

# Commerce Sector

Neutral · Downgraded

**Key messages**

เราปรับลดน้ำหนักหุ้นกลุ่ม Commerce จาก มากกว่าตลาด เป็น เท่ากับตลาด และ แนะนำให้นักลงทุนรอดูสถานการณ์ไปก่อน ถึงแม้เราจะคาดว่ากรบริโกลโดยรวมจะฟื้นตัวขึ้นหลังการกลับมาเปิดประเทศ แต่ค่าใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้นจะเป็นความเสี่ยงสำคัญที่อาจทำให้กำไรลดลง

Chananthorn Pichayapanupat, CFA  
66.2658.8888 Ext. 8849  
chananthornp@kgi.co.th

## รอดูสถานการณ์ไปก่อน

**Event**

อัปเดตแนวโน้มกลุ่ม Commerce

**Impact**

การบริโภคในหมวด “สินค้าจำเป็น” ฟื้นตัวดีขึ้น แต่อุปสงค์ “สินค้าฟุ่มเฟือย” อาจเผชิญความท้าทายจากฐานที่สูงในปีที่แล้ว

จากข้อมูลที่เกี่ยวข้องล่าสุด เราพบว่ากรบริโภคในหมวด “สินค้าจำเป็น” ฟื้นตัวดีขึ้น โดยมหาวิทยาลัยหอการค้าไทยรายงานว่าดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค (CCI) เดือนกุมภาพันธ์อยู่ที่ 61.2 (Figure 1) เพิ่มขึ้นต่อเนื่องเป็นเดือนที่เก้า ในขณะที่เดียวกัน KGI มองว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติจะเร่งตัวขึ้นอย่างต่อเนื่องเป็น 28 ล้านคนในปี 2566F และเป็น 38 ล้านคนในปี 2567F (Figure 3) ในทางกลับกัน อุปสงค์ “สินค้าฟุ่มเฟือย” อาจเผชิญกับความท้าทายจากฐานที่สูงของรายได้ภาคเกษตรในปีที่แล้ว ทั้งนี้สำนักงานเศรษฐกิจการเกษตรรายงานว่ารายได้ภาคเกษตรในเดือนมกราคม 2566 เพิ่มขึ้น 4% YoY ซึ่งเป็นการเพิ่มในอัตราที่ชะลอหลังจากที่เพิ่มขึ้นสูงสุดเมื่อเดือนมีนาคม 2565 ที่ 22% YoY (Figure 6)

**ต้องจับตาดูด้านต้นทุน**

ค่าใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้น ซึ่งได้แก่ค่าจ้างแรงงาน และค่าสาธารณูปโภคจะทำให้อัตรากำไรลดลง โดยเฉพาะในหมวดสินค้าจำเป็น ซึ่งเราพบว่ากำไรของ C.P. All (CPALL.BK/CPALL TB)\* และ Siam Makro (MAKRO.BK/MAKRO TB) จะลดลงมากที่สุดในกลุ่ม ทั้งนี้จากการศึกษาของเราพบว่าหากค่าจ้างแรงงาน และค่าสาธารณูปโภคเพิ่มขึ้น 5% กำไรของ CPALL จะลดลง 13.3% และ 3.8% ตามลำดับ ในขณะที่ของ MAKRO จะลดลง 8% และ 3.4% ตามลำดับ (Figure 10 และ Figure 12) แต่ในหมวดสินค้าฟุ่มเฟือย เราคาดว่าอัตรากำไรน่าจะกลับสู่ระดับปกติเนื่องจากราคาหลักทรงตัวแล้ว โดยราคาหลัก และดัชนีหลัก ปรับลดลงมาแล้วประมาณ 8% จากระดับสูงสุดใน 2Q65 แต่ยังคงสูงกว่าระดับใน 1Q64 อยู่ 15% ซึ่งเป็นช่วงก่อนที่ราคาหลักจะพุ่งขึ้นไป ทั้งนี้ ยอดขายหลักคิดเป็นประมาณ 30% ของรายได้รวมของ Dohome (DOHOME.BK/DOHOME TB) และคิดเป็นประมาณ 20% ของยอดขายรวมของ Siam Global House (GLOBAL.BK/GLOBAL TB)

**กำหนด PERs ของหุ้นในกลุ่มแตกต่างกันไป**

สำหรับกลุ่มสินค้าจำเป็น เราประเมินราคาเป้าหมายของ CPALL และ MAKRO โดยใช้ PER ที่ 35.0x (ค่าเฉลี่ยในอดีตระหว่าง MAKRO และ CPALL +1.0 S.D.) เพื่อสะท้อนแนวโน้มการฟื้นตัวของกำไรที่คล้าย ๆ กัน โดยคาดว่ากำไรของ CPALL จะฟื้นตัวขึ้น 29% และของ MAKRO จะฟื้นตัวขึ้น 64% หลังจาก COVID-19 ผ่านพ้นไปแล้ว สำหรับกลุ่มสินค้าฟุ่มเฟือย เราประเมินราคาเป้าหมายของ HMPRO โดยใช้ PER ที่ 35.0x (ค่าเฉลี่ยในอดีตระหว่าง GLOBAL และ Home Product Center (HMPRO.BK/HMPRO TB)\* +1.0 S.D.) เนื่องจากคาดว่ากำไรจะโตในระดับปานกลางที่ 14% YoY ซึ่งคาดว่าจะทำสถิติสูงสุดใหม่ แต่เราประเมินราคาเป้าหมายของ GLOBAL โดยใช้ PER ที่ 31.0x (ค่าเฉลี่ยในอดีตระหว่าง GLOBAL และ HMPRO) เพื่อสะท้อนถึงผลกระทบที่คาดว่าจะทำสถิติสูงสุดใหม่ในปี 2566F และ แนวโน้มกำไรที่ผันผวนน้อยกว่าเนื่องจากสัดส่วนยอดขายหลักต่อยอดขายรวมน้อยกว่า (ที่ 15-20% ในขณะที่ของ DOHOME อยู่ที่ 25-30%) เราประเมินราคาเป้าหมายของ DOHOME โดยใช้ PER ที่ 29.0x (ค่าเฉลี่ยในอดีตระหว่าง GLOBAL และ HMPRO -0.5 S.D.) เพื่อสะท้อนถึงความเสี่ยงที่ margin จะถูกบีบ และกำไรจะผันผวนตามราคาหลัก และแนวโน้มกำไรที่ด้อยกว่าหุ้นอื่นในกลุ่มในปี 2566F (คาดว่าจะไม่กลับไปเท่ากับระดับกำไรเมื่อปี 2564)

**Valuation & action**

จากความกังวลทางด้านต้นทุน เราจึงปรับลดน้ำหนักหุ้นกลุ่ม Commerce จาก มากกว่าตลาด เป็น เท่ากับตลาด และ แนะนำให้นักลงทุนรอดูสถานการณ์ไปก่อน เราแนะนำ “ถือ” CPALL โดยประเมินราคาเป้าหมายที่ 67 บาท และแนะนำ “ถือ” MAKRO โดยประเมินราคาเป้าหมายที่ 42 บาท เราแนะนำ “ซื้อ” HMPRO โดยประเมินราคาเป้าหมายที่ 18.50 บาท และแนะนำ “ซื้อ” GLOBAL โดยประเมินราคาเป้าหมายที่ 24.40 บาท แต่แนะนำ “ขาย” DOHOME โดยประเมินราคาเป้าหมายที่ 11 บาท

**Risks**

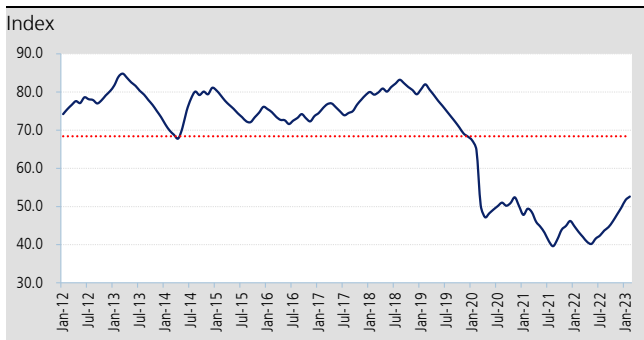
เศรษฐกิจชะลอตัวลง, ถูก disrupt จากเทคโนโลยีใหม่, ความเสี่ยงด้านกฎเกณฑ์ของทางการ, พฤติกรรมผู้บริโภคเปลี่ยนแปลงไป, ขยายสาขาได้น้อยกว่าที่วางแผนเอาไว้, การหาทำเลเปิดสาขา

Figure 1: Peer comparison

Stock	Rating	Target price (Bt)	Current price (Bt)	Upside (%)	23F Core EPS (Bt)	24F Core EPS (Bt)	23F PER (X)	24F PER (X)	23F PBV (X)	24F PBV (X)	23F Div yield (%)	24F Div yield (%)	23F ROAE (%)	24F ROAE (%)	23F EPS growth (%)	24F EPS growth (%)
CPALL*	Neutral	67.00	63.25	5.9	1.9	2.2	32.0	27.5	1.8	1.8	1.8	2.2	5.8	6.5	29.2	16.4
DOHOME*	Underperform	11.00	14.70	(25.2)	0.4	0.5	37.7	31.5	3.4	3.0	0.8	0.9	9.4	10.1	41.3	20.0
GLOBAL*	Outperform	24.40	19.20	27.1	0.8	0.8	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	16.1	15.9	4.2	4.8
HMPRO*	Outperform	18.50	14.40	28.5	0.5	0.6	26.4	24.2	7.2	6.7	3.0	3.3	28.2	28.7	13.9	9.1
MAKRO	Neutral	42.00	40.75	3.1	1.2	1.3	33.6	29.9	1.4	1.4	1.2	1.3	4.3	4.7	63.5	12.6
<b>Sector</b>	<b>Neutral</b>				<b>1.0</b>	<b>1.1</b>	<b>32.4</b>	<b>28.2</b>	<b>3.4</b>	<b>3.2</b>	<b>1.7</b>	<b>2.0</b>	<b>12.8</b>	<b>13.2</b>	<b>30.4</b>	<b>12.6</b>

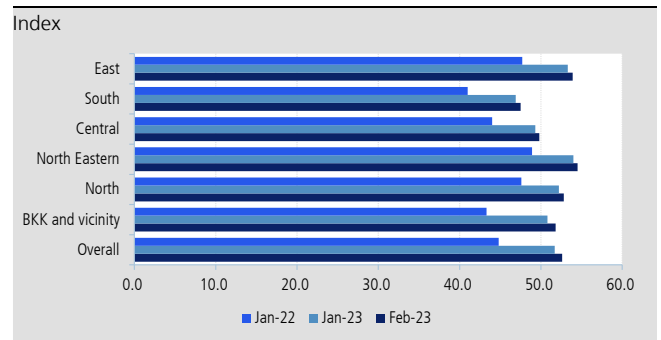
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 2: CCI in Feb-2023



Source: UTCC, KGI Securities Research

Figure 3: CCI by region

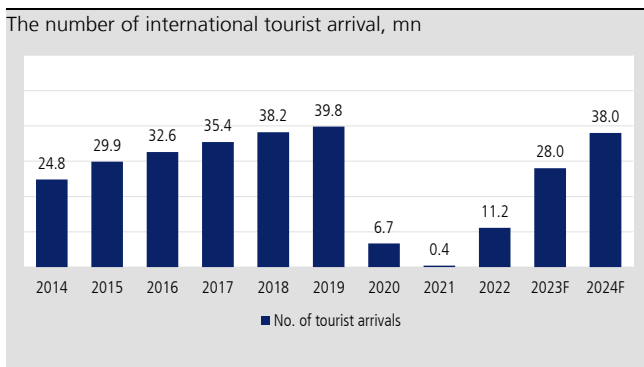


Source: UTCC, KGI Securities Research

**ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคฟื้นตัวขึ้น**

มหาวิทยาลัยหอการค้าไทยรายงานว่าคุณค่าดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค (CCI) ในเดือนกุมภาพันธ์ อยู่ที่ 61.2 ซึ่งแม้จะยังไม่กลับไปเท่าระดับก่อน COVID ระบาด แต่ก็ดีขึ้นต่อเนื่องติดต่อกันมาเกินเดือนแล้วจาก 48.5 ในเดือนพฤษภาคม 2565 ซึ่งเมื่อแยกตามภาคพบว่าความเชื่อมั่นของทุกภาคดีขึ้นทั้ง YoY และ MoM

Figure 4: Yearly international tourist arrival



Source: TAT, KGI Securities Research

Figure 5: Quarterly tourist arrival

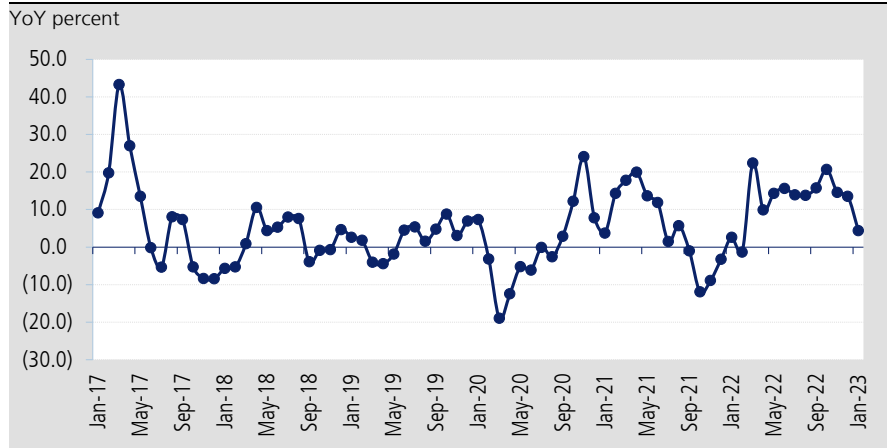
	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F
Tourist arrival (mn)	6.4	6.2	7.2	8.2
Portion to pre-covid (%)	59	69	74	79
Avg no. of tourist arrival per day	71,111	68,132	78,261	89,130

Source: OAE, Biznews, KGI Securities Research

**โมเมนต์ท่องเที่ยวต่างชาติกำลังเร่งตัวขึ้น**

นักวิเคราะห์กลุ่มโรงแรมของ KGI คาดว่าโมเมนต์นักท่องเที่ยวต่างชาติรายเดือนจะเร่งตัวขึ้นตลอดปีนี้ เนื่องจาก i) นักท่องเที่ยวจีนคิดตัวขึ้นมาเป็น 5.5 ล้านคนในปี 2566F (จากเพียง 54,000 คนในปี 2565) ii) โมเมนต์ของนักท่องเที่ยวต่างชาติโดยรวมเร่งตัวขึ้น โดยเฉพาะจาก ASEAN, อินเดีย และ ตะวันออกกลาง iii) ปัญหาโควิดของเที่ยวบินสายการบินต่าง ๆ ได้รับการแก้ไข

Figure 6: Farm income rose 4% YoY in Jan 2023

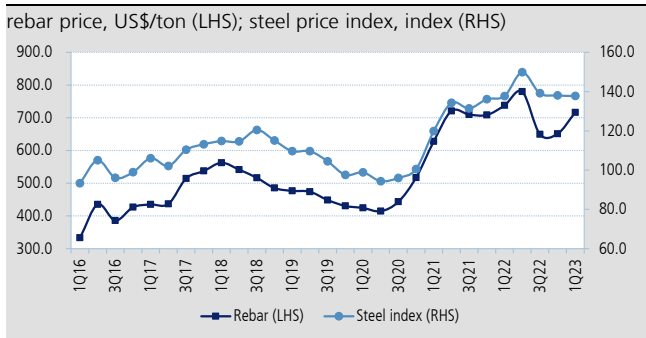


Source: OAE, KGI Securities Research

**ฐานรายได้ที่สูงในปี 2565 กลายเป็นความท้าทายในปี 2566**

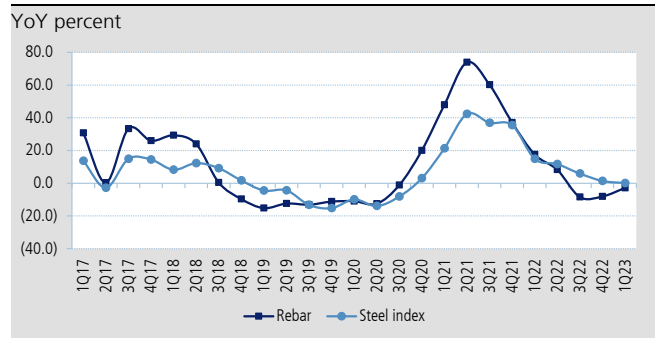
จากข้อมูลของสำนักงานเศรษฐกิจการเกษตร ดัชนีรายได้ภาคเกษตรในเดือนมกราคม 2566 เพิ่มขึ้น 4% YoY (Figure 6) ซึ่งแม้จะยังเพิ่มขึ้น YoY แต่เป็นการเพิ่มในอัตราที่ชะลอลงหลังจากที่เพิ่มขึ้นสูงสุดเมื่อเดือนมีนาคม 2565 ที่ 22% YoY ทั้งนี้ ดัชนีราคาเพิ่มขึ้น 1% YoY ในเดือนมกราคม 2566 ซึ่งเป็นการเพิ่มขึ้นต่อเนื่องเป็นเดือนที่ห้าจากจุดต่ำสุด ในขณะที่ดัชนีผลผลิตเพิ่มขึ้น 3% YoY ในเดือนมกราคม 2566 ฐานรายได้ภาคเกษตรที่สูงขึ้นถึงประมาณ 13% YoY ในปี 2565 ทำให้เรามองว่ารายได้ภาคเกษตรในปีนี้น่าจะทรงตัวหรือลดลง YoY

Figure 7: Steel price



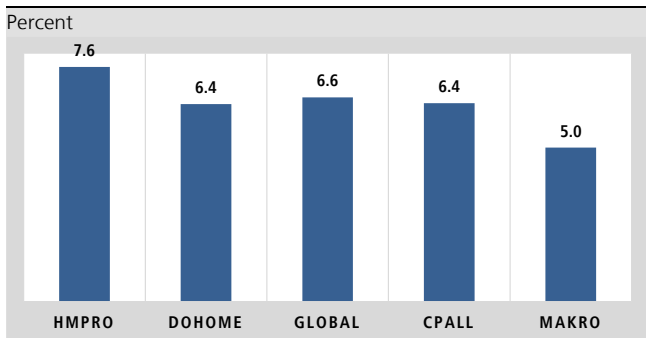
Source: Biznews, KGI Securities Research

Figure 8: Price growth



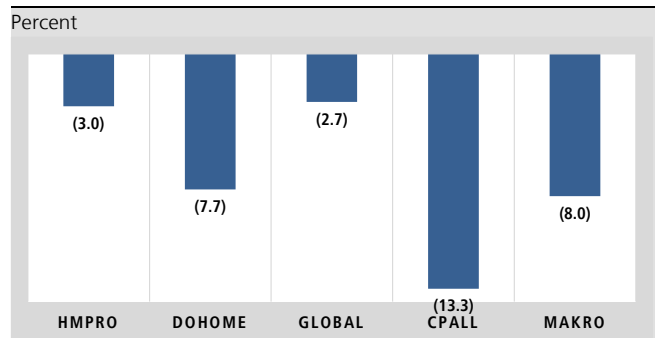
Source: Biznews, KGI Securities Research

Figure 9: Wage to total sales



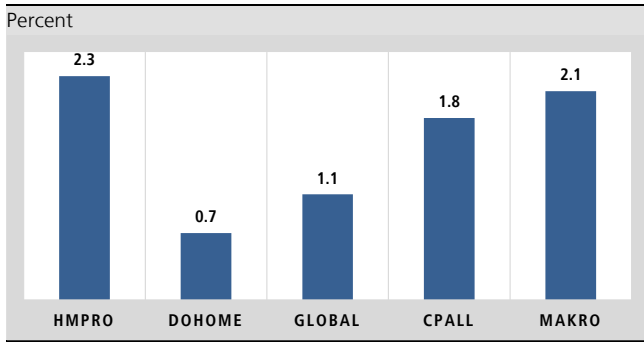
Source: KGI Securities Research

Figure 10: Impact to 2023 earnings given wage hike 5%



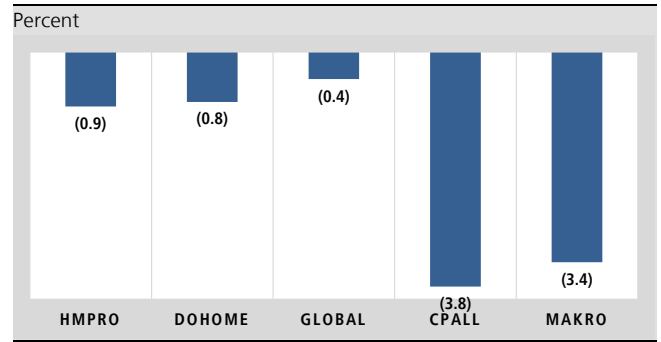
Source: KGI Securities Research

Figure 11: Utilities to sales



Source: KGI Securities Research

Figure 12: Impact to 2023 earnings given utilities hike 5%



Source: KGI Securities Research

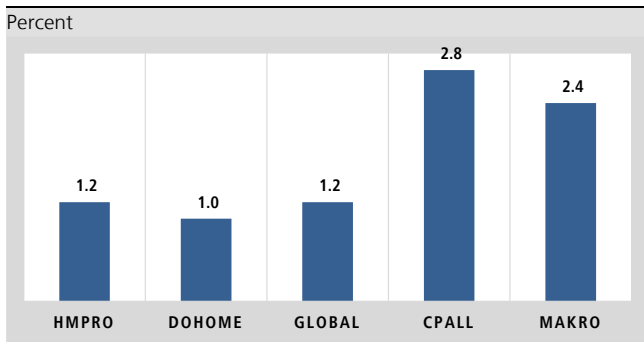
**ต้องจับตาดูด้านต้นทุน**

ค่าใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้น ซึ่งได้แก่ค่าจ้างแรงงาน และค่าสาธารณูปโภคจะทำให้อัตรากำไรลดลง โดยเฉพาะในหมวดสินค้าจำเป็น ซึ่งเราพบว่าค่าจ้างแรงงานคิดเป็น 5.0% – 7.6% ของยอดขายรวม (Figure 9)

ในขณะเดียวกัน ค่าสาธารณูปโภคคิดเป็น 0.7% - 2.3% ของยอดขายรวม (Figure 10)

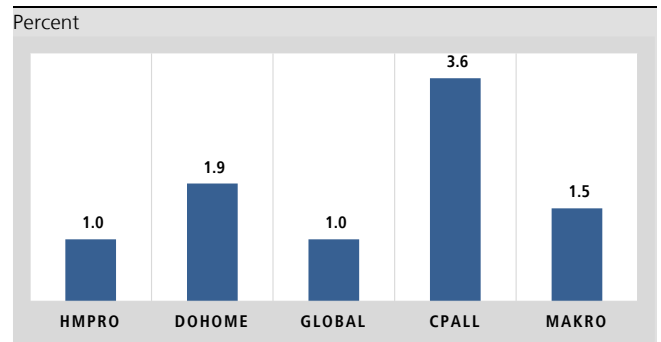
ทั้งนี้ จากการศึกษาของเราพบว่ากำไรของ CPALL และ MAKRO จะลดลงมากที่สุดในกลุ่ม กล่าวคือ หากค่าจ้างแรงงาน และค่าสาธารณูปโภคเพิ่มขึ้น 5% กำไรของ CPALL จะลดลง 13.3% และ 3.8% ตามลำดับ ในขณะที่ของ MAKRO จะลดลง 8% และ 3.4% ตามลำดับ (Figure 9 และ Figure 11) แต่ในหมวดสินค้าฟุ่มเฟือย เราคาดว่าอัตรากำไรน่าจะกลับสู่ระดับปกติเนื่องจากราคาเหล็กทรงตัวแล้ว โดยดัชนี rebar และ steel ปรับลดลงมาแล้วประมาณ 8% จากระดับสูงสุดใน 2Q65 แต่ยังคงสูงกว่าระดับใน 1Q64 อยู่ 15% ซึ่งเป็นช่วงก่อนที่ราคาเหล็กจะพุ่งขึ้นไป (Figure 7 – Figure 8)

Figure 13: Impact of 1% higher SSSG to earnings



Source: KGI Securities Research

Figure 14: Impact of 10bps higher gross margin to earnings



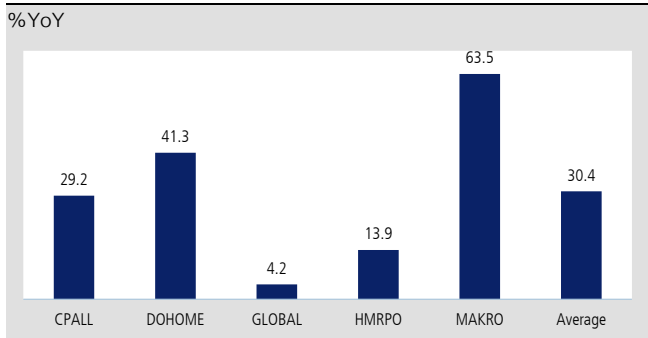
Source: KGI Securities Research

กำหนด PERs ของหุ้นในกลุ่มแตกต่างกันไป

สำหรับกลุ่มสินค้าจำเป็น เราประเมินราคาเป้าหมายของ CPALL และ MAKRO โดยใช้ PER ที่ 35.0x (ค่าเฉลี่ยในอดีตระหว่าง MAKRO และ CPALL +1.0 S.D.) เพื่อสะท้อนแนวโน้มการฟื้นตัวของกำไรที่คล้าย ๆ กัน โดยคาดว่ากำไรของ CPALL จะฟื้นตัวขึ้น 29% และของ MAKRO จะฟื้นตัวขึ้น 64% เนื่องจากนักท่องเที่ยวกลับมา และมีกำไรกลับมาดำเนินกิจกรรมทางธุรกิจอีกครั้ง

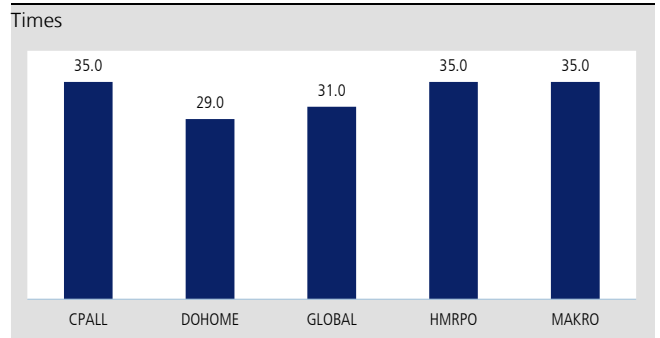
สำหรับกลุ่มสินค้าฟุ่มเฟือยเรายังคงประเมินราคาเป้าหมายของ HMRPO โดยใช้ PER ที่ 35.0x (ค่าเฉลี่ยในอดีตระหว่าง GLOBAL และ HMRPO +1.0 S.D.) เนื่องจากคาดว่ากำไรจะโตในระดับปานกลางที่ 14% YoY ซึ่งคาดว่าจะทำสถิติสูงสุดใหม่ แต่เราประเมินราคาเป้าหมายของ GLOBAL โดยใช้ PER ที่ 31.0x (ค่าเฉลี่ยในอดีตระหว่าง GLOBAL และ HMRPO) เพื่อสะท้อนถึงผลกระทบที่คาดว่าจะทำสถิติสูงสุดใหม่ในปี 2566F และ แนวโน้มกำไรที่ผันผวนน้อยกว่าเนื่องจากสัดส่วนยอดขายหลักคือยอดขายรวมน้อยกว่า (ที่ 15-20% ในขณะที่ของ DOHOME อยู่ที่ 25-30%) เราประเมินราคาเป้าหมายของ DOHOME โดยใช้ PER ที่ 29.0x (ค่าเฉลี่ยในอดีตระหว่าง GLOBAL และ HMRPO -0.5 S.D.) เพื่อสะท้อนถึงความเสี่ยงที่ margin จะถูกบีบ และกำไรจะผันผวนตามราคาเหล็ก และแนวโน้มกำไรที่ด้อยกว่าหุ้นอื่นในกลุ่มในปี 2566F (คาดว่ายังไม่กลับไปเท่ากับระดับกำไรเมื่อปี 2564) ถึงแม้เราจะคาดว่ากำไรของ DOHOME ในปีนี้จะโตถึง 41% YoY แต่ระดับของกำไรยังต่ำกว่าระดับสูงสุดในปี 2564 อยู่ประมาณ 36%

Figure 15: Earnings growth



Source: KGI Securities Research

Figure 16: Assigned PER



Source: KGI Securities Research

ปรับลดน้ำหนักหุ้นกลุ่ม Commerce จาก มากกว่าตลาด เป็น เท่ากับตลาด

จากความกังวลทางด้านต้นทุน เราจึงปรับลดน้ำหนักหุ้นกลุ่ม Commerce จาก มากกว่าตลาด เป็น เท่ากับตลาด และ แนะนำให้นักลงทุนรอดูสถานการณ์ไปก่อน เราแนะนำ “ถือ” CPALL โดยประเมินราคาเป้าหมายที่ 67 บาท และแนะนำ “ถือ” MAKRO โดยประเมินราคาเป้าหมายที่ 42 บาท เราแนะนำ “ซื้อ” HMRPO โดยประเมินราคาเป้าหมายที่ 18.50 บาท และแนะนำ “ซื้อ” GLOBAL โดยประเมินราคาเป้าหมายที่ 24.40 บาท แต่แนะนำ “ขาย” DOHOME โดยประเมินราคาเป้าหมายที่ 11 บาท



## 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

**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.