

## คาดการณ์กำไรสุทธิ 1Q24 เป็นระดับต่ำสุดของปี

เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” ด้วยมูลค่าพื้นฐาน 23.40 บาท เราคาดว่ากำไรสุทธิ 1Q24 จะออกมาอยู่ที่ 805 ล้านบาท (-25.5% YoY, -60.1% QoQ) ลดลงทั้ง YoY และ QoQ อย่างไรก็ตามเราคาดว่ากำไรจะเป็นจุดต่ำสุดของปี 2024 เนื่องจากบริษัทมีแผนโอนกรรมสิทธิ์โครงการแนวสูงใน 2 Q24 และ 3Q24 ทำให้ผลการดำเนินงานจะฟื้นตัวดีขึ้น ขณะที่รายได้หลักใน 1Q24 คาดลดลงอยู่ที่ 4.9 พันล้านบาท (-14.9% YoY, -51.7% QoQ) จาก Presales ที่อ่อนตัวทั้งแนวราบและคอนโดอยู่ที่ 6.9 พันล้านบาท (-23.3% YoY, +29.4% QoQ) ถึงแม้มีโครงการเปิดใหม่สูง 1.66 หมื่นล้านบาทก็ตาม สะท้อนให้เห็นกำลังซื้อที่ชะลอตัวของตลาดก่อน คาดตลาดทรงตัว 1H24 และปรับตัวขึ้นเล็กน้อย 2H24 จากมาตรการกระตุ้นภาคอสังหาริมทรัพย์

### คาดการณ์กำไรสุทธิ 1Q24 เป็นระดับต่ำสุดของปี

- เราคาดว่ากำไรสุทธิ 1Q24 ลดลงอยู่ที่ 805 ล้านบาท (-25.5% YoY, -60.1% QoQ) เนื่องจาก 1) รายได้ที่หดตัว และ 2) สัดส่วนการโอนแนวราบที่สูงกว่าปกติ (อัตรากำไรโครงการแนวราบเฉลี่ยปกติจะต่ำกว่าแนวสูง) ในขณะที่รายได้คาดอ่อนตัวเป็นผลมาจาก 1) Presales ที่น้อยกว่าปกติ ทำให้โอกาสในการโอน และรับรู้รายได้ลดลง 2) มีการเร่งโอนตั้งแต่ 4Q23 ทำให้ใน 1Q24 มี Backlog พร้อมโอนน้อย และ 3) สภาวะตลาดและกำลังซื้อที่ยังชะลอตัวอย่างต่อเนื่อง
- อัตรากำไรขั้นต้น (GPM) เราคาดว่า YoY อาจลดลงเล็กน้อยอยู่ที่ 34.8% (-1.7 ppts YoY, -0.1 ppts QoQ) ถึงแม้ว่าอัตรากำไรต่อประเภทอสังหาริมทรัพย์ที่สูงขึ้นเล็กน้อย แต่ด้วยสัดส่วนการโอนกรรมสิทธิ์แนวราบที่สูงขึ้น (คิดเป็นเกือบ 80% ของยอดโอนทั้งหมด) ส่งผลกดดันให้อัตรากำไรขั้นต้นลดลง

### เปิดโครงการแนวราบสูง ลดความเสี่ยงใน 2024

- ใน 1Q24 มีการเปิดตัวโครงการใหม่ที่มีมูลค่าสูงถึง 1.66 หมื่นล้านบาท (+265.1% YoY, +117.4% QoQ) คิดเป็น 33.2% จากแผนการเปิดตัวโครงการทั้งหมดในปี 2024 ที่ 5 หมื่นล้านบาท (จำนวน 42 โครงการ โดยมีแนวราบ 87% และคอนโด 13%) ซึ่งสามารถลดระยะเวลาในการรับรู้รายได้ให้เร็วขึ้น และจำกัดความเสี่ยงในการลงทุนบนสภาวะตลาดที่ยังชะลอตัว
- เราคาดว่าถึงแม้ใน 1Q24 รายได้จะอ่อนตัว แต่คาดเป็นจุดต่ำสุดของปี 2024 เนื่องจากใน 2Q24 และ 3Q24 จะมีการโอนคอนโดมูลค่าสูงอีก 4 โครงการ ในขณะเดียวกันก็จะส่งเสริมให้อัตรากำไรปรับตัวดีขึ้น โดยเฉพาะโครงการ Supalai Icon Sathorn ที่มีมูลค่าสูงถึง 1.23 หมื่นล้านบาท และ Supalai Premier Samsen-Ratchawat 1.6 พันล้านบาท
- ยอด Backlog รายงานล่าสุดอยู่ที่ 1.76 หมื่นล้านบาท โดยมีกำหนดการโอนมูลค่า 1.47 หมื่นล้านบาท (คิดเป็น 41% ของเป้าหมายรายได้ปี 2024)

### คงคำแนะนำ “ซื้อ” ผลตอบแทนเงินปันผลสูง 7.9% ในปี 2024

- ประเมินมูลค่าพื้นฐาน 23.40 บาท คำนวณด้วยวิธีคิดลดเงินปันผล (GGM) ด้วย COE 9.7% และ TG 3.0% เทียบเท่า 7.1x PE'24 ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยกลุ่มธุรกิจอสังหาริมทรัพย์เพื่อที่อยู่อาศัย
- ประกาศจ่ายปันผลปี 2023 เป็นเงินสด 0.75 ต่อหุ้น โดยขึ้น XD วันที่ 7 พ.ค. และจ่ายปันผลวันที่ 21 พ.ค.

## BUY

Fair price: 23.40

Upside (Downside): 17.6%

#### Key Statistics

Bloomberg Ticker	SPALI TB
Current Price (Bt)	19.90
Market Cap. (Bt m)	39,842
Shared Issued (mn)	1,953
Par Value (Bt)	1.00
52 Week High / Low (Bt)	22.90 / 17.10
Foreign Limit / Actual (%)	35.00 / 16.81
NVDR Shareholders (%)	10.51
Free Float (%)	63.77
Number of Retail Holders	14,349
Dividend Policy (%)	>35% of Net Profit
Industry	Property & Construction
Sector	Property Development
CG Rate	★★★★★
Thai CAC	Certified

#### Major Shareholders

	7 Mar 24
Mr. Prateep Tangmatitham	29.56
Thai NVDR Company Limited	10.51
Mrs. Ajchara Tangmatitham	6.35
South East Asia UK (Type C) Nominees	2.74
State Street Bank and Trust Company	1.91

#### Key Financial Summary

Year End Dec	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue (Bt m)	31,177	33,404	34,457	36,035
Core profit (Btm)	5,989	6,473	6,677	6,957
Net Profit (Bt m)	5,989	6,473	6,677	6,957
NP Growth (%)	(26.7)	8.1	3.2	4.2
EPS (Bt)	3.07	3.31	3.42	3.56
PER (x)	6.49	6.00	5.82	5.59
BPS (Bt)	26.35	28.27	30.17	32.17
PBV (x)	0.76	0.70	0.66	0.62
DPS (Bt)	1.45	1.57	1.62	1.68
Div. Yield (%)	7.3	7.9	8.1	8.5
ROA (%)	7.2	7.4	7.4	7.4
ROE (%)	12.1	12.1	11.7	11.4

Source: Pi Estimated

Analyst: Tanadech Rungsritthananon

Registration No. 017926

Email: tanadech.ru@pi.financial

Assistant: Pakjira Manatangsakunkit

## Earnings preview

(Bt m)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	%QoQ	%YoY
Revenue	5,734	8,166	7,165	10,112	4,880	(51.7)	(14.9)
Cost of sales	(3,638)	(5,306)	(4,546)	(6,580)	(3,181)	(51.7)	(12.5)
<b>Gross profit</b>	<b>2,096</b>	<b>2,860</b>	<b>2,619</b>	<b>3,531</b>	<b>1,699</b>	<b>(51.9)</b>	<b>(18.9)</b>
SG&A	(815)	(957)	(982)	(1,103)	(750)	(32.0)	(8.0)
Other (exp)/inc	168	279	26	169	161	(4.7)	(3.9)
<b>EBIT</b>	<b>1,448</b>	<b>2,182</b>	<b>1,663</b>	<b>2,597</b>	<b>1,110</b>	<b>(57.2)</b>	<b>(23.3)</b>
Finance cost	(96)	(103)	(137)	(132)	(133)	1.0	38.9
Other inc/(exp)	-	-	-	-	-	N.A.	N.A.
<b>Earnings before taxes</b>	<b>1,352</b>	<b>2,079</b>	<b>1,526</b>	<b>2,465</b>	<b>977</b>	<b>(60.4)</b>	<b>(27.7)</b>
Income tax	(318)	(483)	(327)	(459)	(215)	(53.1)	(32.3)
<b>Earnings after taxes</b>	<b>1,035</b>	<b>1,596</b>	<b>1,199</b>	<b>2,007</b>	<b>762</b>	<b>(62.0)</b>	<b>(26.3)</b>
Equity income	66	127	4	49	63	28.0	(4.1)
Minority interest	(21)	(22)	(13)	(38)	(21)	(45.0)	1.1
<b>Earnings from cont. operations</b>	<b>1,080</b>	<b>1,702</b>	<b>1,190</b>	<b>2,018</b>	<b>805</b>	<b>(60.1)</b>	<b>(25.5)</b>
Forex gain/(loss) & unusual items	-	-	-	-	-	N.A.	N.A.
<b>Net profit</b>	<b>1,080</b>	<b>1,702</b>	<b>1,190</b>	<b>2,018</b>	<b>805</b>	<b>(60.1)</b>	<b>(25.5)</b>
EBITDA	1,546	2,347	1,701	2,681	1,208	(55.0)	(21.9)
Recurring EPS (Bt)*	0.55	0.87	0.61	1.03	0.41	(60.1)	(25.5)
Reported EPS (Bt)*	0.55	0.87	0.61	1.03	0.41	(60.1)	(25.5)
<b>Profits (%)</b>	<b>1Q23</b>	<b>2Q23</b>	<b>3Q23</b>	<b>4Q23</b>	<b>1Q24E</b>	<b>chg QoQ</b>	<b>chg YoY</b>
Gross margin	36.6	35.0	36.6	34.9	34.8	(0.1)	(1.7)
Operating margin	25.3	26.7	23.2	25.7	22.7	(2.9)	(2.5)
Net margin	18.8	20.8	16.6	20.0	16.5	(3.5)	(2.4)

Source: Pi research, company data

- เราคาดว่ากำไร 1Q24 จะออกมาที่ 805 ล้านบาท (-25.5% YoY, -60.1% QoQ) เนื่องจาก 1) รายได้ที่อ่อนตัว และ 2) สัดส่วนรายได้รับรู้จากเนวราบที่มีอัตรากำไรขั้นต้นต่ำสูงกว่าปกติ คิดเป็นเกือบ 80 % ของยอดโอนทั้งหมด อย่างไรก็ตาม เรามองว่า 1Q24 จะเป็นจุดต่ำสุดของปี 2024 และอาจปรับตัวสูงขึ้นจากแผนการโอนกรรมสิทธิ์คอนโดที่มีอัตรากำไรสูงกว่าเนวราบอีก 4 โครงการใน 2Q24 และ 3Q24
- คาดรายได้หดตัวอยู่ที่ 4.9 พันล้านบาท (-14.9% YoY, -51.7% QoQ) จาก 1) ยอด Presales ลดลง ทั้งในเนวราบและคอนโด รวมอยู่ที่ 6.9 พันล้านบาท (-23.3% YoY, +29.4% QoQ) 2) มีการเร่งโอนตั้งแต่ 4Q23 ทำให้ใน 1Q23 มียอด Backlog ที่พร้อมโอนกรรมสิทธิ์น้อย และ 3) กำลังซื้อของตลาดที่ชะลอตัว สังเกตได้จากการเปิดตัวโครงการเนวราบใหม่ที่สูงอยู่ที่ 1.66 หมื่นล้านบาท (+265.1% YoY, +117.4% QoQ) ใน 1Q24 แต่ยอดขายกลับอ่อนตัว
- เราประเมินว่า GPM ใน 1Q24 อยู่ที่ 34.8% (-1.7 ppts YoY, -0.1 ppts QoQ) ลดลงจากสัดส่วนโครงการเนวราบที่โอนกรรมสิทธิ์จำนวนมาก คิดเป็นเกือบ 80% ของยอดโอนทั้งหมด โดยเมื่อเทียบกับ 1Q23 จะพบว่าสัดส่วนเนวราบเติบโตขึ้น +10% ppts YoY
- SG&A ต่อยอดขายคาดว่าจะปรับตัวสูงขึ้นอยู่ที่ 15.4% (+1.1 ppts YoY, +4.5 ppts QoQ) สาเหตุหลักสืบเนื่องมาจากการรับรู้รายได้ที่หดตัว

# Stock Update

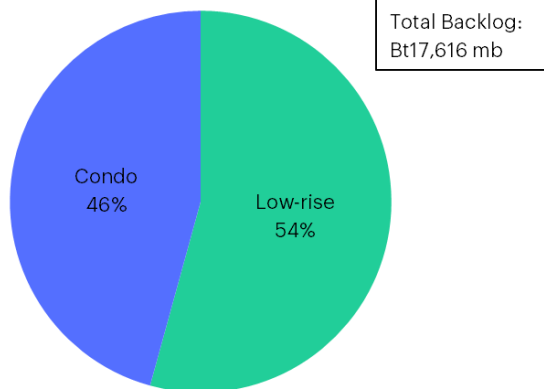
24 APR 2024

SPALI

Supalai PCL

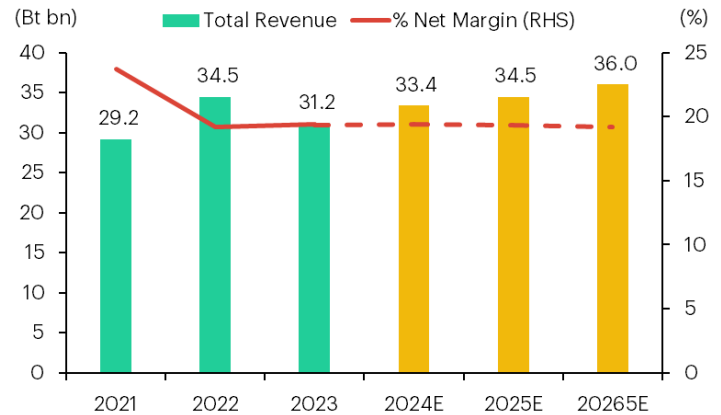
pi

## Backlog 1Q24E



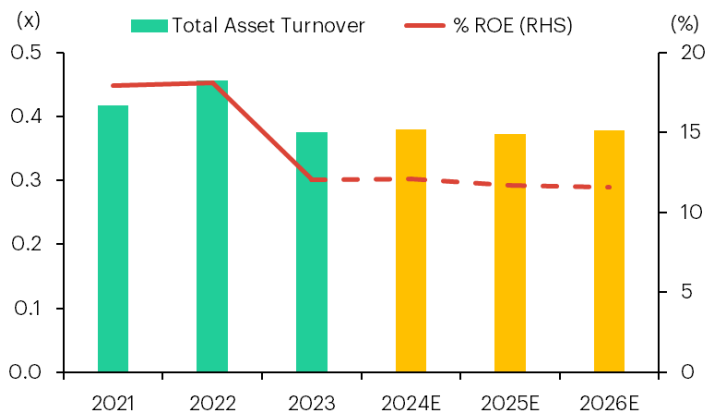
Source: Pi research, company data

## รายได้ทั้งหมด และอัตรากำไรสุทธิ



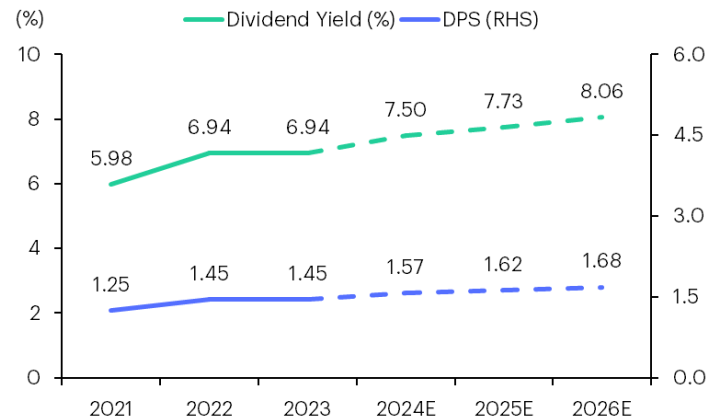
Source: Pi research, company data

## การหมุนเวียนของสินทรัพย์ทั้งหมด และ ROE



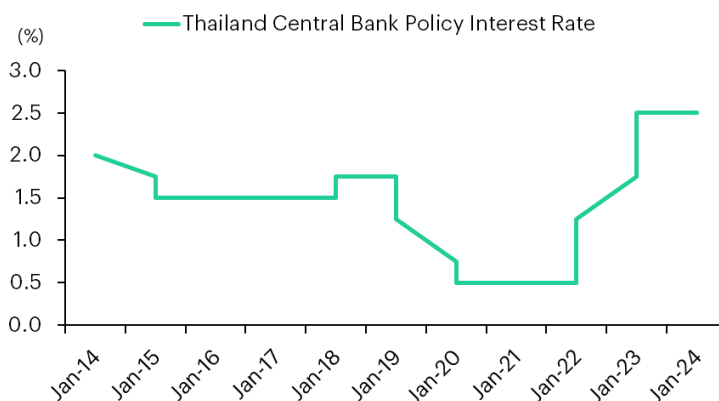
Source: Pi research, company data

## อัตราเงินปันผล



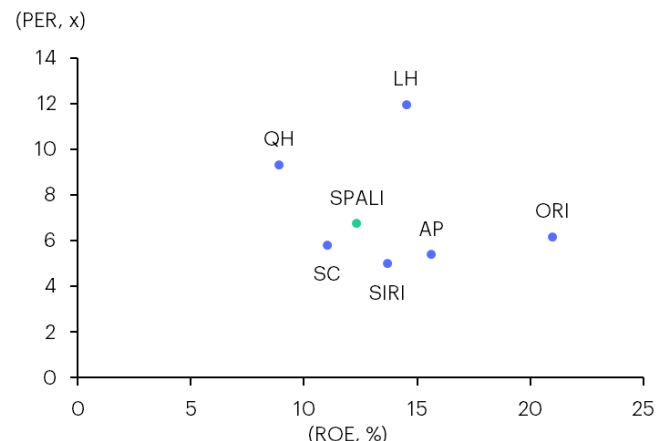
Source: Pi research, company data

## อัตราดอกเบี้ยนโยบาย



Source: Bank of Thailand (BOT)

## การจัดตำแหน่งจาก PE และ ROE เทียบกับกลุ่ม



Source: Pi research, company data

## Summary financials

Balance Sheet (Bt m)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	Cashflow Statement (Bt m)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Cash & equivalents	1,315	4,711	4,153	4,519	3,304	CF from operation	3,270	(180)	3,845	3,856	2,573
Accounts receivable	38	60	47	48	50	CF from investing	(5,073)	3,980	(75)	(75)	(75)
Inventories	66,475	71,937	74,645	76,937	81,028	CF from financing	1,735	(407)	(4,327)	(3,416)	(3,714)
Other current assets	1,265	1,026	1,108	1,197	1,293	Net change in cash	(68)	3,393	(557)	366	(1,216)
<b>Total current assets</b>	<b>69,093</b>	<b>77,734</b>	<b>79,953</b>	<b>82,701</b>	<b>85,674</b>						
Invest. in subs & others	2,362	2,475	2,457	2,438	2,419						
Fixed assets - net	1,527	1,459	1,411	1,359	1,303	<b>Valuation</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
Other assets	6,942	4,457	5,229	6,139	7,212	EPS (Bt)	4.18	3.07	3.31	3.42	3.56
<b>Total assets</b>	<b>79,924</b>	<b>86,126</b>	<b>89,050</b>	<b>92,637</b>	<b>96,608</b>	Core EPS (Bt)	4.18	3.07	3.31	3.42	3.56
Short-term debt	20,650	20,480	19,340	18,542	18,459	DPS (Bt)	1.45	1.45	1.57	1.62	1.68
Accounts payable	2,939	3,192	3,694	3,732	4,159	BVPS (Bt)	24.30	26.35	28.27	30.17	32.17
Other current liabilities	4,182	3,486	3,660	3,843	4,035	EV per share (Bt)	32.79	32.40	31.91	31.53	31.86
<b>Total current liabilities</b>	<b>27,772</b>	<b>27,157</b>	<b>26,694</b>	<b>26,117</b>	<b>26,654</b>	PER (x)	5.0	6.8	6.3	6.1	5.9
Long-term debt	3,886	6,684	6,313	6,740	6,249	Core PER (x)	5.0	6.8	6.3	6.1	5.9
Other liabilities	804	819	835	851	868	PBV (x)	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
<b>Total liabilities</b>	<b>32,461</b>	<b>34,661</b>	<b>33,842</b>	<b>33,708</b>	<b>33,771</b>	EV/EBITDA (x)	6.1	7.9	7.2	6.9	6.7
Paid-up capital	1,953	1,953	1,953	1,953	1,953	Dividend Yield (%)	6.9	6.9	7.5	7.7	8.1
Premium-on-share	1,499	1,499	1,499	1,499	1,499						
Others	(1,039)	(592)	(592)	(592)	(592)	<b>Profitability Ratios (%)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
Retained earnings	44,101	47,615	51,256	54,873	58,672	Gross profit margin	38.9	35.6	35.8	36.1	36.1
Non-controlling interests	949	990	1,091	1,196	1,305	EBITDA margin	30.5	25.7	25.8	25.7	25.6
<b>Total equity</b>	<b>47,463</b>	<b>51,465</b>	<b>55,207</b>	<b>58,929</b>	<b>62,837</b>	EBIT margin	30.2	25.3	25.3	25.3	25.2
<b>Total liabilities &amp; equity</b>	<b>79,924</b>	<b>86,126</b>	<b>89,050</b>	<b>92,637</b>	<b>96,608</b>	Net profit margin	23.7	19.2	19.4	19.4	19.3
						ROA	10.8	7.2	7.4	7.4	7.4
<b>Income Statement (Bt m)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	ROE	18.1	12.1	12.1	11.7	11.4
Revenue	34,486	31,177	33,404	34,457	36,035						
Cost of goods sold	(21,070)	(20,071)	(21,435)	(22,032)	(23,018)	<b>Financial Strength Ratios</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>Gross profit</b>	<b>13,416</b>	<b>11,106</b>	<b>11,969</b>	<b>12,425</b>	<b>13,017</b>	Current ratio (x)	2.5	2.9	3.0	3.2	3.2
SG&A	(4,029)	(3,857)	(4,147)	(4,343)	(4,581)	Quick ratio (x)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
Other income / (expense)	1,015	641	641	641	641	Int.-bearing Debt/Equity (x)	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
<b>EBIT</b>	<b>10,402</b>	<b>7,890</b>	<b>8,463</b>	<b>8,723</b>	<b>9,077</b>	Net Debt/Equity (x)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3
Depreciation	127	138	143	148	152	Interest coverage (x)	37.6	16.9	24.1	25.3	27.1
<b>EBITDA</b>	<b>10,529</b>	<b>8,028</b>	<b>8,605</b>	<b>8,871</b>	<b>9,230</b>	Inventory day (days)	1,118	1,259	1,240	1,220	1,200
Finance costs	(277)	(467)	(350)	(345)	(335)	Receivable day (days)	0	1	1	1	1
Non-other income / (expense)	-	-	-	-	-	Payable day (days)	47	56	56	56	56
<b>Earnings before taxes (EBT)</b>	<b>10,125</b>	<b>7,423</b>	<b>8,112</b>	<b>8,378</b>	<b>8,742</b>	Cash conversion cycle	1,072	1,203	1,185	1,165	1,145
Income taxes	(2,212)	(1,586)	(1,785)	(1,843)	(1,923)						
<b>Earnings after taxes (EAT)</b>	<b>7,913</b>	<b>5,837</b>	<b>6,328</b>	<b>6,535</b>	<b>6,819</b>	<b>Growth (% YoY)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
Equity income	390	247	247	247	247	Revenue	18.3	(9.6)	7.1	3.2	4.6
Non-controlling interests	(130)	(94)	(102)	(105)	(109)	EBITDA	16.3	(23.8)	7.2	3.1	4.1
<b>Core Profit</b>	<b>8,173</b>	<b>5,989</b>	<b>6,473</b>	<b>6,677</b>	<b>6,957</b>	EBIT	16.5	(24.1)	7.3	3.1	4.1
FX Gain/Loss & Extraordinary	-	-	-	-	-	Core profit	13.6	(26.7)	8.1	3.2	4.2
<b>Net profit</b>	<b>8,173</b>	<b>5,989</b>	<b>6,473</b>	<b>6,677</b>	<b>6,957</b>	Net profit	13.6	(26.7)	8.1	3.2	4.2
EPS (Bt)	4.18	3.07	3.31	3.42	3.56	EPS	24.7	(26.7)	8.1	3.2	4.2

Source: Pi research, company data

## Corporate Governance Report of Thai Listed Companies

### CG Rating by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้ ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์พาย จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	Description	ความหมาย
90-100		Excellent	ดีเลิศ
80-89		Very Good	ดีมาก
70-79		Good	ดี
60-69		Satisfactory	ดีพอใช้
50-59		Pass	ผ่าน
< 50	No logo given	na.	na.

#### ความหมายของคำแนะนำ

"ซื้อ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)  
 "ถือ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)  
 "ขาย" เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล)

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

#### IOD Disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information which companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment ("listed companies") disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

#### Stock Rating Definition

BUY	The stock's total return is expected to exceed 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals and attractive valuations.
HOLD	The stock's total return is expected to be between 0% - 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals, but may lack of near-term catalysts or its valuations are not attractive.
SELL	The stock's total return is expected to fall below 0% or more over the next 6-12 months. Stock should be sold as negative total return is anticipated due to deteriorating fundamentals compared with its valuations.

The stock's expected total return is the percentage difference between the target price and the current price and excludes dividend yields.

รายงานฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอข้อมูลและบทความการวิเคราะห์ โดยใช้ข้อมูลและข่าวสารต่างๆ ที่ได้รับการเผยแพร่ต่อสาธารณะ ตลอดจนจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารของบริษัทต่างๆ มาประกอบและได้พยายามตรวจสอบความถูกต้องอย่างระมัดระวัง แต่ก็ไม่สามารถยืนยันความถูกต้องได้อย่างสมบูรณ์ การวิเคราะห์ในรายงานฉบับนี้ได้พยายามยึดมาตรฐานบนหลักการวิเคราะห์ทางด้านปัจจัยพื้นฐานมาเป็นบทสรุปและข้อเสนอแนะ โดยมีได้เจตนาที่จะนำไปสู่การขึ้นนำแต่อย่างใด ซึ่งข้อเสนอแนะเหล่านี้ เป็นข้อคิดเห็นของนักวิเคราะห์ ซึ่งบริษัทฯ ไม่จำเป็นต้องเห็นด้วยกับข้อคิดเห็นดังกล่าวเสมอไป ทั้งนี้ นักลงทุนและผู้ใช้รายงานฉบับนี้ควรใช้วิจารณญาณส่วนตัวประกอบด้วย