

# AP (THAILAND) AP TB

## THAILAND / PROPERTY DEVELOPMENT

# BUY

**UNCHANGED**

## กระแสตอบรับคอนโดใหม่ดีกว่าคาด

- ความสำเร็จคอนโดใหม่ 2 โครงการที่ทำยอดขายดีกว่าคาด 45-75% บวกกับแผนเปิดแนวราบใหม่จำนวนมาก คาดหนุนให้ยอด Presales 4Q23 โตเด่น q-q, y-y
- ทิศทางกำไร 4Q23 เร่งตัวขึ้น y-y อยู่ในเกณฑ์ดี คงคาดจบปีทำ New High
- คงราคาเหมาะสม 14.40 บาท ยังแนะนำซื้อ และเป็น Top Pick ของกลุ่มอสังหาฯ

TARGET PRICE	THB14.40
CLOSE	THB10.80
UP/DOWNSIDE	+33.3%
PRIOR TP	THB14.40
CHANGE IN TP	UNCHANGED
TP vs CONSENSUS	+0.6%

## KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	38,539	42,223	43,979	45,724
Net profit	5,877	6,274	6,450	6,568
EPS (THB)	1.87	1.99	2.05	2.09
vs Consensus (%)	-	0.9	1.3	1.9
EBITDA	6,107	6,627	6,894	7,178
Recurring net profit	5,874	6,274	6,450	6,568
Core EPS (THB)	1.87	1.99	2.05	2.09
Chg. In EPS est. (%)	-	-	-	-
EPS growth (%)	29.3	6.8	2.8	1.8
Core P/E (x)	5.8	5.4	5.3	5.2
Dividend yield (%)	6.0	6.5	6.5	6.7
EV/EBITDA (x)	9.1	8.0	7.6	7.1
Price/book (x)	0.9	0.8	0.8	0.7
Net debt/Equity (%)	58.5	46.4	41.5	34.8
ROE (%)	17.0	16.2	15.0	13.9

## รับปัจจัยบวกจาก 2 คอนโดใหม่ทำยอดขายสูง 45-75% ดีกว่าเป้า

โมเมนตัมยอด Presales เดือนค.พ.ย. 2023 เป็นบวกมากขึ้น ทำได้ 1.2 หมื่นล้านบาท เทียบเท่า 6 พันล้านบาท/เดือน สูงขึ้นจากค่าเฉลี่ย 3.9-4.3 พันล้านบาท/เดือนใน 3Q23 และ 4Q22 มีแรงหนุนจากความสำเร็จของการเปิดตัวคอนโดใหม่ 2 แห่งในเดือนพ.ย.คือ 1) Aspire Vibha-Victory มูลค่า 2.3 พันล้านบาท (ราคาขาย 110-120k/sq.m) ทำ Take-up rate 45-50% เริ่มโอน 3Q25 2) Rhythm Charoennakhon Iconic มูลค่า 5 พันล้านบาท (ราคาขาย 170-180k/sq.m) ทำ Take-up rate 75% เริ่มโอน 2Q26 ซึ่งทั้ง 2 โครงการทำยอดขายได้ดีกว่าเป้าหมายที่ 30% ด้วยจุดเด่นของทำเลศักยภาพสูงและการออกแบบ Layouts ใหม่ โดยกลุ่มลูกค้าหลักยังเป็นชาวไทย ส่วนชาวต่างชาติคิดเป็น 10-25% ของส่วนที่ขายได้ หลักๆจากเมียนมา รองลงมาเป็นจีนและไต้หวัน

## เดิหน้าเปิดตัวแนวราบต่อเนื่อง ผลักดันยอด Presales 4Q23 โตเด่น

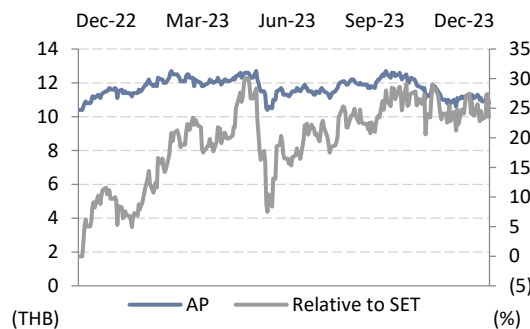
ภาพรวมการขายโครงการแนวราบยังทรงตัวจาก 3Q23 โดย 4Q23 เปิดตัวแล้ว 12 แห่ง มูลค่ารวม 1.2 หมื่นล้านบาท เป็นทาวน์โฮมทั้งหมด มี Take-up rate เฉลี่ย 15-20% ใกล้เคียงกับ 3Q23 ขณะที่ช่วงกลางเดือนธ.ค. มีแผนเปิดตัวบ้านเดี่ยวเพิ่ม 9 แห่ง มูลค่ารวม 1.6 หมื่นล้านบาท ซึ่งหลายโครงการทดแทนโครงการเดิมที่ปิดการขายแล้ว หนุนยอด Presales 4Q23 คาดบรรลุเป้าบริษัทที่ 1.5 หมื่นล้านบาทเป็นระดับสูงสุดรายไตรมาศ (เทียบกับ 3Q23 ที่ 1.2 หมื่นล้านบาท และ 4Q22 ที่ 1.3 หมื่นล้านบาท) และจบปี 2023 ใกล้เคียงกับปี 2022 ที่ 5.0-5.1 หมื่นล้านบาท (YTD ทำได้ 4.7 หมื่นล้านบาท)

## คาดการณ์กำไร 4Q23 เร่งตัวขึ้น y-y อยู่ในเกณฑ์ดี จบปี 2023 ทำ New High ต่อ

เบื้องต้นเราประเมินรายได้โอน 4Q23 ที่ระดับ 1 หมื่นล้านบาท+ เร่งขึ้นจาก 3Q23 ที่ 9.8 พันล้านบาท และ 4Q22 ที่ 8.6 พันล้านบาท หลักๆจากทยอยรับรู้ Backlog แนวราบที่ยกมา 1.6 หมื่นล้านบาท อย่างไรก็ดี แผนการเปิดโครงการใหม่จำนวนมาก คาดส่งผลให้ค่าใช้จ่ายขายและบริหารสูงขึ้น ประกอบกับส่วนแบ่งกำไร JV ชะลอลง q-q ตามสต็อกเหลือขายที่ลดลง ส่งผลให้คาดการณ์กำไรสุทธิ 4Q23 จะอยู่ที่ 1.5-1.6 พันล้านบาท เร่งขึ้นจาก 4Q22 ที่ 1.15 พันล้านบาท แต่อ่อนลงจาก 3Q23 ที่ 1.7 พันล้านบาท

## คงคำแนะนำซื้อ ราคาเหมาะสม 14.40 บาท พื้นฐานแกร่ง Valuation น่าสนใจ

คงประมาณการกำไรปี 2023-2024 ที่ 6.3 พันล้านบาท (+7% y-y) และ 6.5 พันล้านบาท (+3% y-y) ตามลำดับ ซึ่งทำ New High ต่อได้ คงราคาเหมาะสม 14.40 บาท ยังแนะนำซื้อ หุ่นปัจจุบันซื้อขายบน PE2024 เพียง 5.3x หรือค่าเฉลี่ย -0.5SD และคาดปันผล 6.5% ต่อปี (จ่ายปีละครั้ง) ขณะที่ 29 พ.ย. ที่ประชุมกนง.คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายและส่งสัญญาณไม่ปรับขึ้นระยะถัดไป ช่วยผ่อนคลายแรงกดดันต่อกลุ่มอสังหาฯ



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	0.0	(15.0)	6.9
Relative to country (%)	0.1	(3.5)	26.7
Mkt cap (USD m)	965		
3m avg. daily turnover (USD m)	3.0		
Free float (%)	66		
Major shareholder	Mr. Anuphong Assavabhokhin (21%)		
12m high/low (THB)	12.80/10.10		
Issued shares (m)	3,145.90		

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



### Thanyatorn Songwutti

Fundamental Investment Analyst on Securities; License no. 101203  
thanyatorn.s@fssia.com, +66 2646 9963

## Investment thesis

ในปี 2023 AP วางแผนเชิงรุกเพื่อทำสถิติสูงสุดใหม่ในทุกด้าน 1) บริษัท วางแผนเปิด 58 โครงการใหม่ มูลค่ารวม 7.7 หมื่นลบ. (+21% y-y) 2) บริษัท ตั้งเป้าหมายยอดขายโครงการที่ 5.8 หมื่นลบ. (+15% y-y) ประกอบด้วยโครงการแนวราบ 78% และคอนโด 22% และ 3) บริษัท ตั้งเป้ารายได้จากการโอน (รวม JV 100%) ไว้ที่ 5.6 หมื่นลบ. เทียบกับ 4.8 หมื่นลบ. ในปี 2022 อีกทั้งวางแผนเพิ่มขยายพอร์ตในตลาด Luxury และเปิดโครงการต่างจังหวัดใน 5 จังหวัดใหม่

จุดเด่นของ AP คือ พอร์ตที่ยืดหยุ่นกระจายรายได้ครอบคลุมทั้งแนวราบและคอนโดในตลาดทุกเซกเมนต์ ทั้งในกรุงเทพฯ และต่างจังหวัด เพิ่มศักยภาพในการเติบโตได้อย่างมั่นคง ขณะที่กลยุทธ์การรุกเปิดโครงการใหม่เพิ่มขึ้นต่อเนื่องพร้อมกระจายในหลายทำเล หนุนการครองส่วนแบ่งการตลาดที่สูงได้ดี

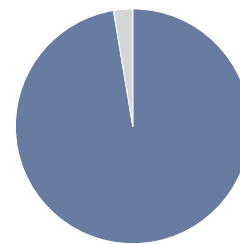
## Company profile

AP ประกอบธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อขาย ประเภทคอนโดมิเนียม ทาวน์โฮม บ้านเดี่ยว บ้านแฝด โฮมออฟฟิศ ด้วยทำเลที่ตั้งในเขตชุมชนเมือง ศูนย์กลางทางธุรกิจ สามารถเดินทางได้สะดวก และเน้นแบบที่อยู่อาศัยให้ตรงกับความต้องการของกลุ่มลูกค้าแต่ละกลุ่มและแต่ละทำเล พร้อมมีธุรกิจบริการต่างๆในเครือที่ครอบคลุมเรื่องการอยู่อาศัยอย่างครบวงจร

[www.apthai.com](http://www.apthai.com)

## Principal activities (revenue, 2022)

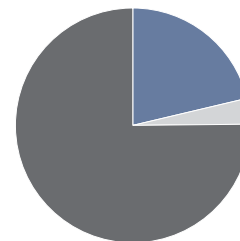
- Sales - 97.4 %
- Service income - 2.6 %



Source: AP (Thailand)

## Major shareholders

- Mr. Anuphong Assavabhokhin - 21.3 %
- Vipavasuphakorn Family - 3.5 %
- Others - 75.2 %



Source: AP (Thailand)

## Catalysts

ปัจจัยบวกต่อราคาหุ้นคือ 1) ความสำเร็จของการเปิดคอนโดใหม่ 2) โครงการแนวราบใหม่ได้รับผลตอบแทนดี 3) ตลาดอสังหาริมทรัพย์ฟื้นตัวเร็วกว่าคาด 4) ผลประกอบการทำ New High ต่อเนื่องในปี 2023-2024 และ 5) มาตรการกระตุ้นอสังหาริมทรัพย์ และการผ่อนคลาย LTV

## Risks to our call

ความเสี่ยง 1) ตลาดแนวราบชะลอตัวมากกว่าคาด 2) การเปิดโครงการใหม่และอัตราการขายโครงการต่ำกว่าคาด 3) เศรษฐกิจฟื้นตัวช้า 4) ดอกเบี้ยขาขึ้นกระทบกำลังซื้อ 5) อัตราการปฏิเสธสินเชื่อจากธนาคารและยอดยกเลิกจากลูกค้าสูงขึ้น 6) การก่อสร้างล่าช้าและการขาดแคลนแรงงาน และ 7) การแข่งขันรุนแรง

## Event calendar

Date	Event
February 2024	4Q23 results announcement

## Key assumptions

	2023E	2024E	2025E
Transfer revenue (THB m)	41,107	42,841	44,563
Service income (THB m)	1,116	1,138	1,161
Property GPM (%)	32.9	32.9	32.9
GPM (%)	34.1	34.1	34.1
SG&A to sales (%)	18.8	18.8	18.8

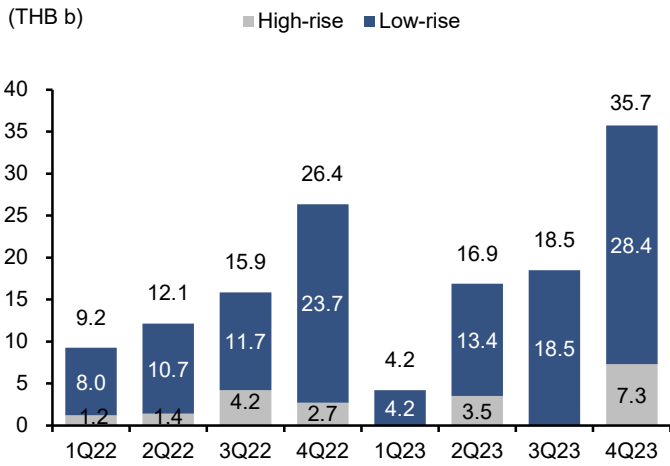
Source: FSSIA estimates

## Earnings sensitivity

- For every 5% increase in transfers, we estimate 2024 net profit to rise by 4%, and vice versa, all else being equal.
- For every 0.5% increase in property GPM, we estimate 2024 net profit to rise by 2.9%, and vice versa, all else being equal.
- For every 0.5% increase in SG&A, we estimate 2024 net profit to fall by 2.7%, and vice versa, all else being equal

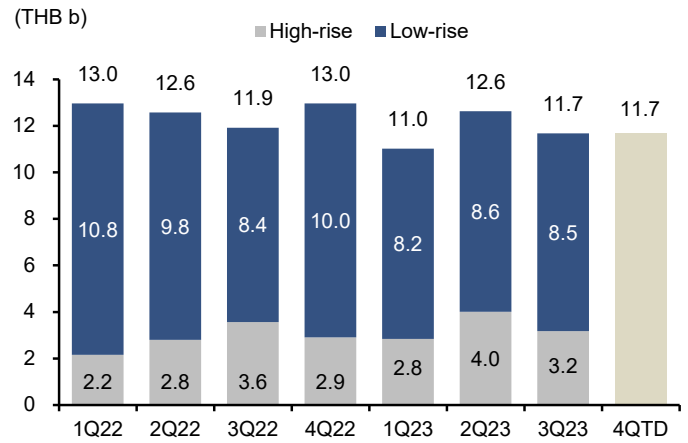
Source: FSSIA estimates

**Exhibit 1: Quarterly new launches**



Sources: AP; FSSIA's compilations

**Exhibit 2: Quarterly presales**



Sources: AP; FSSIA's compilations

**Exhibit 3: New projects in 4Q23**

 <b>SDH</b> 9 Projects (16,450 MB)	THE CITY กัลปพฤกษ์ THE CITY สาทร - สุขสวัสดิ์ 3 THE CITY ทวีวัฒนา CENTRO อ่อนนุช - ลาดกระบัง CENTRO รามอินทรา - จุดไชด์ 3 CENTRO เพชรเกษม - บางแค CENTRO ทวีวัฒนา CENTRO ตีवानนท์ - ศรีสยาม MODEN เพชรเกษม 81
 <b>TH</b> 11 Projects (11,050 MB)	CLASSE RATCHAYOTHIN บ้านกลางเมือง THE EDITION ชั้นเกล้า-บนฯ 2 Grande PLENO พระราม 9 - มอเตอร์เวย์ Grande PLENO รามอินทรา-บางชัน สดชื่น Pleno บางใหญ่ Pleno แพนชั่น - รามอินทรา Pleno ชั้นเกล้า-กาญจนาฯ Pleno รังสิตคลอง 4-วงแหวน Pleno ทาวน์ พลโยธิน-วิภาวดี
<b>UPC</b> 1 Project (940 MB)	 <b>อภิตานันท์</b> นครสวรรค์
<b>CONDO</b> 2 Projects (7,300 MB)	RHYTHM CHAROENNAKHON ICONIC aspire VIBHA - VICTORY

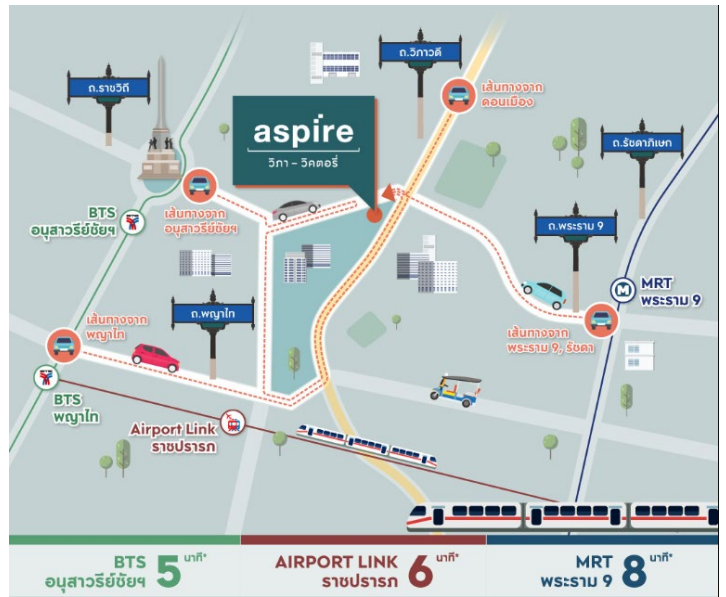
Source: AP

Exhibit 4: Aspire Vibha-Victory



Source: AP

Exhibit 5: Aspire Vibha-Victory location



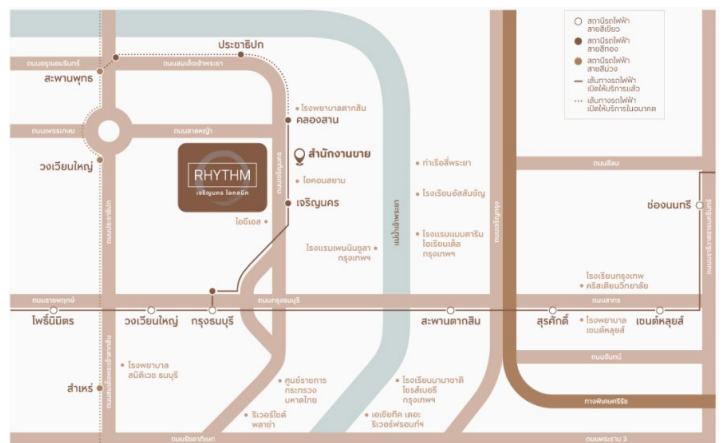
Source: AP

Exhibit 6: Rhythm Charoennakhon Iconic



Source: AP

Exhibit 7: Rhythm Charoennakhon Iconic location



Source: AP

Exhibit 8: New detached house projects in 4Q23



Exhibit 9: Historical P/E band

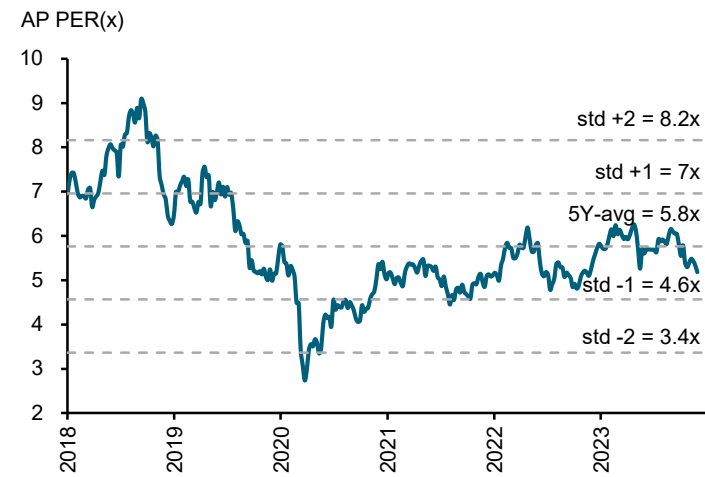
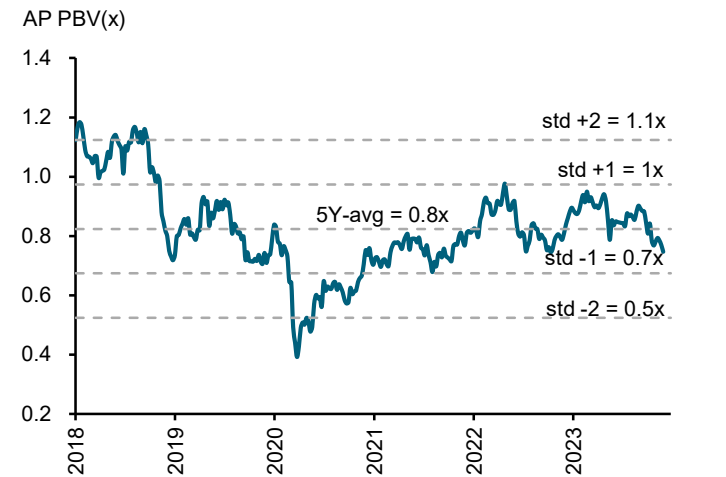


Exhibit 10: Historical P/BV band



## Financial Statements

AP (Thailand)

Profit and Loss (THB m) Year Ending	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	31,794	38,539	42,223	43,979	45,724
Cost of goods sold	(21,483)	(25,475)	(27,826)	(29,002)	(30,152)
<b>Gross profit</b>	<b>10,311</b>	<b>13,064</b>	<b>14,396</b>	<b>14,977</b>	<b>15,572</b>
Other operating income	0	0	0	0	0
Operating costs	(5,828)	(7,248)	(7,938)	(8,268)	(8,596)
<b>Operating EBITDA</b>	<b>4,763</b>	<b>6,107</b>	<b>6,627</b>	<b>6,894</b>	<b>7,178</b>
Depreciation	(279)	(291)	(168)	(185)	(202)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
<b>Operating EBIT</b>	<b>4,484</b>	<b>5,816</b>	<b>6,458</b>	<b>6,709</b>	<b>6,976</b>
Net financing costs	(248)	(99)	(115)	(136)	(128)
Associates	999	1,233	1,151	1,130	1,024
Recurring non-operating income	1,175	1,385	1,211	1,208	1,106
Non-recurring items	0	4	0	0	0
<b>Profit before tax</b>	<b>5,411</b>	<b>7,106</b>	<b>7,555</b>	<b>7,780</b>	<b>7,954</b>
Tax	(869)	(1,230)	(1,281)	(1,330)	(1,386)
<b>Profit after tax</b>	<b>4,542</b>	<b>5,876</b>	<b>6,274</b>	<b>6,450</b>	<b>6,568</b>
Minority interests	0	1	0	0	0
Preferred dividends	0	0	0	0	0
Other items	0	0	0	0	0
<b>Reported net profit</b>	<b>4,542</b>	<b>5,877</b>	<b>6,274</b>	<b>6,450</b>	<b>6,568</b>
<b>Non-recurring items &amp; goodwill (net)</b>	<b>0</b>	<b>(4)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Recurring net profit</b>	<b>4,542</b>	<b>5,874</b>	<b>6,274</b>	<b>6,450</b>	<b>6,568</b>
<b>Per share (THB)</b>					
Recurring EPS *	1.44	1.87	1.99	2.05	2.09
Reported EPS	1.44	1.87	1.99	2.05	2.09
DPS	0.50	0.65	0.70	0.71	0.72
Diluted shares (used to calculate per share data)	3,146	3,146	3,146	3,146	3,146
<b>Growth</b>					
Revenue (%)	6.4	21.2	9.6	4.2	4.0
Operating EBITDA (%)	34.6	28.2	8.5	4.0	4.1
Operating EBIT (%)	37.1	29.7	11.0	3.9	4.0
Recurring EPS (%)	7.5	29.3	6.8	2.8	1.8
Reported EPS (%)	7.5	29.4	6.7	2.8	1.8
<b>Operating performance</b>					
Gross margin inc. depreciation (%)	32.4	33.9	34.1	34.1	34.1
Gross margin exc. depreciation (%)	33.3	34.7	34.5	34.5	34.5
Operating EBITDA margin (%)	15.0	15.8	15.7	15.7	15.7
Operating EBIT margin (%)	14.1	15.1	15.3	15.3	15.3
Net margin (%)	14.3	15.2	14.9	14.7	14.4
Effective tax rate (%)	19.7	20.2	20.0	20.0	20.0
Dividend payout on recurring profit (%)	34.6	34.8	35.0	34.5	34.5
Interest cover (X)	22.8	72.7	66.9	58.2	63.2
Inventory days	804.9	743.8	724.4	714.3	725.9
Debtor days	1.1	1.1	1.2	1.4	1.4
Creditor days	36.8	41.0	41.4	39.6	39.7
Operating ROIC (%)	8.3	9.7	10.2	10.3	10.1
ROIC (%)	8.8	10.3	10.3	10.2	9.8
ROE (%)	14.7	17.0	16.2	15.0	13.9
ROA (%)	8.0	9.3	9.2	9.1	8.8

\* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted

Revenue by Division (THB m)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Sales	30,879	37,522	41,107	42,841	44,563
Service income	915	1,017	1,116	1,138	1,161

Sources: AP (Thailand); FSSIA estimates

## Financial Statements

AP (Thailand)

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Recurring net profit	4,542	5,874	6,274	6,450	6,568
Depreciation	279	291	168	185	202
Associates & minorities	-	-	-	-	-
Other non-cash items	0	4	0	0	0
Change in working capital	(1,046)	(6,585)	93	(3,544)	(2,405)
<b>Cash flow from operations</b>	<b>3,775</b>	<b>(417)</b>	<b>6,535</b>	<b>3,092</b>	<b>4,365</b>
Capex - maintenance	0	0	0	0	0
Capex - new investment	(941)	(179)	(1,805)	(592)	(606)
Net acquisitions & disposals	-	-	-	-	-
Other investments (net)	-	-	-	-	-
<b>Cash flow from investing</b>	<b>(941)</b>	<b>(179)</b>	<b>(1,805)</b>	<b>(592)</b>	<b>(606)</b>
Dividends paid	(1,382)	(1,572)	(2,196)	(2,225)	(2,266)
Equity finance	0	0	0	0	0
Debt finance	(2,122)	1,749	(1,915)	17	(1,332)
Other financing cash flows	0	(1)	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(3,504)</b>	<b>176</b>	<b>(4,111)</b>	<b>(2,209)</b>	<b>(3,598)</b>
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	0	0	0
<b>Net other adjustments</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Movement in cash</b>	<b>(670)</b>	<b>(420)</b>	<b>620</b>	<b>291</b>	<b>160</b>
Free cash flow to firm (FCFF)	3,088.77	(491.91)	4,847.51	2,637.76	3,888.07
Free cash flow to equity (FCFE)	711.53	1,152.31	2,815.93	2,516.51	<b>2,426.31</b>

### Per share (THB)

FCFF per share	0.98	(0.16)	1.54	0.84	1.24
FCFE per share	0.23	0.37	0.90	0.80	0.77
Recurring cash flow per share	1.53	1.96	2.05	2.11	2.15

Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Tangible fixed assets (gross)	1,841	1,904	1,455	1,527	1,599
Less: Accumulated depreciation	(279)	(291)	(168)	(185)	(202)
<b>Tangible fixed assets (net)</b>	<b>1,562</b>	<b>1,614</b>	<b>1,286</b>	<b>1,341</b>	<b>1,396</b>
<b>Intangible fixed assets (net)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Long-term financial assets	0	0	0	0	1
Invest. in associates & subsidiaries	6,645	6,481	8,445	8,796	9,145
Cash & equivalents	2,070	1,650	2,270	2,561	2,722
A/C receivable	118	104	169	176	183
Inventories	47,379	55,261	54,527	58,264	60,855
Other current assets	1,386	1,874	1,689	1,759	1,829
<b>Current assets</b>	<b>50,953</b>	<b>58,889</b>	<b>58,655</b>	<b>62,760</b>	<b>65,589</b>
Other assets	1,250	1,243	1,478	1,539	1,600
<b>Total assets</b>	<b>60,409</b>	<b>68,227</b>	<b>69,863</b>	<b>74,437</b>	<b>77,731</b>
Common equity	32,442	36,747	40,825	45,050	49,353
Minorities etc.	(18)	(19)	(19)	(19)	(19)
<b>Total shareholders' equity</b>	<b>32,423</b>	<b>36,728</b>	<b>40,806</b>	<b>45,031</b>	<b>49,334</b>
Long term debt	15,024	15,284	15,805	9,564	8,919
Other long-term liabilities	523	675	612	638	663
<b>Long-term liabilities</b>	<b>15,546</b>	<b>15,959</b>	<b>16,418</b>	<b>10,202</b>	<b>9,582</b>
A/C payable	2,449	3,211	3,061	3,190	3,317
Short term debt	6,352	7,841	5,405	11,663	10,976
Other current liabilities	3,637	4,487	4,174	4,350	4,523
<b>Current liabilities</b>	<b>12,439</b>	<b>15,539</b>	<b>12,640</b>	<b>19,204</b>	<b>18,815</b>
<b>Total liabilities and shareholders' equity</b>	<b>60,409</b>	<b>68,227</b>	<b>69,863</b>	<b>74,437</b>	<b>77,731</b>
Net working capital	42,796	49,540	49,150	52,658	55,028
Invested capital	52,253	58,878	60,358	64,335	67,170

\* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt

### Per share (THB)

Book value per share	10.31	11.68	12.98	14.32	15.69
Tangible book value per share	10.31	11.68	12.98	14.32	15.69

### Financial strength

Net debt/equity (%)	59.5	58.5	46.4	41.5	34.8
Net debt/total assets (%)	32.0	31.5	27.1	25.1	22.1
Current ratio (x)	4.1	3.8	4.6	3.3	3.5
CF interest cover (x)	7.7	14.4	41.3	23.9	24.7

Valuation	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>Recurring P/E (x) *</b>	<b>7.5</b>	<b>5.8</b>	<b>5.4</b>	<b>5.3</b>	<b>5.2</b>
<b>Recurring P/E @ target price (x) *</b>	<b>10.0</b>	<b>7.7</b>	<b>7.2</b>	<b>7.0</b>	<b>6.9</b>
Reported P/E (x)	7.5	5.8	5.4	5.3	5.2
Dividend yield (%)	4.6	6.0	6.5	6.5	6.7
Price/book (x)	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7
Price/tangible book (x)	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA (x) **	11.2	9.1	8.0	7.6	7.1
EV/EBITDA @ target price (x) **	13.6	10.9	9.7	9.3	8.7
EV/invested capital (x)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8

\* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted \*\* EBITDA includes associate income and recurring non-operating income

Sources: AP (Thailand); FSSIA estimates

Disclaimer for ESG scoring

ESG score	Methodology	Rating																											
The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) By S&P Global	The DJSI World applies a transparent, rules-based component selection process based on the companies' Total Sustainability Scores resulting from the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA). Only the top-ranked companies within each industry are selected for inclusion.	Be a member and invited to the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA) for DJSI. Companies with an S&P Global ESG Score of less than 45% of the S&P Global ESG Score of the highest scoring company are disqualified. The constituents of the DJSI indices are selected from the Eligible Universe.																											
Sustainability Investment List (THSI) by The Stock Exchange of Thailand (SET)	THSI quantifies responsibility in Environmental and Social issues by managing business with transparency in Governance, updated annually. Candidates must pass the preemptive criteria, with two crucial conditions: 1) no irregular trading of the board members and executives; and 2) free float of >150 shareholders, and combined holding must be >15% of paid-up capital. Some key disqualifying criteria include: 1) CG score of below 70%; 2) independent directors and free float violation; 3) executives' wrongdoing related to CG, social & environmental impacts; 4) equity in negative territory; and 5) earnings in red for > 3 years in the last 5 years.	To be eligible for <b>THSI inclusion</b> , verified data must be scored at a minimum of 50% for each indicator, unless the company is a part of DJSI during the assessment year. The scoring will be fairly weighted against the nature of the relevant industry and materiality. <b>SETTHSI Index</b> is extended from the THSI companies whose 1) market capitalization > THB5b (~USD150b); 2) free float >20%; and 3) liquidity >0.5% of paid-up capital for at least 9 out of 12 months. The SETTHSI Index is a market capitalisation-weighted index, cap 5% quarterly weight at maximum, and no cap for number of stocks.																											
<b>CG Score</b> by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)	An indicator of CG strength in sustainable development, measured annually by the Thai IOD, with support from the Stock Exchange of Thailand (SET). The results are from the perspective of a third party, not an evaluation of operations.	Scores are rated in six categories: 5 for Excellent (90-100), 4 for Very Good (80-89), 3 for Good (70-79), 2 for Fair (60-69), 1 for Pass (60-69), and not rated for scores below 50. Weightings include: 1) the rights; 2) and equitable treatment of shareholders (weight 25% combined); 3) the role of stakeholders (25%); 4) disclosure & transparency (15%); and 5) board responsibilities (35%).																											
<b>AGM level</b> By Thai Investors Association (TIA) with support from the SEC	It quantifies the extent to which shareholders' rights and equitable treatment are incorporated into business operations and information is transparent and sufficiently disclosed. All form important elements of two out of five the CG components to be evaluated annually. The assessment criteria cover AGM procedures before the meeting (45%), at the meeting date (45%), and after the meeting (10%). <i>(The first assesses 1) advance circulation of sufficient information for voting; and 2) facilitating how voting rights can be exercised. The second assesses 1) the ease of attending meetings; 2) transparency and verifiability; and 3) openness for Q&amp;A. The third involves the meeting minutes that should contain discussion issues, resolutions and voting results.)</i>	The scores are classified into four categories: 5 for Excellent (100), 4 for Very Good (90-99), 3 for Fair (80-89), and not rated for scores below 79.																											
<b>Thai CAC</b> By Thai Private Sector Collective Action Against Corruption (CAC)	The core elements of the Checklist include corruption risk assessment, establishment of key controls, and the monitoring and developing of policies. The Certification is good for three years. <i>(Companies deciding to become a CAC certified member start by submitting a Declaration of Intent to kick off an 18-month deadline to submit the CAC Checklist for Certification, including risk assessment, in place of policy and control, training of managers and employees, establishment of whistleblowing channels, and communication of policies to all stakeholders.)</i>	The document will be reviewed by a committee of nine professionals. A passed Checklist will move for granting certification by the CAC Council approvals whose members are twelve highly respected individuals in professionalism and ethical achievements.																											
<b>Morningstar Sustainalytics</b>	The Sustainalytics' ESG risk rating provides an overall company score based on an assessment of how much of a company's exposure to ESG risk is unmanaged. <i>Sources to be reviewed include corporate publications and regulatory filings, news and other media, NGO reports/websites, multi-sector information, company feedback, ESG controversies, issuer feedback on draft ESG reports, and quality &amp; peer reviews.</i>	A company's ESG risk rating score is the sum of unmanaged risk. The more risk is unmanaged, the higher ESG risk is scored. <table border="1" style="margin-left: auto; margin-right: auto;"> <thead> <tr> <th>NEGL</th> <th>Low</th> <th>Medium</th> <th>High</th> <th>Severe</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>0-10</td> <td>10-20</td> <td>20-30</td> <td>30-40</td> <td>40+</td> </tr> </tbody> </table>	NEGL	Low	Medium	High	Severe	0-10	10-20	20-30	30-40	40+																	
NEGL	Low	Medium	High	Severe																									
0-10	10-20	20-30	30-40	40+																									
<b>ESG Book</b>	The ESG score identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long term. The methodology considers the principle of financial materiality including information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by over-weighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis.	The total ESG score is calculated as a weighted sum of the features scores using materiality-based weights. The score is scaled between 0 and 100 with higher scores indicating better performance.																											
<b>MSCI</b>	MSCI ESG ratings aim to measure a company's management of financially relevant ESG risks and opportunities. It uses a rules-based methodology to identify industry leaders and laggards according to their exposure to ESG risks and how well they manage those risks relative to peers. <table border="1" style="margin-left: auto; margin-right: auto;"> <tbody> <tr> <td><b>AAA</b></td> <td>8.571-10.000</td> <td><b>Leader:</b></td> <td>leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities</td> </tr> <tr> <td><b>AA</b></td> <td>7.143-8.570</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td><b>A</b></td> <td>5.714-7.142</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td><b>BBB</b></td> <td>4.286-5.713</td> <td><b>Average:</b></td> <td>a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers</td> </tr> <tr> <td><b>BB</b></td> <td>2.857-4.285</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td><b>B</b></td> <td>1.429-2.856</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td><b>CCC</b></td> <td>0.000-1.428</td> <td><b>Laggard:</b></td> <td>lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks</td> </tr> </tbody> </table>	<b>AAA</b>	8.571-10.000	<b>Leader:</b>	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities	<b>AA</b>	7.143-8.570			<b>A</b>	5.714-7.142			<b>BBB</b>	4.286-5.713	<b>Average:</b>	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers	<b>BB</b>	2.857-4.285			<b>B</b>	1.429-2.856			<b>CCC</b>	0.000-1.428	<b>Laggard:</b>	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
<b>AAA</b>	8.571-10.000	<b>Leader:</b>	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities																										
<b>AA</b>	7.143-8.570																												
<b>A</b>	5.714-7.142																												
<b>BBB</b>	4.286-5.713	<b>Average:</b>	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers																										
<b>BB</b>	2.857-4.285																												
<b>B</b>	1.429-2.856																												
<b>CCC</b>	0.000-1.428	<b>Laggard:</b>	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks																										
<b>Moody's ESG solutions</b>	Moody's assesses the degree to which companies take into account ESG objectives in the definition and implementation of their strategy policies. It believes that a company integrating ESG factors into its business model and relatively outperforming its peers is better positioned to mitigate risks and create sustainable value for shareholders over the medium to long term.																												
<b>Refinitiv ESG rating</b>	Designed to transparently and objectively measure a company's relative ESG performance, commitment and effectiveness across 10 main themes, based on publicly available and auditable data. The score ranges from 0 to 100 on relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly. <i>(Score ratings are 0 to 25 = poor; &gt;25 to 50 = satisfactory; &gt;50 to 75 = good; and &gt;75 to 100 = excellent.)</i>																												
<b>S&amp;P Global</b>	The S&P Global ESG Score is a relative score measuring a company's performance on and management of ESG risks, opportunities, and impacts compared to its peers within the same industry classification. The score ranges from 0 to 100.																												
<b>Bloomberg</b>	ESG Score	Bloomberg score evaluating the company's aggregated Environmental, Social and Governance (ESG) performance. The score is based on Bloomberg's view of ESG financial materiality. The score is a weighted generalized mean (power mean) of Pillar Scores, where the weights are determined by the pillar priority ranking. Values range from 0 to 10; 10 is the best.																											
Bloomberg	ESG Disclosure Score	Disclosure of a company's ESG used for Bloomberg ESG score. The score ranges from 0 for none to 100 for disclosure of every data point, measuring the amount of ESG data reported publicly, and not the performance on any data point.																											

Rating regarding the sustainable development of Thai listed companies, both on the SET and MAI, are publicly available on the website of the Securities and Exchange Commission of Thailand (SEC). Currently, ratings available are 1) "CG Score"; 2) "AGM Level"; 3) "Thai CAC"; and 4) THSI. The ratings are updated on an annual basis. FSSIA does not confirm nor certify the accuracy of such ratings.

Source: FSSIA's compilation



## GENERAL DISCLAIMER

### ANALYST(S) CERTIFICATION

Thanyatorn Songwutti FSS International Investment Advisory Securities Co., Ltd

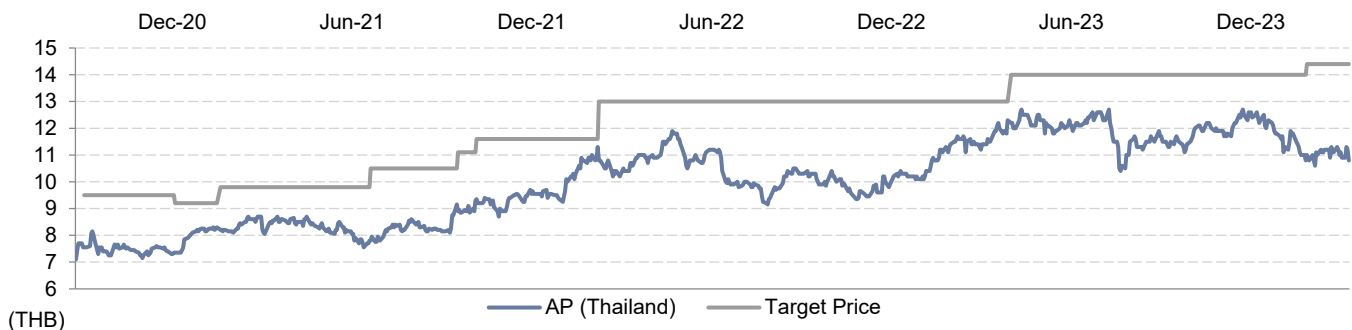
The individual(s) identified above certify(ies) that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and (ii) no part of the compensation of the analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed herein.

This report has been prepared by FSS International Investment Advisory Securities Company Limited (FSSIA). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however FSSIA makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. FSSIA has no intention to solicit investors to buy or sell any security in this report. In addition, FSSIA does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making investment decisions. All rights are reserved.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without permission of FSSIA. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making investment decisions.

### History of change in investment rating and/or target price

#### AP (Thailand) (AP TB)



Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price
08-Dec-2020	BUY	9.50	11-Aug-2021	BUY	10.50	23-Feb-2022	BUY	13.00
24-Feb-2021	BUY	9.20	25-Oct-2021	BUY	11.10	10-Feb-2023	BUY	14.00
02-Apr-2021	BUY	9.80	10-Nov-2021	BUY	11.60	24-Oct-2023	BUY	14.40

Thanyatorn Songwutti started covering this stock from 10-Feb-2023

Price and TP are in local currency

Source: FSSIA estimates

Company	Ticker	Price	Rating	Valuation & Risks
AP (Thailand)	AP TB	THB 10.80	BUY	Downside risks to our P/E-based TP include 1) rising competition in the low-rise market, such that it could hurt take-up rates; 2) weaker-than-expected take-up rates of new launches; 3) construction delays from labour shortages; 4) increasing raw material prices; and 5) the impact of the expiration of the loan-to-value (LTV) limit easing.

Source: FSSIA estimates

### Additional Disclosures

Target price history, stock price charts, valuation and risk details, and equity rating histories applicable to each company rated in this report is available in our most recently published reports. You can contact the analyst named on the front of this note or your representative at Finansia Syrus Securities Public Company Limited.

All share prices are as at market close on 30-Nov-2023 unless otherwise stated.

## RECOMMENDATION STRUCTURE

### Stock ratings

Stock ratings are based on absolute upside or downside, which we define as  $(\text{target price}^* - \text{current price}) / \text{current price}$ .

**BUY (B).** The upside is 10% or more.

**HOLD (H).** The upside or downside is less than 10%.

**REDUCE (R).** The downside is 10% or more.

Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on market price and the formal recommendation.

\* In most cases, the target price will equal the analyst's assessment of the current fair value of the stock. However, if the analyst doesn't think the market will reassess the stock over the specified time horizon due to a lack of events or catalysts, then the target price may differ from fair value. In most cases, therefore, our recommendation is an assessment of the mismatch between current market price and our assessment of current fair value.

### Industry Recommendations

**Overweight.** The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be positive over the next 12 months.

**Neutral.** The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be maintained over the next 12 months.

**Underweight.** The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be negative over the next 12 months.

### Country (Strategy) Recommendations

**Overweight (O).** Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on two or more of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

**Neutral (N).** Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on one of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

**Underweight (U).** Over the next 12 months, the analyst does not expect the market to score positively on any of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.