

Food and Beverage

Neutral Maintained

ราคาน้ำตาลในตลาดโลกพุ่งสูงขึ้น 14% QTD และ 40% YTD เป็น 27cent/lb ทำให้เกิดความกังวลเกี่ยวกับต้นทุนการผลิต และ margin ของบริษัทเครื่องดื่ม ซึ่งจุดให้ราคาหุ้นในกลุ่มร่วงลงมาแรง ทั้งนี้ เนื่องจากประมาณการของเราใช้สมมติฐานราคาน้ำตาลที่สูงขึ้นประมาณ 5-10% ในปี 2567 ดังนั้น ราคาน้ำตาลที่พุ่งสูงขึ้นในช่วงนี้จึงจะทำให้ต้นทุนน้ำตาลเพิ่มขึ้นประมาณ 15-20% ในปี 2567F ซึ่งเมื่อใส่ต้นทุนดังกล่าวเข้าไปในประมาณการ กำไรปี 2567F ของ CBG จะลดลง 5%, ของ SAPPE จะลดลง 6% และของ OSP จะลดลง 5% ทั้งนี้ เนื่องจากราคาน้ำตาลร่วงลงมาแรงแล้ว และผลประกอบการใน 3Q66F มีแนวโน้มจะฟื้นตัวดีขึ้น เราจึงคิดว่าราคาหุ้นในปัจจุบันเป็นโอกาสให้เข้าซื้อ โดยเราชอบ CBG และ SAPPE แต่มองกลาง ๆ กับ OSP

ราคาน้ำตาลกดดันราคาหุ้นและกำไร

Event

ประมาณการ 3Q66F และ อัปเดตแนวโน้มของกลุ่ม

Impact

ราคาน้ำตาลที่สูงขึ้นเป็นประเด็นท้าทายของกลุ่ม

ราคาน้ำตาลในตลาดโลกพุ่งสูงขึ้น 14% QTD และ 40% YTD เป็น 27cent/lb ทำให้เกิดความกังวลเกี่ยวกับต้นทุนการผลิต และมาร์จิ้นของบริษัทเครื่องดื่ม ซึ่งจุดให้ราคาหุ้นในกลุ่มร่วงลงมาแรง ทั้งนี้ เนื่องจากราคาน้ำตาลสูงกว่าสมมติฐานในกรณีฐานของเราที่ประมาณ 23-24cent/bl (อิงจากน้ำตาลเบอร์ 11) ซึ่งจะกดดันให้ราคาน้ำตาลในประเทศขยับเพิ่มขึ้นตามไปด้วย ทั้งนี้ หากเราใช้สมมติฐานว่าราคาน้ำตาลเบอร์ 11 ทรงตัวอยู่ที่ระดับ 27cent/lb จะทำให้ราคาน้ำตาลในประเทศต่ำกว่าราคาส่งออกประมาณ 20-25%

ต้นทุนบรรจุภัณฑ์ที่ลดลง และ ค่าเงินบาทที่อ่อนลงหักล้างผลกระทบด้านลบไปได้ส่วนหนึ่ง ต้นทุนน้ำตาลเป็นหนึ่งในต้นทุนการผลิตหลักของผู้ผลิตเครื่องดื่ม โดยในบรรดาบริษัทเครื่องดื่มที่เราศึกษาอยู่ ต้นทุนน้ำตาลคิดเป็น 12% ของต้นทุน SAPPE และ CBG ในขณะที่คิดเป็นประมาณ 10% ของต้นทุน OSP การที่ราคาน้ำตาลเพิ่มขึ้น 10% จะส่งผลให้กำไรของ OSP ลดลง 6% ของ SAPPE ลดลง 5% และ ของ CBG ลดลง 4% ทั้งนี้ ราคาน้ำตาลที่พุ่งสูงขึ้นในช่วงนี้ชี้ว่าต้นทุนน้ำตาลของ CBG และ OSP อาจเพิ่มขึ้น 15% ซึ่งจะจุดให้ GPM ลดลงประมาณ 1% ในขณะเดียวกัน ต้นทุนน้ำตาลของ SAPPE จะเพิ่มขึ้น 20-25% ซึ่งจะจุดให้ GPM ของ SAPPE ลดลงประมาณ 1.5% อย่างไรก็ตาม ราคา PET Resin ที่ลดลง และ เงินบาทที่อ่อนค่าลงจะช่วยชดเชยผลกระทบด้านลบได้ ซึ่ง SAPPE อยู่ในสถานะที่ดีกว่าบริษัทอื่นในกลุ่มในแง่

ปรับประมาณการกำไรปี 2566/2567F และ ราคาเป้าหมายปี 2567F

เพื่อสะท้อนถึงราคาน้ำตาลที่พุ่งสูงขึ้นมาในช่วงนี้ เราจึงปรับลดประมาณการกำไรปี 2567F ของ CBG ลง 5% และปรับของ SAPPE ลง 6% ส่วนในกรณีของ OSP เราปรับลดสมมติฐานต้นทุนการผลิตปี 2566/2567 ลง 100 ล้านบาท/180 ล้านบาท แต่ปรับเพิ่มต้นทุนการผลิตน้ำตาลปี 2567F ขึ้นอีก 270 ล้านบาท ส่งผลให้ประมาณการกำไรปี 2566F/2567F +5%/-6% สำหรับราคาเป้าหมาย เมื่อเราลด PE ของ CBG ลงเหลือ 35x ทำให้ได้ราคาเป้าหมายปี 2567F ใหม่ที่ 85 บาท ในขณะที่เมื่อคง PE ของ OSP ไว้ที่ 32x ทำให้เราได้ราคาเป้าหมายปี 2567F ใหม่ที่ 25.25 บาท และเมื่อใช้ PE ที่ 28x ทำให้เราได้ราคาเป้าหมายปี 2567F ใหม่ของ SAPPE ที่ 112 บาท ทั้งนี้ เนื่องจากราคาน้ำตาลปรับลดลงมาแรง เราจึงยังคงคำแนะนำซื้อ CBG และ SAPPE ในขณะที่แนะนำถือ OSP

ประมาณการ 3Q66F – ฟื้นตัวขึ้นอีก

เราคาดว่าผลประกอบการของ CBG และ SAPPE จะฟื้นตัวขึ้นอีกทั้ง QoQ และ YoY แต่การเติบโต QoQ จะต่ำมาก โดยอิงจากสมมติฐานดังนี้ 1.) รายได้ในประเทศค่อนข้างทรงตัว QoQ 2.) การส่งออกไปยังตลาด CLMV จะลดลง 3.) margin ดีขึ้นเนื่องจากราคาอูมิเนียม และ PET Resin ลดลง ทั้งนี้ ในส่วนของ CBG การผลิตบรรจุภัณฑ์สำหรับธุรกิจเบียร์จะช่วยเพิ่มรายได้ OEM และกำไรสุทธิ ในขณะที่การส่งออกไป EU ที่เติบโตอย่างแข็งแกร่งจะช่วยหนุนกำไรของ SAPPE แต่ต้นทุนที่ลดลงยังไม่เพียงพอที่จะชดเชยรายได้จากการส่งออกที่ลดลงได้ในกรณี OSP

Risks

ความผันผวนของราคาสินค้าโภคภัณฑ์ในตลาดโลก, การเปลี่ยนแปลงของ margin.

Chalie Kueyen
66.2658.8888 Ext. 8851
chaliek@kgi.co.th

Quarterly earnings summary

Bt mn	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23F	% chg		Remark				
								QoQ	YoY	9M22	9M23F	% chg	9M23F to FY-23F	
F&B														
CBG	660	742	475	409	264	481	507	5.2%	6.6%	1,877	1,252	-33.3%	63.1%	Assuming export revenue reduction, better margins
OSP	751	604	244	335	778	549	543	-1.3%	122.5%	1,599	1,870	16.9%	77.8%	Assuming export revenue reduction, better margins
PLUS	47	77	53	31	8	62	50	-18.8%	-5.7%	177	120	-32.4%	74.9%	Lower top line growth
SAPPE	153	167	178	154	275	312	317	1.6%	77.9%	499	904	81.2%	84.0%	Higher export growth in EU, SG&A higher
Total	1,612	1,590	951	928	1,325	1,405	1,416	0.8%	49.0%	4,152	4,146	-0.2%	73.7%	

Source: Company data, KGI Securities Research

*The Company may be issuer of Derivative Warrants on these securities.

Figure 1: Peer comparison

Rating	TP-24F Bt	Mkt price	Upside %	Mkt cap (Bt bn)	Target PE (x)	EPS (Bt)			EPS growth			PE (x)			PBV (x)			Div. yield			ROE (%)			
						22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	
Beverage																								
CBG*	OP	85.0	72.0	18.1	72.0	42.9	2.29	2.0	2.4	(35.0)	(13.4)	21.3	43.7	36.3	29.9	9.9	9.7	9.0	2.5	2.5	3.0	21.1	18.0	20.2
PLUS	N	5.5	6.1	(9.8)	4.09	30.6	0.31	0.18	0.20	48.5	(41.9)	11.1	14.5	33.9	30.5	2.4	2.1	1.9	n.a.	1.8	2.0	25.7	15.3	12.0
OSP*	N	26.5	23.6	12.3	70.9	33.1	0.64	0.80	0.84	(45.3)	25.0	4.9	50.0	29.5	28.1	5.2	5.2	5.2	1.1	3.0	4.0	10.1	12.0	12.5
SAPPE	OP	112.0	78.0	43.6	24.0	31.8	2.12	3.52	4.02	69.5	65.9	14.4	13.2	22.2	19.4	2.7	3.6	3.3	3.2	2.3	2.6	20.5	31.1	29.5

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 2: Revised earnings forecasts

Bt mn	Old		New		% chg		Key assumption chg	Remark
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F		
CBG	1,983	2,540	1,983	2,405	-	-5.3%	Cut GPM-2024F by 0.8% to 29.2% in '24F	add.sugar cost +Bt160mn '24F
OSP	2,281	2,670	2,404	2,522	5.4%	-5.6%	GPM +0.5%bps in 23F to 33.4%, -1% to 33.4% in 24F	add.sugar cost +Bt270mn 24F
SAPPE	1,076	1,311	1,076	1,231	-	-6.1%	Cut GPM-2024F by 1.5% to 41.4%	add.sugar cost +Bt120mn 24F

Source: Company data, KGI Securities Research

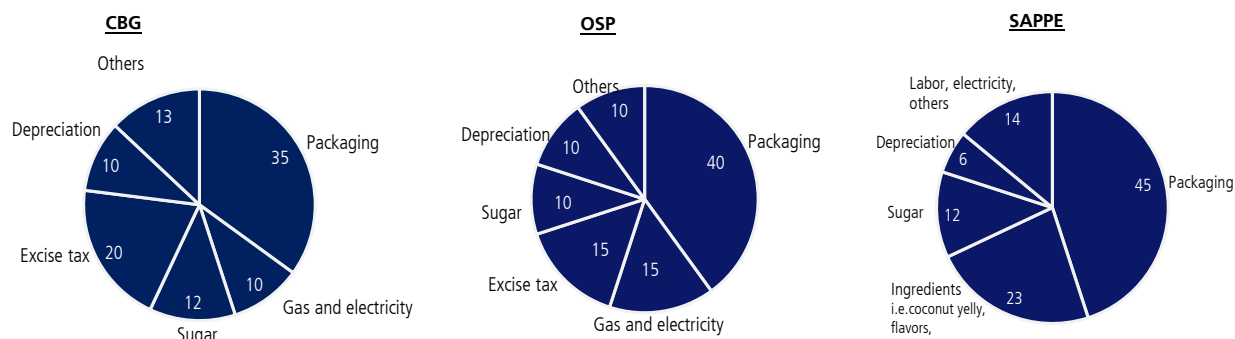
Figure 3: Revised target prices

Bt mn	Target price change		Valuation method		Rating		Remark
	Old	New	Old	New	Old	New	
CBG	99.00	85	38.5x PE	35x PE	OP	OP	Outlook depend on beer business
OSP	28.75	26.50	32x PE	32x PE	N	N	Cost reduction for growth
SAPPE	120.00	112	28.0x PE	25x PE	OP	OP	Gaining benefit from depreciation THB/EUR

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 4: Cost breakdown

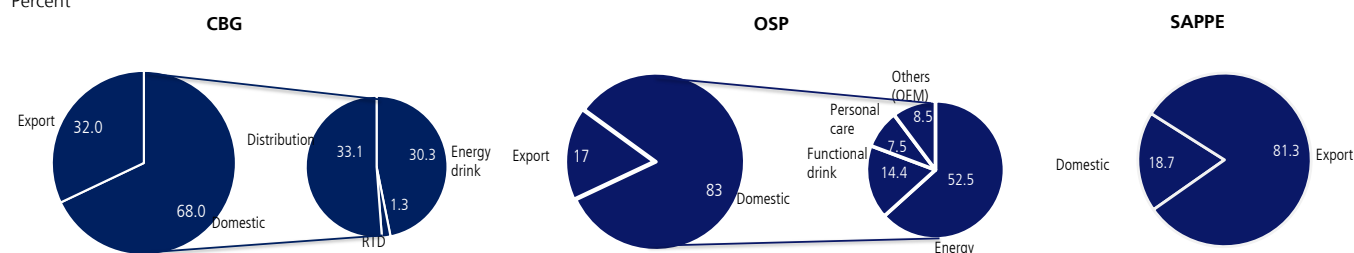
Percent



Source: Company data, KGI Securities Research

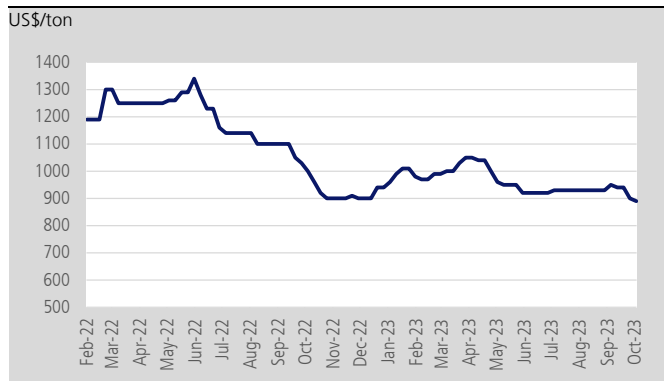
Figure 5: Revenue breakdown

Percent



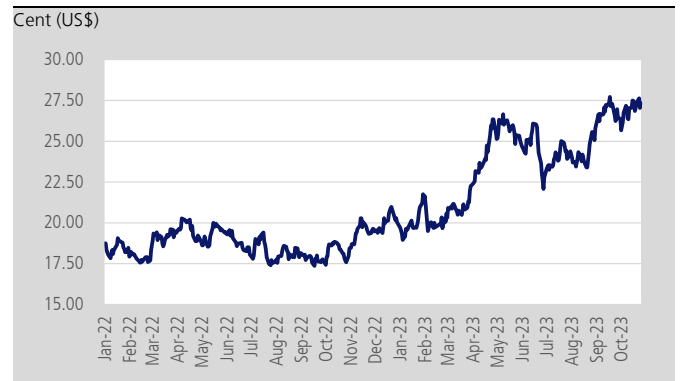
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 6: PET resin - SAPPE



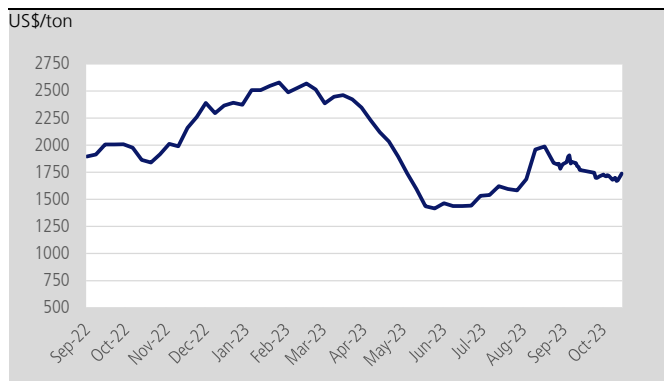
Source: Bloomberg, KGI Securities Research

Figure 7: Sugar price – OSP, CBG, SAPPE,



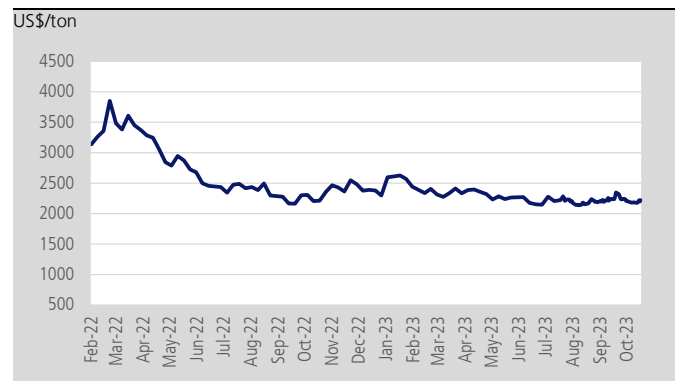
Source: Bloomberg, KGI Securities Research

Figure 8: Soda Ash - CBG and OSP



Source: Bloomberg, KGI Securities Research

Figure 9: Aluminum price - for CBG



Source: Bloomberg, 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	SEAFKO	SEAFKO
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
CENDEL	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
DOHOME	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	SAKSAM LEASING	TIDLOR	NGERN TID LOR
ESSO	ESSO (THAILAND)	SAPPE	SAPPE	TNP	THANAPIRIYA
HUMAN	HUMANICA	SAWAD	SRSAWAD 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 ERWAN GROUP	SAPPE	SAPPE
AP	ASIAN PROPERTY DEVELOPMENT	GLOW	GLOW ENERGY	SAWAD	SRIWADAW 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	SEAFCO	SEAFCO
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.