

# Quality Houses

(QH.BK/QH.TB)\*

## Neutral · Maintained

Price as of 8 Jun 2023	2.30
12M target price (Bt/shr)	2.45
Unchanged/Revised up(down)(%)	(18.0)
Upside/downside (%)	6.5

### Key messages

ปัจจุบัน QH ยังมียอดขาย (presales) ต่ำกว่าเป้าหมายทั้งปีของบริษัท ขณะที่ รายได้อื่นนอกจากขายอสังหาริมทรัพย์ลดลง หลัก ๆ เกิดจากสัญญาเช่าต่างๆ ครบกำหนดการเช่าเรา คาดผลการดำเนินงาน 2H66F จะดีกว่า 1H66F อย่างไรก็ดีตามเราปรับลดประมาณการรายได้ปี 2566F-2567F ลง 8-10% ทำให้อัตราเติบโตกำไรปี 2566F/2567F อยู่ในระดับต่ำที่ 3%/7% ทั้งนี้ เรายังคงคำแนะนำถือ ประเมินราคาเป้าหมายใหม่ที่ 2.45 บาท (จากเดิมที่ 2.90 บาท) อิงจาก SOTP (ประเมินมูลค่าธุรกิจหลักที่ 0.60 บาท อิง PE ที่ 9.6x (-0.5 S.D) และธุรกิจการลงทุนที่ 1.85 บาท) และคาดอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลน่าสนใจที่ 6.3-6.7% ปี 2566F-2567F

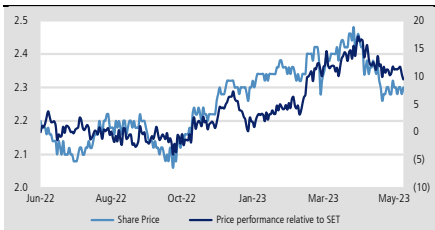
### Trading data

Mkt cap (Btmn/US\$m)	24.6/616		
Outstanding shares (mn)	10,714		
Foreign ownership (mn)	1,136		
3M avg. daily trading (mn)	16		
52-week trading range (Bt)	2.1 – 2.5		
Performance (%)	3M	6M	12M
Absolute	-5	0.9	2.7
Relative	-2.6	5.0	8.1

### Quarterly EPS

EPS	Q1	Q2	Q3	Q4
2021	0.20	0.22	0.12	0.23
2022	0.27	0.24	0.30	0.31
2023	0.28			

### Share price chart



Source: SET

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

## ยึดแนวอนุรักษ์นิยม

### Event

อัปเดตแนวโน้มธุรกิจ ปรับประมาณกำไรและราคาเป้าหมาย

### Impact

Presales ปัจจุบันยังห่างจากเป้าทั้งปี

นับตั้งแต่ต้นปีจนถึงสัปดาห์แรกของเดือนพฤษภาคม QH ยังมียอดขาย (presales) ที่ 2.8 พันล้านบาท (2 พันล้านบาท ใน 1Q66) คิดเป็น 30% ของเป้าหมายบริษัทที่ 9 พันล้านบาท ขณะที่ สัดส่วนยอดขายโอน/การรับรู้อยู่ได้ 1Q66 อยู่ที่ 1.6 พันล้านบาท (คิดเป็น 18% ของเป้าปี 2566) ซึ่งต่ำกว่าเป้าหมายบริษัทจากปัญหาการขาดแคลนผู้รับเหมาและแรงงานก่อสร้างในช่วง 2-3 ไตรมาสก่อน อย่างไรก็ตาม เราคาดยอดขาย 9M66 ยังไม่น่าตื่นเต้นตามแผนในการเปิดโครงการใหม่เพียง 1 โครงการต่อไตรมาสช่วง 2Q66-3Q66 แต่คาด 4Q66 จะช่วยกระตุ้นยอดขายเพิ่มได้จากแผนการเปิดขาย 3 โครงการใหม่มูลค่ารวม 5 พันล้านบาท (คิดเป็น 50% ของเป้าหมายบริษัท) (Figure 5)

รายได้อื่น ๆ นอกจากการขายอสังหาริมทรัพย์ลดลง

รายได้จากธุรกิจโรงแรมและธุรกิจให้เช่าอาคารสำนักงานคิดเป็น 12% รายได้รวมมีแนวโน้มลดลงจากสัญญาเช่าต่าง ๆ ครบกำหนด ได้แก่ i) อาคารสำนักงาน QH อโศกครบสัญญาสิ้นปี 2565 ii) อาคารสำนักงาน QH สาทร ครบสัญญาสิ้นปี 2566 และ iii) โรงแรม Centre Point สีสุม ครบสัญญาเดือนกรกฎาคม 2566 ขณะที่ สินทรัพย์ทั้ง 3 แห่งจะถูกโอนเข้ากองทุนรวมสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ควอลิตี้ เฮาส์ (Quality Houses Leasehold Property Fund : QHPF) และกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และสิทธิการเช่า ควอลิตี้ เฮาส์ โฮเทล แอนด์ เรซิเดนซ์ (Quality Houses Hotel and Residence Freehold and Leasehold Property Fund : QHHR) แล้วจะเปลี่ยนเป็นกองทุนทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (Real Estate Investment Trust : REITs) ภายในสิ้นปี 2566 หรือต้นปี 2567 อย่างไรก็ตาม QH จะได้รับmargin ลดลงจากธุรกิจโรงแรมและรายได้จากค่าเช่าอาคารสำนักงานเริ่มลดลงปี 2566F-2567F หลังจกการปรับโครงสร้างบริษัท แต่ QH จะมีรายได้เพิ่มเติมจากค่าบริการจัดการกอง REITs ใหม่

ปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2566F-2567F ลง

จากปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาค เช่น แนวโน้มผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติ (GDP) ลดลง เงินเฟ้อจากต้นทุนการผลิตสูงขึ้น อัตราค่าแรงรายวันใหม่สูงขึ้น ค่าครองชีพมีความร้อนแรงขึ้น เป็นต้น เราจึงปรับลดประมาณการด้าน i) รายได้จากการขายอสังหาริมทรัพย์ปี 2566F-2567F ลง 8-10% และ ii) รายได้อื่นนอกจากการขายอสังหาริมทรัพย์ลดลงจากสัญญาเช่าครบกำหนด ทั้งนี้ เราคงประมาณการอัตรากำไรขั้นต้น (gross profit margin : GPM) และอัตรากำไรสุทธิ (net profit margin : NPM) เดิมที่ 34%/26-27% ดังนั้น ประมาณการรายได้และกำไรสุทธิใหม่ปี 2566F-2567F ของเราจะอยู่ในระดับต่ำ (เป็นตัวเลขวหลักเดียว) ซึ่งต่ำกว่าเคยประเมินไว้ (Figure 1)

### Valuation & action

เราคาดกำไร 2Q66F อ่อนตัว QoQ แต่พุ่งขึ้น YoY (เป็นเลขสองหลัก) จากฐาน 2Q65 ต่ำ ทั้งนี้ เรายังคงแนะนำถือ ประเมินราคาเป้าหมายใหม่ที่ 2.45 บาท (จากเดิมที่ 2.90 บาท) อิงจาก SOTP (ประเมินมูลค่าธุรกิจหลักที่ 0.60 บาท อิง PE ที่ 9.6x (-0.5 S.D) และธุรกิจการลงทุนที่ 1.85 บาท) (Figure 2)

### Risks

ภาวะเศรษฐกิจอ่อนแอและการปฏิรูปนโยบายจากภาครัฐ

### Key financials and valuations

	Dec - 20A	Dec - 21A	Dec - 22A	Dec - 23F	Dec - 24F
Revenue (Btmn)	9,138	8,120	9,226	9,380	9,648
Gross Profit (Btmn)	2,820	2,418	3,129	3,182	3,254
SG&A (Btmn)	1,790	1,816	1,994	2,204	2,316
Net Profit (Btmn)	2,123	1,670	2,396	2,467	2,639
Normalized Profit (Btmn)	2,123	1,670	2,396	2,467	2,639
EPS (Bt)	0.20	0.16	0.22	0.23	0.25
Normalized EPS (Bt)	0.20	0.16	0.22	0.23	0.25
DPS (Bt)	0.12	0.10	0.14	0.14	0.15
EPS Growth (%)	(25.6)	(21.4)	43.5	3.0	6.9
Normalized EPS Growth	(25.6)	(21.4)	43.5	3.0	6.9
P/E (X)	11.7	14.5	10.3	10.0	9.3
P/B (X)	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA (X)	23.7	29.8	20.1	23.1	23.5
Net Debt to Equity (%)	54.7	44.2	35.5	41.1	48.1
Dividend Yield (%)	5.2	4.4	6.1	6.2	6.6
Return on Average Equity (%)	8.0	6.2	8.6	8.5	8.7

Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 1: Earnings revisions for 2023-24F**

Year to 31 Dec (Btm)	2023F Previous	2023F Revised	Chg (%)	2024F Previous	2024F Revised	Chg (%)
<b>Total revenue</b>	<b>10,351</b>	<b>9,380</b>	<b>(9.4)</b>	<b>11,253</b>	<b>9,648</b>	<b>(14.3)</b>
<b>Residential revenue</b>	<b>9,066</b>	<b>8,379</b>	<b>(7.6)</b>	<b>9,618</b>	<b>8,652</b>	<b>(10.0)</b>
Low-rise	8,133	7,532	(7.4)	8,702	7,720	(11.3)
High-rise	933	847	(9.2)	916	932	1.7
<b>Rental and service revenue</b>	<b>1,285</b>	<b>1,001</b>	<b>(22.1)</b>	<b>925</b>	<b>996</b>	<b>7.7</b>
EBIT	1,516	1,217	(19.7)	1,732	1,232	(28.8)
Share income	1,825	1,803	(1.2)	2,002	1,992	(0.5)
<b>Net profit</b>	<b>2,687</b>	<b>2,467</b>	<b>(8.2)</b>	<b>3,001</b>	<b>2,639</b>	<b>(12.1)</b>
<b>Key financials</b>	<b>2023F Previous</b>	<b>2023F Revised</b>	<b>Chg (ppts)</b>	<b>2024F Previous</b>	<b>2024F Revised</b>	<b>Chg (ppts)</b>
Total gross margin	34.0	33.9	(0.1)	34.5	33.7	(0.8)
Residential gross margin (%)	33.2	33.2	0.0	33.3	33.0	(0.3)
Rental gross margin (%)	40.0	40.0	0.0	41.5	40.0	(1.5)
Net margin (%)	26.0	26.3	0.3	26.7	27.4	0.7

Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 2: SOTP valuation**

SOTP Valuation	2023F Previous	2023F Revised
<u>Real estate and rental business</u>		
EPS (Bt/share)	0.08	0.06
PE multiple (x)	11.0	9.6
<b>Target price for core business (Bt)</b>	<b>0.9</b>	<b>0.6</b>
<u>Investments</u>		
Investment value -60% discount (Btmn)	22,027	19,612
Shares (mn)	10,714	10,714
<b>Investment value per share (Bt)</b>	<b>2.1</b>	<b>1.85</b>
<b>SOTP value (Bt)</b>	<b>2.90</b>	<b>2.45</b>

Source: KGI Securities Research

### ปัจจัยเสี่ยงต่อประมาณการกำไรสุทธิของเรา

หนึ่งในนโยบายของรัฐบาลใหม่ที่อาจส่งผลกระทบต่อธุรกิจอสังหาริมทรัพย์คือการเพิ่มค่าแรงงานขั้นต่ำรายวันขึ้นอีก 30% เป็น 450 บาท/วัน ปกติต้นทุนค่าแรงงานคิดเป็นราว 7-8% ของรายได้ ซึ่งมีนัยสำคัญน้อยกว่าเมื่อเทียบกับต้นทุนค่าซื้อที่ดินและค่าก่อสร้าง ที่คิดเป็น 40-50% และ 40% ของต้นทุนรวมตามลำดับ หากมีการปรับเพิ่มค่าแรงงานขั้นต่ำต่อวันขึ้นอีก 30% ในปี 2567 เราคาดส่งผลกระทบต่อ GPM ธุรกิจการขายอสังหาริมทรัพย์และกำไรสุทธิของ QH ลดลงราว 2%/5% ขณะที่กลุ่มลูกค้าหลักของบริษัทส่วนใหญ่เป็นกลุ่มผู้มีรายได้ระดับกลางถึงระดับสูง จึงมีโอกาที่จะผลกระทบระดมทุนที่สูงขึ้นให้แก่ผู้ซื้อได้ ในอดีตเมื่อปี 2555 มีการปรับอัตราค่าแรงงานขั้นต่ำต่อวันขึ้น 30% เป็น 300 บาทต่อวัน แต่ GPM ช่วงปี 2555-2557 ของ QH ยังคงเพิ่มอยู่ที่ 31-33% (จาก 29% ต่อปีในปี 2553-2554) นอกจากนี้ การได้รับส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทในเครือของ QH ซึ่งคิดเป็นสองในสามส่วนของกำไรสุทธิจะช่วยชดเชยการเพิ่มขึ้นของต้นทุนการดำเนินงานได้ ทั้งนี้ เรายังไม่ไดรวามการขึ้นค่าจ้างแรงงานอย่างมากในสมมติฐานประมาณการกำไรของเรา

จากการศึกษาพบว่าภาคธุรกิจอสังหาริมทรัพย์มีความสัมพันธ์กันสูงกับอัตราการเติบโตของ GDP (65-70%) โดยแนวโน้มการปรับลดประมาณการ GDP ลงจะทำให้อุปสงค์ด้านที่อยู่อาศัยลดลงตาม ดังนั้น เรายังปรับลดประมาณการอัตราการเติบโตรายปีและ presales ปี 2556F ลง 8%/14% และปี 2567F ลง 10%/13% (Figure 3)

### ปรับลดราคาเป้าหมายลง

นอกจากการปรับลดประมาณการกำไรลง เรายังปรับลดค่า PE ลงใหม่อยู่ที่ 9.6x เท่ากับ -0.5 S.D. ค่าเฉลี่ยระยะยาวทำให้ได้ราคาประเมินมูลค่าธุรกิจหลักของ QH ใหม่ที่ 0.6 บาทต่อหุ้น ส่วนมูลค่าธุรกิจลงทุนลดลงอยู่ที่ 1.85 บาท ผลจากการปรับลดราคาเป้าหมายหุ้น Home Product Center (HMPRO.BK/HMPRO.TB)\* ของเราลงเป็นหลัก (Figure 2)

**Figure 3: Presales/Revenue/New launches revisions for 2023F-24F**

	2023F			2024F		
	Previous	New	% change	Previous	New	% change
<b>New launches - Total</b>	<b>10,000</b>	<b>10,624</b>	<b>6.2</b>	<b>11,132</b>	<b>11,000</b>	<b>-1.2</b>
Low-rise	10,000	10,624	6.2	11,000	11,000	0.0
High-rise	0	0		0	0	
<b>Presales - Total</b>	<b>10,462</b>	<b>9,042</b>	<b>-13.6</b>	<b>11,131</b>	<b>9,698</b>	<b>-12.9</b>
Low-rise	9,352	8,004	-14.4	9,968	8,648	-13.2
High-rise	1,110	1,038	-6.5	1,163	1,050	-9.8
<b>Transfer - Total</b>	<b>9,066</b>	<b>8,379</b>	<b>-7.6</b>	<b>9,618</b>	<b>8,652</b>	<b>-10.0</b>
Low-rise	8,133	7,532	-7.4	8,702	7,720	-11.3
High-rise	933	847	-9.2	916	932	1.7

Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 4: QH's 1Q23 earnings review**

Bt mn	1Q23	1Q22	YoY (%)	4Q22	QoQ (%)
Revenue	1,903	2,091	(9.0)	2,524	(24.6)
Revenue from sales of real estate	1,590	1,915	(16.9)	2,200	(27.7)
Revenue from rental and services	313	176	77.9	324	(3.4)
Gross Profit	666	719	(7.4)	862	(22.8)
SG&A	482	450	7.1	538	(10.3)
Operating EBIT	246	321	(23.3)	373	(34.1)
Equity Income/(Loss)	452	399	13.3	417	8.6
<b>Net Profit</b>	<b>592</b>	<b>585</b>	<b>1.3</b>	<b>655</b>	<b>(9.6)</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>592</b>	<b>585</b>	<b>1.3</b>	<b>655</b>	<b>(9.6)</b>
Percent	1Q23	1Q22	YoY (ppts)	4Q22	QoQ (ppts)
Gross margin	35.0	34.4	0.6	34.2	0.8
Residential gross margin	33.6	34.0	(0.4)	33.0	0.6
Hotel and rental gross margin	42.1	38.6	3.5	42.0	0.2
EBIT margin	12.9	15.3	(2.4)	14.8	(1.9)
SG&A/sales	25.3	21.5	3.8	21.3	4.0
Revenue breakdown by segments	1Q23	1Q22	YoY (%)	4Q22	QoQ (%)
Low-rise	1,456	1,851	(21.3)	1,985	(26.6)
High-rise	135	64	110.9	215	(37.2)

Source: Company data, KGI Securities Research

**ผลประกอบการ 1Q23 ยังไม่น่าตื่นตัว**

-QH รายงานกำไรสุทธิ 1Q66 ที่ 592 ล้านบาท (+1% YoY แต่ -10% QoQ) ตาม consensus คาด ขณะที่ผลจากมาตรการผ่อนคลายนโยบายสินเชื่อสิ่งหาริมทรัพย์ (Loan-to-value : LTV) ตี้นลดลงเมื่อสิ้นปี 2565 มีส่วนทำให้ผลการดำเนินงานอ่อนแอ

-รายได้จากการขายอสังหาริมทรัพย์ของโครงการแนวราบอ่อนตัวเล็กน้อยทั้ง QoQ และ YoY แต่รายได้จากโครงการคอนโดมิเนียมยังแข็งแกร่ง YoY

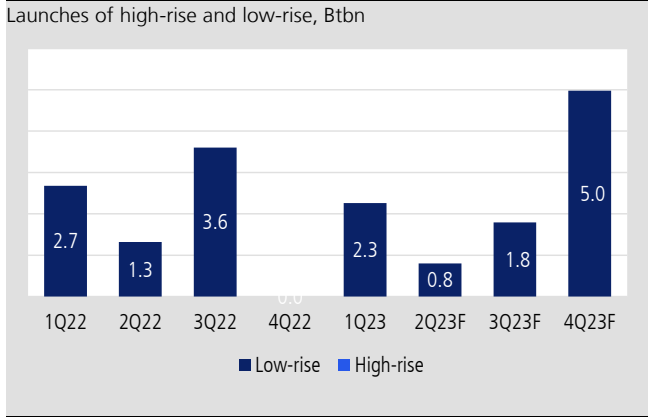
-รายได้จากรูทิจโรงแรมฟุ้งขึ้นใกล้เคียงระดับปกติช่วงก่อนโรคระบาดโควิดที่ 313 ล้านบาท (+78% YoY)

-รายได้จากบริษัทร่วมของ QH (คิดเป็น 76% ของกำไรสุทธิ) ยังคงแข็งแกร่งที่ 452 ล้านบาท (+13% YoY และ +9% QoQ)

-GPM รวมฟื้นตัวใกล้เคียงระดับปกติก่อนโรคระบาดโควิดที่ 35% ส่วน NPM ทำสถิติสูงสุดใหม่ในรอบ 5 ปีอยู่ที่ 31%

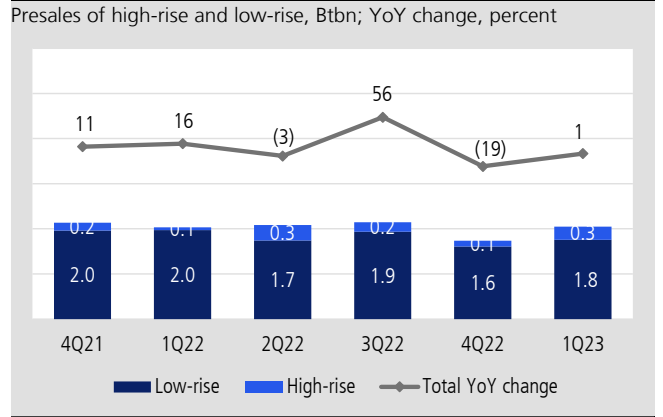
-โดยรวมกำไรสุทธิ 1Q66 คิดเป็น 24% ของประมาณการกำไรสุทธิใหม่เราเดีมีปี 2566F และ คิดเป็น 27% ของ consensus ทั้งนี้ Bloomberg consensus คาดกำไรสุทธิปี 2566F ของ QH แบบระมัดระวังลดลง 10% YoY เทียบกับเรคาดไว้เพิ่มขึ้น 3% YoY

**Figure 5: Quarterly launches**



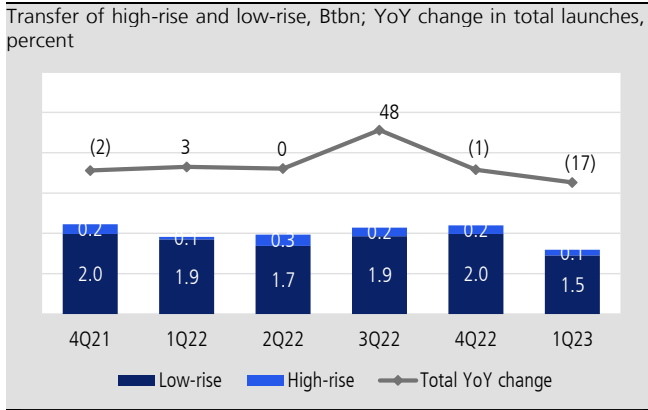
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 6: Quarterly presales**



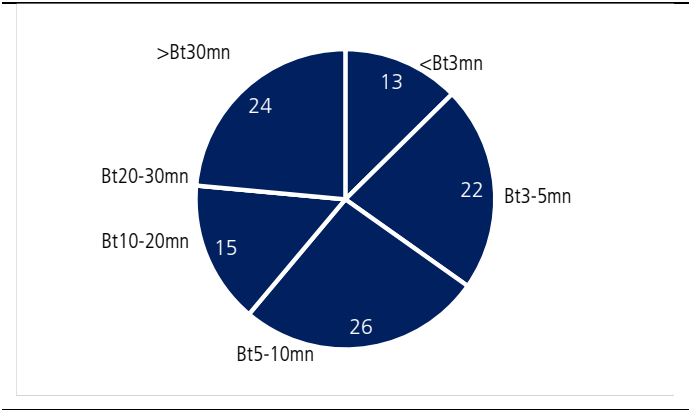
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 7: Quarterly transfers**



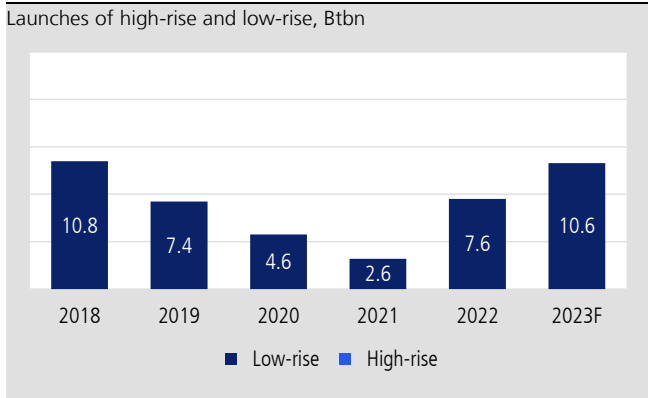
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 8: Breakdown of products by price range (percent)**



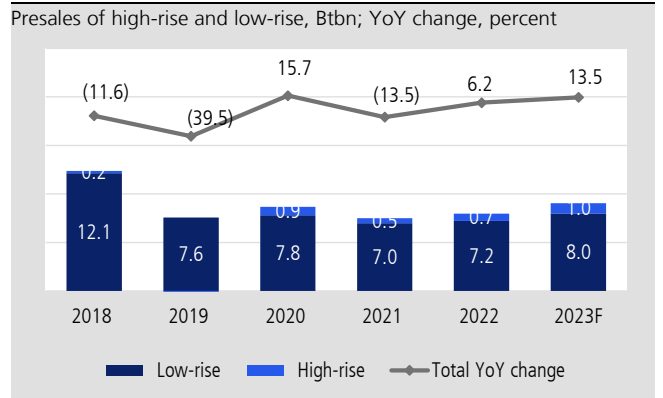
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 9: Yearly launches**



Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 10: Yearly presales**



Source: Company data, KGI Securities Research

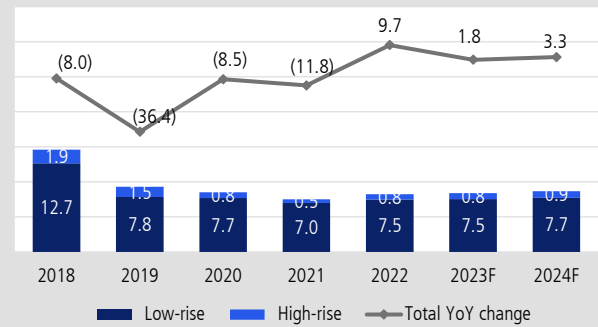
**Figure 11: Company profile**

Quality Houses Plc. (QH) focuses on both landed properties and condominiums. It also has several sources of income including residential sales (90% of revenue), investment (2/3 of bottom line) and rents (10% of revenue). Thus, its portfolio appears to be pretty diversified. The company targets a wide range of customers as it has a broad-based brand to serve its customers using mixed business approach through different economic cycles.

Source: Company data

**Figure 12: Residential revenue forecast**

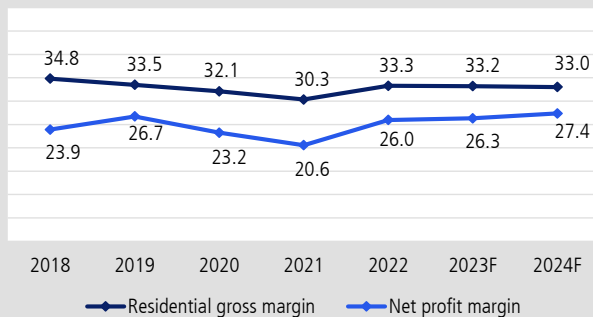
Residential revenues forecast, Btbn and YoY change, percent



Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 13: Margins**

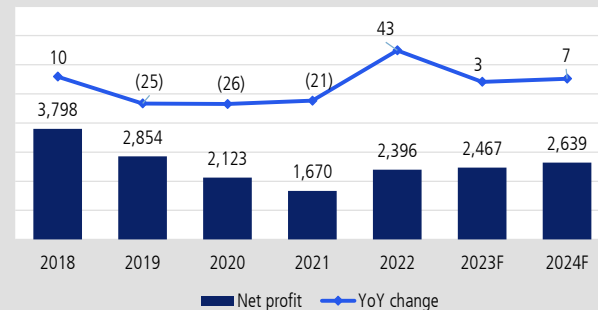
Residential gross margin and net margin, percent



Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 14: Net profit**

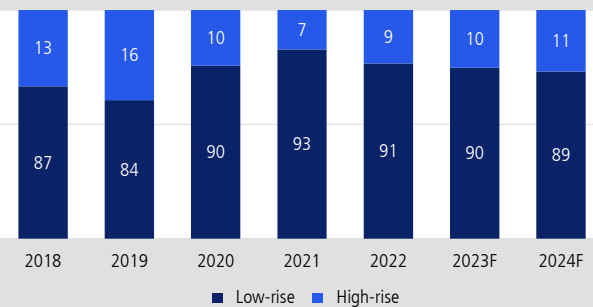
Net profit, Btbn; YoY change, percent



Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 15: Transfer breakdown by segment**

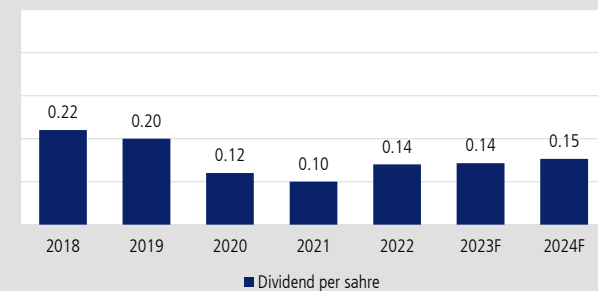
Percent



Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 16: Company dividend per share (DPS)**

DPS, Bt



Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 17: Company trading PER**

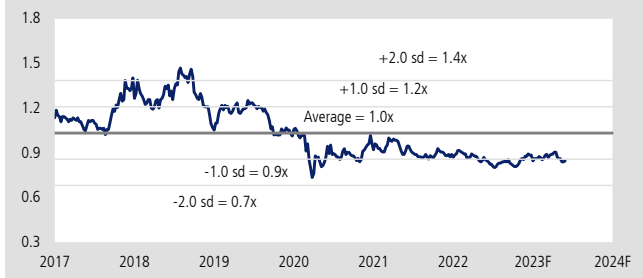
PER, times



Source: KGI Securities Research

**Figure 18: Company trading PB**

PB, times



Source: KGI Securities Research

**Quarterly Income Statement**

	Mar-20A	Jun-20A	Sep-20A	Dec-20A	Mar-21A	Jun-21A	Sep-21A	Dec-21A	Mar-22A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22A	Mar-23A
<b>Income Statement (Bt mn)</b>													
<b>Revenue</b>	<b>1,890</b>	<b>2,336</b>	<b>2,490</b>	<b>2,422</b>	<b>2,032</b>	<b>2,106</b>	<b>1,588</b>	<b>2,394</b>	<b>2,091</b>	<b>2,195</b>	<b>2,417</b>	<b>2,524</b>	<b>1,903</b>
Cost of Goods Sold	(1,251)	(1,636)	(1,765)	(1,665)	(1,452)	(1,477)	(1,127)	(1,647)	(1,371)	(1,441)	(1,624)	(1,661)	(1,237)
<b>Gross Profit</b>	<b>638</b>	<b>699</b>	<b>725</b>	<b>758</b>	<b>580</b>	<b>629</b>	<b>461</b>	<b>748</b>	<b>719</b>	<b>754</b>	<b>793</b>	<b>862</b>	<b>666</b>
Operating Expense	(473)	(449)	(456)	(412)	(466)	(447)	(428)	(475)	(450)	(531)	(476)	(538)	(482)
Other incomes	59	52	60	59	63	58	57	52	51	63	58	47	62
<b>Operating Profit</b>	<b>224</b>	<b>302</b>	<b>329</b>	<b>404</b>	<b>176</b>	<b>241</b>	<b>90</b>	<b>325</b>	<b>320</b>	<b>286</b>	<b>376</b>	<b>371</b>	<b>246</b>
Depreciation of fixed asset	(98)	(98)	(98)	(97)	(95)	(95)	(93)	(92)	(90)	(91)	(91)	(90)	(84)
<b>Operating EBITDA</b>	<b>323</b>	<b>404</b>	<b>427</b>	<b>505</b>	<b>271</b>	<b>338</b>	<b>184</b>	<b>420</b>	<b>411</b>	<b>378</b>	<b>467</b>	<b>463</b>	<b>330</b>
<b>Non-Operating Income</b>	<b>0</b>	<b>4</b>	<b>1</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>0</b>
Interest Income	0	4	1	4	0	2	0	3	1	2	0	2	0
Other Non-op Income	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Non-Operating Expense</b>	<b>331</b>	<b>209</b>	<b>312</b>	<b>287</b>	<b>303</b>	<b>300</b>	<b>203</b>	<b>246</b>	<b>328</b>	<b>301</b>	<b>344</b>	<b>353</b>	<b>392</b>
Interest Expense	(100)	(102)	(98)	(93)	(84)	(82)	(84)	(80)	(71)	(62)	(62)	(64)	(61)
Other Non-op Expense													
Equity Income/(Loss)	431	311	409	379	387	381	288	326	399	363	407	417	452
<b>Pre-tax profit</b>	<b>125</b>	<b>205</b>	<b>231</b>	<b>316</b>	<b>92</b>	<b>161</b>	<b>6</b>	<b>248</b>	<b>250</b>	<b>225</b>	<b>314</b>	<b>309</b>	<b>185</b>
Current Taxation	(45)	(58)	(66)	(115)	(48)	(61)	(31)	(81)	(64)	(73)	(80)	(70)	(45)
Minorities	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Extraordinary items	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Net Profit</b>	<b>511</b>	<b>458</b>	<b>575</b>	<b>580</b>	<b>431</b>	<b>482</b>	<b>263</b>	<b>494</b>	<b>585</b>	<b>515</b>	<b>640</b>	<b>655</b>	<b>592</b>
<b>Normalized Profit</b>	<b>511</b>	<b>458</b>	<b>575</b>	<b>580</b>	<b>431</b>	<b>482</b>	<b>263</b>	<b>494</b>	<b>585</b>	<b>515</b>	<b>640</b>	<b>655</b>	<b>592</b>
EPS (Bt)	0.24	0.21	0.27	0.27	0.20	0.22	0.12	0.23	0.27	0.24	0.30	0.31	0.28
Normalized EPS (Bt)	0.24	0.21	0.27	0.27	0.20	0.22	0.12	0.23	0.27	0.24	0.30	0.31	0.28
<b>Margins</b>													
Gross profit margin	33.8	29.9	29.1	31.3	28.5	29.9	29.0	31.2	34.4	34.3	32.8	34.2	35.0
Operating EBIT margin	11.9	12.9	13.2	16.7	8.7	11.4	5.7	13.6	15.3	13.0	15.5	14.7	12.9
Operating EBITDA margin	17.1	17.3	17.1	20.9	13.3	16.0	11.6	17.6	19.6	17.2	19.3	18.4	17.3
Net profit margin	27.0	19.6	23.1	23.9	21.2	22.9	16.6	20.6	28.0	23.5	26.5	26.0	31.1
<b>Growth (YoY)</b>													
Revenue growth	(45.0)	1.1	(5.5)	5.3	7.5	(9.8)	(36.2)	(1.2)	2.9	4.2	52.2	5.4	(9.0)
Operating EBIT growth	(63.9)	19.0	(20.5)	35.1	(21.4)	(20.4)	(72.5)	(19.7)	81.4	18.7	315.4	14.4	(9.8)
Operating EBITDA growth	(52.6)	23.2	(8.8)	38.2	(16.1)	(16.4)	(56.9)	(16.8)	51.6	12.0	154.2	10.2	(7.4)
Net profit growth	(34.6)	(47.4)	(3.0)	(19.1)	(36.1)	(5.7)	(42.5)	(14.1)	0.9	19.5	32.9	149.3	7.1
Normalized profit growth	(41.2)	(22.8)	(19.8)	(14.1)	(15.6)	5.3	(54.3)	(14.8)	35.7	7.0	143.4	32.7	21.5

Source: Company data, KGI Securities Research

**Balance Sheet**

As of 31 Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023F	2024F
<b>Total Assets</b>	<b>47,667</b>	<b>46,236</b>	<b>43,626</b>	<b>48,966</b>	<b>51,493</b>
<b>Current Assets</b>	<b>25,227</b>	<b>23,364</b>	<b>20,974</b>	<b>25,105</b>	<b>26,410</b>
Cash & ST Investment	2,510	3,206	1,530	3,416	2,369
Inventories	22,545	19,987	19,267	21,512	23,861
Account Receivable	37	26	42	31	32
Others	136	145	134	146	148
<b>Non-current Assets</b>	<b>22,440</b>	<b>22,871</b>	<b>22,652</b>	<b>23,861</b>	<b>25,084</b>
LT Investment	586	527	472	418	364
Net fixed Assets	1,645	1,546	1,533	2,404	3,242
Others	20,209	20,798	20,647	21,039	21,477
<b>Total Liabilities</b>	<b>21,099</b>	<b>19,251</b>	<b>15,793</b>	<b>19,790</b>	<b>21,315</b>
<b>Current Liabilities</b>	<b>8,663</b>	<b>11,322</b>	<b>5,482</b>	<b>10,339</b>	<b>11,085</b>
Account Payable	502	556	673	509	527
ST Borrowing	6,658	9,220	3,083	8,124	8,833
Others	1,502	1,546	1,726	1,706	1,725
<b>Long-term Liabilities</b>	<b>12,436</b>	<b>7,929</b>	<b>10,311</b>	<b>9,451</b>	<b>10,229</b>
Long-term Debts	10,639	6,038	8,504	7,289	8,067
Others	1,797	1,890	1,807	2,162	2,162
<b>Shareholders' Equity</b>	<b>26,568</b>	<b>26,985</b>	<b>27,833</b>	<b>29,176</b>	<b>30,179</b>
Common Stock	10,714	10,714	10,714	10,714	10,714
Capital Surplus	379	379	379	379	379
Retained Earnings	16,031	16,486	17,701	18,639	19,642
Preferred Stock					

Source: KGI Securities Research

**Key Ratios**

Year to 31 Dec	2020	2021	2022	2023F	2024F
<b>Growth (%YoY)</b>					
Sales	(14.4)	(11.1)	13.6	1.7	2.9
OP	(20.7)	(33.9)	62.6	(10.4)	1.2
EBITDA	(9.9)	(26.9)	41.8	(7.9)	5.1
NP	(25.6)	(21.4)	43.5	3.0	6.9
Normalized Profit	(25.6)	(21.4)	43.5	3.0	6.9
EPS	(25.6)	(21.4)	43.5	3.0	6.9
Normalized EPS	(25.6)	(21.4)	43.5	3.0	6.9
<b>Profitability (%)</b>					
Gross Margin	30.9	29.8	33.9	33.9	33.7
Operating Margin	13.8	10.2	14.7	12.9	12.7
EBITDA Margin	18.2	14.9	18.6	16.9	17.3
Net Margin	23.2	20.6	26.0	26.3	27.4
ROAA	4.5	3.6	5.5	5.0	5.1
ROAE	8.0	6.2	8.6	8.5	8.7
<b>Stability</b>					
Gross Debt/Equity (%)	79.4	71.3	56.7	67.8	70.6
Net Debt/Equity (%)	54.7	44.2	35.5	41.1	48.1
Interest Coverage (x)	3.2	2.5	5.2	4.5	4.0
Interest & ST Debt Coverage (x)	0.2	0.1	0.4	0.1	0.1
Cash Flow Interest Coverage (x)	8.2	10.1	8.4	(5.2)	(4.0)
Cash Flow/Interest & ST Debt (x)	0.5	0.3	0.7	(0.2)	(0.1)
Current Ratio (x)	2.9	2.1	3.8	2.4	2.4
Quick Ratio (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
Net Debt (Bt mn)	14,527.6	11,931.8	9,892.5	11,997.3	14,530.9
<b>Per Share Data (Bt)</b>					
EPS	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Normalized EPS	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
CFPS	0.3	0.3	0.2	(0.1)	(0.1)
BVPS	2.5	2.5	2.6	2.7	2.8
SPS	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
EBITDA/Share	0.2	0.1	0.2	0.1	0.2
DPS	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
<b>Activity</b>					
Asset Turnover (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Days Receivables	1.5	1.2	1.7	1.2	1.2
Days Inventory	1,302.5	1,279.4	1,153.4	1,266.9	1,362.0
Days Payable	29.0	35.6	40.3	30.0	30.1
Cash Cycle	1,275.0	1,245.0	1,114.8	1,238.2	1,333.2

Source: KGI Securities Research

**Profit & Loss**

Year to Dec 31 (Btmm)	2020	2021	2022	2023F	2024F
<b>Revenue</b>	<b>9,138</b>	<b>8,120</b>	<b>9,226</b>	<b>9,380</b>	<b>9,648</b>
Cost of Goods Sold	(6,318)	(5,702)	(6,097)	(6,198)	(6,394)
<b>Gross Profit</b>	<b>2,820</b>	<b>2,418</b>	<b>3,129</b>	<b>3,182</b>	<b>3,254</b>
Operating Expenses	(1,790)	(1,816)	(1,994)	(2,204)	(2,316)
Other Incomes	230	230	219	235	289
<b>Operating Profit</b>	<b>1,260</b>	<b>832</b>	<b>1,353</b>	<b>1,212</b>	<b>1,228</b>
Depreciation of fixed assets	(390)	(375)	(362)	(366)	(433)
<b>Operating EBITDA</b>	<b>1,659</b>	<b>1,213</b>	<b>1,719</b>	<b>1,584</b>	<b>1,665</b>
<b>Non-Operating Income</b>	<b>9</b>	<b>6</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>5</b>
Interest Income	9	6	4	5	5
Other Non-op Income	0	0	0	0	0
<b>Non-Operating Expense</b>	<b>(392)</b>	<b>(330)</b>	<b>(259)</b>	<b>(268)</b>	<b>(308)</b>
Interest Expense	(392)	(330)	(259)	(268)	(308)
Other Non-op Expense	0	0	0	0	0
<b>Equity Income/(Loss)</b>	<b>1,530</b>	<b>1,382</b>	<b>1,586</b>	<b>1,803</b>	<b>1,992</b>
<b>Pretax Profit</b>	<b>2,407</b>	<b>1,890</b>	<b>2,684</b>	<b>2,752</b>	<b>2,916</b>
Current Taxation	(284)	(220)	(288)	(285)	(277)
Minorities	0	0	0	0	0
Extraordinaries items	0	0	0	0	0
<b>Net Profit</b>	<b>2,123</b>	<b>1,670</b>	<b>2,396</b>	<b>2,467</b>	<b>2,639</b>
<b>Normalized Profit</b>	<b>2,123</b>	<b>1,670</b>	<b>2,396</b>	<b>2,467</b>	<b>2,639</b>
EPS (Bt)	0.20	0.16	0.22	0.23	0.25
Normalized EPS (Bt)	0.20	0.16	0.22	0.23	0.25

Source: KGI Securities Research

**Cash Flow**

Year to 31 Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023F	2024F
<b>Operating Cash Flow</b>	<b>3,205</b>	<b>3,320</b>	<b>2,183</b>	<b>(1,399)</b>	<b>(1,234)</b>
Net Profit	2,123	1,670	2,396	2,467	2,639
Depreciation & Amortization	390	375	362	366	433
Change in Working Capital	2,222	2,657	1,011	(2,430)	(2,314)
Others	(1,530)	(1,382)	(1,586)	(1,803)	(1,992)
<b>Investment Cash Flow</b>	<b>2,803</b>	<b>669</b>	<b>1,360</b>	<b>582</b>	<b>336</b>
Net CAPEX	337	(743)	(89)	(1,593)	(1,655)
Change in LT Investment	1,753	1,288	1,520	1,864	1,992
Change in Other Assets	713	124	(71)	312	0
<b>Free Cash Flow</b>	<b>6,008</b>	<b>3,989</b>	<b>3,543</b>	<b>(817)</b>	<b>(897)</b>
<b>Financing Cash Flow</b>	<b>(5,710)</b>	<b>(3,292)</b>	<b>(5,219)</b>	<b>2,702</b>	<b>(149)</b>
Change in Share Capital	0	0	0	0	0
Net Change in Debt	(3,291)	(2,039)	(3,671)	3,826	1,487
Change in Other LT Liab.	(470)	(38)	(367)	406	0
<b>Net Cash Flow</b>	<b>298</b>	<b>697</b>	<b>(1,676)</b>	<b>1,885</b>	<b>(1,047)</b>

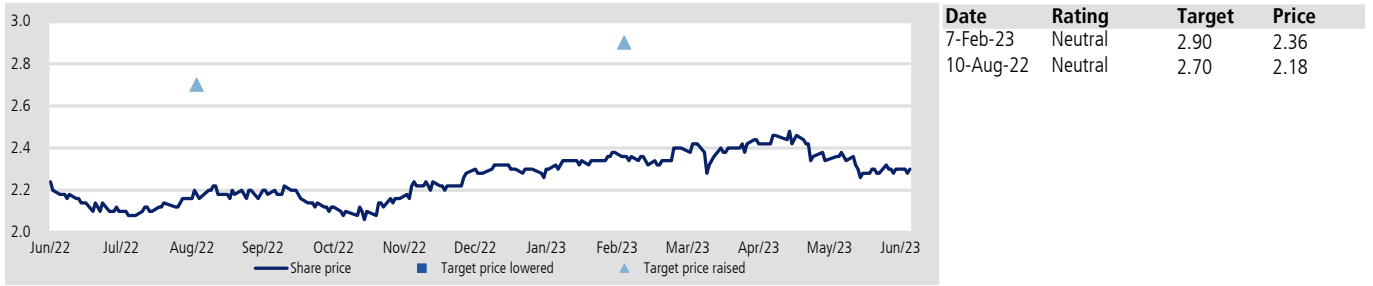
Source: KGI Securities Research

**Rates of Return on Invested Capital**

Year	1-	COGS Revenue	+	Depreciation Revenue	+	Operating Exp. Revenue	=	Operating Margin
2019		66.3%		2.1%		21.1%		10.4%
2020		69.1%		4.2%		19.6%		7.1%
2021		70.2%		4.5%		22.4%		2.9%
2022		66.1%		3.8%		21.6%		8.5%
2023F		66.1%		3.8%		23.5%		6.6%
Year	1/	Working Capital Revenue	+	Net PPE Revenue	+	Other Assets Revenue	=	Capital Turnover
2019		1.6		0.2		4.6		0.2
2020		1.8		0.2		5.0		0.1
2021		1.5		0.2		5.5		0.1
2022		1.7		0.2		4.6		0.2
2023F		1.6		0.3		5.0		0.1
Year		Operating Margin	x	Capital Turnover	x	Cash Tax Rate	=	After-tax Return on Inv. Capital
2019		10.4%		0.2		9.3%		0.2%
2020		7.1%		0.1		11.8%		0.1%
2021		2.9%		0.1		11.7%		0.0%
2022		8.5%		0.2		10.7%		0.1%
2023F		6.6%		0.1		10.3%		0.1%

Source: KGI Securities Research

Quality Houses – 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	KASIKORNBANK	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
CENTEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MAKRO	SIAM MAKRO	THCOM	THAICOM
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	SRISAWAD 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](http://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**

<b>China</b>	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
<b>Taiwan</b>	Taipei	700 Mingshui Road, Taipei, Taiwan Telephone 886.2.2181.8888 · Facsimile 886.2.8501.1691
<b>Hong Kong</b>		41/F Central Plaza, 18 Harbour Road, Wanchai, Hong Kong Telephone 852.2878.6888 Facsimile 852.2878.6800
<b>Thailand</b>	Bangkok	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand Telephone 66.2658.8888 Facsimile 66.2658.8014
<b>Singapore</b>		4 Shenton Way #13-01 SGX Centre 2 Singapore 068807 Telephone 65.6202.1188 Facsimile 65.6534.4826

**KGI's Ratings**

<b>Rating</b>	<b>Definition</b>
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.