกิจการในกลุ่มประเทศ BIMSTEC ได้แก่ บังกลาเทศ อินเดีย พม่า ศรีลังกา ไทย ภฎาน และเนปาล

# Catalyst หนุนการเติบโต

(i)การเปิดประชาคมอาเซียนหรือ AEC ในช่วงปลายปี 2558 หนุนประเทศไทยให้เป็น hub การ ขนส่งในอาเซียน (ii) เป้าการขยายจำนวนรถบรรทุกเป็น 100 คันในปีนี้จากปัจจุบันเพียง 66 คัน (iii) แผนการขยายฐานลูกค้าผ่านทางบริษัทลูกอย่าง Transoffshore Logistics Pte Ltd

### การเติบโตในรอบ 3 ปีข้างหน้าโดดเด่น

สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ (สศช.) ประเมินตัวเลข GDP ที่ 3-4% และภาคการส่งออกเติบโตราว 0.2% เทียบกับตัวเลขประเมินจากหลักทรัพย์ RHB ที่ 3.4% หนุนรายได้ให้เพิ่มขึ้นราว 21.4% เป็น 1.11 พันล้านบาท และจะเดิบโตราว 20% โดย เฉลี่ยในรอบ 3 ปีเป็น 1.58 พันล้านบาทในปี 2560 ด้วยอานิสงส์จากท่าเรือระนองและประเมิน กำไรในปี 2558 มีแนวโน้มเติบโตราว 28% y-o-y หรือ 58% ในรอบ 3 ปี (CAGR)

# อุปสรรคเป็นเพียงระยะสั้นเท่านั้น

หลังจากประกาศผลประกอบการในไตรมาส 1/58 ออกมา NCL บันทึกตันทุนค่าใช้จ่ายในการ สร้างท่าเรือ NCL มหาศาล และคาดว่าจะยังมีอัตราการใช้สอยที่ยังต่ำในช่วงเริ่มตันของการ ดำเนินงาน นอกจากนั้น ยังได้รับผลกระทบจากสภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวและภาคการส่งออกที่ ยังอ่อนแอ (-4.3% ในไตรมาส 1/58) แต่เราประเมินว่าจะค่อยๆเริ่มฟื้นตัวในไตรมาส 2/58 เป็นไปในทิศทางเดียวกันกับการฟื้นตัวของการส่งออกและค่าเงินบาทที่อ่อนลง

# **Risks**

## ต้องใช้เวลาในการเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงานมากขึ้น

ท่าเรือระนองมีความเสี่ยงเนื่องจากเป็นท่าเรือที่สร้างใหม่ โดยขณะนี้ท่าเรือแหลมฉบังเป็นท่าเรือ ที่ใหญ่ที่สุดในประเทศไทย สามารถรองรับคอนเทนเนอร์ได้มากกว่า 10.8 ล้านหน่วยต่อปี (207692 หน่วยต่ออาทิตย์) หรือคิดเป็นสัดส่วนมากกว่า 60% ของอัตราการใช้สอยรวมทั้ง ประเทศ แต่ด้วยการเปิดประเทศพม่า ทำให้ท่าเรือระนองได้รับผลดีในแง่ของการร่นระยะเวลา การขนส่งหากเทียบกับท่าเรือแหลมฉบัง

ท่าเรือระนองมีอัตราการใช้สอยรวมด้วยการขนส่งตู้คอนเทนเนอร์มากที่สุด 140000 หน่วยต่อปี (2700 หน่วยต่ออาทิตย์) โดยปัจจุบัน NCL รองรับการขนส่งอาทิตย์ละ 200 หน่วยผ่านท่าเรือ ดังกล่าว ทั้งนี้ จุดคุ้มทุนต่ออาทิตย์ของบริษัทอยู่ที่ 200 หน่วยเช่นกัน ดังนั้น หากทำได้มากกว่า จะส่งผลดีในแง่ของกำไรทันที

#### ภาคการส่งออกยังคงอ่อนแอ

ภาคการส่งออกในไตรมาส 1/58 ยังคงดิดลบราว 4.3% y-o-y จากที่ทรงตัวในปี 2556/57 ที่ ผ่านมา ดังนั้นภาคการขนส่งอาจได้รับแรงกดดันจากการส่งออกที่ยังชะลอตัว อย่างไรก็ตาม NCL มีตลาด niche เป็นของตนเอง ได้แก่ ตลาดในกลุ่มประเทศเพื่อนบ้านและกลุ่ม BIMSTEC อีกทั้ง การขยายจำนวนรถบรรทุกจะช่วยหนุนการเติบโตของรายได้ในอนาคต



# มูลค่าประเมินและคำแนะนำ

เราออกบทวิเคราะห์ NCL ด้วยคำแนะนำ "ชื้อ" ที่ราคาเป้าหมายใหม่เท่ากับ 3.84 บาท (26% upside) คำนวณจากวิธี DCF (WACC 11.7%, TG 2%) อิงจากระดับ PE ปี 2558 ที่ 64x และ EPS ที่ 0.06 บาท ทั้งนี้ หากไม่รวมผลกระทบจากท่าเรือระนองราคาเป้าหมายจะปรับลดลงเป็น 3.20 บาท (PE ปี 2558 ที่ 53x) และแม้ว่าประเมินดูแพงหากเทียบกับผู้ประกอบการรายอื่น แต่ เรามองว่าเหมาะสมเนื่องจากการลงทุนใหม่หนุนการเดิบโตอย่างมีศักยภาพ โดยแนวโน้มรายได้ และกำไรในรอบ 3 ปีข้างหน้าจะเดิบโตถึง 20%, 58% ตามลำดับ (CAGR)

Figure 1: DCF valuation

	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
EBIT	38	68	104	151	190	230	274	319	358	377
-Taxes	-7	-14	-22	-32	-41	-51	-60	-70	-79	-83
EBIAT	30	54	82	119	149	180	214	249	280	294
+D&A	33	51	51	51	56	60	58	58	65	67
-Capex	-80	-51	-51	-82	-82	-52	-53	-103	-83	-54
-Chg. In NWC	23	0	14	32	14	15	16	15	11	11
FCF	-40	54	68	56	109	173	203	188	250	296
PV of FCF	-36	43	49	36	63	89	93	78	92	98

LT growth	2.0%
WACC	11.7%
Terminal value	3,112
Sum of FCF PV	605
NPV of terminal	1,029
Enterprise value	1,634
-Int-bearing debt	111
+Cash	84
Equity value	1,607
# shares	420
DCF Fair value	3.84

Source: RHB

Figure 2: Peer comparison

Logistic	Bloomberg	Market Cap	Currency	market		P/E			P/BV		EV/EE	BITDA		yield %)
Company	ticker	USDm	Currency	price	14	15F	16F	14	15F	16F	14	15F	14	15 F
NCL Logistics	NCL TB	37.8	THB	3.04	54.3	51.0	26.0	4.2	3.1	2.9	16.5	15.7	8.0	1.0
Kiattana Transport	KIAT TB	83.2	THB	1.05	37.6	nm	nm	4.5	nm	nm	8.4	nm	2.7	nm
Freight Management Holding	FMH MK	68.5	MYR	1.53	8.9	12.8	11.1	1.5	1.4	nm	7.1	6.4	3.2	3.5
Vibrant Group	VIBG SP	192.5	SGD	0.10	5.9	nm	nm	0.7	nm	nm	11.3	nm	5.4	nm

17.5 12.8 11.1

1.4

9.0

6.4

3.8 3.5

Average (excluding NCL)

Source: Bloomberg, RHB \* Price close as 5 June



# **Financial Exhibits**

Profit & Loss (THBm)	Dec-12	Dec-13	Dec-14	Dec-15F	Dec-16F
Total turnover	726	929	915	1,111	1,333
Cost of sales	(593)	(732)	(753)	(894)	(1,060)
Gross profit	133	197	162	217	273
Gen & admin expenses	(82)	(111)	(122)	(159)	(184)
Selling expenses	(37)	(29)	(11)	(28)	(32)
Operating profit	14	57	29	31	57
Operating EBITDA	24	71	46	64	108
Depreciation of fixed assets	(10)	(13)	(17)	(33)	(51)
Operating EBIT	14	57	29	31	57
Net income from investments	-	-	(0)	(2)	-
Other recurring income	2	7	7	9	11
Interest expense	(9)	(10)	(11)	(5)	(5)
Pre-tax profit	6	53	26	32	64
Taxation	(3)	(12)	(6)	(7)	(14)
Profit after tax & minorities	3	42	20	25	50
Reported net profit	3	42	20	25	50
Recurring net profit	3	42	20	25	50

Source: Company data, RHB

Cash flow (THBm)	Dec-12	Dec-13	Dec-14	Dec-15F	Dec-16F
Operating profit	14	57	29	31	57
Depreciation & amortisation	10	13	17	33	51
Change in working capital	(13)	(16)	32	(26)	(17)
Other operating cash flow	(4)	11	27	9	26
Operating cash flow	7	65	106	47	117
Interest received	1	1	1	-	-
Interest paid	(9)	(10)	(11)	(5)	(5)
Tax paid	(8)	(9)	(10)	(7)	(14)
Cash flow from operations	(10)	47	86	34	99
Capex	(18)	(7)	(71)	(151)	(51)
Other investing cash flow	(1)	0	(43)	(6)	11
Cash flow from investing activities	(19)	(7)	(113)	(157)	(40)
Dividends paid	-	-	(25)	(13)	(25)
Proceeds from issue of shares	80	-	165	72	-
Increase in debt	(38)	21	(75)	(5)	(23)
Other financing cash flow	(12)	(10)	(11)	-	-
Cash flow from financing activities	30	11	54	54	(48)
Cash at beginning of period	4	6	57	84	15
Total cash generated	2	51	27	(69)	11
Implied cash at end of period	6	57	84	15	26

Source: Company data, RHB



# **Financial Exhibits**

Balance Sheet (THBm)	Dec-12	Dec-13	Dec-14	Dec-15F	Dec-16F
Total cash and equivalents	6	57	84	15	26
Accounts receivable	135	157	106	152	183
Total current assets	141	215	190	167	209
Total investments	60	61	105	112	101
Tangible fixed assets	146	169	215	333	333
Intangible assets	1	1	4	4	4
Total other assets	13	14	20	22	27
Total non-current assets	220	245	344	470	464
Total assets	362	460	534	638	673
Short-term debt	68	125	83	89	107
Accounts payable	76	73	63	86	116
Other current liabilities	29	38	27	24	7
Total current liabilities	173	236	172	199	229
Total long-term debt	63	53	28	22	-
Other liabilities	5	7	8	7	9
Total non-current liabilities	67	60	36	29	9
Total liabilities	240	297	209	228	238
Share capital	81	81	105	105	105
Retained earnings reserve	(8)	33	29	42	67
Other reserves	49	49	191	263	263
Shareholders' equity	122	163	325	409	434
Other equity	-	-	(0)	-	-
Total equity	122	163	325	409	434
Total liabilities & equity	362	460	534	638	673

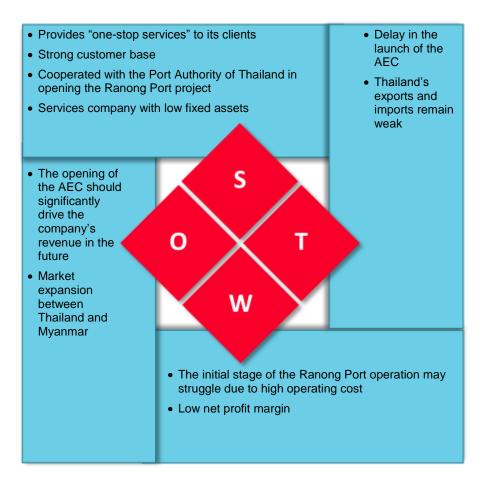
Source: Company data, RHB

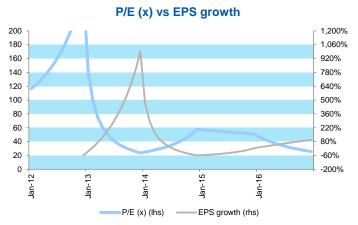
Key Ratios (THB)	Dec-12	Dec-13	Dec-14	Dec-15F	Dec-16F
Revenue growth (%)	42.9	27.9	(1.5)	21.4	20.0
Operating profit growth (%)	(7.8)	311.3	(49.2)	5.6	87.5
Net profit growth (%)	(57.3)	1255.1	(53.0)	28.3	97.9
EPS growth (%)	(57.4)	994.5	(59.0)	13.8	97.9
BVPS growth (%)	97.9	34.2	54.2	25.9	6.1
Operating margin (%)	1.9	6.1	3.2	2.8	4.3
Net profit margin (%)	0.4	4.5	2.1	2.3	3.7
Return on average assets (%)	1.0	10.1	3.9	4.3	7.6
Return on average equity (%)	3.9	29.2	8.0	6.8	11.8
Net debt to equity (%)	102.1	74.2	8.3	23.4	18.6
DPS	0.00	0.00	0.02	0.03	0.06
Recurrent cash flow per share	(0.04)	0.14	0.23	0.08	0.23

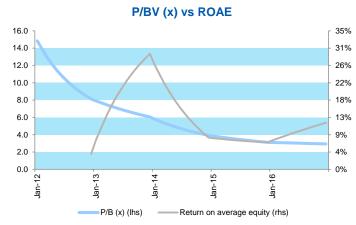
Source: Company data, RHB



# **SWOT Analysis**







Source: Company data, RHB

Source: Company data, RHB

# **Company Profile**

NCL is a logistics provider which offers services of planning and managing the flow of goods, customs brokerage, inventory management, and domestic transport by trucks and trailers.



# **Recommendation Chart**



Source: RHB, Bloomberg



#### **RHB Guide to Investment Ratings**

Buy: Share price may exceed 10% over the next 12 months

Trading Buy: Share price may exceed 15% over the next 3 months, however longer-term outlook remains uncertain

**Neutral:** Share price may fall within the range of +/- 10% over the next 12 months **Take Profit:** Target price has been attained. Look to accumulate at lower levels

Sell: Share price may fall by more than 10% over the next 12 months

Not Rated: Stock is not within regular research coverage

#### **Investment Research Disclaimers**

RHB has issued this report for information purposes only. This report is intended for circulation amongst RHB and its affiliates' clients generally or such persons as may be deemed eligible by RHB to receive this report and does not have regard to the specific investment objectives, financial situation and the particular needs of any specific person who may receive this report. This report is not intended, and should not under any circumstances be construed as, an offer or a solicitation of an offer to buy or sell the securities referred to herein or any related financial instruments.

This report may further consist of, whether in whole or in part, summaries, research, compilations, extracts or analysis that has been prepared by RHB's strategic, joint venture and/or business partners. No representation or warranty (express or implied) is given as to the accuracy or completeness of such information and accordingly investors should make their own informed decisions before relying on the same.

This report is not directed to, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any locality, state, country or other jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to the applicable laws or regulations. By accepting this report, the recipient hereof (i) represents and warrants that it is lawfully able to receive this document under the laws and regulations of the jurisdiction in which it is located or other applicable laws and (ii) acknowledges and agrees to be bound by the limitations contained herein. Any failure to comply with these limitations may constitute a violation of applicable laws.

All the information contained herein is based upon publicly available information and has been obtained from sources that RHB believes to be reliable and correct at the time of issue of this report. However, such sources have not been independently verified by RHB and/or its affiliates and this report does not purport to contain all information that a prospective investor may require. The opinions expressed herein are RHB's present opinions only and are subject to change without prior notice. RHB is not under any obligation to update or keep current the information and opinions expressed herein or to provide the recipient with access to any additional information. Consequently, RHB does not guarantee, represent or warrant, expressly or impliedly, as to the adequacy, accuracy, reliability, fairness or completeness of the information and opinion contained in this report. Neither RHB (including its officers, directors, associates, connected parties, and/or employees) nor does any of its agents accept any liability for any direct, indirect or consequential losses, loss of profits and/or damages that may arise from the use or reliance of this research report and/or further communications given in relation to this report. Any such responsibility or liability is hereby expressly disclaimed.

Whilst every effort is made to ensure that statement of facts made in this report are accurate, all estimates, projections, forecasts, expressions of opinion and other subjective judgments contained in this report are based on assumptions considered to be reasonable and must not be construed as a representation that the matters referred to therein will occur. Different assumptions by RHB or any other source may yield substantially different results and recommendations contained on one type of research product may differ from recommendations contained in other types of research. The performance of currencies may affect the value of, or income from, the securities or any other financial instruments referenced in this report. Holders of depositary receipts backed by the securities discussed in this report assume currency risk. Past performance is not a guide to future performance. Income from investments may fluctuate. The price or value of the investments to which this report relates, either directly or indirectly, may fall or rise against the interest of investors.

This report does not purport to be comprehensive or to contain all the information that a prospective investor may need in order to make an investment decision. The recipient of this report is making its own independent assessment and decisions regarding any securities or financial instruments referenced herein. Any investment discussed or recommended in this report may be unsuitable for an investor depending on the investor's specific investment objectives and financial position. The material in this report is general information intended for recipients who understand the risks of investing in financial instruments. This report does not take into account whether an investment or course of action and any associated risks are suitable for the recipient. Any recommendations contained in this report must therefore not be relied upon as investment advice based on the recipient's personal circumstances. Investors should make their own independent evaluation of the information contained herein, consider their own investment objective, financial situation and particular needs and seek their own financial, business, legal, tax and other advice regarding the appropriateness of investing in any securities or the investment strategies discussed or recommended in this report.

This report may contain forward-looking statements which are often but not always identified by the use of words such as "believe", "estimate", "intend" and "expect" and statements that an event or result "may", "will" or "might" occur or be achieved and other similar expressions. Such forward-looking statements are based on assumptions made and information currently available to RHB and are subject to known and unknown risks, uncertainties and other factors which may cause the actual results, performance or achievement to be materially different from any future results, performance or achievement, expressed or implied by such forward-looking statements. Caution should be taken with respect to such statements and recipients of this report should not place undue reliance on any such forward-looking statements. RHB expressly disclaims any obligation to update or revise any forward-looking statements, whether as a result of new information, future events or circumstances after the date of this publication or to reflect the occurrence of unanticipated events.



The use of any website to access this report electronically is done at the recipient's own risk, and it is the recipient's sole responsibility to take precautions to ensure that it is free from viruses or other items of a destructive nature. This report may also provide the addresses of, or contain hyperlinks to, websites. RHB takes no responsibility for the content contained therein. Such addresses or hyperlinks (including addresses or hyperlinks to RHB own website material) are provided solely for the recipient's convenience. The information and the content of the linked site do not in any way form part of this report. Accessing such website or following such link through the report or RHB website shall be at the recipient's own risk.

This report may contain information obtained from third parties. Third party content providers do not guarantee the accuracy, completeness, timeliness or availability of any information and are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, or for the results obtained from the use of such content. Third party content providers give no express or implied warranties, including, but not limited to, any warranties of merchantability or fitness for a particular purpose or use. Third party content providers shall not be liable for any direct, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including lost income or profits and opportunity costs) in connection with any use of their content.

The research analysts responsible for the production of this report hereby certifies that the views expressed herein accurately and exclusively reflect his or her personal views and opinions about any and all of the issuers or securities analysed in this report and were prepared independently and autonomously. The research analysts that authored this report are precluded by RHB in all circumstances from trading in the securities or other financial instruments referenced in the report, or from having an interest in the company(ies) that they cover.

RHB and/or its affiliates and/or their directors, officers, associates, connected parties and/or employees, may have, or have had, interests in the securities or qualified holdings, in subject company(ies) mentioned in this report or any securities related thereto and may from time to time add to or dispose of, or may be materially interested in, any such securities. Further, RHB and/or its affiliates may have, or have had, business relationships with the subject company(ies) mentioned in this report and may from time to time seek to provide investment banking or other services to the subject company(ies) referred to in this research report. As a result, investors should be aware that a conflict of interest may exist.

The contents of this report is strictly confidential and may not be copied, reproduced, published, distributed, transmitted or passed, in whole or in part, to any other person without the prior express written consent of RHB and/or its affiliates. This report has been delivered to RHB and its affiliates' clients for information purposes only and upon the express understanding that such parties will use it only for the purposes set forth above. By electing to view or accepting a copy of this report, the recipients have agreed that they will not print, copy, videotape, record, hyperlink, download, or otherwise attempt to reproduce or re-transmit (in any form including hard copy or electronic distribution format) the contents of this report. RHB and/or its affiliates accepts no liability whatsoever for the actions of third parties in this respect.

The contents of this report are subject to copyright. Please refer to Restrictions on Distribution below for information regarding the distributors of this report. Recipients must not reproduce or disseminate any content or findings of this report without the express permission of RHB and the distributors.

The securities mentioned in this publication may not be eligible for sale in some states or countries or certain categories of investors. The recipient of this report should have regard to the laws of the recipient's place of domicile when contemplating transactions in the securities or other financial instruments referred to herein. The securities discussed in this report may not have been registered in such jurisdiction. Without prejudice to the foregoing, the recipient is to note that additional disclaimers, warnings or qualifications may apply based on geographical location of the person or entity receiving this report.

### RESTRICTIONS ON DISTRIBUTION

#### Malaysia

This report is issued and distributed in Malaysia by RHB Research Institute Sdn Bhd. The views and opinions in this report are our own as of the date hereof and is subject to change. If the Financial Services and Markets Act of the United Kingdom or the rules of the Financial Conduct Authority apply to a recipient, our obligations owed to such recipient therein are unaffected. RHB Research Institute Sdn Bhd has no obligation to update its opinion or the information in this report.

### **Thailand**

This report is issued and distributed in the Kingdom of Thailand by RHB OSK Securities (Thailand) PCL, a licensed securities company that is authorised by the Ministry of Finance, regulated by the Securities and Exchange Commission of Thailand and is a member of the Stock Exchange of Thailand. The Thai Institute of Directors Association has disclosed the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies made pursuant to the policy of the Securities and Exchange Commission of Thailand. RHB OSK Securities (Thailand) PCL does not endorse, confirm nor certify the result of the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies.

#### Indonesia

This report is issued and distributed in Indonesia by PT RHB OSK Securities Indonesia. This research does not constitute an offering document and it should not be construed as an offer of securities in Indonesia. Any securities offered or sold, directly or indirectly, in Indonesia or to any Indonesian citizen or corporation (wherever located) or to any Indonesian resident in a manner which constitutes a public offering under Indonesian laws and regulations must comply with the prevailing Indonesian laws and regulations.



#### Singapore

This report is issued and distributed in Singapore by RHB Research Institute Singapore Pte Ltd and it may only be distributed in Singapore to accredited investors, expert investors and institutional investors as defined in the Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act (Chapter 289), as amended from time to time. By virtue of distribution to these categories of investors, RHB Research Institute Singapore Pte Ltd and its representatives are not required to comply with Section 36 of the Financial Advisers Act (Chapter 110) (Section 36 relates to disclosure of RHB Research Institute Singapore Pte Ltd 's interest and/or its representative's interest in securities). Recipients of this report in Singapore may contact RHB Research Institute Singapore Pte Ltd in respect of any matter arising from or in connection with the report.

#### Hong Kong

This report is issued and distributed in Hong Kong by RHB OSK Securities Hong Kong Limited (興業僑豐證券有限公司) (CE No.: ADU220) ("RHBSHK") which is licensed in Hong Kong by the Securities and Futures Commission for Type 1 (dealing in securities) and Type 4 (advising on securities) regulated activities. Any investors wishing to purchase or otherwise deal in the securities covered in this report should contact RHB OSK Securities Hong Kong Limited.

#### **United States**

This report was prepared by RHB and is being distributed solely and directly to "major" U.S. institutional investors as defined under, and pursuant to, the requirements of Rule 15a-6 under the U.S. Securities and Exchange Act of 1934, as amended (the "Exchange Act"). RHB is not registered as a broker-dealer in the United States and does not offer brokerage services to U.S. persons. Any order for the purchase or sale of the securities discussed herein that are listed on Bursa Malaysia Securities Berhad must be placed with and through Auerbach Grayson ("AG"). Any order for the purchase or sale of all other securities discussed herein must be placed with and through such other registered U.S. broker-dealer as appointed by RHB from time to time as required by the Exchange Act Rule 15a-6.

This report is confidential and not intended for distribution to, or use by, persons other than the recipient and its employees, agents and advisors, as applicable.

Additionally, where research is distributed via Electronic Service Provider, the analysts whose names appear in this report are not registered or qualified as research analysts in the United States and are not associated persons of Auerbach Grayson AG or such other registered U.S. broker-dealer as appointed by RHB from time to time and therefore may not be subject to any applicable restrictions under Financial Industry Regulatory Authority ("FINRA") rules on communications with a subject company, public appearances and personal trading.

Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the U.S. Securities and Exchange Commission. Information on non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in the United States.

The financial instruments discussed in this report may not be suitable for all investors.

Transactions in foreign markets may be subject to regulations that differ from or offer less protection than those in the United States.

#### **OWNERSHIP AND MATERIAL CONFLICTS OF INTEREST**

#### Malaysia

RHB does not have qualified shareholding (1% or more) in the subject company (ies) covered in this report except for:

a) -

RHB and/or its subsidiaries are not liquidity providers or market makers for the subject company (ies) covered in this report except for:

a) -

RHB and/or its subsidiaries have not participated as a syndicate member in share offerings and/or bond issues in securities covered in this report in the last 12 months except for:

a) -

RHB has not provided investment banking services to the company/companies covered in this report in the last 12 months except for:

a) -

## Thailand

RHB OSK Securities (Thailand) PCL and/or its directors, officers, associates, connected parties and/or employees, may have, or have had, interests and/or commitments in the securities in subject company(ies) mentioned in this report or any securities related thereto. Further, RHB OSK Securities (Thailand) PCL may have, or have had, business relationships with the subject company(ies) mentioned in this report. As a result, investors should exercise their own judgment carefully before making any investment decisions.



#### Indonesia

PT RHB OSK Securities Indonesia is not affiliated with the subject company(ies) covered in this report both directly or indirectly as per the definitions of affiliation above.

Pursuant to the Capital Market Law (Law Number 8 Year 1995) and the supporting regulations thereof, what constitutes as affiliated parties are as follows:

- 1. Familial relationship due to marriage or blood up to the second degree, both horizontally or vertically;
- 2. Affiliation between parties to the employees, Directors or Commissioners of the parties concerned;
- 3. Affiliation between 2 companies whereby one or more member of the Board of Directors or the Commissioners are the same;
- 4. Affiliation between the Company and the parties, both directly or indirectly, controlling or being controlled by the Company;
- 5. Affiliation between 2 companies which are controlled, directly or indirectly, by the same party; or
- 6. Affiliation between the Company and the main Shareholders.

PT RHB OSK Securities Indonesia is not an insider as defined in the Capital Market Law and the information contained in this report is not considered as insider information prohibited by law.

#### Insider means:

- a. a commissioner, director or employee of an Issuer or Public Company;
- b. a substantial shareholder of an Issuer or Public Company;
- c. an individual, who because of his position or profession, or because of a business relationship with an Issuer or Public Company, has access to inside information; and
- d. an individual who within the last six months was a Person defined in letters a, b or c, above.

# Singapore

RHB Research Institute Singapore Pte Ltd and/or its subsidiaries and/or associated companies do not make a market in any securities covered in this report, except for:

(a)

The staff of RHB Research Institute Singapore Pte Ltd and its subsidiaries and/or its associated companies do not serve on any board or trustee positions of any issuer whose securities are covered in this report, except for:

(a) -

RHB Research Institute Singapore Pte Ltd and/or its subsidiaries and/or its associated companies do not have and have not within the last 12 months had any corporate finance advisory relationship with the issuer of the securities covered in this report or any other relationship (including a shareholding of 1% or more in the securities covered in this report) that may create a potential conflict of interest, except for:

(a) -

## **Hong Kong**

RHBSHK or any of its group companies may have financial interests in in relation to an issuer or a new listing applicant (as the case may be) the securities in respect of which are reviewed in the report, and such interests aggregate to an amount equal to or more than (a) 1% of the subject company's market capitalization (in the case of an issuer as defined under paragraph 16 of the Code of Conduct for Persons Licensed by or Registered with the Securities and Futures Commission (the "Code of Conduct"); and/or (b) an amount equal to or more than 1% of the subject company's issued share capital, or issued units, as applicable (in the case of a new listing applicant as defined in the Code of Conduct). Further, the analysts named in this report or their associates may have financial interests in relation to an issuer or a new listing applicant (as the case may be) in the securities which are reviewed in the report.

RHBSHK or any of its group companies may make a market in the securities covered by this report.

RHBSHK or any of its group companies may have analysts or their associates, individual(s) employed by or associated with RHBSHK or any of its group companies serving as an officer of the company or any of the companies covered by this report.

RHBSHK or any of its group companies may have received compensation or a mandate for investment banking services to the company or any of the companies covered by this report within the past 12 months.

Note: The reference to "group companies" above refers to a group company of RHBSHK that carries on a business in Hong Kong in (a) investment banking; (b) proprietary trading or market making; or (c) agency broking, in relation to securities listed or traded on The Stock Exchange of Hong Kong Limited.



Kuala Lumpur Hong Kong Singapore

RHB Research Institute Sdn Bhd

Level 11, Tower One, RHB Centre Jalan Tun Razak Kuala Lumpur Malaysia Tel: +(60) 3 9280 2185

Fax: +(60) 3 9284 8693

RHB OSK Securities Hong Kong Ltd.

12<sup>th</sup> Floor World-Wide House 19 Des Voeux Road Central, Hong Kong Tel: +(852) 2525 1118 Fax: +(852) 2810 0908

**RHB Research Institute Singapore** Pte Ltd (formerly known as DMG & Partners Research Pte Ltd)

10 Collyer Quay #09-08 Ocean Financial Centre Singapore 049315 Tel: +(65) 6533 1818 Fax: +(65) 6532 6211

Jakarta Shanghai

PT RHB OSK Securities Indonesia

Wisma Mulia, 20th Floor Jl. Jend. Gatot Subroto No. 42 Jakarta 12710, Indonesia Tel: +(6221) 2783 0888 Fax: +(6221) 2783 0777

RHB OSK (China) Investment Advisory Co. Ltd.

Suite 4005, CITIC Square 1168 Nanjing West Road Shanghai 20041 China

Tel: +(8621) 6288 9611 Fax: +(8621) 6288 9633

**RHB OSK Indochina Securities Limited** 

Phnom Penh

No. 1-3, Street 271 Sangkat Toeuk Thla, Khan Sen Sok Phnom Penh Cambodia

Tel: +(855) 23 969 161 Fax: +(855) 23 969 171

Bangkok

RHB OSK Securities (Thailand) PCL

10th Floor, Sathorn Square Office Tower 98, North Sathorn Road, Silom Bangrak, Bangkok 10500 Thailand

Tel: +(66) 2 862 9999 Fax: +(66) 2 862 9799



UAC VGI VNT

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



BAFS	HANA	KTB	SAMART	SIM
BCP	INTUCH	MINT	SAMTEL	SPALI
BTS	IRPC	PSL	SAT	TISCO
CPN	IVL	PTT	SC	TMB
EGCO	KBANK	PTTEP	SCB	TOP
CRAMM	V KKD	PTTCC	SE-ED	



AAV	BKI	DTAC	KSL	NMG	PS	SNP	TIPCO
ACAP	BLA	DTC	LANNA	NSI	PT	SPI	TK
ADVANC	BMCL	EASTW	LH	OCC	QH	SSF	TKT
ANAN	BROOK	EE	LHBANK	OFM	RATCH	SSI	TNITY
AOT	CENTEL	ERW	LOXLEY	PAP	ROBINS	SSSC	TNL
ASIMAR	CFRESH	GBX	LPN	PE	RS	STA	TOG
ASK	CIMBT	GC	MACO	PG	S&J	SVI	TRC
ASP	CK	GFPT	MC	PHOL	SAMCO	TCAP	TRUE
BANPU	CNT	GUNKUL	MCOT	PJW	SCC	TF	TSTE
BAY	CPF	HEMRAJ	NBC	PM	SINGER	THAI	TSTH
BBL	CSL	HMPRO	NCH	PPS	SIS	THANI	TTA
BECL	DELTA	ICC	NINE	PR	SITHAI	THCOM	TTW
BIGC	DRT	KCE	NKI	PRANDA	SNC	TIP	TVO



2S	AQUA	CCET	EA	IFS	MAKRO	NTV	PRG	SIAM	STPI	TIC	TUF
AF	ARIP	CGD	ESSO	IHL	MATCH	NUSA	PRIN	SIRI	SUC	TICON	TVD
AH	AS	CGS	FE	INET	MBK	NWR	PTG	SKR	SWC	TIW	TWFP
AHC	ASIA	CHOW	FORTH	IRC	MBKET	NYT	QLT	SMG	SYMC	TKS	UMI
AIT	AYUD	CI	FPI	IRCP	MEGA	OGC	QTC	SMK	SYNEX	TLUXE	UP
AJ	BEAUTY	CKP	GENCO	ITD	MFC	OISHI	RCL	SMPC	SYNTEC	TMI	UPF
AKP	BEC	CM	GL	KBS	MFEC	PACE	SABINA	SMT	TASCO	TMT	UPOIC
AKR	BFIT	CMR	GLOBAL	KGI	MJD	PATO	SALEE	SOLAR	TBSP	TNDT	UT
AMANAH	BH	CSC	GLOW	KKC	MODERN	PB	SCBLIF	SPC	TEAM	TPC	UV
AMARIN	BJC	CSP	GOLD	KTC	MONO	PDI	SCCC	SPCG	TFD	TPCORP	UWC
AMATA	BJCHI	CSS	HOTPOT	L&E	MOONG	PICO	SCG	SPPT	TFI	TRT	VIH
AP	BOL	DCC	HTC	LRH	MPG	PPM	SEAFCO	SST	THANA	TRU	WAVE
APCO	BTNC	DEMCO	HTECH	LST	MTI	PPP	SEAOIL	STANLY	THIP	TSC	WHA
APCS	BWG	DNA	HYDRO	MAJOR	NC	PREB	SFP	STEC	THREL	TTCL	WIN
											WINNE
											YUASA
											ZMICO

ช่วงคะแนน Score Range	สัญลักษณ์ Number of Logo	ความหมาย	Description		
90 - 100		ตีเลิศ	Excellent		
80 - 89		ตีมาก	Very Good		
70 - 79	<b>AAA</b>	ที	Good		
60 - 69	<b>A A</b>	ดีพอใช้	Satisfactory		
50 - 59	<u> </u>	ผ่าน	Pass		
ต่ำกว่า 50	No logo given	N/A	N/A		
จะทำการเผยแพร่รายชื่อเฉ อยู่ในระดับ "ดี" ตื้นไร "ดี" "ดีมาก" แ โดยประกาศรายชื่อบ เรียงตามคำคับคัวอักษรชื่อย่	ป ซึ่งมี 3 กลุ่มคือ ละ "ดีเลิศ" ริษัทในแต่ละกลุ่ม	In order to recognize well performed companies, companies classified into the three highest score groups (Good, Very Good, and Excellent) will be announced to the public.			

# IOD (IOD Disclaimer)

การเปิดเผลผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้เป็นการ ดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบรษัทจด ทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะและเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้นผลสำรวจ ดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอกโดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติและมิได้มีการใช้ข้อมูลภายในในการประเมิน

อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูและกิจการบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้นผลการสำรวจจึงอาจ เปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว ทั้งนี้บริษัทหลักทรัพย์ อาร์เอสบี โอเอส เค จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด