

# Thailand Morning Cuppa

## Top Story

ไทยออยล์ (TOP TB, "ซื้อ", ราคาเป้าหมาย: 65 บาท)

2Q66 อ่อนตัวลง แต่จะผ่านจุดต่ำสุดไปและมีแนวโน้มดีขึ้น; "ซื้อ"

### Company Update

คงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายใหม่ที่ 65 บาท จากเดิม 68 บาท มี upside 39% และเงินปันผล

FY66F รว 6% กำไรสุทธิ 2Q66 ของ TOP น่าจะออกมาอ่อนตัวลง สอดคล้องกับ GRM ที่น้อยลง เราคาด

ว่า TOP จะได้รับผลดีจากอุปสงค์ที่แข็งแกร่งขึ้นในช่วงฤดูซบซึ้งของสหรัฐฯ ที่กำลังจะมาถึง รวมถึงภาคการ

คมนาคมและท่องเที่ยวที่ปรับดีขึ้นใน 2H66 ราคาปัจจุบันของ TOP ยังถูกและมีเงินปันผลน่าสนใจ

ผู้วิเคราะห์: Athipu Visavaveja +66 2088 9627

บทวิเคราะห์วันนี้: [ไทยออยล์ \(TOP TB\) : 2Q66 อ่อนตัวลง แต่จะผ่านจุดต่ำสุดไปและมีแนวโน้มดีขึ้น:](#)

["ซื้อ" \(19 Jul 2023\)](#)

บทวิเคราะห์ครั้งก่อน: [Thai Oil : A Strong, In-Line Quarter; Maintain BUY \(11 May 2023\)](#)

## Thematics / Ground Checks

- ◆ [Airports of Thailand : Ground Checks: BKK Free Zone Site Visit KTA; Keep BUY \(15 Jun 2023\)](#)
- ◆ [PTT : Ground Checks: KTAs From East Coast Site Visit; Keep BUY \(12 Jun 2023\)](#)
- ◆ [RHB Top 20 Thailand Small Cap Companies Jewels 2023 \(2023 Edition\)](#)
- ◆ [Regional Thematic : ESG – Envisioning a Better Future: Change In Methodology \(2 May 2023\)](#)
- ◆ [Telecommunications : The Rise Of Data Centres In ASEAN \(13 Apr 2023\)](#)
- ◆ [ESG Diamonds In The Rough : Our Best Investment Ideas \(14 Feb 2023\)](#)
- ◆ [Logistics : The Future Of ASEAN Logistics \(29 Nov 2022\)](#)

## Recent Stories

[Thailand Morning Cuppa : 18 July 2023  
Hospitality : Planning To Normalise Thai Tourism In 2024; OW](#)

[Thailand Morning Cuppa : 17 July 2023  
Pruksa Holding : Presales Performance Unfit For Strong Growth](#)

[Thailand Morning Cuppa : 14 July 2023  
Bangkok Dusit Medical Services : No Stop To Patient Growth; Still BUY](#)

[Thailand Morning Cuppa : 13 July 2023  
PTT Exploration & Production : More Oil Price Balance Ahead; Keep BUY](#)

[Thailand Morning Cuppa : 12 July 2023  
Siam Cement : Gradual Improvements In 2Q23; Keep BUY](#)

[Thailand Morning Cuppa : 11 July 2023  
Bangkok Expressway and Metro : Upwards Direction To Continue In 2H23; Still BUY](#)

[Thailand Morning Cuppa : 10 July 2023  
CP All : CVS Still The Growth Driver; Keep BUY](#)

[Thailand Morning Cuppa : 7 July 2023  
TOA Paint : More Prone To Slower Demand; D/G To NEUTRAL](#)

**Top BUYs**

	ราคา เป้าหมาย (บาท)	Upside (%)	ปัจจัยสำคัญ
ท่าอากาศยานไทย (AOT TB)	82	14.69	<ul style="list-style-type: none"> <li>1H FY66F (ก.ย.) จะเป็นช่วง peak season ของการท่องเที่ยวที่คึกคักเป็นครั้งแรกในรอบสองปีของ AOT เทียบกับระยะกลางและไกลจากเอเชียตะวันออก ตะวันออกกลาง และยุโรปน่าจะเร่งขึ้นและเป็นปัจจัยเร่งสำคัญ</li> <li>การเปิดประเทศของจีนตั้งแต่วันที่ 8 ม.ค. เป็นต้นไปจะเป็นผลบวกอย่างมากต่อกิจกรรมการบินและพาณิชย์ของ AOT เราคาดว่ากำไรปลดล็อกการจราจรทางอากาศจะทำให้เที่ยวบินระหว่างไทยและจีนเพิ่มขึ้น 6 เท่า ไปที่ราว 180 เที่ยวบิน/สัปดาห์ ภายในสิ้นปี 2566 (1QFY67)</li> <li>AOT อาจดำเนินการมาตรการเพื่อช่วยเหลือผู้รับสัมปทานจนถึง 31 มี.ค. และเริ่มใช้ผลตอบแทนขั้นต่ำต่อหัวสำหรับสัมปทานร้านค้าปลอดภาษีและพื้นที่เชิงพาณิชย์ตั้งแต่วันที่ 1 เม.ย. ซึ่งจะทำให้รายได้สัมปทาน FY66เพิ่มขึ้น 226% เป็น 13.13 พันล้านบาท (29% ของรายได้รวม)</li> <li>คาดการณ์กำไรหลัก FY66F ที่ 11.5 พันล้านบาท โดยจำนวนอากาศยานรวมและจำนวนผู้โดยสารรวมอยู่ที่ 74% และ 67% ของระดับในปี 2562 ตามลำดับ การดำเนินงานที่แข็งแกร่งขึ้นอาจทำให้ profit margin ปรับดีขึ้น</li> </ul>
กรุงเทพดุสิตเวช การ (BDMS TB)	35.25	22.61	<ul style="list-style-type: none"> <li>กำไรจะเติบโตมีเสถียรภาพด้วยแรงสนับสนุนจากการฟื้นตัวของกิจกรรมการรักษาทั่วไปสำหรับทั้งผู้ป่วยไทยและ expat รวมถึงอุปสงค์จากต่างประเทศ ทั้งการท่องเที่ยวเชิงสุขภาพ (เช่น ผู้ป่วยจากจีน) และตลาดใหม่ที่กำลังโต (เช่น ชาญดุติอะเรเบีย) คาดว่าสัดส่วนรายได้จากผู้ป่วยต่างชาติจะกลับสู่ระดับปกติที่ 30% ขณะที่รายได้ที่มาจากบริการรักษา COVID-19 จะอยู่ในสัดส่วนที่สมดุล</li> <li>BDMS ตั้งเป้าการเติบโต 3 ปีของรายได้ที่ 6-8% CAGR (2565-2568) และ EBITDA margin ที่เหนือชั้นที่ 23-24% ด้วยแรงขับเคลื่อนจากรายได้เฉลี่ยต่อรายและสัดส่วนผู้ป่วยที่เพิ่มขึ้น (เช่น ผู้ป่วยจากต่างประเทศและศูนย์การแพทย์แห่งความเป็นเลิศ (Centers of Excellence))</li> <li>BDMS จะเพิ่มส่วนแบ่งตลาดสำหรับผู้ป่วยประกันสังคมและเพิ่มรายได้จากประกันสุขภาพสำหรับผู้ป่วยชาวไทยและ expat</li> <li>คาดว่ากำไรหลักจะขยายตัว 6% ในปี 2566 โดยตั้งข้อสมมติอัตราการใช้จ่ายเชิงตรงตัวจาก 73% ในปี 2565 (รวมผู้ป่วย COVID-19) ขณะที่ profit margin อาจได้รับผลดีจากทั้งจำนวนผู้ป่วยและรายได้ต่อราย</li> </ul>
ทางด่วนและ รถไฟฟ้ากรุงเทพ (BEM TB)	11.22	30.47	<ul style="list-style-type: none"> <li>ไฮไลต์ของ BEM คือความเร็วในการฟื้นตัวของทั้งธุรกิจทางด่วนและ MRT การสัญญาจบทางด่วนปรับขึ้นทันทีที่สถานการณ์ภาวะขาดดุลงบกลาง แต่ก็ยังกลับไปไม่ถึงระดับเดิมที่ก่อนการระบาดที่ 1.2 ล้านเที่ยว/วัน ด้านจำนวนการโดยสาร MRT สายสีน้ำเงินเพิ่มขึ้นปานกลางและเร่งเร็วขึ้นตั้งแต่เดือนพฤษภาคม 2565 ที่รัฐบาลเริ่มผ่อนคลามาตรการบางส่วน</li> <li>การสัญญาจบทางด่วนเพิ่มขึ้น 2% MoM ในเดือนกุมภาพันธ์ปี 1.3 ล้านเที่ยวต่อวัน (+15% YoY) และน่าจะอยู่ใกล้เคียงระดับนี้ตลอดปี 2566 ขณะที่การโดยสาร MRT ที่เร่งขึ้นสูงยังคงไปต่อ โดยจำนวนการโดยสาร MRT สายสีน้ำเงินขยายตัวน่าประทับใจ 98% ในเดือนกุมภาพันธ์ปี 395,000 เที่ยวต่อวัน และจำนวนเที่ยวเฉลี่ยในวันธรรมดาขึ้นแตะระดับ 441,000 เที่ยวต่อวัน สูงกว่าระดับสูงสุดเดิมเดือนพ.ย. 2562 ที่ 412,750 เที่ยวต่อวัน</li> <li>แม้ว่าคดีความจะยังไม่สิ้นสุดลง แต่คาดว่า BEM จะได้รับสัมปทาน MRT สายสีส้มเร็ว ๆ นี้</li> </ul>
เซ็นทรัลพัฒนา (CPN TB)	85	29.77	<ul style="list-style-type: none"> <li>กำไรหลักของ CPN น่าจะขยายตัวได้อีก 18% ใน 2566 จาก i) แนวโน้มที่ดีขึ้นสำหรับการบริโภคในประเทศและการท่องเที่ยว ซึ่งรวมถึงการกลับมาของนักท่องเที่ยวจีน ii) สถานที่ค้าปลีกใน 1H65 และ iii) การเปิดตัวห้างใหม่ (Central WestVille ใน 4Q66) และเราคาดว่าจะมีการเปิดตัวโรงแรมใหม่อย่างน้อย 4 แห่ง และโครงการที่อยู่อาศัยแนวราบอย่างน้อย 3 แห่ง</li> <li>การดำเนินงานของห้างค้าปลีกที่เพิ่งพาลงสู่ประเทศไทยเป็นหลักกลับมาเกือบเป็นปกติ เช่น ห้างในแถบชานเมืองกรุงเทพและบริเวณนอกพื้นที่ท่องเที่ยวในภาคใต้ ขณะที่การลดค่าเช่าเฉลี่ยลงไปเหลือประมาณ 5-9% อาจเป็น upside ต่อข้อสมมติที่อนุรักษ์นิยมของเราที่ 10%</li> <li>การเปิดตัวโครงการค้าปลีกใหม่ในไทยน่าจะแน่นอนแล้วประมาณ 2 โครงการต่อปีในช่วง 2566-2568 โดยอาจมีความคืบหน้าในการขยายโครงการไปต่างประเทศในเวียดนามช่วงกลางปี 2566 ขณะที่กลยุทธ์การพัฒนาโครงการที่ไม่ใช่พาณิชย์ (เช่น โรงแรม อาคารสำนักงานให้เช่า และโครงการที่อยู่อาศัย) น่าจะหนุนผลประกอบการให้ดีขึ้นผ่านโครงการ retail-led mixed-use โดยแผน 5 ปีของ CPN มองว่าสัดส่วนโครงการที่ไม่ใช่พาณิชย์อาจเร่งขึ้นเป็น 20-25% ในปี 2570 (2566: ราว 15%)</li> </ul>
เซ็นทรัล รีเทล คอร์ ปอเรชั่น จำกัด (CRC TB)	54	35.85	<ul style="list-style-type: none"> <li>คาดการณ์กำไรหลัก 2566 ที่ 8.26 พันล้านบาท ขยายตัว 19% กลับเข้าสู่ระดับก่อนการระบาด ปัจจัยขับเคลื่อนสำคัญ ได้แก่ i) การเปิดหน้าร้านเชิงรุก (โดยเฉพาะร้านสินค้า hardline ห้างค้าปลีก และหน้าร้านขนาดเล็กหลายรูปแบบ) ii) ธุรกิจแฟชั่นและสิ่งปลูกสร้างให้เช่าที่กลับมาเป็นปกติ iii) ลูกค้ากำลังซื้อสูงใน omni-channel platform และ iv) การฟื้นตัวของการท่องเที่ยวไทยเต็มปี โดยอาจมีการกลับมาของนักท่องเที่ยวจีนสู่ประเทศไทย</li> <li>ยกระดับการดำเนินงานของธุรกิจอาหารภายหลังการ rebrand และอาจมีการพัฒนาธุรกิจค้าส่งในปี 2566</li> <li>เร่งการบริหารจัดการต้นทุนให้มีประสิทธิภาพสำหรับทุกธุรกิจ โดยเฉพาะแฟชั่น เพื่อเพิ่ม profit margin</li> </ul>

**Top BUYs**

	ราคาเป้าหมาย (บาท)	Upside (%)	ปัจจัยสำคัญ
ซีพี ออลล์ (CPALL TB)	76	20.63	<ul style="list-style-type: none"> <li>ธุรกิจสะดวกซื้อได้รับผลดีอย่างมากจากการฟื้นตัวของกิจกรรมนอกบ้านและการกลับมาของนักท่องเที่ยวต่างชาติ ซึ่งสนับสนุนให้สัดส่วนยอดขายที่มาจากผลิตภัณฑ์อาหารและของใช้ส่วนตัวที่ GPM สูงปรับดีขึ้น</li> <li>การฟื้นตัวของภาคท่องเที่ยวช่วยสนับสนุนยอดขายของ Makro ที่มาจากลูกค้า Horeca (ราว 30% ของยอดขายรวมของ Makro)</li> <li>รายได้ของ Lotus's ฟื้นตัวชัดเจนจากการยกระดับหน้าร้าน ทயอปรับราคาใช้จ่ายการ rebrand และการดำเนินงานของพื้นที่ให้เข้าในห้างค้าปลีกที่กลับมาเป็นปกติ</li> <li>ตั้งเป้าหมายหน้าร้านสะดวกซื้อใหม่ 700 สาขาที่จะมุ่งเน้นหน้าร้านขนาดใหญ่ขึ้น และวางแผนเชิงรุกที่จะเปิด Makro ใหม่ 18 สาขา (2565: 12 สาขา)</li> <li>คาดการณ์ผลประกอบการ 2566 ที่ 19.66 พันล้านบาท (+46% YoY) หรือ 85% ของระดับก่อนการระบาด โดย Siam Makro บริษัทลูกของ CPALL กำลัง refinance หนี้ในสกุลเงิน USD (ประมาณ 70% ของพอร์ต) ดังนั้น ต้นทุนทางการเงินอาจลดลงใน 2H66</li> </ul>
ปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม (PTTEP TB)	179	14.38	<ul style="list-style-type: none"> <li>OPEC+ เพิ่งประกาศลดกำลังการผลิตจำนวนมากถึง 1.15 mbpd ตั้งแต่พฤษภาคม 2566 จนถึงสิ้นปี ซึ่งเป็นปัจจัยบวกที่ไม่คาดมาก่อนและน่าจะส่งผลให้ราคาน้ำมันสูงขึ้นในปี 2566</li> <li>ปริมาณการขายก๊าซในปี 2566 น่าจะเพิ่มขึ้นเป็นประมาณ 470-510 kboed จาก 468 kboed ในปี 2565 แหล่งเอราวัณ G1/61 ที่เคยมีปัญหาการเข้าถึงมีความคืบหน้า โดยบริษัทได้ติดตั้งแท่นขุดเจาะไว้ 8 แท่น โดยกำลังการผลิตน่าจะเพิ่มขึ้นจาก 200 mmcf/d ในปี 2565 เป็น 600 mmcf/d สิ้นปีนี้</li> <li>เงินและอินเดียเป็นปัจจัยใหญ่ที่สุดที่จะขับเคลื่อนอุปสงค์ใน 2566 ตามการฟื้นตัวของอุปสงค์สำหรับเชื้อเพลิงสำหรับการขนส่งและเชื้อเพลิงสำหรับอุตสาหกรรมที่แข็งแกร่ง ยังจะใช้เวลาอีกซีกปีก่อนที่การเปิดประเทศของจีนจะส่งผลเต็มที่ โดยจะมีเม็ดเงินเข้ามาเพิ่มขึ้นใน 2Q66-3Q66 และเราคาดว่าอุปทานน้ำมันจะน้อยกว่าอุปสงค์ในปี 2566</li> </ul>
ปูนซิเมนต์ไทย (SCC TB)	400	21.95	<ul style="list-style-type: none"> <li>ธุรกิจหลักของ SCC ปรับดีขึ้นทุกธุรกิจไตรมาส 1Q66 จากระดับต่ำสุดเมื่อ 4Q65 โดยธุรกิจปิโตรเคมีใน 1Q66 ได้รับแรงสนับสนุนจาก spread ผลิตภัณฑ์ต่าง ๆ ที่เสถียรขึ้น ขณะที่ธุรกิจซีเมนต์และวัสดุก่อสร้างปรับดีขึ้นตามกิจกรรมการก่อสร้างและรีโนเวตที่เพิ่มขึ้นในไทย ถึงแม้ว่าแนวโน้มธุรกิจในประเทศสมาชิก ASEAN อื่นยังมีผลลบกันทั้งดีและไม่ดี ธุรกิจบรรจุภัณฑ์มีสัญญาณปรับดีขึ้นในด้านปริมาณการขายและการควบคุมต้นทุนการผลิต</li> <li>หลังจากกำไร FY65 ที่ตกต่ำ โดยเฉพาะใน 4Q65 ตามปริมาณการขายและการควบคุมต้นทุนที่อ่อนแอในทั้งสามธุรกิจหลัก เราคงมองว่าผลประกอบการของ SCC จะปรับดีขึ้นใน FY66 โดยเฉพาะใน 2H66 ตามการเปิดประเทศเต็มรูปแบบของจีน ซึ่งจะส่งผลดีต่อทั้งธุรกิจปิโตรเคมีและธุรกิจบรรจุภัณฑ์ ขณะที่นโยบายภาครัฐหลังการเลือกตั้งจะหนุนอุปสงค์ซีเมนต์และวัสดุก่อสร้างในประเทศให้สูงขึ้น</li> </ul>
ศุภาลัย (SPALI TB)	26.40	25.12	<ul style="list-style-type: none"> <li>จากการเปิดตัวโครงการใหม่ใน FY66 ที่มุ่งเน้นโครงการแนวราบ (80% ของมูลค่ารวม) รายได้หลัก FY66F มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นหาก SPALI สามารถเพิ่มยอดจองซื้อโครงการแนวราบตลอดปี ทั้งนี้ ฝ่ายบริหารตั้งเป้าหมายทั้งปี FY66 สูงขึ้น - ยอดจองซื้อ 36 พันล้านบาท (+11% YoY) และรายได้รวม 36 พันล้านบาท (+4% YoY) ตามข้อสมมติมูลค่าโครงการเปิดตัวใหม่รวม 41 พันล้านบาท (+8.5% YoY)</li> <li>SPALI จะรับรู้ backlog ประมาณ 14.8 พันล้านบาทเป็นรายได้ในปี FY66 โดยมีเพียงโครงการคอนโดมิเนียมขายดีสองแห่งที่จะโอนกรรมสิทธิ์ใน 2Q66 ผลประกอบการส่วนใหญ่จะกระจุกอยู่ที่ 2Q66-3Q66 เป็นหลัก เราคาดการณ์อย่างอนุรักษ์นิยมว่ากำไร FY66F จะลดลง 17% YoY</li> </ul>
ทิสโก้ไฟแนนเชียลกรุ๊ป (TISCO TB)	114	16.62	<ul style="list-style-type: none"> <li>เป็น Top Pick จากคุณภาพสินทรัพย์ที่แข็งแกร่งและเงินทุนที่อยู่ในระดับดี รวมถึงเงินปันผลสูงกว่าเฉลี่ยที่ 7%</li> </ul>
ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น (WHA TB)	4.89	n.a.	<ul style="list-style-type: none"> <li>WHA ตั้งเป้าหมายยอดขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรมรวม 1,750 ไร่ แบ่งเป็น 1,200 ไร่ในไทยและ 550 ไร่ในเวียดนาม เราคิดว่าเป้าหมายสำหรับเวียดนามนั้นเป็นไปได้ เมื่อพิจารณาแผนของ WHA ที่จะส่งมอบแปลงที่ดินนิคมอุตสาหกรรม 300 ไร่ให้กับผู้ผลิตอิเล็กทรอนิกส์ชื่อดังสำหรับในไทย WHA กำลังเจรจากับผู้ผลิต EV ที่ต้องการที่ดินนิคมอุตสาหกรรม &gt;1,000 ไร่ ซึ่งหากสำเร็จจะทำให้เป้าหมาย FY66 ใกล้ความจริงขึ้นมาก</li> <li>เรามองว่า WHA พยายามที่จะคงกำไรที่อยู่ในระดับสูงสำหรับ FY และคาดว่ากำไรทั้งปีจะโต 5% YoY หลังเร่งสูง 56% ใน FY65 จากข้อสมมติยอดขายที่ดินอุตสาหกรรม FY66 1,400 ไร่ เราคิดว่ากำไรโอนกรรมสิทธิ์ที่ดินจะทรงตัว ขณะที่ธุรกิจบริการสาธารณูปโภคน้ำและธุรกิจให้เช่าพื้นที่คลังสินค้าน่าจะขยายตัวต่อเนื่อง ขณะที่ธุรกิจผลิตไฟฟ้าน่าจะฟื้นตัวใน FY66 หลังจากที่ได้โดนกดดันด้วยราคาซื้อเพลิงที่เพิ่มสูงใน FY65</li> </ul>

## RHB Guide to Investment Ratings

<b>Buy:</b>	Share price may exceed 10% over the next 12 months
<b>Trading Buy:</b>	Share price may exceed 15% over the next 3 months, however longer-term outlook remains uncertain
<b>Neutral:</b>	Share price may fall within the range of +/- 10% over the next 12 months
<b>Take Profit:</b>	Target price has been attained. Look to accumulate at lower levels
<b>Sell:</b>	Share price may fall by more than 10% over the next 12 months
<b>Not Rated:</b>	Stock is not within regular research coverage

### Investment Research Disclaimers

RHB has issued this report for information purposes only. This report is intended for circulation amongst RHB and its affiliates' clients generally or such persons as may be deemed eligible by RHB to receive this report and does not have regard to the specific investment objectives, financial situation and the particular needs of any specific person who may receive this report. This report is not intended, and should not under any circumstances be construed as, an offer or a solicitation of an offer to buy or sell the securities referred to herein or any related financial instruments.

This report may further consist of, whether in whole or in part, summaries, research, compilations, extracts or analysis that has been prepared by RHB's strategic, joint venture and/or business partners. No representation or warranty (express or implied) is given as to the accuracy or completeness of such information and accordingly investors should make their own informed decisions before relying on the same.

This report is not directed to, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any locality, state, country or other jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to the applicable laws or regulations. By accepting this report, the recipient hereof (i) represents and warrants that it is lawfully able to receive this document under the laws and regulations of the jurisdiction in which it is located or other applicable laws and (ii) acknowledges and agrees to be bound by the limitations contained herein. Any failure to comply with these limitations may constitute a violation of applicable laws.

All the information contained herein is based upon publicly available information and has been obtained from sources that RHB believes to be reliable and correct at the time of issue of this report. However, such sources have not been independently verified by RHB and/or its affiliates and this report does not purport to contain all information that a prospective investor may require. The opinions expressed herein are RHB's present opinions only and are subject to change without prior notice. RHB is not under any obligation to update or keep current the information and opinions expressed herein or to provide the recipient with access to any additional information. Consequently, RHB does not guarantee, represent or warrant, expressly or impliedly, as to the adequacy, accuracy, reliability, fairness or completeness of the information and opinion contained in this report. Neither RHB (including its officers, directors, associates, connected parties, and/or employees) nor does any of its agents accept any liability for any direct, indirect or consequential losses, loss of profits and/or damages that may arise from the use or reliance of this research report and/or further communications given in relation to this report. Any such responsibility or liability is hereby expressly disclaimed.

Whilst every effort is made to ensure that statement of facts made in this report are accurate, all estimates, projections, forecasts, expressions of opinion and other subjective judgments contained in this report are based on assumptions considered to be reasonable and must not be construed as a representation that the matters referred to therein will occur. Different assumptions by RHB or any other source may yield substantially different results and recommendations contained on one type of research product may differ from recommendations contained in other types of research. The performance of currencies may affect the value of, or income from, the securities or any other financial instruments referenced in this report. Holders of depositary receipts backed by the securities discussed in this report assume currency risk. Past performance is not a guide to future performance. Income from investments may fluctuate. The price or value of the investments to which this report relates, either directly or indirectly, may fall or rise against the interest of investors.

This report may contain comments, estimates, projections, forecasts and expressions of opinion relating to macroeconomic research published by RHB economists of which should not be considered as investment ratings/advice and/or a recommendation by such economists on any securities discussed in this report.

This report does not purport to be comprehensive or to contain all the information that a prospective investor may need in order to make an investment decision. The recipient of this report is making its own independent assessment and decisions regarding any securities or financial instruments referenced herein. Any investment discussed or recommended in this report may be unsuitable for an investor depending on the investor's specific investment objectives and financial position. The material in this report is general information intended for recipients who understand the risks of investing in financial instruments. This report does not take into account whether an investment or course of action and any associated risks are suitable for the recipient. Any recommendations contained in this report must therefore not be relied upon as investment advice based on the recipient's personal circumstances. Investors should make their own independent evaluation of the information contained herein, consider their own investment objective, financial situation and particular needs and seek their own financial, business, legal, tax and other advice regarding the appropriateness of investing in any securities or the investment strategies discussed or recommended in this report.

This report may contain forward-looking statements which are often but not always identified by the use of words such as "believe", "estimate", "intend" and "expect" and statements that an event or result "may", "will" or "might" occur or be achieved and other similar expressions. Such forward-looking statements are based on assumptions made and information currently available to RHB and are subject to known and unknown risks, uncertainties and other factors which may cause the actual results, performance or achievement to be materially different from any future results, performance or achievement, expressed or implied by such forward-looking statements. Caution should be taken with respect to such statements and recipients of this report should not place undue reliance on any such forward-looking statements. RHB expressly disclaims any obligation to update or revise any forward-looking statements, whether as a result of new information, future events or circumstances after the date of this publication or to reflect the occurrence of unanticipated event

The use of any website to access this report electronically is done at the recipient's own risk, and it is the recipient's sole responsibility to take precautions to ensure that it is free from viruses or other items of a destructive nature. This report may also provide the addresses of, or contain hyperlinks to, websites. RHB takes no responsibility for the content contained therein. Such addresses or hyperlinks (including addresses or hyperlinks to RHB own website material) are provided solely for the recipient's convenience. The information and the content of the linked site do not in any way form part of this report. Accessing such website or following such link through the report or RHB website shall be at the recipient's own risk.

This report may contain information obtained from third parties. Third party content providers do not guarantee the accuracy, completeness, timeliness or availability of any information and are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, or for the results obtained from the use of such content. Third party content providers give no express or implied warranties, including, but not limited to, any warranties of merchantability or fitness for a particular purpose or use. Third party content providers shall not be liable for any direct, indirect, incidental, exemplary,

compensatory, punitive, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including lost income or profits and opportunity costs) in connection with any use of their content.

The research analysts responsible for the production of this report hereby certifies that the views expressed herein accurately and exclusively reflect his or her personal views and opinions about any and all of the issuers or securities analysed in this report and were prepared independently and autonomously. The research analysts that authored this report are precluded by RHB in all circumstances from trading in the securities or other financial instruments referenced in the report, or from having an interest in the company(ies) that they cover.

The contents of this report is strictly confidential and may not be copied, reproduced, published, distributed, transmitted or passed, in whole or in part, to any other person without the prior express written consent of RHB and/or its affiliates. This report has been delivered to RHB and its affiliates' clients for information purposes only and upon the express understanding that such parties will use it only for the purposes set forth above. By electing to view or accepting a copy of this report, the recipients have agreed that they will not print, copy, videotape, record, hyperlink, download, or otherwise attempt to reproduce or re-transmit (in any form including hard copy or electronic distribution format) the contents of this report. RHB and/or its affiliates accepts no liability whatsoever for the actions of third parties in this respect.

The contents of this report are subject to copyright. Please refer to Restrictions on Distribution below for information regarding the distributors of this report. Recipients must not reproduce or disseminate any content or findings of this report without the express permission of RHB and the distributors.

The securities mentioned in this publication may not be eligible for sale in some states or countries or certain categories of investors. The recipient of this report should have regard to the laws of the recipient's place of domicile when contemplating transactions in the securities or other financial instruments referred to herein. The securities discussed in this report may not have been registered in such jurisdiction. Without prejudice to the foregoing, the recipient is to note that additional disclaimers, warnings or qualifications may apply based on geographical location of the person or entity receiving this report.

The term "RHB" shall denote, where appropriate, the relevant entity distributing or disseminating the report in the particular jurisdiction referenced below, or, in every other case, RHB Investment Bank Berhad and its affiliates, subsidiaries and related companies.

## **RESTRICTIONS ON DISTRIBUTION**

### **Malaysia**

This report is issued and distributed in Malaysia by RHB Investment Bank Bhd. The views and opinions in this report are our own as of the date hereof and is subject to change. If the Financial Services and Markets Act of the United Kingdom or the rules of the Financial Conduct Authority apply to a recipient, our obligations owed to such recipient therein are unaffected. RHB Investment Bank Bhd has no obligation to update its opinion or the information in this report.

### **Thailand**

This report is issued and distributed in the Kingdom of Thailand by RHB Securities (Thailand) PCL, a licensed securities company that is authorised by the Ministry of Finance, regulated by the Securities and Exchange Commission of Thailand and is a member of the Stock Exchange of Thailand. The Thai Institute of Directors Association has disclosed the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies made pursuant to the policy of the Securities and Exchange Commission of Thailand. RHB Securities (Thailand) PCL does not endorse, confirm nor certify the result of the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies.

### **Indonesia**

This report is issued and distributed in Indonesia by PT RHB Sekuritas Indonesia. This research does not constitute an offering document and it should not be construed as an offer of securities in Indonesia. Any securities offered or sold, directly or indirectly, in Indonesia or to any Indonesian citizen or corporation (wherever located) or to any Indonesian resident in a manner which constitutes a public offering under Indonesian laws and regulations must comply with the prevailing Indonesian laws and regulations.

### **Singapore**

This report is issued and distributed in Singapore by RHB Bank Berhad (through its Singapore branch) which is an exempt capital markets services entity and an exempt financial adviser regulated by the Monetary Authority of Singapore. RHB Bank Berhad (through its Singapore branch) may distribute reports produced by its respective foreign entities, affiliates or other foreign research houses pursuant to an arrangement under Regulation 32C of the Financial Advisers Regulations. Where the report is distributed in Singapore to a person who is not an Accredited Investor, Expert Investor or an Institutional Investor, RHB Bank Berhad (through its Singapore branch) accepts legal responsibility for the contents of the report to such persons only to the extent required by law. Singapore recipients should contact RHB Bank Berhad (through its Singapore branch) in respect of any matter arising from or in connection with the report.

### **United States**

This report was prepared by RHB is meant for distribution solely and directly to "major" U.S. institutional investors as defined under, and pursuant to, the requirements of Rule 15a-6 under the U.S. Securities and Exchange Act of 1934, as amended (the "Exchange Act") via a registered U.S. broker-dealer as appointed by RHB from time to time. Accordingly, any access to this report via Bursa Marketplace or any other Electronic Services Provider is not intended for any party other than "major" US institutional investors (via a registered U.S broker-dealer), nor shall be deemed as solicitation by RHB in any manner. RHB is not registered as a broker-dealer in the United States and currently has not appointed a U.S. broker-dealer. Additionally, RHB does not offer brokerage services to U.S. persons. Any order for the purchase or sale of all securities discussed herein must be placed with and through a registered U.S. broker-dealer as appointed by RHB from time to time as required by the Exchange Act Rule 15a-6. For avoidance of doubt, RHB reiterates that it has not appointed any U.S. broker-dealer during the issuance of this report. This report is confidential and not intended for distribution to, or use by, persons other than the recipient and its employees, agents and advisors, as applicable. Additionally, where research is distributed via Electronic Service Provider, the analysts whose names appear in this report are not registered or qualified as research analysts in the United States and are not associated persons of any registered U.S. broker-dealer as appointed by RHB from time to time and therefore may not be subject to any applicable restrictions under Financial Industry Regulatory Authority ("FINRA") rules on communications with a subject company, public appearances and personal trading. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the U.S. Securities and Exchange Commission. Information on non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in the United States. The financial instruments discussed in this report may not be suitable for all investors. Transactions in foreign markets may be subject to regulations that differ from or offer less protection than those in the United States.

Please refer to the following link ([RHB Research conflict disclosures - Jul 2023](#)) and the Disclosure of Conflict of Interest in each of the research reports provided in this email for more details.

**Kuala Lumpur**

**RHB Investment Bank Bhd**  
Level 3A, Tower One, RHB Centre  
Jalan Tun Razak  
Kuala Lumpur  
Malaysia  
Tel : +(60) 3 9280 8888  
Fax : +(60) 3 9200 2216

**Singapore**

**RHB Bank Berhad (Singapore branch)**  
90 Cecil Street  
#04-00 RHB Bank Building  
Singapore 069531  
Fax: +65 6509 0470

**Jakarta**

**PT RHB Sekuritas Indonesia**  
Revenue Tower, 11th Floor, District 8 - SCBD  
Jl. Jendral Sudirman Kav 52-53  
Jakarta 12190  
Indonesia  
Tel : +6221 509 39 888  
Fax : +6221 509 39 777

**Bangkok**

**RHB Securities (Thailand) PCL**  
10th Floor, Sathorn Square Office Tower  
98, North Sathorn Road, Silom  
Bangrak, Bangkok 10500  
Thailand  
Tel: +(66) 2 088 9999  
Fax : +(66) 2 088 9799