



## AP (Thailand) PCL

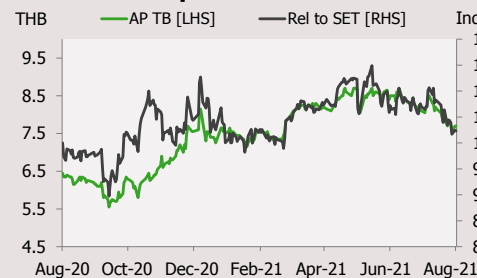
AP TB Outperform

|                           |                      |        |
|---------------------------|----------------------|--------|
| Target Price              | Bt                   | 10.30  |
| Price (10/08/2021)        | Bt                   | 7.70   |
| Upside                    | %                    | 33.77  |
| Valuation                 | PER                  |        |
| Sector                    | Property Development |        |
| Market Cap                | Btm                  | 24,223 |
| 30-day avg turnover       | Btm                  | 102.27 |
| No. of shares on issue    | m                    | 3,146  |
| CG Scoring                | Excellent            |        |
| Anti-Corruption Indicator | Certified            |        |

### Investment fundamentals

| Year end Dec 31           | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Company Financials</b> |        |        |        |        |
| Revenue (Btmn)            | 29,516 | 33,311 | 33,979 | 36,358 |
| Core profit (Btmn)        | 4,227  | 4,435  | 4,652  | 4,835  |
| Net profit (Btmn)         | 4,227  | 4,435  | 4,652  | 4,835  |
| Net EPS (Bt)              | 1.34   | 1.41   | 1.48   | 1.54   |
| DPS (Bt)                  | 0.45   | 0.48   | 0.51   | 0.50   |
| BVPS (Bt)                 | 9.31   | 10.27  | 11.26  | 12.29  |
| Net EPS growth (%)        | 37.78  | 4.93   | 4.90   | 3.93   |
| ROA (%)                   | 7.19   | 7.26   | 6.98   | 6.57   |
| ROE (%)                   | 15.20  | 14.40  | 13.74  | 13.05  |
| Net D/E (x)               | 0.71   | 0.70   | 0.73   | 0.76   |
| <b>Valuation</b>          |        |        |        |        |
| P/E (x)                   | 5.40   | 5.46   | 5.21   | 5.01   |
| P/BV (x)                  | 0.78   | 0.75   | 0.68   | 0.63   |
| EV/EBITDA (x)             | 12.19  | 9.91   | 10.41  | 9.92   |
| Dividend yield (%)        | 6.21   | 6.30   | 6.58   | 6.49   |

### AP TB rel SET performance



Source: Bloomberg (All figures in THB unless noted.)

**Disclaimer:** KS or its affiliates is acting or may act as the underwriter, issuer, and/or market maker of the securities mentioned in this document and/or other financial instruments related to the securities mentioned in this document, including but not limit to, bonds, debentures, derivatives warrants, and structured notes. Investors should study the information contained in the prospectus or related document before investing in the shares and other financial instruments.

### Analyst

Sorapong Jakteerungkul

Sorapong.j@kasikornsecurities.com

11 August 2021

Kasikorn Securities Public Company Limited

## กำไรไตรมาส 2/64 ดี สอดคล้องกับคาดการณ์

- ▶ กำไรไตรมาส 2/64 อยู่ที่ 1.1 พันลบ. แม้จะลดลง 8.3% YoY และ 20.5% QoQ แต่กำไรครึ่งปีแรกโตขึ้น 37.3% YoY คิดเป็น 56.8% ต่อประมาณการทั้งปีของเรา
- ▶ กำหนดการโอนคอนโดจำนวนมากในไตรมาส 3-4/64 จะช่วยลดผลกระทบจากการปิดสถานที่ก่อสร้าง ขณะที่คาดว่ากลุ่มแนวราบจะยังแข็งแกร่งต่อเนื่อง
- ▶ คงคำแนะนำ "ซื้อ" และราคาเป้าหมายกลางปี 65 ที่ 10.30 บาท ยอดขายที่ดีขึ้นในครึ่งปีหลังและราคาหุ้นที่ไม่แพงคือปัจจัยสนับสนุนคำแนะนำของเรา

### Investment Highlights

- ▶ กำไรไตรมาส 2/2564 ลดลง YoY และ QoQ แต่ยังแข็งแกร่ง AP รายงานกำไรไตรมาส 2/2564 ที่ 1.1 พันลบ. ลดลง 8.3% YoY และ 20.5% QoQ สอดคล้องกับประมาณการของเรา และ Bloomberg consensus ที่ 1.1 พันลบ. แม้กำไรจะลดลงทั้ง YoY และ QoQ แต่ถือว่าอยู่ในระดับสูงเพราะนับเป็นกำไรที่สูงกว่า 1.0 พันลบ. ที่เคยเกิดขึ้นเพียง 9 ครั้งสำหรับ AP และสูงกว่ากำไรไตรมาสเฉลี่ย 3 ปีที่ผ่านมาของบริษัทฯ 10% ทำให้กำไรครึ่งแรกของปี 2564 เติบโตขึ้น 37.3% YoY มาอยู่ที่ 2.5 พันลบ. คิดเป็น 56.8% ต่อประมาณการทั้งปี 2564 ของเรา
- ▶ กำไรที่ลดลงเป็นผลมาจากการโอนที่ชะลอตัวลง แม้ยอดขายกลุ่มแนวราบที่มีทิศทางเป็นขาขึ้นจะช่วยหนุนรายได้ปกติในไตรมาส 2/2564 ขึ้น 3.5% YoY ขณะที่บรรยากาศในตลาด ส่วนผสมผลิตภัณฑ์และการประหยัดต้นทุนภายในที่ดีขึ้นจะช่วยให้ AP มีอัตรากำไรจากการดำเนินงาน (OPM) ที่เติบโตขึ้น 4.3ppt YoY ในไตรมาส 2/2564 แต่การโอนคอนโด JV ที่ปรับลดลงมากซึ่งจุดส่วนแบ่งกำไรลง 72.7% YoY มาอยู่ที่ 181.3 ลบ. คือปัจจัยสำคัญที่จุดกำไรไตรมาส 2/2564 ลง YoY แม้ AP จะโอนโครงการไลฟ์ อโศก ไซป์ (มูลค่า 5.8 พันลบ. ขายแล้ว 63%) ไปได้ 130 ยูนิตในช่วงปลายไตรมาส 2/2564 หรือก่อนกำหนดการในไตรมาส 3/2564 ส่วนในเชิง QoQ แม้ว่า AP จะมีส่วนแบ่งกำไรที่เติบโตขึ้น 3.8% แต่รายได้ที่ลดลง 11.5% จากทิศทางที่ชะลอตัวของ backlog ที่ยกมาจากไตรมาส 1/2564 และการมีคอนโดพร้อมขายพร้อมโอนที่ลดลง รวมถึง OPM ที่ลดลง 3.7ppt จากการเปลี่ยนสัดส่วนผลิตภัณฑ์ และความประหยัดต่อขนาด (economies of scale) ที่ลดลง ล้วนเป็นปัจจัยที่จุดกำไรไตรมาส 2/2564 ลงมาจากไตรมาส 1/2564
- ▶ ผลการดำเนินงานในครึ่งปีหลังจะได้แรงหนุนจาก backlog คอนโดจำนวนมากและโครงการใหม่ การดำเนินงานในไตรมาส 3/2564 ของ AP จะไม่สามารถหลีกเลี่ยงผลกระทบจากการปิดสถานที่ก่อสร้างเป็นเวลา 30 วันและความไม่แน่นอนจากยอดผู้ติดเชื้อโควิด-19 ที่สูงขึ้น โดยนอกจากการเลื่อนกำหนดการโอนออกไป 30 วัน AP ก็ปรับลดแผนการเปิดตัวโครงการใหม่ในปี 2564 ลงเป็น 3.75 หมื่นลบ. จาก 4.30 หมื่นลบ. ขณะที่พบว่าจำนวนลูกค้ามาเยี่ยมชมโครงการในเดือน ก.ค. ลดลง 20-30% จากระดับปกติ ยอดขายเดือน ก.ค. อยู่ที่ 2.8 พันลบ. ลดลง 7.9% YoY แต่ยอดขายสะสม 7 เดือนยังเติบโตขึ้น 13.7% YoY เป็น 2.06 หมื่นลบ. และคิดเป็น 58.2% ต่อเป้าหมายทั้งปี อย่างไรก็ตาม เรามองว่าผลการดำเนินงานในครึ่งหลังของปี 2564 จะได้รับแรงสนับสนุนจากคอนโดรวมทุน (JV) ขนาดใหญ่ 2 โครงการ ได้แก่ ไลฟ์ อโศก ไซป์ และไลฟ์ ลาดพร้าว แวลลีย์ (6.5 พันลบ. ขายแล้ว 68%) ที่มีกำหนดการเริ่มโอนตั้งแต่ไตรมาส 3/2564 นอกจากนี้ยังมีโครงการใหม่อีก 26 แห่ง มูลค่ารวมที่ 3.34 หมื่นลบ. (คอนโด 4 แห่ง มูลค่ารวมที่ 1.30 หมื่นลบ.) ที่จะเปิดตัวในครึ่งปีหลัง จากที่เปิดตัวไปเพียง 5 โครงการ มูลค่า 4.1 พันลบ. ในครึ่งปีแรก ซึ่งจะช่วยหนุนการดำเนินงานในครึ่งปีหลังได้อย่างมาก แม้จะมีการเลื่อนกำหนดการอย่างทันท่วงทีก็ตาม
- ▶ การเข้าซื้อที่ดินคืองานหลักในครึ่งปีหลัง นอกจากการเปิดโครงการในทำเลและกลุ่มตลาดใหม่ AP ก็ได้เปิดเผยว่างานหลักของบริษัทฯ ในครึ่งปีหลังคือการเข้าซื้อที่ดิน แม้จะใช้จ่ายไปมากถึง 5.2 พันลบ. ในครึ่งปีแรก แต่ AP ก็มีเป้าหมายที่จะใช้งบการเข้าซื้อที่ดินสำหรับปี 2564 ให้ครบทั้ง 1.20 หมื่นลบ. ซึ่งเรามองว่าเป็นผลจากยอดขายที่แข็งแกร่งอย่างมากในโครงการที่บริษัทพัฒนาอยู่ โดยภาพรวมของการเติบโตจะเผชิญกับอุปสรรคหากไม่สามารถซื้อที่ดินในทำเลดีได้เพิ่มเติม ณ ราคาที่สมเหตุสมผล ทั้งนี้ AP ยังคงเป้าหมายการเปิดตัวโครงการคอนโดใหม่ 2 แห่งในเดือน ก.ย. ได้แก่ ไลฟ์ พระราม 4 - อโศก (6.7 พันลบ.) และ แอสปาย รัตนาลิเบร์ เวสเทิร์น (1.6 พันลบ.) ตามด้วยแอสปาย ปิ่นเกล้า - อรุณอมรินทร์ (1.2 พันลบ.) และไลฟ์ ลาดพร้าว สเตชั่น (3.5 พันลบ.) ในไตรมาส 4/2564

### Valuation and Recommendation

- ▶ เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" และราคาเป้าหมายกลางปี 2565 ที่ 10.30 บาท โดยเราชอบ AP เพราะมียอดขายและการโอนที่น่าประทับใจ ซึ่งไม่เพียงช่วยกระตุ้นกำไรแต่ยังช่วยหนุนกระแสเงินสดได้ด้วยเช่นกัน ทั้งนี้ ตลาดมีโอกาสจะปรับเพิ่มประมาณการกำไรขึ้นเพราะกำไรในครึ่งปีแรกดี 2.5 พันลบ. คิดเป็น 62% ต่อประมาณการทั้งปีของตลาด ซึ่งถ้ามีการปรับเพิ่มขึ้นจริงก็จะกลายเป็นปัจจัยบวกระยะสั้นต่อหุ้น นับเป็นปัจจัยบวกเพิ่มเติมจากมูลค่าหุ้นที่ไม่แพง ด้วย PER 5.5 เท่าสำหรับปี 2564



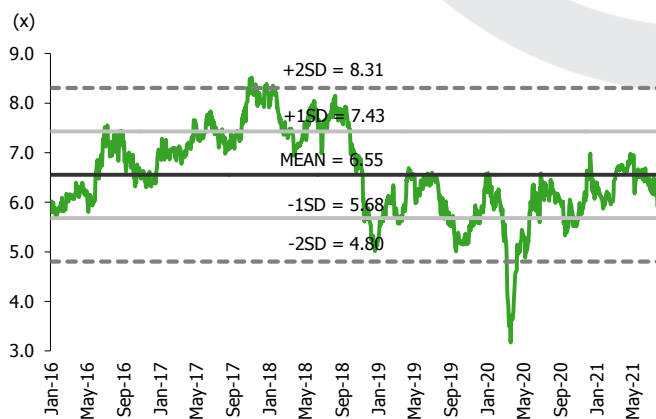
**Fig 1 2Q21 earnings fell 8.3% YoY and 20.5% QoQ but 1H21 earnings jumped 37.3% YoY**

|                            | 2Q20  | 3Q20   | 4Q20   | 1Q21  | 2Q21  | %YoY             | %QoQ  | %YTD2021E      | 2021E        |
|----------------------------|-------|--------|--------|-------|-------|------------------|-------|----------------|--------------|
| <b>Financials</b>          |       |        |        |       |       |                  |       |                |              |
| Sales (Btmn)               | 7,705 | 9,052  | 7,464  | 9,011 | 7,971 | 3.5              | -11.5 | 51.0           | 33,311       |
| EBITDA (Btmn)              | 863   | 1,034  | 889    | 1,719 | 1,235 | 43.0             | -28.2 | 62.4           | 4,732        |
| Operating profit (Btmn)    | 806   | 977    | 830    | 1,662 | 1,177 | 46.1             | -29.2 | 63.2           | 4,492        |
| Core profit (Btmn)         | 1,215 | 1,451  | 942    | 1,402 | 1,115 | -8.3             | -20.5 | 56.8           | 4,435        |
| Net profit (Btmn)          | 1,215 | 1,451  | 942    | 1,403 | 1,115 | -8.3             | -20.5 | 56.8           | 4,435        |
| Net EPS (Bt)               | 0.39  | 0.46   | 0.30   | 0.45  | 0.35  | -8.3             | -20.5 | 56.8           | 1.41         |
| <b>Performance Drivers</b> |       |        |        |       |       |                  |       |                |              |
| Presales (Btmn)            | 9,040 | 8,985  | 7,585  | 7,966 | 9,851 | 9.0              | 23.7  | 46.9           | 37,960       |
| New launch (Btmn)          | 7,450 | 15,595 | 13,950 | 2,300 | 1,760 | -76.4            | -23.5 | 10.8           | 37,500       |
| Net D/E (x)                | 1.02  | 0.82   | 0.71   | 0.61  | 0.61  | -39.7            | 0.9   | 87.6           | 0.70         |
| <b>Ratios</b>              |       |        |        |       |       | <b>Change **</b> |       | <b>Avg YTD</b> | <b>2021E</b> |
| Gross margin (%) **        | 28.8  | 30.6   | 30.9   | 31.9  | 31.1  | 2.3              | -0.8  | 31.5           | 31.5         |
| EBITDA margin (%) **       | 11.2  | 11.4   | 11.9   | 19.1  | 15.5  | 4.3              | -3.6  | 17.3           | 14.2         |
| Optg. margin (%) **        | 10.5  | 10.8   | 11.1   | 18.4  | 14.8  | 4.3              | -3.7  | 16.6           | 13.5         |
| ROE (%) **                 | 18.1  | 20.5   | 12.9   | 18.3  | 14.7  | -3.4             | -3.6  | 16.5           | 14.4         |

Remark: \*\* = Change in ppt

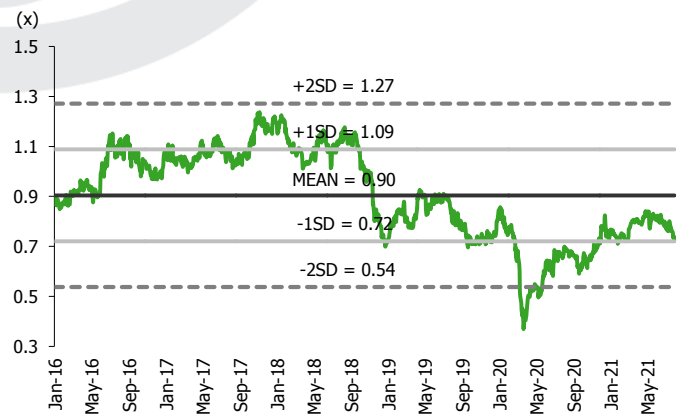
Source: Company data and KS Research

**Fig 2 5-year 12M Fwd PER**



Source: Bloomberg and KS Research

**Fig 3 5-year 12M Fwd PBV**



Source: Bloomberg and KS Research



Year-end 31 Dec

| Income Statement (Btmn)    | 2019A   | 2020A   | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
|----------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Revenue                    | 23,244  | 29,516  | 33,311  | 33,979  | 36,358  |
| Cost of sales and services | -15,627 | -20,458 | -22,821 | -23,239 | -24,635 |
| <b>Gross Profit</b>        | 7,618   | 9,058   | 10,491  | 10,740  | 11,723  |
| SG&A                       | -5,443  | -6,160  | -6,536  | -6,703  | -7,164  |
| Other income               | 646     | 442     | 537     | 504     | 526     |
| <b>EBIT</b>                | 3,892   | 5,283   | 5,593   | 5,919   | 6,286   |
| <b>EBITDA</b>              | 2,911   | 3,571   | 4,732   | 4,824   | 5,399   |
| Interest expense           | -247    | -367    | -373    | -449    | -542    |
| Equity earnings            | 1,009   | 1,948   | 1,105   | 1,378   | 1,201   |
| <b>EBT</b>                 | 3,645   | 4,915   | 5,220   | 5,471   | 5,743   |
| Income tax                 | -581    | -690    | -785    | -818    | -908    |
| <b>NPAT</b>                | 3,064   | 4,225   | 4,435   | 4,652   | 4,835   |
| Minority Interest          | 4       | 1       | -0      | -0      | -0      |
| <b>Core Profit</b>         | 3,006   | 4,227   | 4,435   | 4,652   | 4,835   |
| Extraordinary items        | 61      | 0       | 0       | 0       | 0       |
| FX gain (loss)             | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| <b>Reported net profit</b> | 3,068   | 4,227   | 4,435   | 4,652   | 4,835   |

| Balance Sheet (Btmn)                  |        |        |        |        |        |
|---------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Cash & equivalents                    | 570    | 2,740  | 1,332  | 1,359  | 1,454  |
| ST investments                        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| Accounts receivable                   | 169    | 80     | 117    | 119    | 127    |
| Inventories                           | 49,715 | 46,140 | 50,632 | 57,038 | 63,499 |
| Other current assets                  | 1,016  | 938    | 1,166  | 1,189  | 1,273  |
| <b>Total current assets</b>           | 51,470 | 49,897 | 53,247 | 59,706 | 66,353 |
| Investment in subs & others           | 5,453  | 6,462  | 7,495  | 7,645  | 8,180  |
| Fixed assets-net                      | 1,220  | 1,082  | 1,297  | 1,347  | 1,436  |
| Other assets                          | 651    | 1,283  | 1,342  | 1,267  | 1,221  |
| <b>Total assets</b>                   | 58,794 | 58,724 | 63,381 | 69,965 | 77,190 |
| Short-term debt                       | 12,681 | 7,832  | 7,732  | 7,862  | 6,502  |
| Accounts payable                      | 2,080  | 2,432  | 2,998  | 3,058  | 3,272  |
| Other current liabilities             | 2,296  | 2,992  | 3,331  | 3,381  | 3,618  |
| <b>Total current liabilities</b>      | 17,057 | 13,256 | 14,061 | 14,301 | 13,392 |
| Long-term debt                        | 14,927 | 15,666 | 16,267 | 19,468 | 24,308 |
| Other liabilities                     | 514    | 538    | 750    | 765    | 818    |
| <b>Total liabilities</b>              | 32,498 | 29,461 | 31,077 | 34,534 | 38,517 |
| Paid-up capital                       | 3,146  | 3,146  | 3,146  | 3,146  | 3,146  |
| Share premium                         | 89     | 89     | 89     | 89     | 89     |
| Reserves & others, net                | 315    | 315    | 315    | 315    | 315    |
| Retained earnings                     | 22,763 | 25,731 | 28,751 | 31,878 | 35,119 |
| Minority interests                    | -17    | -18    | 3      | 3      | 3      |
| <b>Total shareholders' equity</b>     | 26,296 | 29,263 | 32,304 | 35,431 | 38,672 |
| <b>Total equity &amp; liabilities</b> | 58,794 | 58,724 | 63,381 | 69,965 | 77,190 |

| Key Assumptions    |        |        |        |        |        |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| New launch (Btmn)  | 48,260 | 45,020 | 37,500 | 41,100 | 46,000 |
| Pre-sales          | 32,857 | 31,655 | 37,960 | 43,666 | 48,028 |
| Revenue growth (%) | -13.23 | 26.98  | 12.86  | 2.00   | 7.00   |
| Gross margin (%)   | 32.77  | 30.69  | 31.49  | 31.61  | 32.24  |
| SG&A to sales (%)  | 22.87  | 20.61  | 19.41  | 19.48  | 19.47  |

| Cashflow (Btmn)                     | 2019A   | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|-------------------------------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| Net profit                          | 3,064   | 4,225  | 4,435  | 4,652  | 4,835  |
| Depreciation & amortization         | 92      | 231    | 241    | 283    | 315    |
| Change in working capital           | -12,699 | 3,753  | -3,931 | -6,338 | -6,156 |
| Others                              | -266    | -864   | -1,102 | -1,378 | -1,201 |
| <b>CF from operation activities</b> | -9,810  | 7,345  | -357   | -2,781 | -2,208 |
| Capital expenditure                 | -283    | -101   | -301   | -317   | -350   |
| Investment in subs and affiliates   | -2,068  | -1,081 | 72     | 1,228  | 666    |
| Others                              | 954     | 1,357  | 76     | 90     | 101    |
| <b>CF from investing activities</b> | -1,396  | 175    | -153   | 1,001  | 417    |
| Cash dividend                       | -1,258  | -1,258 | -1,416 | -1,525 | -1,594 |
| Net proceeds from debt              | 12,085  | -3,974 | 501    | 3,332  | 3,479  |
| Capital raising                     | 0       | 0      | 0      | 0      | 0      |
| Others                              | -0      | -118   | 21     | -0     | -0     |
| <b>CF from financing activities</b> | 10,826  | -5,351 | -894   | 1,806  | 1,886  |
| <b>Net change in cash</b>           | -381    | 2,169  | -1,404 | 27     | 95     |

| Key Statistics & Ratios      |        |       |        |       |        |
|------------------------------|--------|-------|--------|-------|--------|
| <b>Per share (Bt)</b>        |        |       |        |       |        |
| Reported EPS                 | 0.98   | 1.34  | 1.41   | 1.48  | 1.54   |
| Core EPS                     | 0.96   | 1.34  | 1.41   | 1.48  | 1.54   |
| DPS                          | 0.40   | 0.45  | 0.48   | 0.51  | 0.50   |
| BV                           | 8.36   | 9.31  | 10.27  | 11.26 | 12.29  |
| EV                           | 16.04  | 13.84 | 14.91  | 15.96 | 17.03  |
| Free Cash Flow               | -3.21  | 2.30  | -0.21  | -0.98 | -0.81  |
| <b>Valuation analysis</b>    |        |       |        |       |        |
| Reported P/E (x)             | 7.64   | 5.40  | 5.46   | 5.21  | 5.01   |
| Core P/E (x)                 | 7.80   | 5.40  | 5.46   | 5.21  | 5.01   |
| P/BV (x)                     | 0.89   | 0.78  | 0.75   | 0.68  | 0.63   |
| EV/EBITDA (x)                | 17.33  | 12.19 | 9.91   | 10.41 | 9.92   |
| Price/Cash flow (x)          | -2.39  | 3.11  | -67.83 | -8.71 | -10.97 |
| Dividend yield (%)           | 5.37   | 6.21  | 6.30   | 6.58  | 6.49   |
| <b>Profitability ratios</b>  |        |       |        |       |        |
| Gross margin (%)             | 32.77  | 30.69 | 31.49  | 31.61 | 32.24  |
| EBITDA margin (%)            | 12.53  | 12.10 | 14.21  | 14.20 | 14.85  |
| EBIT margin (%)              | 16.75  | 17.90 | 16.79  | 17.42 | 17.29  |
| Net profit margin (%)        | 13.18  | 14.32 | 13.31  | 13.69 | 13.30  |
| ROA (%)                      | 5.66   | 7.19  | 7.26   | 6.98  | 6.57   |
| ROE (%)                      | 12.07  | 15.20 | 14.40  | 13.74 | 13.05  |
| <b>Liquidity ratios</b>      |        |       |        |       |        |
| Current ratio (x)            | 3.02   | 3.76  | 3.79   | 4.17  | 4.95   |
| Quick ratio (x)              | 0.04   | 0.21  | 0.10   | 0.10  | 0.12   |
| <b>Leverage Ratios</b>       |        |       |        |       |        |
| Liabilities/Equity ratio (x) | 1.24   | 1.01  | 0.96   | 0.97  | 1.00   |
| Net debt/EBITDA (x)          | 9.29   | 5.81  | 4.79   | 5.38  | 5.44   |
| Net debt/equity (x)          | 1.03   | 0.71  | 0.70   | 0.73  | 0.76   |
| Int. coverage ratio (x)      | 15.73  | 14.39 | 14.98  | 13.20 | 11.59  |
| <b>Growth</b>                |        |       |        |       |        |
| Revenue (%)                  | -13.23 | 26.98 | 12.86  | 2.00  | 7.00   |
| EBITDA (%)                   | -22.70 | 22.66 | 32.51  | 1.94  | 11.92  |
| Reported net profit (%)      | -22.59 | 37.78 | 4.93   | 4.90  | 3.93   |
| Reported EPS (%)             | -22.59 | 37.78 | 4.93   | 4.90  | 3.93   |
| Core profit (%)              | -24.06 | 40.60 | 4.93   | 4.90  | 3.93   |
| Core EPS (%)                 | -24.06 | 40.60 | 4.93   | 4.90  | 3.93   |

Source: Company, KS estimates



## Analyst Certification

The views expressed in this research report accurately reflect the personal views of the analyst(s) about the subject security(ies) and subject company(ies); and no part of the compensation of the research analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.

## Investment Ratings

Outperform: Expected total return of 10% or more within a 12-month period

Neutral: Expected total return between -10% and 10% within a 12-month period

Underperform: Expected total return of -10% or worse within a 12-month period

## General Disclaimer

This document is prepared by Kasikorn Securities Public Company Limited ("KS"). This document has been prepared for individual clients of KS only and must not, either in whole or in part, be copied, photocopied or duplicated in any form or by any means or distributed to any other person. If you are not the intended recipient you must not use or disclose the information in this research in any way. If you received it in error, please immediately notify KS by return e-mail and delete the document. We do not guarantee the integrity of any e-mails or attached files and are not responsible for any changes made to them by any other person.

This document, including information, data, statements, forecasts, analysis and projections contained herein, including any expression of opinion, is based on public available information or information obtained from sources believed to be reliable, but KS does not make any representation or warranty on, assumes no responsibilities for nor guarantees the accuracy, completeness, correctness or timeliness of such information. KS accepts no obligation to correct or update the information or opinions in it. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration and they were based upon such information or sources then, and in our opinion are fair and reasonable in the circumstances prevailing at the time. The information or expressions of opinion contained herein are subject to change without notice.

Nothing in this document shall be construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities or products, or to engage in or refrain from engaging in any transaction. In preparing this document, KS did not take into account your specific investment objectives, financial situation or particular needs. This document is for your information only and is not to be taken in substitution for the exercise of your judgment. KS salespeople, traders and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to our clients that reflect opinions which are contrary to the opinions expressed in this document. Before making an investment decision on the basis of this document, you should obtain independent financial, legal or other advice and consider the appropriateness of investment in light of your particular investment needs, objectives and financial circumstances. There are risks involved in the investment in securities. KS accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, consequential or other loss (including claim for loss of profit) arising from any use of or reliance upon this document and/or further communication given in relation to this document.

Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments herein constitute a judgment as of the date of this document, and there can be no assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments. Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described in this document were based upon a number of estimates and assumptions and are inherently subject to significant uncertainties or contingencies. It can be expected that one or more of the estimates on which the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments were based will not materialize or will vary significantly from actual results. Therefore, the inclusion of the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described herein is not to be relied upon as a representation and/or warranty by KS (i) that such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments or their underlying assumptions will be achieved, or (ii) that there is an assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments stated therein.

KS along with its affiliates and/or persons associated with it may from time to time have interests in the securities mentioned in this document. KS and its associates, their directors and/or employees may have positions in, and may effect transactions in securities mentioned herein and may also perform or seek to perform broking, investment banking, advisory and other securities services for companies mentioned in this document.

## Corporate Governance Report 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 companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market of Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor at <http://www.thai-iod.com/en/publications-detail.asp?id=170>. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information.

The survey result is as of the data appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. KS does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.

## Structured Notes and Derivative Warrants Disclaimer

KS may be the issuer of structured notes on these securities.

KS acts as market maker and issuer of Derivative Warrants ("DWs") on the underlying stocks listed below. Investors should carefully read the details of the DWs in the prospectus before making any investment decisions.

DWs Underlying Stocks: ADVANC, AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BBL, BCP, BDMS, BEM, BGRIM, BJC, CBG, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DOHOME, EA, GPSC, GULF, GUNKUL, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMT, KCE, KKP, KTB, KTC, LH, MINT, MTC, OR, OSP, PLANB, PRM, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPRC, STA, STEC, TASCO, TISCO, TOP, TQM, TTB, TU, VGI, and WHA.