

Khon Kaen Sugar Industry

(KSL.BK/KSL TB)

Neutral-Downgraded

Price as of 10 Jan 2017	6.60
12M target price (Bt/shr)	6.05
Unchanged / Revised up (down) (%)	12.0
Upside/downside (%)	(8.3)

Key messages

เราได้ปรับลดคำแนะนำหุ้น KSL จากซื้อเป็นถือ โดยให้ราคาเป้าหมายใหม่ที่ 6.05 บาท (ปรับเพิ่มขึ้น 12.0%) เราขอหุ้น KSL เนื่องจาก i) ถ้าเรามีแนวโน้มเติบโตอย่างน่าประทับใจในปี 2560F และ ii) สภาวะตลาดที่หนุนให้ราคาน้ำตาลแข็งแกร่ง อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าแนวโน้มธุรกิจที่แข็งแกร่งดังกล่าวได้สะท้อนในราคาหุ้นไปแล้ว หลังจากที่เราหุ้นวิ่งขึ้นมาถึง 65% นับตั้งแต่ต้นเดือนธันวาคม 2559 มาซื้อขายในระดับ P/BV และ PER ที่ค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับในอดีต

Trading data

Mkt cap (Btbn/US\$m)	29.1/818
Outstanding shares (mn)	4,410
Foreign ownership (mn)	1,542
3M avg. daily trading (mn)	14
52-week trading range (Bt)	3.2/6.6
Performance (%)	3M 6M 12M
Absolute	78.4 60.2 69.2
Relative	59.6 51.7 32.9

Quarterly EPS

Bt	1Q	2Q	3Q	4Q
2013	0.09	0.13	0.14	0.02
2014	0.10	0.14	0.08	0.05
2015	0.09	0.11	0.05	(0.06)
2016	0.08	0.04	0.02	0.18

Share price chart



Source: SET

แนวโน้มดี แต่สะท้อนในราคาหุ้นไปแล้ว

Event

เราได้ปรับลดคำแนะนำหุ้น KSL จากซื้อเป็นถือ แม้ว่าเราจะปรับเพิ่มประมาณการกำไรขึ้นอีก 9.1-9.9% และปรับเพิ่มราคาเป้าหมายขึ้นอีก 12.0%

Impact

ปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิปี 2560F-2561F ขึ้นอีก 9.1% และ 9.9% ตามลำดับ

เราปรับเพิ่มราคาเป้าหมายปี 2560-2561 ขึ้นอีก 9.1% and 9.9% ตามลำดับ เนื่องจากเราได้ปรับประมาณการรายได้ปี 2560 ขึ้นอีก 10.5% และปี 2561 ขึ้นอีก 10.6% โดยสภาวะอากาศที่ชุ่มชื้นขึ้น ทำให้เราปรับเพิ่มประมาณการปริมาณยอดขายน้ำตาลปี 2560F เป็น ทรงตัว YoY จากก่อนหน้านี้ที่คาดว่าจะลดลง 9.7% YoY ทั้งนี้ เราได้ปรับลดสมมติฐานอัตรากำไรขึ้นต้นปี 2560-2561 ลง 0.7 ppts และ 0.6 ppts ตามลำดับ หลังจากที่มีการปรับลดค่า Ft สำหรับงวดเดือนมกราคม-เมษายนลง

แนวโน้มดี แต่สะท้อนในราคาหุ้นไปแล้ว

เราขอหุ้น KSL เนื่องจาก i) ถ้าเรามีแนวโน้มเติบโตอย่างน่าประทับใจในปี 2560F จากการฟื้นตัวของธุรกิจเอทานอล และ โรงไฟฟ้า และ ii) แรงหนุนเชิงจิตวิทยาจากราคาน้ำตาลที่แข็งแกร่ง เนื่องจากมีการคาดการณ์ว่าปริมาณความต้องการน้ำตาลในตลาดโลกจะสูงกว่าผลผลิตในฤดูกาลผลิตปี 2559/60F และสัดส่วน stock to use ที่อยู่ ณ ระดับต่ำสุดในรอบ 7 ปี อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าแนวโน้มธุรกิจที่แข็งแกร่งดังกล่าวได้สะท้อนในราคาหุ้นไปแล้ว หลังจากที่เราหุ้นวิ่งขึ้นมาถึง 65% ตั้งแต่ต้นเดือนธันวาคม 2559 ซึ่งเป็นการปรับขึ้นเร็วที่สุดในรอบเจ็ดปี ทั้งนี้ ที่ระดับราคาหุ้นในปัจจุบันคิดเป็น P/BV ปี 2560 ที่ 1.7x ซึ่งเป็นระดับที่สูงที่สุดในรอบสองปีที่ผ่านมา ขณะเดียวกัน เรายังมองว่าราคาหุ้นในปัจจุบันซึ่งคิดเป็น PER ปี 2560 ที่ 18.9x เป็นระดับที่ไม่น่าสนใจ เนื่องจากในช่วงที่ผลกำไรดำเนินงานอยู่ในระดับปกติในปี 2555-2557 KSL มีการซื้อขายอยู่ในช่วงเพียง 7.9-15.6x เท่า

Valuation & Action

เราได้ปรับลดคำแนะนำหุ้น KSL จากซื้อเป็นถือ โดยให้ราคาเป้าหมายใหม่ที่ 6.05 บาท (ปรับเพิ่มขึ้น 12.0%) อิงจาก PER ปี 2560 ที่ 17.3x คิดจากค่าเฉลี่ย 5 ปีย้อนหลังของ i) KSL ที่ 16.9x และ ii) กลุ่มอาหารที่ไม่รวม CPF และ MINT ที่ 17.6x

Risks

ในกรณีที่ตลาดให้ความสนใจกับหุ้นมากเป็นพิเศษ เรายังมอง upside risk ของราคาหุ้นที่ 7.30 บาท คิดเป็น PBV ที่ 1.9 เท่า ซึ่งคิดเป็น 1 S.D. เหนือค่าเฉลี่ยการซื้อขายของ PBV ในรอบ 5 ปี

Key financials and valuations

	Oct-14A	Oct-15A	Oct-16A	Oct-17F	Oct-18F
Revenue (Bt mn)	19,185	17,475	16,911	20,780	21,815
Gross profit (Bt mn)	4,827	3,692	3,632	5,056	5,305
EBIT (Bt mn)	2,773	1,759	1,343	2,697	2,829
Net profit (Bt mn)	1,626	862	1,426	1,554	1,684
EPS (Bt)	0.41	0.21	0.33	0.35	0.38
DPS (Bt)	0.08	0.06	0.05	0.18	0.19
EPS growth (%)	(17.5)	(47.0)	54.0	6.5	8.4
P/E (x)	16.3	30.7	19.9	18.7	17.3
P/B (x)	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA (x)	12.2	16.4	19.2	11.8	11.6
Net Debt to Equity (x)	1.6	1.5	1.2	1.1	1.0
Dividend Yield (%)	1.2	0.8	0.8	2.7	2.9
Return on Avg. Equity (%)	12.2	6.0	8.6	8.9	9.2

Source: KGI Research

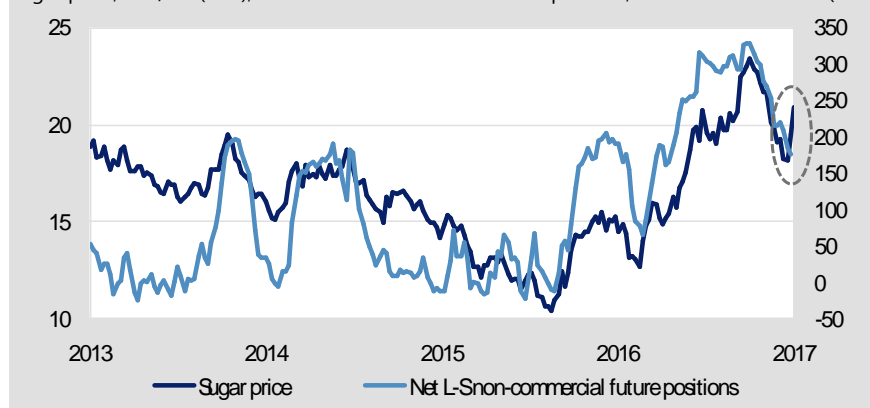
Figure 1: 2017-18F earnings revised up by 9.1-9.9%

	2017F		Change (%)	2018F		Change (%)
	Revised	Previous		Revised	Previous	
Financials						
Revenue (Bt mn)	20,780	18,812	10.5	21,815	19,721	10.6
Gross profit (Bt mn)	5,056	4,713	7.3	5,305	4,922	7.8
Net profit (Bt mn)	1,554	1,425	9.1	1,684	1,533	9.9
EPS (Bt/share)	0.35	0.3	9.1	0.4	0.3	9.9
Key financial ratios						
Revenue growth (%)	22.9	11.2	11.6	5.0	4.8	0.1
Gross profit margin (%)	24.3	25.1	(0.7)	24.3	25.0	(0.6)
SG&A to sales (%)	13.8	13.8	(0.0)	13.8	14.9	(1.1)
Net profit growth (%)	8.9	(0.1)	9.1	8.4	7.6	0.8
Net profit margin (%)	7.5	7.6	-0.1	7.7	7.8	-0.1

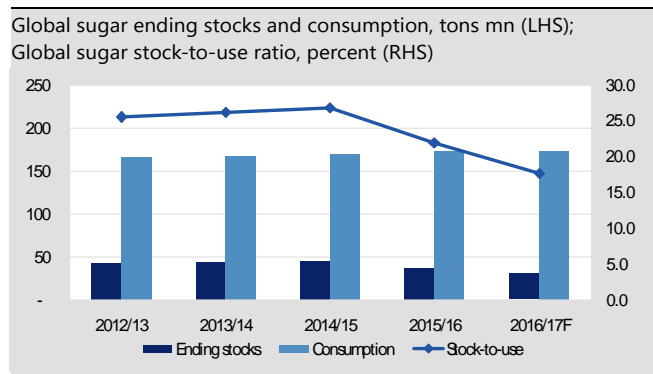
Source: KGI Research

Figure 2: Sugar price rebounded after two months of future positions digesting

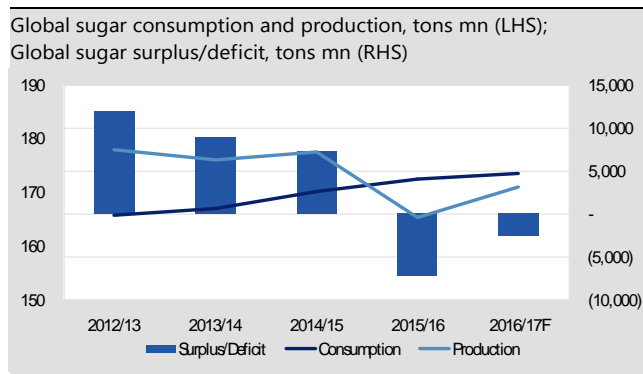
Sugar price, USc/lbs (LHS); Net L-S non-commercial future position, thousands contracts (RHS)



Source: Bloomberg, KGI Research

Figure 3: Sugar stock-to-use at 7-year low


Source: USDA, KGI Research

Figure 4: Sugar balance deficit for the second year


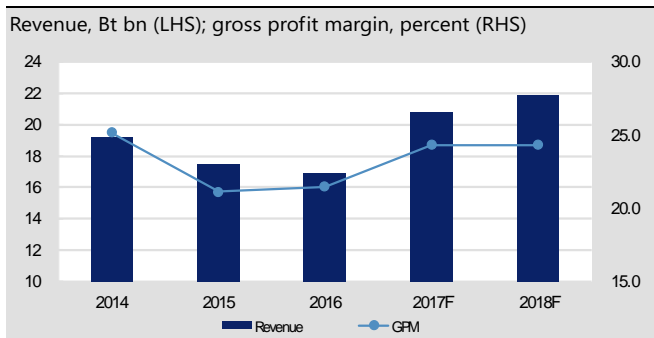
Source: USDA, KGI Research

Figure 5: Company profile

Khon Kaen Sugar Industry Public Company and its subsidiaries, under KSL, are Thailand 4th largest sugar producer group. It produces and distributes sugar and by-pass products (such as electricity, ethanol and fertilizer) under 5 sugar mills locates in Khon Kaen, Loei, Kanchanaburi and Chonburi, with total sugar cane crushing capacity of 110,000 tons cane per day, ethanol production capacity of 350,000 liters per day and power generation capacity for selling to EGAT of 50 MW. It has also been granted sugar cane plantation concession from Lao and Cambodia government, which it has the total crushing capacity of 9,000 tons cane per day.

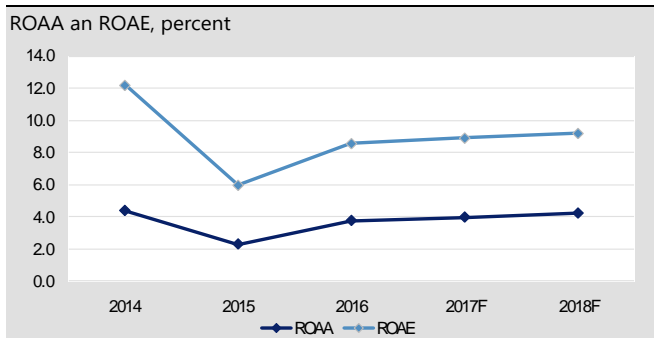
Source: Company data, KGI Research

Figure 7: Revenue and gross profit margin



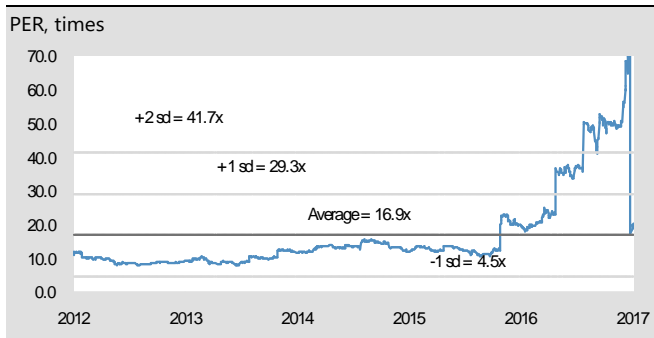
Source: Company data, KGI Research

Figure 9: Company ROAA and ROAE



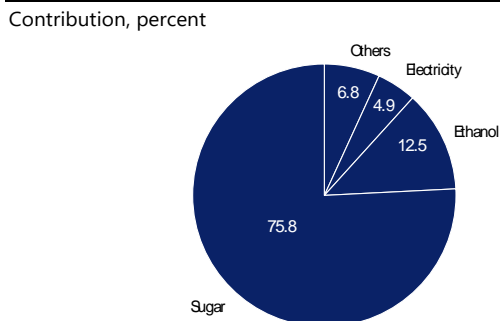
Source: Company data, KGI Research

Figure 11: 2012-16 trailing PER



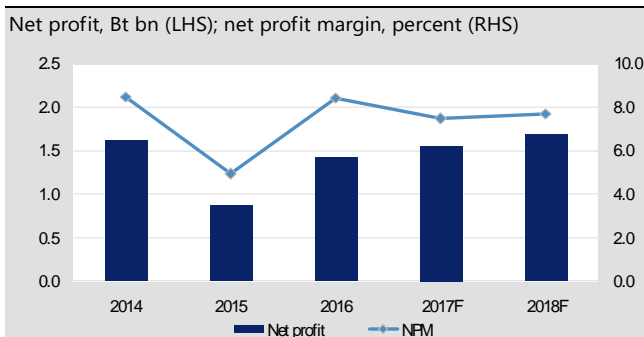
Source: Bloomberg, KGI Research

Figure 6: 2016 revenue contribution by products



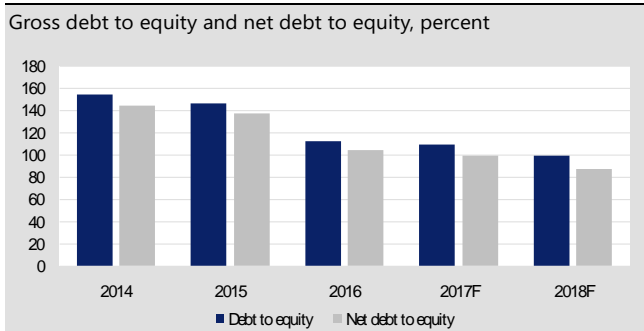
Source: Company data, KGI Research

Figure 8: 2017F net profit would grow 15.4% YoY



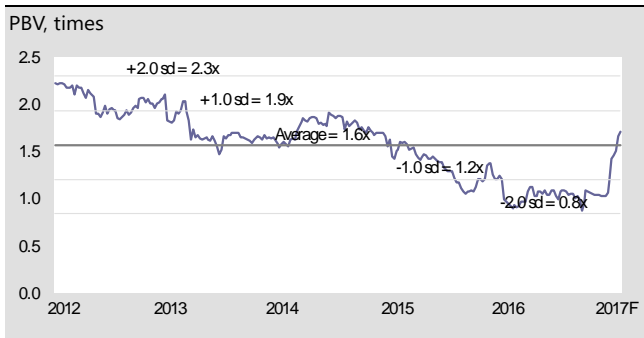
Source: Company data, KGI Research

Figure 10: Well-leveraged balance sheet



Source: Company data, KGI Research

Figure 12: Trading at 1.7x PBV 2017F



Source: Bloomberg, KGI Research

Quarterly Income Statement

(Bt mn)	Jan-14A	Apr-14A	Jul-14A	Oct-14A	Jan-15A	Apr-15A	Jul-15A	Oct-15A	Jan-16A	Apr-16A	Jul-16A	Oct-16A
Revenue	3,638	3,790	4,771	6,985	3,154	4,087	4,509	5,725	3,792	3,939	4,494	4,686
Cost of Goods Sold	(2,489)	(2,448)	(3,550)	(5,953)	(2,042)	(2,974)	(3,502)	(5,264)	(2,671)	(2,983)	(3,658)	(3,966)
Gross Profit	1,149	1,342	1,221	1,032	1,112	1,112	1,007	461	1,121	956	836	720
Operating Expenses	(596)	(553)	(547)	(756)	(632)	(626)	(645)	(671)	(648)	(696)	(642)	(605)
Other incomes	-	-	-	-	107	194	82	258	65	84	106	46
Operating Profit	554	789	674	276	587	680	443	48	538	343	300	161
Depreciation of fixed assets	387	361	149	141	352	394	258	136	417	392	194	116
Operating EBITDA	940	1,150	823	417	939	1,074	701	184	956	735	494	277
Non-Operating Income	77	106	33	220	13	25	12	6	5	9	4	38
Interest Income	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Other Non-op Income	77	106	33	220	13	25	12	6	5	9	4	38
Non-Operating Expenses	(181)	(211)	(226)	(216)	(197)	(209)	(205)	(207)	(180)	(181)	(185)	(164)
Interest Expense	(181)	(211)	(226)	(216)	(197)	(209)	(205)	(207)	(180)	(181)	(185)	(164)
Other Non-op Expenses	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Net Investment Income/(Loss)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pre-tax Profit	450	685	481	280	403	495	250	(153)	363	172	120	35
Current taxation	(8)	(17)	(60)	(25)	(14)	(54)	(17)	46	(18)	(6)	(34)	(96)
Minorities	(15)	(41)	(62)	(42)	6	23	(5)	(2)	4	13	1	(32)
Extraordinary items	-	-	-	-	-	-	-	(118)	-	-	-	904
Net Profit	427	627	358	213	396	464	228	(226)	349	179	87	811
EPS (Bt)	0.10	0.14	0.08	0.05	0.09	0.11	0.05	(0.06)	0.08	0.04	0.02	0.18
Margins (%)												
Gross profit margin	31.6	35.4	25.6	14.8	35.3	27.2	22.3	8.1	29.6	24.3	18.6	15.4
Operating margin	15.2	20.8	14.1	3.9	18.6	16.6	9.8	0.8	14.2	8.7	6.7	3.4
Operating EBITDA margin	25.8	30.3	17.3	6.0	29.8	26.3	15.5	3.2	25.2	18.7	11.0	5.9
Net profit margin	11.7	16.5	7.5	3.1	12.6	11.4	5.1	(4.0)	9.2	4.5	1.9	17.3
Growth (%)												
Revenue growth	(17.6)	(20.7)	(22.4)	94.2	(13.3)	7.8	(5.5)	(18.0)	20.2	(3.6)	(0.3)	(18.2)
Operating growth	68.5	91.7	(7.6)	26.8	6.1	(13.9)	(34.2)	(82.6)	(8.3)	(49.5)	(32.3)	235.2
Operating EBITDA growth	38.2	61.3	(1.8)	40.6	(0.1)	(6.7)	(14.8)	(55.9)	1.8	(31.6)	(29.6)	50.6
Net profit growth	9.6	7.3	(41.5)	140.2	(7.4)	(26.0)	(36.4)	n.a.	(11.8)	(61.5)	(62.0)	n.a.

Source: Company data, KGI Research

Peer comparison – Key valuation stats

	Rating	Target price (Bt)	Current price (Bt)	Upside (%)	15 EPS (Bt)	16F EPS (Bt)	17F EPS (Bt)	16 EPS growth (%)	17F EPS growth (%)	16F PER (x)	17F PER (x)	16F PBV (X)	17F PBV (X)	16F Div Yield (%)	16F ROAE (%)
KSL	N	6.05	6.60	(8.3)	0.20	0.33	0.35	65.0	6.1	20.0	18.9	1.8	1.7	0.8	8.6
CPF*	OP	42.00	30.25	38.8	1.50	2.05	1.82	37.0	(11.2)	14.8	16.6	1.8	1.7	3.3	12.6
GFPT	N	15.20	15.40	(1.3)	0.95	1.18	1.19	23.6	0.7	13.1	13.0	1.9	1.7	2.3	14.1
TVO*	U	34.00	41.00	(17.1)	2.35	3.57	2.51	51.7	(29.7)	11.5	16.3	4.1	3.9	7.1	34.0
Average					5.00	7.13	5.87	42.5	(17.7)	14.8	16.2	2.4	2.3	3.4	17.3

Source: KGI Research

Balance Sheet

As of 31 Oct (Bt mn)	Oct-14A	Oct-15A	Oct-16A	Oct-17F	Oct-18F
Total Assets	38,131	37,517	38,375	39,893	39,896
Current Assets	7,458	6,876	5,402	6,605	7,253
Cash & ST Investments	1,402	1,272	1,358	1,768	2,177
Inventories	3,992	3,394	2,552	3,022	3,173
Accounts Receivable	1,969	2,119	1,407	1,729	1,815
Others	94	92	85	86	88
Non-current Assets	30,673	30,641	32,973	33,288	32,644
LT Investments	4,792	5,083	6,019	6,199	6,385
Net fixed Assets	25,183	24,758	26,029	26,145	25,296
Others	697	800	925	943	962
Total Liabilities	24,332	23,075	21,725	22,447	21,588
Current Liabilities	13,649	8,028	10,591	10,280	10,388
Accounts Payable	2,130	1,169	1,712	2,027	2,128
ST Borrowings	11,366	6,706	8,775	8,130	8,130
Others	153	153	104	123	130
Long-term Liabilities	10,683	15,047	11,134	12,166	11,200
Long-term Debts	9,993	14,507	10,050	11,050	10,050
Others	690	540	1,084	1,117	1,150
Shareholders' Equity	13,799	14,442	16,650	17,447	18,309
Common Stock	1,705	2,005	2,205	2,205	2,205
Capital Surplus	2,946	2,946	2,946	2,946	2,946
Retained Earnings	8,678	8,174	9,225	10,002	10,844
Non-controlling interests	469	451	484	504	524

Source: Company date; KGI Research

Key ratio

Year to 31 Oct (Bt mn)	Oct-14A	Oct-15A	Oct-16A	Oct-17F	Oct-18F
Forecast Drivers					
Growth (% YoY)					
Sales	1.3	(8.9)	(3.2)	22.9	5.0
OP	12.6	(36.6)	(23.6)	100.9	4.9
EBITDA	15.4	(25.8)	(15.1)	63.7	3.7
NP	(3.0)	(47.0)	65.5	8.9	8.4
EPS	(17.5)	(47.0)	54.0	6.5	8.4
Profitability (%)					
Gross Margin	25.2	21.1	21.5	24.3	24.3
Operating Margin	14.5	10.1	7.9	13.0	13.0
EBITDA Margin	20.4	16.6	14.6	19.4	19.2
Net Profit Margin	8.5	4.9	8.4	7.5	7.7
ROAA	4.4	2.3	3.8	4.0	4.2
ROAE	12.2	6.0	8.6	8.9	9.2
Stability					
Gross Debt/Equity (%)	182.5	164.9	134.4	132.5	121.4
Net Debt/Equity (%)	159.0	150.4	115.9	109.3	98.4
Interest Coverage (x)	3.3	2.2	1.9	3.9	4.3
Interest & ST Debt Coverage (x)	0.1	0.0	(0.0)	0.2	0.2
Cash Flow Interest Coverage (x)	1.9	1.8	5.7	3.5	4.4
Cash Flow/Interest & ST Debt (x)	0.1	0.2	0.4	0.3	0.3
Current Ratio (x)	0.5	0.9	0.5	0.6	0.7
Quick Ratio (x)	0.3	0.4	0.3	0.3	0.4
Net Debt (Bt mn)	21,191	21,045	18,742	18,512	17,503
Per Share Data (Bt)					
EPS	0.4	0.2	0.3	0.4	0.4
CFPS	1.0	0.7	0.6	0.7	0.7
BVPS	3.3	3.5	3.8	3.8	4.0
SPS	4.8	4.4	3.9	4.7	4.9
EBITDA/Share	1.0	0.7	0.6	0.9	0.9
DPS	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
Activity					
Asset Turnover (x)	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5
Days Receivables	27.1	42.7	38.1	27.5	29.7
Days Inventory	97.1	97.8	81.7	64.7	68.5
Days Payable	56.1	43.7	39.6	43.4	45.9
Cash Cycle	68.1	96.8	80.2	48.8	52.2

Source: Company date; KGI Research

Profit & loss

Year to 31 Oct (Bt mn)	Oct-14A	Oct-15A	Oct-16A	Oct-17F	Oct-18F
Revenue	19,185	17,475	16,911	20,780	21,815
Cost of Goods Sold	(14,358)	(13,783)	(13,279)	(15,725)	(16,510)
Gross Profit	4,827	3,692	3,632	5,056	5,305
Operating Expenses	(2,500)	(2,575)	(2,591)	(2,877)	(3,020)
Other incomes	447	641	301	518	544
Operating Profit	2,773	1,759	1,343	2,697	2,829
Depreciation of fixed assets	1,131	1,139	1,118	1,331	1,349
Operating EBITDA	3,905	2,898	2,461	4,028	4,178
Non-Operating Income	0	0	0	0	0
Interest Income	0	0	0	0	0
Other Non-op Income	0	0	0	0	0
Non-Operating Expenses	(834)	(817)	(710)	(695)	(659)
Interest Expense	(834)	(817)	(710)	(695)	(659)
Other Non-op Expenses	0	0	0	0	0
Equity Income/(Loss)	(11)	55	57	0	0
Pretax Income	1,928	997	690	2,002	2,170
Current taxation	(109)	(39)	(154)	(300)	(326)
Minorities	(159)	22	(14)	(148)	(160)
Extraordinary items	(34)	(118)	904	0	0
Net Profit	1,626	862	1,426	1,554	1,684
Norm. Profit	1,660	979	522	1,554	1,684
EPS(Bt)	0.4	0.2	0.3	0.4	0.4

Source: Company date; KGI Research

Cash flow

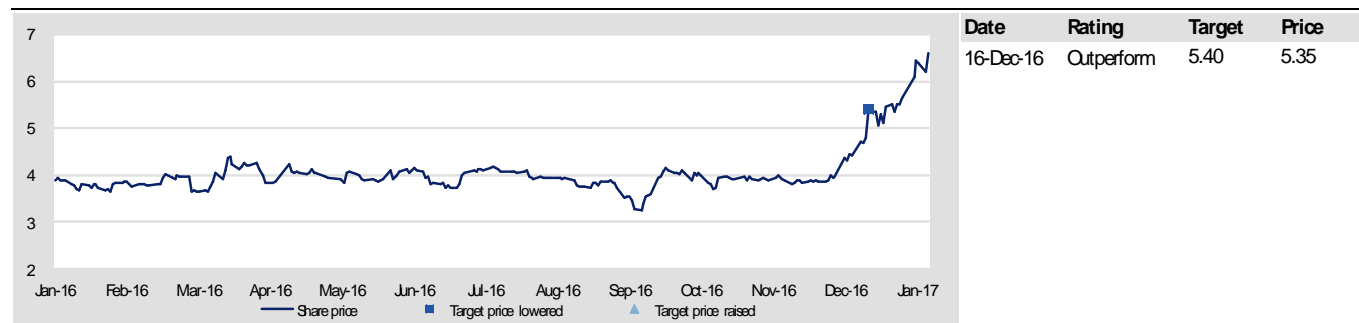
Year to 31 Oct (Bt mn)	Oct-14A	Oct-15A	Oct-16A	Oct-17F	Oct-18F
Operating Cash Flow	1,598	1,466	4,012	2,425	2,902
Net Profit	1,626	862	1,426	1,554	1,684
Depreciation & Amortization	1,131	1,139	1,118	1,331	1,349
Change in Working Capital	(2,278)	(361)	2,453	(477)	(136)
Others	1,118	(173)	(985)	18	4
Investment Cash Flow	(3,195)	(552)	(1,320)	(1,470)	(1,105)
Net CAPEX	(2,650)	(582)	(1,661)	(1,446)	(500)
Change in LT Investment	0	18	38	(181)	(186)
Change in Other Assets	(545)	12	303	157	(419)
Free Cash Flow	(1,597)	914	2,692	955	1,797
Financing Cash Flow	1,655	(914)	(2,778)	(370)	(1,789)
Change in Share Capital	0	0	0	0	0
Net Change in Debt	2,364	(499)	(2,573)	388	(966)
Change in Other LT Liab.	(709)	(416)	(206)	(758)	(822)
Net Cash Flow	57	0	(86)	586	9

Source: Company date; KGI Research

Rates of Return on Invested Capital

Year	1- $\frac{\text{COGS}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Depreciation}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Operating Exp.}}{\text{Revenue}}$	= Operating Margin
Oct-14A	68.9%	5.9%	13.0%	12.1%
Oct-15A	72.4%	6.5%	14.7%	6.4%
Oct-16A	71.9%	6.6%	15.3%	6.2%
Oct-17F	69.3%	6.4%	13.8%	10.5%
Oct-18F	69.5%	6.2%	13.8%	10.5%
Year	1/ $\frac{\text{Working Capital}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Net PPE}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Other Assets}}{\text{Revenue}}$	= Capital Turnover
Oct-14A	20.0%	1.31	0.04	0.65
Oct-15A	24.9%	1.42	0.05	0.58
Oct-16A	13.3%	1.54	0.05	0.58
Oct-17F	13.1%	1.26	0.05	0.70
Oct-18F	13.1%	1.16	0.04	0.75
Year	Operating Margin	x $\frac{\text{Capital Turnover}}$	x $\frac{\text{Cash Tax Rate}}$	= After-tax Return on Inv. Capital
Oct-14A	12.1%	0.6	94.34	7.39
Oct-15A	6.4%	0.6	96.08	3.59
Oct-16A	6.2%	0.6	77.71	2.77
Oct-17F	10.5%	0.7	85.00	6.21
Oct-18F	10.5%	0.7	85.00	6.67

Source: Company date; KGI Research

Khon Kaen Sugar Industry – Recommendation & target price history


Source: KGI Research

KGI Locations

China	Shanghai	Room 1907-1909 , Tower A, No. 100 Zunyi Road, Shanghai, PRC 200051
	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

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).1.3
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 Securities.
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. <i>Excess return = 12M target price/current price-</i>
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.