

Transportation Sector

Neutral · Maintained

เราพบว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องมาหลายเดือนแล้ว (จากไม่ถึง 300,000 คน/เดือนใน 1H65 เป็น 767,000 คนในเดือนมิถุนายน 2565 และ 2.24 ล้านคนในเดือนธันวาคม 2565) และคาดว่าจะดีขึ้นอย่างแข็งแกร่งต่อเนื่อง YoY ในปี 2566F เป็น 28 ล้านคน (จาก 11 ล้านคนในปี 2565) เรายังคงมองบวกกับ AOT เพราะแนวโน้มการฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งในอีกสองสามปีข้างหน้า เมื่อพิจารณาจากการกลับมาของผู้โดยสาร และการยกเลิกมาตรการช่วยเหลือตั้งแต่เดือนเมษายน 2566 เป็นต้นไป เรายังคงเลือก AOT เป็นหุ้นเด่นในกลุ่มนี้ Neutral โดยเรายังคงเลือก AOT เป็นหุ้นเด่นในกลุ่มนี้ เรายังคงแนะนำซื้อ AOT โดยประเมินราคาเป้าหมาย DCF ปี FY66 ที่ 86 บาท

เกาะกระแสการฟื้นตัว

Event

ประเด็นที่น่าสนใจและแนวโน้มของอุตสาหกรรม

Impact

เป็นปีที่จำนวนนักท่องเที่ยวฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่ง

เราพบว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องมาหลายเดือนแล้ว (จากไม่ถึง 300,000 คน/เดือนใน 1H65 เป็น 767,000 คนในเดือนมิถุนายน 2565 และ 2.24 ล้านคนในเดือนธันวาคม 2565) และคาดว่าจะดีขึ้นอย่างแข็งแกร่งต่อเนื่อง YoY ในปี 2566F เป็น 28 ล้านคน (จาก 11 ล้านคนในปี 2565) โดยจะเพิ่มขึ้นจาก i) จำนวนนักท่องเที่ยวจีนที่ติดลบขึ้นมาเป็น 5.5 ล้านคนในปี 2566FF (จาก 274,000 คนในปี 2565) ii) โมเมนตัมของนักท่องเที่ยวต่างชาติโดยรวมเร่งตัวขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งจากเอเชีย อินเดีย และตะวันออกกลาง และ iii) การแก้ปัญหาคอขวดเที่ยวบินของสายการบิน (Figure 2-3)

กลุ่มการเดินทางทางอากาศจะได้านิสงส์มากที่สุด

ก่อนหน้านี้ เราคาดว่าบริษัทที่มีสัดส่วนรายได้จากนักท่องเที่ยวต่างชาติจะเป็นกลุ่มหลักที่ได้านิสงส์จากแนวโน้มการฟื้นตัว โดยจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งมาหลายเดือนแล้ว ซึ่งจากสถิติของ Airports of Thailand (AOT.BK/AOT TB)* จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยเพิ่มขึ้นอย่างมากจากเพียง 7,906 คน/วันในเดือนพฤศจิกายน 2564 เป็น 164,508 คน/วัน MTD ในเดือนมีนาคม 2566 ในขณะที่จำนวนเที่ยวบินเพิ่มขึ้นจาก 251 เที่ยวบิน/วันในเดือนพฤศจิกายน 2564 เป็น 904 เที่ยวบิน/วัน MTD ในเดือนมีนาคม 2566 เรายังคงมองบวกกับ AOT เพราะแนวโน้มการฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งในอีกสองสามปีข้างหน้า เมื่อพิจารณาจากการกลับมาของผู้โดยสาร และการยกเลิกมาตรการช่วยเหลือตั้งแต่เดือนเมษายน 2566 เป็นต้นไป (Figure 4-5)

ยังคงมีประเด็นที่ยังไม่ชัดเจนเกี่ยวกับผู้ประกอบการรถไฟ

เราเป็นห่วงบริษัทที่ธุรกิจเกี่ยวข้องกับสัมปทานของรัฐ เพราะยังคงมีประเด็นที่ไม่ชัดเจนเกี่ยวกับ i) โครงการที่จะเปิดใหม่ และ ii) การต่อสัมปทานของโครงการในอนาคตเนื่องจากกำลังจะมีการจัดเลือกตั้งในประเทศไทย เราคิดว่าประเด็นนี้จะถูกรื้อให้ราคาหุ้นในกลุ่มนี้ (BTS Group Holdings (BTS.BK/BTS TB)* และ Bangkok Expressway and Metro (BEM.BK/BEM TB)*) ขึ้นได้จำกัด

ผลประโยชน์ฟื้นตัวตามคาด

โดยสรุปแล้ว บรรดาหุ้นขนาดใหญ่ (อิงตามมูลค่าตลาด) ในกลุ่มขนส่งที่เราศึกษาอยู่มีกำไรสุทธิรวม 4.5 พันล้านบาทใน 4Q65 ดีขึ้นอย่างมากจากขาดทุนสุทธิ 4.2 พันล้านบาทใน 4Q64 และ 4.9 พันล้านบาทใน 3Q65 โดยได้แรงหนุนจาก EBIT margin ที่ดีขึ้น (Figure 12)

ปรับเพิ่มประมาณการกำไร

หลังจากที่สถานการณ์ COVID-19 ระบาดผ่านพ้นไปแล้ว เราพบว่า มีการปรับเพิ่มประมาณการกำไรของบริษัทที่น่าสนใจในกลุ่มขนส่งอย่างต่อเนื่อง ทั้งนี้ Bloomberg consensus ได้ปรับเพิ่มประมาณการกำไรปี 2566F ของหุ้นในกลุ่มไปแล้ว 7% YTD (Figure 11)

Valuation & Action

เรานำนักหุ้นกลุ่มขนส่งที่ Neutral โดยเรายังคงเลือก AOT เป็นหุ้นเด่นในกลุ่มนี้ เนื่องจาก i) ผลประกอบการฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องในปี FY66 (ตุลาคม 2565-กันยายน 2566) และ ii) สถานะทางการเงินแข็งแกร่งขึ้นหลังวิกฤติ เรายังคงแนะนำซื้อ AOT โดยประเมินราคาเป้าหมาย DCF ปี FY66 ที่ 86 บาท

Risks

COVID-19 ระบาด และเศรษฐกิจฟื้นตัวช้ากว่าที่คาดไว้

Figure 1: Peer comparison

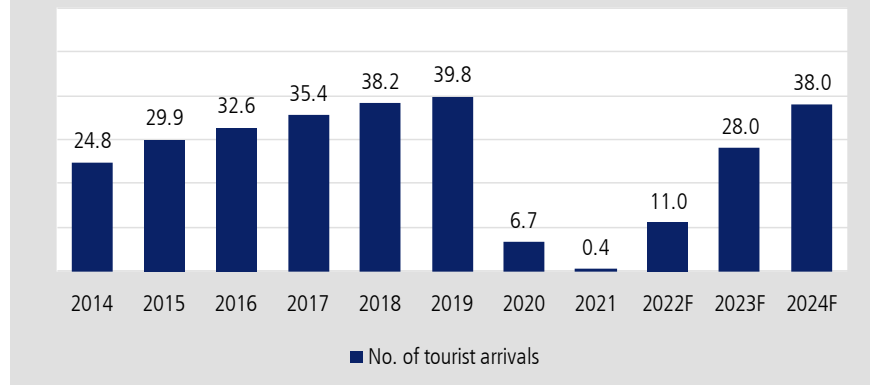
	Rating	Target price (Bt)	Current price (Bt)	Upside (%)	22 EPS (Bt)	23F EPS (Bt)	24F EPS (Bt)	22F EPS growth (%)	23F EPS growth (%)	22F PER (x)	23F PER (x)	22F PBV (x)	23F PBV (x)	22F Div Yield (%)	23F ROAE (%)
AAV*	OP	3.70	2.84	30.3	(0.69)	0.12	0.17	N.A.	N.A.	24.2	16.5	2.2	2.2	0.0	9.3
AOT* ***	OP	86.00	71.00	21.1	(0.78)	0.98	1.89	N.A.	N.A.	N.A.	37.5	9.3	8.2	0.8	12.7
BTS* ***	OP	12.60	7.00	80.0	0.29	0.29	0.32	(1.9)	13.0	24.6	21.7	2.2	2.2	3.6	4.3
Sector	Neutral									24.4	25.2	4.6	4.2	1.5	8.8

***AOT's financial statement end-September & BTS' financial statement end-March

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 2: Continued recovery over the next few years

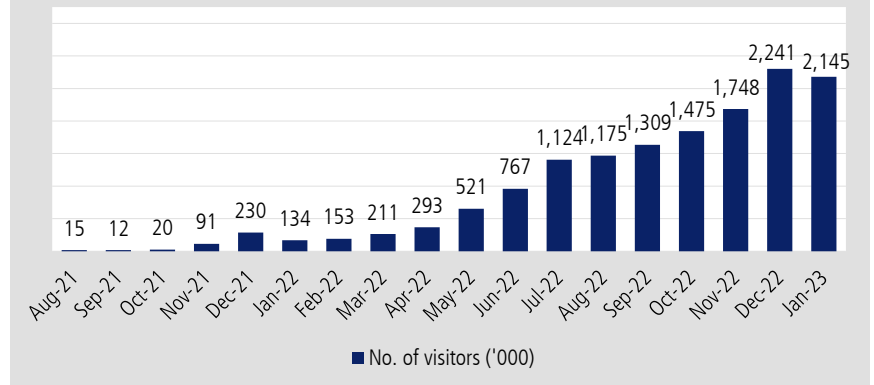
The number of international tourist arrivals, mn



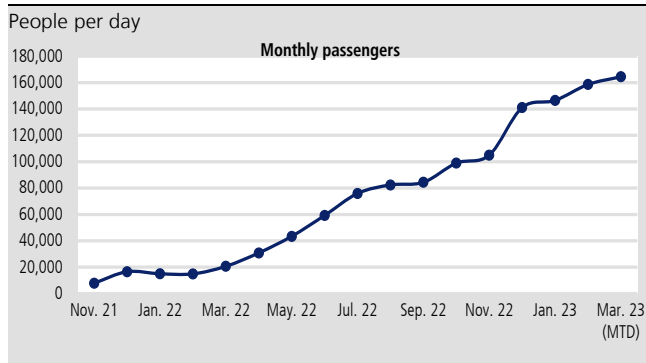
Source: Ministry of Tourism and Sports, KGI Securities Research

Figure 3: Increasing monthly international tourist arrivals

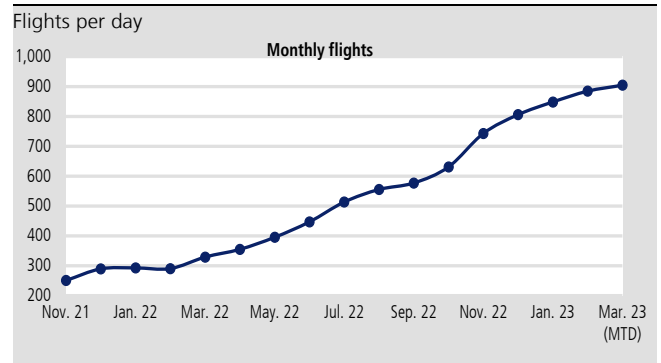
'000 people



Source: Ministry of Tourism and Sports, KGI Securities Research

Figure 4: AOT's international passengers


Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 5: AOT's international flights


Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 6: 2M23 tourist arrivals accounted for 15.2% of KGI's full-year projection

Nationality	2023		2022		%chg
	Number	%Share	Number	%Share	
East Asia	2,187,556	51%	41,455	14%	5176.9%
<i>ASEAN</i>	1,296,420	30%	19,518	7%	6542.2%
<i>China</i>	247,497	6%	8,008	3%	2990.6%
<i>Hong Kong</i>	101,783	2%	1,083	0%	9298.2%
<i>Japan</i>	111,787	3%	4,536	2%	2364.4%
<i>Korea</i>	326,902	8%	4,519	2%	7133.9%
<i>Taiwan</i>	92,487	2%	956	0%	9574.4%
<i>Others</i>	10,680	0%	2,835	1%	276.7%
Europe	1,390,420	33%	197,382	69%	604.4%
The Americas	236,729	6%	20,948	7%	1030.1%
South Asia	257,680	6%	9,947	3%	2490.5%
Oceania	113,495	3%	9,184	3%	1135.8%
Middle East	57,504	1%	5,962	2%	864.5%
Africa	15,114	0%	1,736	1%	770.6%
Grand Total	4,258,498	100%	286,614	100%	1385.8%

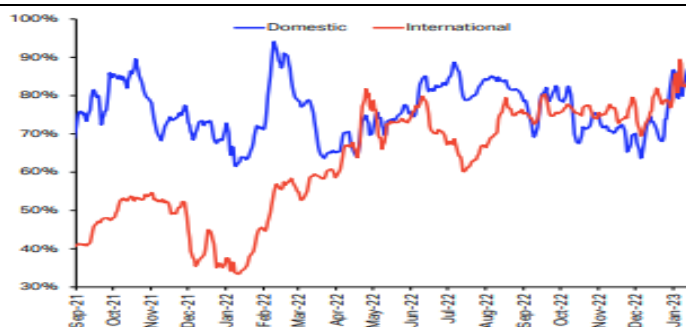
Source: Ministry of Tourism and Sports, KGI Research

Figure 7: Global air passengers - RPKs

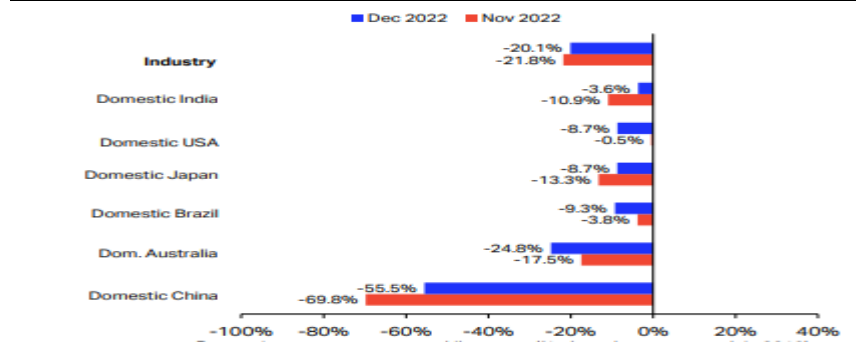


Source: IATA

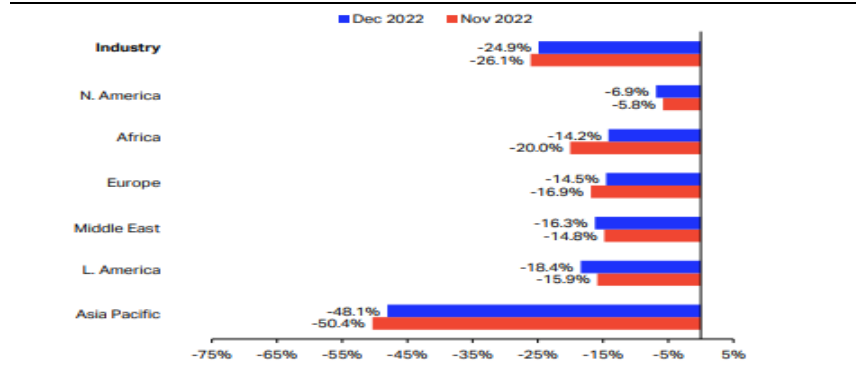
Figure 8: Passenger ticket sales (versus 2019)



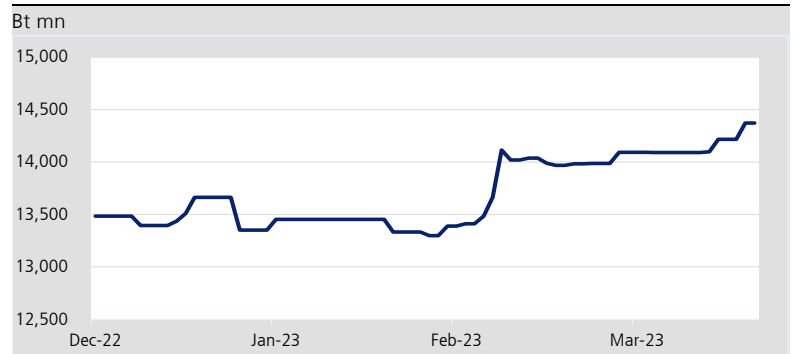
Source: IATA

Figure 9: Domestic RPK growth (versus 2019)


Source: IATA

Figure 10: International RPK growth (versus 2019)


Source: IATA

Figure 11: The sector earnings forecasted by Bloomberg consensus


Source: Bloomberg, KGI Securities Research

Figure 12: Summary of 4Q22 results

Sector/Stock	4Q22 Earnings (Btmn)					Total revenues (Btmn)			EBIT margin (%)		
	Act	% YoY	% QoQ	Preview	Diff (%)	Act	Preview	Diff (%)	Act	Preview	Diff (ppts)
AAV	3,114	N.A.	N.A.	2,947	6	8,264	8,192	1	(12.0)	4.4	(16.4)
AOT	343	N.A.	N.A.	956	(64)	8,824	9,243	(5)	13.6	20.1	(6.5)
BTS	1,049	(1)	121	N.A.	N.A.	4,721	N.A.	N.A.	49.7	N.A.	N.A.
Transportation sector	4,506	(207)	(192)	3,902	15	21,809	17,435	25	11.7	12.7	(1.0)

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 13: Combined profits

Bt mn					
	2019	2020	2021	2022F	2023F
AAV	-474	-4,764	-6,647	-8,030	1,511
AOT	25,026	4,321	-16,322	-11,087	13,951
BTS	2,873	7,341	4,576	3,826	3,752
Total	27,425	6,898	-18,393	-15,291	19,213
Chg. YoY (%)		-74.8	N.A.	N.A.	N.A.

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 15: Sales

Bt mn					
	2019	2020	2021	2022	2023F
AAV	40,181	13,634	3,828	17,553	38,948
AOT	62,783	31,179	7,086	16,560	48,117
BTS	44,749	35,557	35,355	26,319	16,756
Total	147,713	80,369	46,270	60,432	103,822
Chg. YoY (%)		-45.6	-42.4	30.6	71.8

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 14: Gross margins

Percent					
	2019	2020	2021	2022	2023F
AAV	4.5	-50.2	-193.2	-34.1	13.0
AOT	51.4	18.7	-247.3	-68.3	41.0
BTS	11.7	16.8	18.9	23.0	33.8
Average	22.5	-4.9	-140.5	-26.5	29.3
Chg. YoY (ppts)		-27.4	-135.6	114.0	55.7

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 16: SG&A/Sales

Percent					
	2019	2020	2021	2022	2023F
AAV	8.2	12.2	32.3	9.7	6.0
AOT	51.2	87.5	356.2	170.2	59.0
BTS	5.7	8.7	6.5	10.0	8.7
Average	21.7	36.1	131.6	63.3	24.6
Chg. YoY (ppts)		14.5	95.5	-68.3	-38.7

Source: Company data, KGI Securities Research

Corporate Governance Report of Thai Listed Companies



Companies with Excellent CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AAV	ASIA AVIATION	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
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	SRIAWAD 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

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

KGI Locations

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

KGI's Ratings

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

Disclaimer

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