

Property Sector

Neutral Maintained

เรามองเป็นกลางต่อมาตรการกระตุ้นอสังหาฯ ของรัฐบาลล่าสุดในการต่ออายุการลดค่าธรรมเนียมต่างๆของภาคอสังหาฯออกไปอีก 1 ปี สำหรับการซื้อที่อยู่อาศัยที่มีราคาซื้อขายราคาประเมินทุนทรัพย์และวงเงินจำนองไม่เกิน 3 ล้านบาท/ยูนิต แต่อย่างไรก็ดี เราเชื่อว่ามาตรการดังกล่าวจะเกิดผลดีมากกว่า หากรัฐบาลเพิ่มวงเงินเป็นไม่เกิน 5 ล้านบาท ขณะที่ การผ่อนคลายมาตรการสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัย (Loan-to-value ratio: LTV) ให้เป็น 100% ทั้งหมด ถือเป็นกรณีที่ดีที่สุด หากอิงจากประมาณการกำไรในปัจจุบันของเรา อัตราการเติบโตกำไรจะหดตัว 8% YoY ในปีนี้และฟื้นตัวเล็กน้อยราว 4% YoY ในปี 2567 ทั้งนี้ เรานำเสนอ Supalai (SPALI.BK/SPALI TB ราคาเป้าหมาย 21.4 บาท)* AP (Thailand) (AP.BK/AP TB, ราคาเป้าหมาย 14.0 บาท)* และ Pruksa (PSH.BK/PSH TB ราคาเป้าหมาย 14.6 บาท) โดยที่เราจะให้น้ำหนักลงทุนกลุ่มอสังหาฯ ที่ Neutral

รัฐบาลต่ออายุมาตรการกระตุ้นอสังหาฯล่าสุดอีกถึงสิ้นปี 2567

Event

รัฐบาลอนุมัติให้ขยายมาตรการกระตุ้นอสังหาฯ รมทรัพย์ล่าสุด ได้แก่ การลดค่าจดทะเบียนการโอนอสังหาฯ รมทรัพย์เป็น 1% (จากปกติอยู่ที่ 2%) และลดค่าจดทะเบียนการจำนองอสังหาฯ เหลือ 0.01% (จากปกติอยู่ที่ 1%) สำหรับการซื้อที่อยู่อาศัยที่มีราคาซื้อขายราคาประเมินไม่เกิน 3 ล้านบาท/ยูนิต ซึ่งจะหมดอายุสิ้นปี 2566 เพิ่มขึ้นอีกหนึ่งปี

Impact

การต่ออายุมาตรการกระตุ้นอสังหาฯ ออกไปอีกเป็นสิ้นปี 2567

เรามิมองเป็นกลางจากมาตรการกระตุ้นอสังหาฯ ล่าสุดของรัฐบาลชุดปัจจุบันซึ่งมีผลบังคับมาเป็นเวลาหลายปีแล้ว แต่อย่างไรก็ดี หากราคาประเมินซื้อขายเพื่อการลดหย่อนค่าธรรมเนียมดังกล่าวเพิ่มขึ้นไม่เกิน 5 ล้านบาทจะเป็นประโยชน์มากกว่าเพราะบริษัทพัฒนาอสังหาฯ รายใหญ่ 10 อันดับต้น ๆ สรางที่อยู่อาศัยขายช่วงราคา 3-5 ล้านบาท/ยูนิตมากกว่าที่ราคา 3 ล้านบาท ทั้งนี้ Supalai (SPALI.BK/SPALI TB)* AP Thailand (AP.BK/AP TB)* และ Pruksa Holding (PSH.BK/PSH TB) มีสัดส่วนประเภทที่อยู่อาศัยราคากระหว่าง 3-5 ล้านบาท/ยูนิตจะได้รับประโยชน์เต็มที่ (Figure 6)

การผ่อนคลายมาตรการสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัย (LTV) ถือเป็นกรณีที่ดีที่สุด

ในปี 2565 เมื่อธนาคารแห่งประเทศไทย (BoT) ได้ผ่อนคลายหลักเกณฑ์การกำกับดูแลสินเชื่อ LTV ชั่วคราวโดยผู้ซื้อสามารถกู้ได้ 100% เดิมมูลค่า ทำให้อำนาจของกลุ่มอสังหาฯ พุ่งขึ้น >20% YoY แต่หลังจากมาตรการดังกล่าวหมดอายุลงประกอบกับภาวะเศรษฐกิจอ่อนแอ ภาคธุรกิจอสังหาฯ ในปี 2566 ก็ซบเซาลงด้วยอัตราปฏิเสธสินเชื่อ (rejection rate) และอัตราการยกเลิกการไต่สินเชื่อ (cancellation rate) สูงมากกว่า 50% โดยเฉพาะอย่างยิ่งในบางระดับราคากลางถึงล่างเช่นที่อยู่อาศัยราคาไม่เกิน 3 ล้านบาท/ยูนิต โดยสรุปแล้วเราประเมินว่ากำไรของกลุ่มอสังหาฯ ปีนี้จะลดลง 8% YoY

ราคากำไรในปี 2567F ฟื้นตัวเพียงเล็กน้อย

เมื่อเทียบฐานกำไรต่อปี 2566 เราคาดผลการดำเนินงานฟื้นตัวโดยในช่วง 2H67 จากแนวโน้มอัตราการเติบโตของ GDP ดีขึ้น เป็นเพราะมาตรการกระตุ้นของรัฐบาลน่าจะเป็นเห็นผล ขณะที่ อัตราดอกเบี้ยซึ่งได้ผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว จะทยอยอ่อนตัวลง ทั้งนี้ ความสัมพันธ์กันระหว่างอัตราการเพิ่มจดทะเบียนที่อยู่อาศัยและดัชนีความเชื่อมั่นของผู้บริโภค (CCI) และ อัตราการเติบโตของ GDP มีค่า >50% แต่หาก BOT ผ่อนคลายมาตรการ LTV อีกเช่นเดียวกับเมื่อปี 2565 เราคาดโมเมนตัมของอัตราการเติบโตปี 2567F แข็งแกร่งขึ้นกว่าการเติบโตกำไรที่เราระเมินที่ 4% YoY โดยที่ บริษัทพัฒนาอสังหาฯ รายใหญ่ระดับบนอย่าง Land and Houses (LH.BK/LH TB)* Quality Houses (QH.BK/QH TB)* รวมทั้ง SC Asset (SC.BK/SC TB) ที่เรายังไม่มีคำแนะนำ มีสัดส่วนราคาขายที่อยู่อาศัยสูงกว่า 10 ล้านบาท น่าจะได้รับประโยชน์สูงสุดสำหรับผู้ซื้อที่สามารถกู้ซื้อได้ถึง 100% จากปัจจุบันที่กู้ได้เพียง 70-90% ส่วนสัญญาการกู้ซื้อหลังที่สองโดยหลัก ๆ เป็นโครงการคอนโดมิเนียมน่าจะได้รับประโยชน์จากสัดส่วน LTV ที่เพิ่มจาก 70-90% เป็น 100% ดังนั้นบริษัทอสังหาฯ ที่พัฒนาโครงการคอนโดฯ อย่างเช่น AP SPALI Origin Property (ORI.BK/ORI TB)* และที่ยังไม่มีคำแนะนำลงทุนคือ SC รวทั้ง Sansiri (SIRI.BK/SIRI TB) และ Asset Wise (ASW.BK/ASW TB) จะเป็นผู้ได้รับประโยชน์รายเด่น ๆ

Valuation & Action

เรามองเป็นกลางต่อมาตรการกระตุ้นอสังหาฯ รมทรัพย์ของรัฐบาลล่าสุดในการต่ออายุค่าธรรมเนียมต่างๆของอสังหาฯ รมทรัพย์อีกหนึ่งปี สำหรับการซื้อที่อยู่อาศัยที่มีราคาซื้อขายราคาประเมินและวงเงินจำนองไม่เกิน 3 ล้านบาท/ยูนิต แต่อย่างไรก็ดี หากรัฐบาลเพิ่มราคาประเมินเป็น 5 ล้านบาท บริษัท SPALI AP และ PSH ซึ่งมีสัดส่วนของราคาขายที่อยู่อาศัยช่วง 3-5 ล้านบาท/ยูนิต จะเป็นผู้ได้ประโยชน์จากการเพิ่มขึ้นดังกล่าว ในขณะที่มาตรการผ่อนคลาย LTV เป็นไปโดยยากเนื่องจาก BOT ยังคงมีความระมัดระวังอยู่ในด้านหนี้สินภาคครัวเรือนต่อ GDP สูงในปัจจุบัน ทั้งนี้ เรานำเสนอ AP SPALI และ PSH

Risks

ความเสี่ยงด้านบวกประกอบด้วย sentiment ดีขึ้นและความคาดหวังนโยบายที่เกี่ยวข้องกับการกระตุ้นภาคอสังหาฯ ใหม่จากรัฐบาลชุดใหม่ ขณะที่ เรามองว่าการผ่อนคลายมาตรการสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัย (Loan-to-value ratio: LTV) จากธนาคารแห่งประเทศไทยถือเป็นกรณีที่ดีที่สุด ในตอนนี้ ส่วนความเสี่ยงด้านลบได้แก่ ความเป็นไปได้ในการขึ้นค่าแรงขั้นต่ำ มาตรการควบคุมสินเชื่อทั้งก่อนและหลังด้วยการยึดหนี้สินในระดับสูงของภาคครัวเรือนการเร่งตัวขึ้นของหนี้เสีย NPL รวมทั้งความกังวลปัจจัยเสี่ยงด้านสภาพคล่องของบริษัทพัฒนาอสังหาฯ ขนาดกลางถึงรายเล็กหลังจากเกิดการผันผวนชำระค่าจ่ายดอกเบี้ยให้แก่ผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนหลายรายล่าสุด

Figure 1: Valuations and recommendations

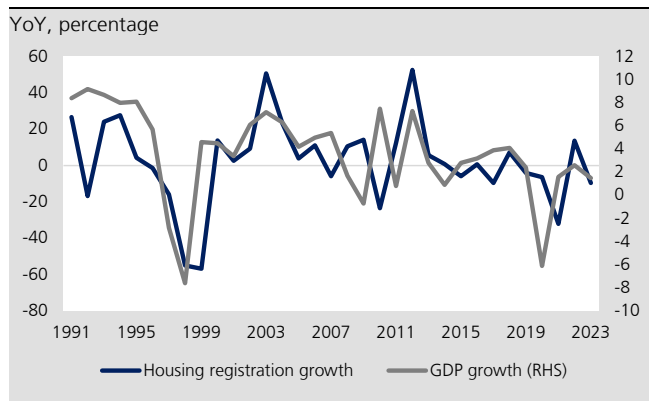
Company	Rating	Target Price (Bt)	Mkt Price (Bt)	Upside (%)	Mkt Cap (Btmn)	Net Profit (Btmn)			PE (x)			PB (x)			EPS Growth (%)			Div yield (%)		
						2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F
AP*	OP	14.00	11.60	20.7	33,976	5,877	6,308	6,856	6.2	5.6	5.2	1.0	0.9	0.8	29.4	7.3	8.7	5.6	6.2	7.3
LH*	N	8.70	8.00	8.7	92,610	8,313	8,048	8,037	14.2	11.6	11.6	2.3	1.6	1.6	19.8	(3.2)	(0.1)	6.1	7.4	7.4
LPN	U	3.50	3.88	(9.8)	5,700	612	467	504	9.4	12.3	11.4	0.5	0.5	0.5	102.5	(23.7)	7.8	5.7	4.1	4.4
ORI*	N	10.20	8.45	20.7	21,351	3,775	3,518	3,660	7.9	5.9	5.7	1.5	0.9	0.8	18.2	(6.8)	4.0	6.0	6.7	7.0
PSH	OP	14.60	12.00	21.7	26,700	2,772	2,645	2,563	10.4	10.2	10.5	0.6	0.6	0.6	17.8	(4.6)	(3.1)	7.3	8.1	7.8
QH	N	2.50	2.22	12.6	23,357	2,396	2,620	2,711	10.3	8.9	8.6	0.9	0.8	0.8	43.5	9.4	3.5	6.1	7.0	7.2
SPALI*	OP	21.40	18.50	15.7	34,764	8,173	5,852	6,247	5.8	6.1	5.7	1.0	0.7	0.6	15.6	(28.4)	6.7	6.0	5.8	6.2
Sector				12.9	238,458	31,918	29,459	30,578	9.2	8.7	8.4	1.1	0.9	0.8	22.4	(7.7)	3.8	6.1	6.5	6.8

Source: KGI Securities Research

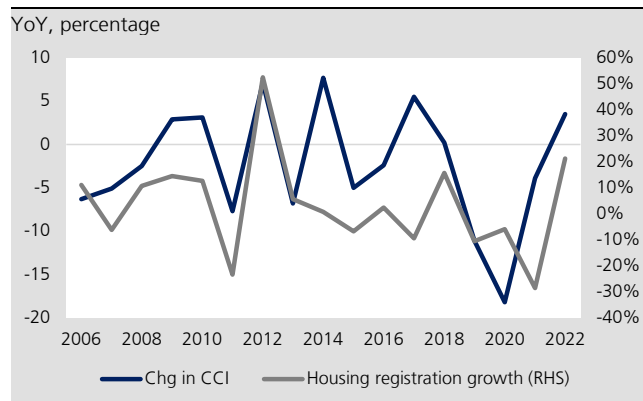
Figure 2: LTV measures

Property price	Mortgage contract	Current LTV measures	LTV relaxation in 2022
<10m	1st	<=100% and +10% credit for decoration	<=100% and +10% credit for decoration
	2nd	<=90% if 1st contract >=2 years <=80% if 1st contract <2 years	<=100%
	3rd up	<=70%	<=100%
>=10m	1st	<=90%	<=100%
	2nd	<=80%	<=100%
	3rd up	<=70%	<=100%

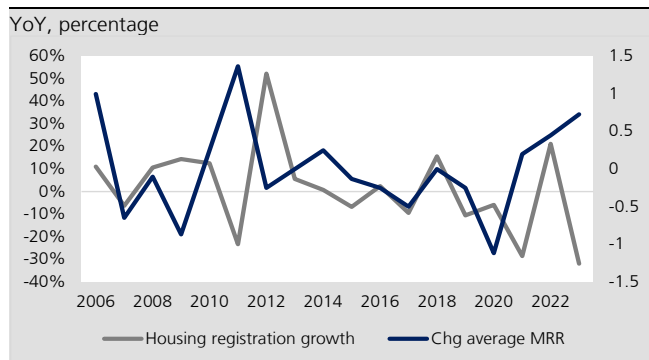
Source: BOT

Figure 3: 10-year correlation between housing registration growth vs GDP growth is 53%


Source: BOT, Real Estate Information Center (REIC), KGI Securities Research

Figure 4: 10-year correlation between housing registration growth vs change in CCI is 51%


Source: BOT, Thai Chamber of Commerce University, KGI Securities Research

Figure 5: No correlation between between housing registration growth vs change in average MRR


Source: BOT, Real Estate Information Center (REIC), KGI Securities Research

Figure 6: Breakdown of remaining project value by price range

	< Bt3mn	Bt3-5mn	Bt5-10mn	>Bt10mn	Remaining value (Btmn)
AP	2%	37%	47%	14%	94,890
LH	3%	8%	31%	58%	56,145
LPN	66%	11%	20%	3%	30,607
PSH	46%	37%	14%	3%	103,859
QH	12%	20%	28%	40%	38,273
SPALI	21%	56%	11%	12%	94,900
Avg	23%	34%	25%	18%	418,674

Source: Company data, KGI Securities Research

Corporate Governance Report of Thai Listed Companies



Companies with Excellent CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AAV	ASIA AVIATION	GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	RATCH	RATCH GROUP
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	RBF	R&B FOOD SUPPLY
AMA	AMA MARINE	GULF	GULF ENERGY DEVELOPMENT	SAT	SOMBOON ADVANCE TECHNOLOGY
AMATA	AMATA CORPORATION	HANA	HANA MICROELECTRONICS	SCB	SCB X
ANAN	ANANDA DEVELOPMENT	HENG	HENG LEASING AND CAPITAL	SCC	THE SIAM CEMENT
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	SCCC	SIAM CITY CEMENT
AP	AP (THAILAND)	INTUCH	INTOUCH HOLDINGS	SCGP	SCG PACKAGING
BAFS	BANGKOK AVIATION FUEL SERVICES PCL.	IRPC	IRPC	SEAFCO	SEAFCO
BAM	BANGKOK COMMERCIAL ASSET MANAGEMENT	IVL	INDORAMA VENTURES	SHR	S HOTELS AND RESORTS
BANPU	BANPU	KBANK	KASIKORNBANK	SICT	SILICON CRAFT TECHNOLOGY
BBL	BANGKOK BANK	KCE	KCE ELECTRONICS	SMPC	SAHAMITR PRESSURE CONTAINER
BCP	BANGCHAK CORPORATION	KEX	KERRY EXPRESS (THAILAND)	SNC	SNC FORMER
BCPG	BCPG	KKP	KIATNAKIN PHATRA BANK	SPALI	SUPALAI
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	KTB	KRUNG THAI BANK	SPRC	STAR PETROLEUM REFINING
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	KTC	KRUNGTHAI CARD	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION
BGRIM	B.GRIMM POWER	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT	STGT	SRI TRANG GLOVES (THAILAND)
BPP	BANPU POWER	MAJOR	MAJOR CINEPLEX GROUP	SUN	SUNSWEEP
BTS	BTS GROUP HOLDINGS	MBK	MBK	SVI	SVI
CENTEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MINT	MINOR INTERNATIONAL	TACC	T.A.C. CONSUMER
CK	CH. KARNCHANG	MTC	MUANGTHAI CAPITAL	TCAP	THANACHART CAPITAL
CKP	CK POWER	OR	PTT OIL AND RETAIL BUSINESS	THCOM	THAICOM
COM7	COM7	ORI	ORIGIN PROPERTY	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
CPALL	CP ALL	OSP	OSOTSPA	TKN	TAOKAENOI FOOD & MARKETING
CPAXT	CP AXTRA	PLANB	PLAN B MEDIA	TOP	THAI OIL
CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS	PSH	PRUKSA HOLDING	TTB	TMBTHANACHART BANK
CPN	CENTRAL PATTANA	PTG	PTG ENERGY	TU	THAI UNION GROUP
DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND)	PTT	PTT	VGI	VGI
DOHOM	DOHOME	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION	WHA	WHA CORPORATION
EGCO	ELECTRICITY GENERATING	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL	WHAUP	WHA UTILITIES AND POWER
GFPT	GFPT	PYLON	PYLON	ZEN	ZEN CORPORATION GROUP
GGC	GLOBAL GREEN CHEMICALS	QH	QUALITY HOUSES		



Companies with Very Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AEONTS	AEON THANA SINSAP (THAILAND)	JMT	JMT NETWORK SERVICES	SFT	SHRINKFLEX (THAILAND)
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	LH	LAND AND HOUSES	SINGER	SINGER THAILAND
BEC	BEC WORLD	M	MK RESTAURANT GROUP	SMD	SAINTMED
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL	MEGA	MEGA LIFESCIENCES	SNNP	SRINANAPORN MARKETING
CBG	CARABAO GROUP	NETBAY	NETBAY	SPA	SIAM WELLNESS GROUP
CHG	CHULARAT HOSPITAL	PJW	PANJAWATTANA PLASTIC	TFG	THAIFOODS GROUP
ERW	THE ERAWAN GROUP	SAK	SAKSIAM LEASING	TIDLOR	NGERN TID LOR
ESSO	ESSO (THAILAND)	SAPPE	SAPPE	TNP	THANAPIRIYA
HUMAN	HUMANICA	SAWAD	SRISAWAD CORPORATION	UBE	UBON BIO ETHANOL
IIG	I&I GROUP	SFLEX	STARFLEX	XO	EXOTIC FOOD



Companies with Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AU	AFTER YOU	LPH	LADPRAO GENERAL HOSPITAL	TPCH	TPC POWER HOLDING
EKH	EKACHAI MEDICAL CARE	MENA	MENA TRANSPORT		
JMART	JAYMART GROUP HOLDINGS	SISB	SISB		

Companies classified Not in the three highest score groups

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BBGI	BBGI	NTSC	Nutrition SC	TGE	THACHANG GREEN ENERGY
BTG	BETAGRO	PLT	Pilatus Marine		
ITC	i-Tail Corporation	PQS	Premier Quality Starch		

Source: www.thai-iod.com

Disclaimer: The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on inside information. The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, KGI Securities (Thailand) Public Company Limited (KGI) does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of such survey result.

Anti-corruption Progress Indicator

Level 5: Extended

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	QH	QUALITY HOUSES
ANAN	ANANDA DEVELOPMENT	GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	RATCH	RATCHABURI ELECTRICITY GENERATING HOLDING
BBL	BANGKOK BANK	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	ROBINS	ROBINSON DEPARTMENT STORE
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	IRPC	IRPC	SCC	THE SIAM CEMENT
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	KBANK	KASIKORN BANK	SIRI	SANSIRI
BIGC	BIG C SUPERCENTER	KCE	KCE ELECTRONICS	SPALI	SUPALAI
CK	CH. KARNCHANG	KKP	KIATNAKIN BANK	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION
DCC	DYNASTY CERAMIC	KTB	KRUNG THAI BANK	TCAP	THANACHART CAPITAL
DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND)	LPH	LADPRAO GENERAL HOSPITAL	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
DRT	DIAMOND ROOFING TILES	PACE	PACE DEVELOPMENT CORPORATION	TMT	THAI METAL TRADE
EGCO	ELECTRICITY GENERATING	PTT	PTT	TOP	THAI OIL
GFPT	GFPT	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL		

Level 4: Certified

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AAV	ASIA AVIATION	ERW	THE ERAWAN GROUP	SAPPE	SAPPE
AP	ASIAN PROPERTY DEVELOPMENT	GLOW	GLOW ENERGY	SAWAD	SRI SAWAD POWER 1979
BA	BANGKOK AIRWAYS	GUNKUL	GUNKUL ENGINEERING	SCB	THE SIAM COMMERCIAL BANK
BANPU	BANPU	ILINK	INTERLINK COMMUNICATION	SCN	SCAN INTER
BCP	THE BANGCHAK PETROLEUM	KTC	KRUNGTHAI CARD	SEAFICO	SEAFICO
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL	LH	LAND AND HOUSES	SVI	SVI
BJCHI	BJC HEAVY INDUSTRIES	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT	TASCO	TIPCO ASPHALT
CBG	CARABAO GROUP	MAKRO	SIAM MAKRO	TKN	TAOKAENOI FOOD & MARKETING
CENTEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MALEE	MALEE SAMPRAN	TMB	TMB BANK
CHG	CHULARAT HOSPITAL	MINT	MINOR INTERNATIONAL	TRT	TIRATHAI
CKP	CK POWER	MODERN	MODERNFORM GROUP	TRUE	TRUE CORPORATION
CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS	NOK	NOK AIRLINES	TVO	THAI VEGETABLE OIL
CPN	CENTRAL PATTANA	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION		
DTAC	TOTAL ACCESS COMMUNICATION	PYLON	PYLON		

Level 3: Established

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	MTLS	MUANGTHAI LEASING	SPRC	STAR PETROLEUM REFINING
CPALL	CP ALL	SCI	SCI ELECTRIC		

No progress

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	BPP	BANPU POWER	FN	FN FACTORY OUTLET
BCPG	BCPG	BTS	BTS GROUP HOLDINGS	TPCH	TPC POWER HOLDING

Source: www.cgthailand.org

Disclaimer: The disclosure of the Anti-Corruption Progress Indicators of a listed company on the Stock Exchange of Thailand, which is assessed by the relevant institution as disclosed by the Office of the Securities and Exchange Commission, is made in order to comply with the policy and sustainable development plan for the listed companies. The relevant institution made this assessment based on the information received from the listed company, as stipulated in the form for the assessment of Anti-corruption which refers to the Annual Registration Statement (Form 56-1), Annual Report (Form 56-2), or other relevant documents or reports of such listed company. The assessment result is therefore made from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on any inside information. Since this assessment is only the assessment result as of the date appearing in the assessment result, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, KGI Securities (Thailand) Public Company Limited (KGI) does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of the assessment result.

KGI Locations

China	Shanghai	Room 1507, Park Place, 1601 Nanjing West Road, Jingan District, Shanghai, PRC 200040
	Shenzhen	Room 24D1, 24/F, A Unit, Zhen Ye Building, 2014 Bao'annan Road, Shenzhen, PRC 518008
Taiwan	Taipei	700 Mingshui Road, Taipei, Taiwan Telephone 886.2.2181.8888 · Facsimile 886.2.8501.1691
Hong Kong		41/F Central Plaza, 18 Harbour Road, Wanchai, Hong Kong Telephone 852.2878.6888 Facsimile 852.2878.6800
Thailand	Bangkok	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand Telephone 66.2658.8888 Facsimile 66.2658.8014
Singapore		4 Shenton Way #13-01 SGX Centre 2 Singapore 068807 Telephone 65.6202.1188 Facsimile 65.6534.4826

KGI's Ratings

Rating	Definition
Outperform (OP)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the top 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan)..
Neutral (N)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the range between the top 40% and the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan)
Under perform (U)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Not Rated (NR)	The stock is not rated by KGI.
Restricted (R)	KGI policy and/or applicable law regulations preclude certain types of communications, including an investment recommendation, during the course of KGI's engagement in an investment banking transaction and in certain other circumstances. Excess return = 12M target price/current price-
Note	When an analyst publishes a new report on a covered stock, we rank the stock's excess return with those of other stocks in KGI's coverage universe in the related market. We will assign a rating based on its ranking. If an analyst does not publish a new report on a covered stock, its rating will not be changed automatically.

Disclaimer

KGI Securities (Thailand) Plc. ("The Company") disclaims all warranties with regards to all information contained herein. In no event shall the Company be liable for any direct, indirect or any damages whatsoever resulting from loss of income or profits, arising by utilization and reliance on the information herein. All information hereunder does not constitute a solicitation to buy or sell any securities but constitutes our sole judgment as of this date and are subject to change without notice.