



AP (Thailand)

(AP.BK/AP TB)*

Outperform • Upgraded

Price as of 28 Aug 2023	12.50
12M target price (Bt/shr)	14.00
Unchanged/Revised up(down)(%)	14.75
Upside/downside (%)	12.00

Key messages

เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรปี 2566F-2567F ขึ้นและขยับไปใช้ราคาเป้าหมายเป็นปีหน้า (2567) เพื่อสะท้อนมุมมองบวกต่อภาคอสังหาฯ ของไทยในปัจจุบันจากการไต่ระดับชุดใหม่ ขณะที่ คาดโมเมนตัมของกำไรใน 3Q66 ดีขึ้นทั้ง QoQ และ YoY อิงกว่านั้น 4Q66 น่าจะเป็นไตรมาสที่ดีที่สุดในปีนี้ของ AP ทั้งด้านยอดขาย (presales) และรายได้ตามการเปิดโครงการใหม่ๆ จำนวนมาก นอกจากนั้น การที่ AP มีอัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุน (net gearing) ต่ำถือเป็นจุดแข็งที่สำคัญทางมาตรการเชิงงวดในการปล่อยสินเชื่อจากความกังวลของปัจจัยเสี่ยงด้านสภาพคล่องของภาคธุรกิจ ทั้งนี้ เราปรับเพิ่มคำแนะนำขึ้นเป็น “ซื้อ” ประเมินราคาเป้าหมายใหม่ปี 2567 ที่ 14.0 บาท อิงจากค่าเฉลี่ย PE ระยะยาวที่ 6.4x

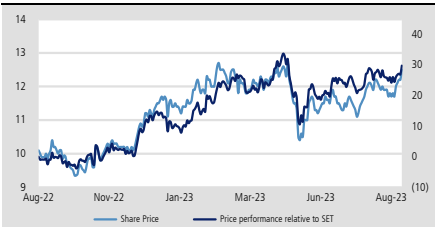
Trading data

Mkt cap (Btbn/US\$m)	39.3/983
Outstanding shares (mn)	3,146
Foreign ownership (mn)	747
3M avg. daily trading (mn)	10
52-week trading range (Bt)	9.4 – 12.7
Performance (%)	3M 6M 12M
Absolute	6.8 1.6 21.4
Relative	4.9 5.3 26.3

Quarterly EPS

EPS	Q1	Q2	Q3	Q4
2021	0.45	0.35	0.33	0.32
2022	0.55	0.50	0.45	0.37
2023	0.47	0.49		

Share price chart



Source: SET

Vanida Geisler
66.2658.8888 Ext. 8857
vanidag@kgi.co.th

ตะวันขึ้นอีกครั้ง

Event

ปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิและราคาเป้าหมายขึ้น

Impact

หวังแรงหนุนจากการโอนโครงการคอนโดฯ 2 แห่งมูลค่ารวมสูงเกือบ 1.0 หมื่นล้านบาทใน 3Q66 โครงการ Aspire ปิ่นเกล้า-อรุณอมรินทร์มูลค่า 1.2 พันล้านบาท (ขายไปแล้ว 88%) เริ่มโอนกรรมสิทธิ์และรับรายได้ในเดือนก.ค.66 ส่วนโครงการ The Address สยาม-ราชเทวีที่เน้นกลุ่มเป้าหมายระดับบนมูลค่า 8.6 พันล้านบาท ซึ่งเปิดโครงการใน 2Q66 ยามโรคระบาดโควิด-19 รุ่นแรกมียอดขายเพียง 35% ณ สิ้นปี 2565 แต่เพิ่มเป็น 39% เมื่อสิ้น 2Q66 เราคาดโครงการดังกล่าวนี้จะมียอดขายดีขึ้นได้เมื่อก่อสร้างเสร็จและพร้อมโอนในต้นฤดูร้อนกันยายน 2566 นี้ จากที่เราได้เยี่ยมชมโครงการดังกล่าวล่าสุดเมื่อวันศุกร์ที่ 25 ส.ค.66 สังเกตว่ามีผู้ซื้อชาวต่างชาติโดยเฉพาะชาวเมียนมาร์อยู่ระหว่างการตรวจสอบห้องพักอาศัยพร้อมโอน

คาดแนวโน้มกำไรดีขึ้นอย่างมีนัยยะใน 2H66 ทั้ง YoY และ HoH

เราประเมินกำไรสุทธิ 3Q66 ของ AP เดิมได้ทั้ง YoY และ QoQ หนุนจากทั้งยอด transfers และพร้อมรับรายได้จากโครงการคอนโดมิเนียม 2 แห่งดังกล่าวด้วยมูลค่ารวมสูงถึง 9.8 พันล้านบาท ขณะที่ ยอดจอง (presale) ใน 3Q66 น่าจะเพิ่ม QoQ เป็นเลขสองหลัก เห็นสัญญาณบวกจาก presale แข็งแกร่งที่ 4.7 พันล้านบาทในเดือนก.ค.66 นอกจากนี้ เราคาด 4Q23 จะเป็นไตรมาสที่ presales และรายได้สูงสุดของปีนี้แรงหนุนจากการเปิดโครงการใหม่มูลค่ารวมสูงที่ 3.6 หมื่นล้านบาท (คิดเป็น 48% จาก guidance ของบริษัทเต็มปี) อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ากำไรใน 2H66 เดิมโต 9% เทียบกับ 1H66 แต่เพิ่มขึ้นราว 25-30% จากฐานต่ำใน 2H65

ปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิขึ้นในปี 2566F-2567F

หลังจากได้นายกเทศมนตรีใหม่ที่เป็นทั้งอดีต CEO และผู้ก่อตั้งบริษัท Sansiri (SIRI.BK/SIRI TB) ซึ่งเป็นหนึ่งในผู้พัฒนาอสังหาฯ ชั้นนำของไทย รวมทั้งคาดการณ์จัดตั้งคณะรัฐมนตรีชุดใหม่จะเสร็จสิ้นภายในสัปดาห์นี้เราจึงคาด sentiments ด้านบวก ผู้พัฒนาอสังหาฯ ต้องการเห็นความมั่นคงทางการเมือง ความมั่นใจผู้บริโภคและ ภาคธุรกิจดีขึ้น รวมทั้งการฟื้นตัวของอัตราดอกเบี้ยของ GDP จากระดับต่ำใน 2Q66-3Q66 เพื่อเป็นการกระตุ้นอุปสงค์ใน 4Q66 ซึ่งปกติเป็นช่วงที่มียอดขายอสังหาฯ สูงสุดของปี ทั้งนี้ เราปรับเพิ่มประมาณการรายได้ปี 2566F-67F ขึ้นราว 2% ต่อปี ขณะที่ ปรับกำไรเพิ่มขึ้นอีกราว 5% และ 8% ตามลำดับ (Figure 7) เมื่ออิงจากสมมติฐานใหม่ของเรา กำไรสุทธิปี 2566F-2567F จะเติบโตที่ 7.5% และ 9% ตามลำดับ

Valuation & action

เพื่อสะท้อนจากมุมมองเรือด้านบวกต่อภาคอสังหาฯ และการปรับเพิ่มประมาณการกำไรปี 2566F-67F เราจึงปรับเพิ่มคำแนะนำขึ้นเป็นซื้อ(จากถือ) นอกจากนั้น เราขยับไปใช้ราคาเป้าหมายใหม่ปี 2567F ที่ 14.00 บาท (จากเดิม 12.20 บาท) อิงจากค่าเฉลี่ย PE ระยะยาวที่ 6.4x ด้วย net gearing ต่ำที่ 0.6-0.7x ถือเป็นจุดแข็งแข็งแกร่งอีกด้านของ AP ท่ามกลางความกังวลปัจจัยเสี่ยงด้านสภาพคล่องของผู้พัฒนาอสังหาฯ ขนาคกลางและรายเล็กหลังจากเกิดการผิดชำระการจ่ายดอกเบี้ยให้แก่ผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนหลายราย

Risks

ภาวะเศรษฐกิจอ่อนแอ ความหวังนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจจากรัฐบาล มาตรการปล่อยสินเชื่อเข้มงวดขึ้น และการยึดหนี้สินในระดับสูงของภาคครัวเรือนรวมทั้งการขึ้นอัตราดอกเบี้ย

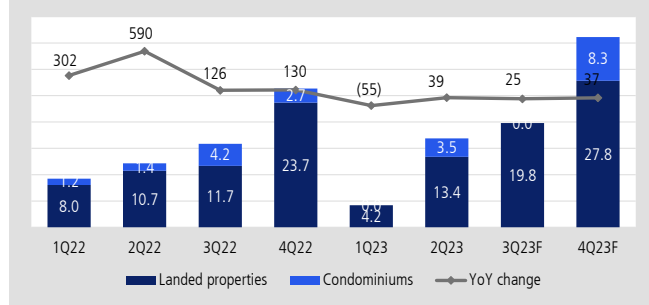
Key financials and valuations

	Dec - 20A	Dec - 21A	Dec - 22A	Dec - 23F	Dec - 24F
Revenue (Btmn)	29,888	31,794	38,539	41,446	44,773
Gross Profit (Btmn)	9,430	10,311	13,064	14,186	15,559
SG&A (Btmn)	6,160	5,828	7,248	7,709	8,261
Net Profit (Btmn)	4,227	4,543	5,877	6,313	6,869
Normalized Profit (Btmn)	4,227	4,442	5,874	6,313	6,869
EPS (Bt)	1.3	1.4	1.9	2.01	2.18
Normalized EPS (Bt)	1.3	1.4	1.9	2.0	2.2
DPS (Bt)	0.5	0.5	0.7	0.7	0.8
EPS Growth (%)	37.8	7.5	29.4	7.4	8.8
Normalized EPS Growth	41.3	5.1	32.2	7.5	8.8
P/E (X)	5.4	6.6	6.2	6.2	5.7
P/B (X)	0.8	0.9	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA (X)	12.0	10.1	9.2	9.3	8.5
Net Debt to Equity (%)	78.8	65.0	62.3	70.6	73.6
Dividend Yield (%)	6.2	5.2	5.6	5.6	6.6
Return on Average Equity (%)	14.4	14.0	16.0	15.5	15.2

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 1: Quarterly launches

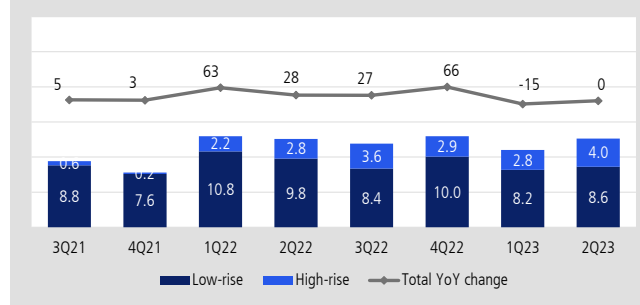
Launches of high-rise and low-rise, Btbn; YoY change, percent



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 2: Quarterly presales

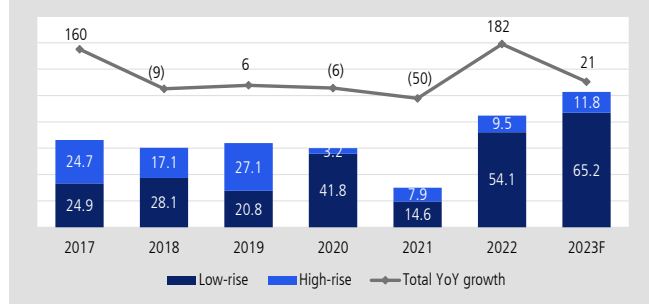
Presales of high-rise and low-rise, Btbn; YoY change, percent



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 3: Yearly launches

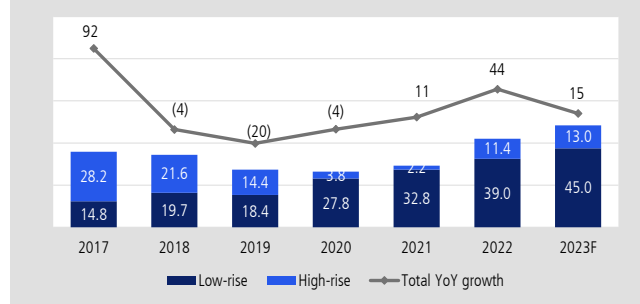
Launches of high-rise and low-rise, Btbn; YoY change of total launches, percent



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 4: Yearly presales

Presales of high-rise and low-rise, Btbn; YoY change of total presales, percent



Source: Company data, KGI Securities Research

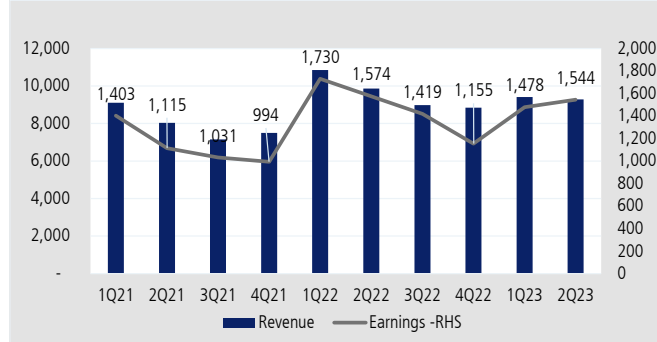
Figure 5: Condominiums ready to transfer in 2022-24F

AP's projects	Value Btbn	Sold	Start transfer
Aspire Erawan Prime	3,200	55%	1Q22
Aspire Rattana Thibet-Weston	1,600	29%	1Q23
Aspire Pinklao-Arunamarin	1,200	76%	3Q23
Aspire Ratchayothin	1,400	64%	1Q24
JVs projects			
Rhythm Ekkamai Estate	3,350	32%	3Q22
Life Sathorn Sierra	6,250	64%	3Q22
Rhythm Charoenkrung Pavillion	4,800	73%	1Q23
The Address Siam-Ratchathewi	8,600	37%	3Q23
Life Rama 4-Asoke	6,300	29%	2Q24
Life Phahon Ladprao	3,500	na	2Q24

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 6: Quarterly revenue/earnings trend

Revenue and earnings: Btbn



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 7: 2023F-24F earnings revisions

Year to 31 Dec (Btbn)	2023F Previous	2023F New	Chg (%)	2024F Previous	2024F New	Chg (%)
Total revenue	40,654	41,446	1.9	43,820	44,773	2.2
Residential revenue	39,535	40,327	2.0	42,590	43,543	2.2
Low-rise	37,385	38,097	1.9	40,002	40,955	2.4
High-rise	2,150	2,230	3.7	2,588	2,588	0.0
EBIT	6,301	6,556	4.0	6,975	7,383	5.9
Share income	1,201	1,276	6.3	1,027	1,206	17.5
Net profit	6,035	6,313	4.6	6,360	6,869	8.0
Normalized profit	6,035	6,313	4.6	6,360	6,869	8.0
Key financials						
SG&A to sales (%)	18.7	18.6	(0.1)	18.6	18.5	(0.1)
Residential gross margin (%)	32.8	33.0	0.3	33.0	33.5	0.5
Net margin (%)	14.8	15.2	0.4	14.5	15.3	0.8

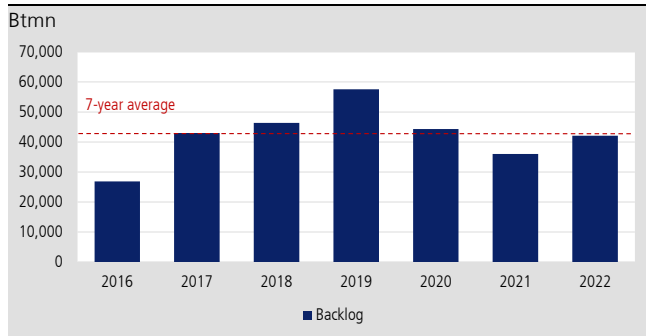
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 8: Company profile

AP (Thailand) (AP) develops various type of residential properties in several segments; townhouse, single-detached house and condominium, targeting at the mid-to-high-end market with broad-based brands using mixed business approach through different economic cycles. All property for development focuses on prime locations near densely populated community and business centers convenient for commuting. AP over the past few years has penetrated provinces other Bangkok and its vicinity but contribution remains tiny at less than 5% of revenue.

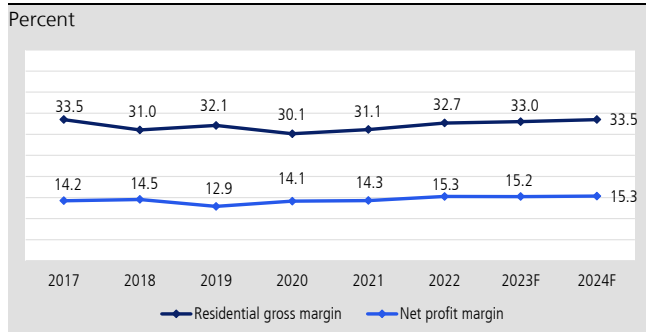
Source: Company data

Figure 10: Backlog



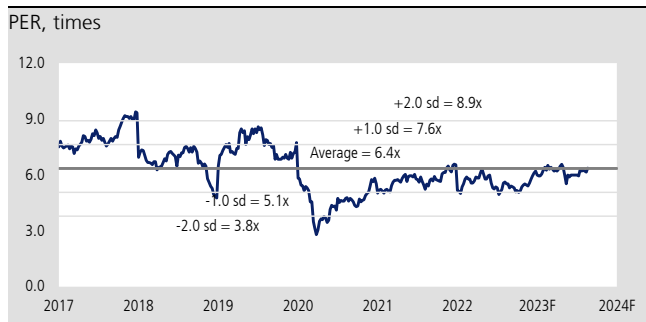
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 12: Residential gross margin (excluding JV)



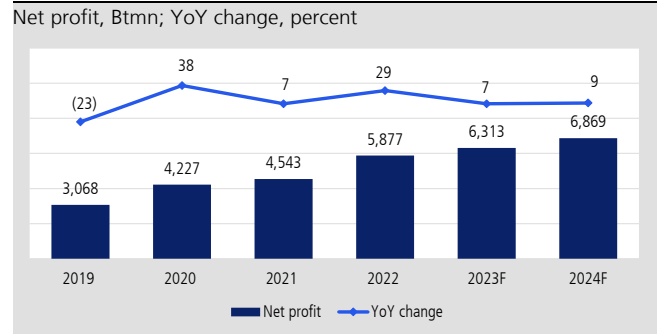
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 14: Company trading PER



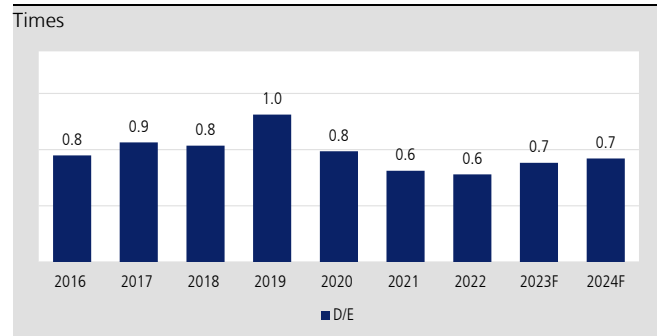
Source: KGI Securities Research

Figure 9: Net profit



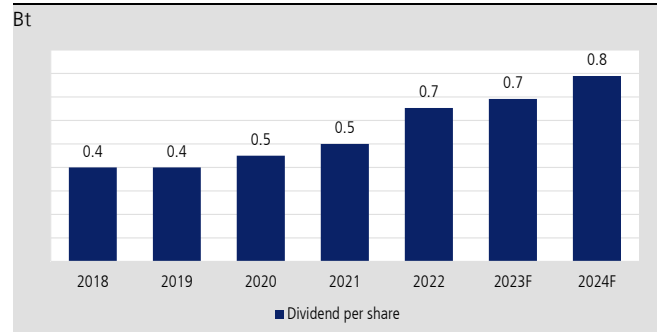
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 11: Net gearing ratio



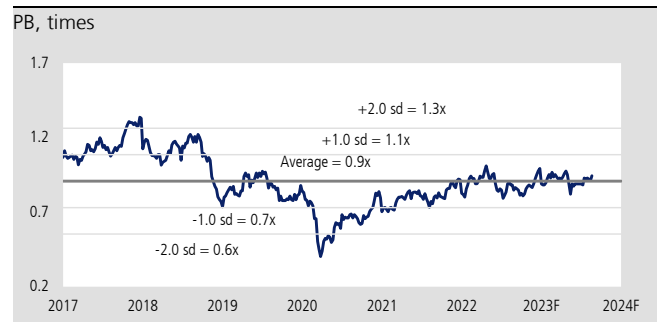
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 13: Dividend per share



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 14: Company trading PB



Source: KGI Securities Research

Quarterly Income Statement

	Jun-20A	Sep-20A	Dec-20A	Mar-21A	Jun-21A	Sep-21A	Dec-21A	Mar-22A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22A	Mar-23A	Jun-23A
Income Statement (Bt mn)													
Revenue	7,792	9,150	7,547	9,106	8,035	7,152	7,501	10,849	9,862	8,982	8,846	9,409	9,282
Cost of Goods Sold	(5,487)	(6,281)	(5,154)	(6,139)	(5,494)	(4,861)	(4,990)	(7,233)	(6,550)	(5,937)	(5,756)	(5,964)	(5,796)
Gross Profit	2,305	2,870	2,393	2,967	2,542	2,292	2,511	3,616	3,313	3,046	3,090	3,445	3,486
Operating Expense	(1,521)	(1,918)	(1,575)	(1,425)	(1,392)	(1,430)	(1,581)	(1,709)	(1,715)	(1,805)	(2,020)	(1,853)	(1,725)
Other incomes	13	25	13	20	24	18	17	9	16	122	12	33	103
Operating Profit	798	977	832	1,562	1,173	880	947	1,916	1,614	1,363	1,082	1,625	1,864
Depreciation of fixed asset	(66)	(67)	(70)	(68)	(46)	(58)	(107)	(70)	(45)	(102)	(73)	(71)	(72)
Operating EBITDA	867	1,043	900	1,628	1,222	937	1,058	1,981	1,566	1,465	1,252	1,696	1,761
Non-Operating Income	4	0	3	0	4	0	3	0	2	0	3	0	5
Interest Income	4	0	3	0	4	0	3	0	2	0	3	0	5
Other Non-op Income	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Non-Operating Expense	564	679	299	70	101	318	253	214	269	306	333	162	28
Interest Expense	(101)	(96)	(95)	(102)	(79)	(48)	(25)	(28)	(14)	(18)	(45)	(76)	(81)
Other Non-op Expense	0	(1)	(4)	(2)	(1)	(0)	1	(5)	(95)	(0)	94	(0)	(181)
Equity Income/(Loss)	664	776	398	175	181	366	277	247	378	324	284	238	289
Pre-tax profit	700	880	735	1,458	1,097	831	926	1,883	1,508	1,345	1,134	1,549	1,608
Current Taxation	(150)	(205)	(191)	(329)	(163)	(167)	(210)	(400)	(312)	(251)	(267)	(309)	(353)
Minorities	1	(0)	(0)	(0)	0	0	0	0	0	0	1	0	0
Extraordinary items	0	0	0	100	0	0	1	0	0	0	4	0	0
Net Profit	1,215	1,450	942	1,403	1,115	1,031	994	1,730	1,574	1,419	1,155	1,478	1,544
Normalized Profit	1,215	1,450	942	1,303	1,115	1,031	993	1,730	1,574	1,419	1,151	1,478	1,544
EPS (Bt)	0.39	0.46	0.30	0.45	0.35	0.33	0.32	0.55	0.50	0.45	0.37	0.47	0.49
Normalized EPS (Bt)	0.39	0.46	0.30	0.41	0.35	0.33	0.32	0.55	0.50	0.45	0.37	0.47	0.49
Margins													
Gross profit margin	29.6	31.4	31.7	32.6	31.6	32.0	33.5	33.3	33.6	33.9	34.9	36.6	37.6
Operating EBIT margin	10.2	10.7	11.0	17.2	14.6	12.3	12.6	17.7	16.4	15.2	12.2	17.3	20.1
Operating EBITDA margin	11.1	11.4	11.9	17.9	15.2	13.1	14.1	18.3	15.9	16.3	14.2	18.0	19.0
Net profit margin	15.6	15.9	12.5	15.4	13.9	14.4	13.3	15.9	16.0	15.8	13.1	15.7	16.6
Growth (YoY)													
Revenue growth	63.6	55.4	40.7	68.7	3.1	(21.8)	(0.6)	19.1	22.7	25.6	17.9	(13.3)	(5.9)
Operating EBIT growth	74.6	15.4	90.1	114.6	47.1	(9.9)	13.9	22.7	37.5	54.9	14.2	(15.2)	15.5
Operating EBITDA growth	81.4	19.9	82.2	105.3	40.9	(10.2)	17.5	21.7	28.2	56.3	18.3	(14.4)	12.4
Net profit growth	148.9	134.2	7.6	126.8	(8.3)	(28.9)	5.5	23.3	41.2	37.6	16.2	(14.5)	(1.9)
Normalized profit growth	163.7	151.8	7.6	110.6	(8.3)	(28.9)	5.4	32.8	41.2	37.6	15.9	(14.5)	(1.9)

Source: Company data, KGI Securities Research

Balance Sheet

As of 31 Dec (Bt mn)	2020	2021	2022A	2023F	2024F
Total Assets	58,724	60,409	68,227	78,161	87,023
Current Assets	49,897	50,953	58,889	68,623	77,285
Cash & ST Investment	2,740	2,070	1,650	4,851	7,052
Inventories	46,140	47,379	55,261	61,731	68,030
Account Receivable	80	118	104	138	149
Others	938	1,386	1,874	1,902	2,054
Non-current Assets	8,827	9,456	9,338	9,538	9,738
LT Investment	7,134	7,839	7,750	7,878	7,994
Net fixed Assets	409	367	344	479	564
Others	1,283	1,251	1,244	1,181	1,181
Total Liabilities	29,461	27,986	31,499	37,330	41,935
Current Liabilities	13,256	12,439	15,539	15,784	17,124
Account Payable	1,824	2,449	3,211	3,377	3,619
ST Borrowing	7,832	6,352	7,841	8,326	9,425
Others	3,600	3,637	4,487	4,080	4,080
Long-term Liabilities	16,204	15,546	15,959	21,547	24,811
Long-term Debts	15,221	14,720	15,055	20,508	23,772
Others	983	826	904	1,039	1,039
Shareholders' Equity	29,263	32,423	36,728	40,831	45,088
Common Stock	3,146	3,146	3,146	3,146	3,146
Capital Surplus	89	89	89	89	89
Retained Earnings	26,046	29,206	33,512	37,615	41,874

Source: KGI Securities Research

Key Ratios

Year to 31 Dec	2020	2021	2022A	2023F	2024F
Growth (%YoY)					
Sales	25.6	6.4	21.2	7.5	8.0
OP	19.0	37.0	30.9	9.8	12.6
EBITDA	23.2	34.5	29.3	9.1	12.8
NP	37.8	7.5	29.4	7.4	8.8
Normalized Profit	41.3	5.1	32.2	7.5	8.8
EPS	37.8	7.5	29.4	7.4	8.8
Normalized EPS	41.3	5.1	32.2	7.5	8.8
Profitability (%)					
Gross Margin	31.6	32.4	33.9	34.2	34.8
Operating Margin	11.1	14.3	15.5	15.8	16.5
EBITDA Margin	12.1	15.2	16.3	16.5	17.2
Net Margin	14.1	14.3	15.3	15.2	15.3
ROAA	7.2	7.5	8.6	8.1	7.9
ROAE	14.4	14.0	16.0	15.5	15.2
Stability					
Gross Debt/Equity (%)	100.7	86.3	85.8	91.4	93.0
Net Debt/Equity (%)	78.8	65.0	62.3	70.6	73.6
Interest Coverage (x)	9.1	17.9	57.5	36.2	34.0
Interest & ST Debt Coverage (x)	0.4	0.7	0.8	0.8	0.8
Cash Flow Interest Coverage (x)	20.0	10.4	(17.5)	(8.0)	(1.1)
Cash Flow/Interest & ST Debt (x)	0.9	0.4	(0.2)	(0.2)	(0.0)
Current Ratio (x)	3.8	4.1	3.8	4.3	4.5
Quick Ratio (x)	0.3	0.3	0.2	0.4	0.5
Net Debt (Bt mn)	20,313.4	19,003.0	21,246.4	23,982.8	26,144.6
Per Share Data (Bt)					
EPS	1.3	1.4	1.9	2.0	2.2
Normalized EPS	1.3	1.4	1.9	2.0	2.2
CFPS	2.3	0.8	(0.6)	(0.5)	(0.1)
BVPS	9.3	10.3	11.7	13.0	14.3
SPS	9.5	10.1	12.3	13.2	14.2
EBITDA/Share	1.1	1.5	2.0	2.2	2.5
DPS	0.5	0.5	0.7	0.7	0.8
Activity					
Asset Turnover (x)	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5
Days Receivables	1.0	1.4	1.0	1.2	1.2
Days Inventory	823.2	805.0	791.8	826.6	850.0
Days Payable	32.6	41.6	46.0	45.2	45.2
Cash Cycle	791.6	764.7	746.7	782.6	806.0

Source: KGI Securities Research

Profit & Loss

Year to Dec 31 (Btmn)	2020	2021	2022A	2023F	2024F
Revenue	29,888	31,794	38,539	41,446	44,773
Cost of Goods Sold	(20,458)	(21,483)	(25,475)	(27,260)	(29,214)
Gross Profit	9,430	10,311	13,064	14,186	15,559
Operating Expenses	(6,160)	(5,828)	(7,248)	(7,709)	(8,261)
Other Incomes	64	78	158	83	90
Operating Profit	3,328	4,560	5,969	6,552	7,379
Depreciation of fixed assets	(269)	(279)	(291)	(281)	(325)
Operating EBITDA	3,604	4,846	6,264	6,837	7,709
Non-Operating Income	7	7	5	4	4
Interest Income	7	7	5	4	4
Other Non-op Income	0	0	0	0	0
Non-Operating Expense	(373)	(258)	(110)	(189)	(226)
Interest Expense	(367)	(255)	(104)	(181)	(217)
Other Non-op Expense	(6)	(3)	(6)	(8)	(9)
Equity Income/(Loss)	1,948	999	1,233	1,276	1,206
Pretax Profit	4,915	5,412	7,106	7,651	8,372
Current Taxation	(690)	(869)	(1,230)	(1,339)	(1,505)
Minorities	(1)	(0)	(1)	(1)	(1)
Extraordinary items	0	101	4	0	0
Net Profit	4,227	4,543	5,877	6,313	6,869
Normalized Profit	4,227	4,442	5,874	6,313	6,869
EPS (Bt)	1.34	1.44	1.87	2.01	2.18
Normalized EPS (Bt)	1.34	1.41	1.87	2.01	2.18

Source: KGI Securities Research

Cash Flow

Year to 31 Dec (Bt mn)	2020	2021	2022A	2023F	2024F
Operating Cash Flow	7,338	2,658	(1,817)	(1,457)	(232)
Net Profit	4,227	4,543	5,874	6,313	6,869
Depreciation & Amortization	269	279	291	281	325
Change in Working Capital	4,791	(1,063)	(6,744)	(6,774)	(6,219)
Others					
Investment Cash Flow	645	35	1,142	931	681
Net CAPEX	(771)	(617)	(325)	(324)	(526)
Change in LT Investment	938	817	1,396	1,112	1,206
Change in Other Assets	8	(8)	(7)	7	0
Free Cash Flow	7,982	2,693	(675)	(527)	448
Financing Cash Flow	(5,813)	(3,363)	252	3,728	1,752
Change in Share Capital	0	0	0	0	0
Net Change in Debt	(4,555)	(1,980)	1,824	5,938	4,363
Change in Other LT Liab.	0	0	(0)	0	0
Net Cash Flow	2,170	(670)	(423)	3,201	2,201

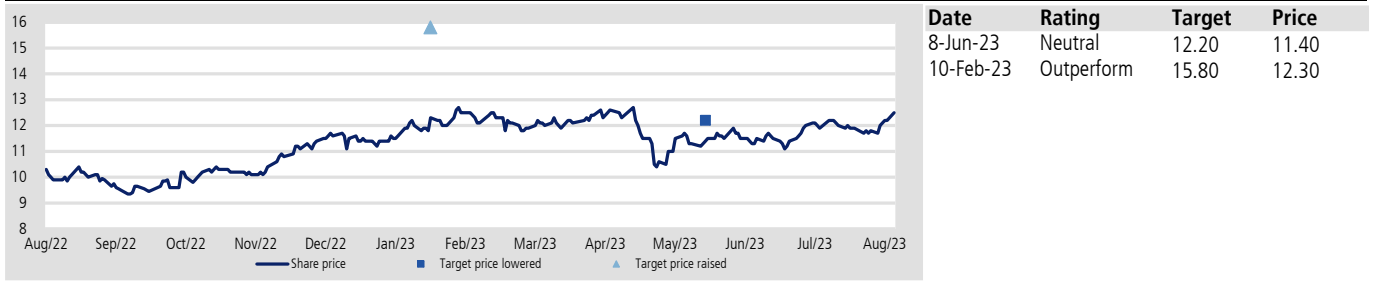
Source: KGI Securities Research

Rates of Return on Invested Capital

Year	1-	COGS Revenue	+	Depreciation Revenue	+	Operating Exp. Revenue	=	Operating Margin
2019		65.7%		0.5%		22.9%		11.0%
2020		68.4%		0.9%		20.6%		10.0%
2021		67.6%		0.9%		18.3%		13.2%
2022		66.1%		0.9%		18.8%		14.2%
2023F		65.8%		0.8%		18.6%		14.9%
Year	1/	Working Capital Revenue	+	Net PPE Revenue	+	Other Assets Revenue	=	Capital Turnover
2019		1.4		0.0		2.5		0.3
2020		1.2		0.0		2.0		0.3
2021		1.2		0.0		1.9		0.3
2022		1.1		0.0		1.8		0.3
2023F		1.3		0.0		1.9		0.3
Year		Operating Margin	x	Capital Turnover	x	Cash Tax Rate	=	After-tax Return on Inv. Capital
2019		11.0%		0.3		15.9%		0.4%
2020		10.0%		0.3		14.0%		0.4%
2021		13.2%		0.3		16.1%		0.7%
2022		14.2%		0.3		17.3%		0.8%
2023F		14.9%		0.3		17.5%		0.8%


Source: KGI Securities Research

AP (Thailand) – Recommendation & target price history




Source: 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	EGCO	ELECTRICITY GENERATING	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	GFPT	GFPT	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL
AMA	AMA MARINE	GGC	GLOBAL GREEN CHEMICALS	PYLON	PYLON
AMATA	AMATA CORPORATION	GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	QH	QUALITY HOUSES
ANAN	ANANDA DEVELOPMENT	HANA	HANA MICROELECTRONICS	RATCH	RATCHABURI ELECTRICITY GENERATING HOLDING
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	RS	RS
AP	ASIAN PROPERTY DEVELOPMENT	INTUCH	SHIN CORPORATION	SCB	THE SIAM COMMERCIAL BANK
BANPU	BANPU	IRPC	IRPC	SCC	THE SIAM CEMENT
BCP	THE BANGCHAK PETROLEUM	IVL	INDORAMA VENTURES	SCCC	SIAM CITY CEMENT
BCPG	BCPG	KBANK	KASIKORN BANK	SEAFCO	SEAFCO
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	KCE	KCE ELECTRONICS	SMPC	SAHAMITR PRESSURE CONTAINER
BEC	BEC WORLD	KKP	KIATNAKIN BANK	SPALI	SUPALAI
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	KTB	KRUNG THAI BANK	SPRC	STAR PETROLEUM REFINING
BGRIM	B.GRIMM POWER	KTC	KRUNGTHAI CARD	SVI	SVI
BPP	BANPU POWER	LH	LAND AND HOUSES	TACC	T.A.C. CONSUMER
BTS	BTS GROUP HOLDINGS	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT	TCAP	THANACHART CAPITAL
CENDEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MAKRO	SIAM MAKRO	THCOM	THAI COM
CK	CH. KARNCHANG	MBK	MBK	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
CKP	CK POWER	MINT	MINOR INTERNATIONAL	TOP	THAI OIL
CPALL	CP ALL	MTC	MUANGTHAI CAPITAL	TRUE	TRUE CORPORATION
CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS	PLANB	PLAN B MEDIA	TTB	TMBTHANACHART BANK
CPN	CENTRAL PATTANA	PSH	PRUKSA HOLDING	VGI	VGI GLOBAL MEDIA
DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND)	PTG	PTG ENERGY	WHA	WHA CORPORATION
DTAC	TOTAL ACCESS COMMUNICATION	PTT	PTT	WHAUP	

 **Companies with Very Good CG Scoring**

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BAM	BANGKOK COMMERCIAL ASSET MANAGEMENT	GULF	GULF ENERGY DEVELOPMENT	SAPPE	SAPPE
BBL	BANGKOK BANK	JMT	JMT NETWORK SERVICES	SAWAD	SRI SAWAD POWER 1979
CBG	CARABAO GROUP	LPH	LADPRAO GENERAL HOSPITAL	SINGER	SINGER THAILAND
CHG	CHULARAT HOSPITAL	M	MK RESTAURANT GROUP	SPA	SIAM WELLNESS GROUP
COM7	COM7	MAJOR	MAJOR CINEPLEX GROUP	TFG	THAIFOODS GROUP
DOHOME	DOHOME	MEGA	MEGA LIFESCIENCES	TKN	TAOKAENOI FOOD & MARKETING
ERW	THE ERAWAN GROUP	NETBAY	NETBAY	ZEN	ZEN CORPORATION GROUP
GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	OSP	OSOTSPA		

 **Companies with Good CG Scoring**

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	ESSO	ESSO (THAILAND)	SF	SIAM FUTURE DEVELOPMENT
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL	HUMAN	HUMANICA	SISB	SISB
EKH	EKACHAI MEDICAL CARE	RBF	R&B FOOD SUPPLY	TPCH	TPC POWER HOLDING

Companies classified Not in the three highest score groups

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
IIG	I&I GROUP	OR	PTT OIL AND RETAIL BUSINESS	STGT	SRI TRANG GLOVES (THAILAND)
KEX	KERRY EXPRESS (THAILAND)	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION		

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	SRSAWAD 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	SEAFSCO	SEAFSCO
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 2703B-2704, Tower A , Shanghai Dawning Centre,500 Hongbaoshi Road Shanghai, PRC 201103
	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.