

CH Karnchang

(CK.BK/CK TB)*

Outperform-Maintained

Price as of 11 Nov 2014	26.50
12M target price (Bt/shr)	33.60
Unchanged / Revised up (down) (%)	Unchanged
Upside/downside (%)	26.80

Key messages

ข้อมูลโดยรวมที่ได้จากการประชุมนักวิเคราะห์ที่อยู่ในเชิงบวก ผู้บริหารประเมิน จะเริ่มเห็นการประมูลโครงการขนาดใหญ่ อย่างเช่น รถไฟฟ้าสายสีเขียว (หมอชิต-คูคต) รถไฟฟ้าสายสีส้ม (ศูนย์วัฒนธรรม-มีนบุรี) และโครงการรถไฟฟ้าทางคูอีก 5 เส้นทาง ตั้งแต่ไตรมาสที่ 4/57 เป็นต้นไป ซึ่งจะช่วยให้แนวโน้มธุรกิจรับเหมาก่อสร้างยังอยู่ในช่วงขาขึ้น และผลักดันให้กำไรปกติของ CK ทำสถิติสูงสุดใหม่ที่ 1.0 พันล้านบาทในปี 2557 ดังนั้น แนวโน้มที่โดดเด่นของธุรกิจรับเหมาก่อสร้าง และภาวะขาขึ้นของผลการดำเนินงานของ CK เราจึงแนะนำ “ซื้อ” โดยให้ราคาเป้าหมายที่ 33.60 บาท

Trading data

Mkt cap (Btbn/US\$m)	44.5 / 1.4		
Outstanding shares (mn)	1,694		
Foreign ownership (mn)	299		
3M avg. daily trading (mn)	21		
52-week trading range (Bt)	13.9 – 28.3		
Performance (%)	3M	6M	12M
Absolute	0	55.3	31.3
Relative	-3.0	36.2	17.8

Quarterly EPS

Bt	Q1	Q2	Q3	Q4
2011	(0.3)	0.6	0.4	(0.2)
2012	0.1	0.1	0.1	0.2
2013	3.1	0.7	0.6	0.2

Share price chart



Source: SET

Nat Panasutrakorn
66.2658.8888 Ext. 8849
natp@kgi.co.th

See last page for the important disclosures

แนวโน้มโดดเด่นในปี 2558

Event

ข้อมูลโดยรวมที่ได้จากการประชุมนักวิเคราะห์ที่อยู่ในเชิงบวก ผู้บริหารคาดว่า การเปิดประมูลโครงการขนาดใหญ่จำนวนมากจะช่วยให้ผลประกอบการของ CK อยู่ในขาขึ้นในปีหน้า

Impact

ฉบับที่กำกับพิเศษจากการขายหุ้น BMCL 812 ล้านบาทในไตรมาสที่ 3/57

แม้ว่าจะเริ่มเข้าสู่ช่วง low season สำหรับธุรกิจรับเหมาก่อสร้างแล้วเนื่องจากฤดูฝนที่ยาวนาน และการส่งมอบงานที่เสร็จเรียบร้อยของโครงการ MRTA สายสีม่วงไปแล้ว แต่การดำเนินงานอย่างราบรื่นของโครงการไชยะบุรี และงานของโครงการ MRTA สายสีน้ำเงิน คาดจะช่วยให้ยอดรับรายได้ไตรมาสที่ 3/57 ยังคงแข็งแกร่งอยู่ที่ 8.9 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 3.6% YoY ขณะที่ทิศทางของอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น 10 bps เป็น 10.0% จากงานที่มีอัตรากำไรสูงของโครงการหลักของบริษัท ซึ่งส่งผลให้กำไรปกติสามารถยืนยันได้ที่ 209 ล้านบาท อย่างไรก็ตาม บริษัทเตรียมบันทึกกำไรพิเศษหลังหักภาษีประมาณ 812 ล้านบาทจากการขายหุ้น Bangkok Metro PCL (BMCL.BK/BMCL TB)* น่าจะหนุนให้กำไรสุทธิเพิ่มขึ้นเป็น 1 พันล้านบาท

ลงประมาณการกำไรปกติปี 2557 เอาไว้ที่ 1.0 พันล้านบาท

เราจึงลงประมาณการกำไรปกติปี 2557 เอาไว้ที่ 1.0 พันล้านบาท เนื่องจาก i) มีความคลืบหน้าอย่างมากที่โครงการไชยะบุรีซึ่งคิดเป็นสัดส่วน 36.1% ของประมาณการรายได้ของเราที่ 3.58 หมื่นล้านบาท ii) บริษัทสามารถรักษาระดับ GPM ไว้ได้ในระดับที่สูงถึง 10.1% จากการควบคุมต้นทุนอย่างมีประสิทธิภาพ และมีงานที่มีอัตรากำไรสูงในโครงการหลัก ซึ่งเมื่อรวมกับกำไรพิเศษหลังหักภาษีจากการขายหุ้น BMCL ในไตรมาสที่ 3/57 และกำไรพิเศษจากการขายหุ้น CKPower (CKP.BK/CKP TB) อีกประมาณ 134 ล้านบาทในไตรมาสที่ 4/57 แล้ว ก็น่าจะสนับสนุนให้กำไรสุทธิปี 2557 เพิ่มขึ้นเป็น 2 พันล้านบาท จากเดิมที่คาดไว้ที่ 1.7 พันล้านบาท

แนวโน้มปีหน้าสดใสจากการประมูลโครงการขนาดใหญ่จำนวนมาก

ผู้บริหารคาดว่าจะเริ่มเห็นการประมูลโครงการขนาดใหญ่ อาทิ รถไฟฟ้าสายสีเขียว (หมอชิต-คูคต) รถไฟฟ้าสายสีส้ม (ศูนย์วัฒนธรรม-มีนบุรี) และโครงการรถไฟฟ้าทางคูอีก 5 เส้นทาง ตั้งแต่ไตรมาสที่ 4/57 เป็นต้นไป ซึ่งจะช่วยให้แนวโน้มกลุ่มรับเหมาก่อสร้างยังคงสดใส เนื่องจากผู้รับเหมารายใหญ่ๆน่าจะมีโอกาสชนะประมูลสัญญาก่อสร้างมูลค่าเกินกว่า 1 พันล้านบาทขึ้นไป แล้วปล่อยงานขนาดเล็กกว่า 1 พันล้านบาทให้กับผู้รับเหมารายเล็กและรายกลาง ดังนั้นราคา CK จะมียอด backlog ในมือเกินกว่า 1 แสนล้านบาทต่อไป หลังจากที่มีเม็ดเงินมานี้ได้งานก่อสร้าง 4.3 พันล้านบาทจาก CKP และรอเซ็นสัญญางานมูลค่า 2.9 พันล้านบาทกับ Thai Tap Water (TTW.BK/ TTW TB)* ในไตรมาสที่ 4/57 ปีจี้ดังกล่าว จะทำให้ยอดรับรายได้ในปี 2558 จะเพิ่มขึ้น 9.6% YoY เป็น 3.92 หมื่นล้านบาท ขณะที่ GPM น่าจะยังคงแข็งแกร่งอยู่ที่ 10.1% เนื่องจากแรงกดดันจากราคาวัสดุลดลงและงานที่มีอัตรากำไรสูง จะช่วยหนุนให้กำไรปกติปี 2558 เพิ่มขึ้น 28.7% YoY เป็น 1.3 พันล้านบาท

Stocks for action

จากแนวโน้มที่โดดเด่นของธุรกิจรับเหมาก่อสร้าง และแนวโน้มขาขึ้นของกำไรของ CK เราจึงแนะนำให้ “ซื้อ” โดยให้ราคาเป้าหมายที่ 33.60 บาท

Risks

ความเสี่ยงได้แก่การที่เศรษฐกิจฟื้นตัวช้ากว่าที่คาด และมีการเลื่อนประมูลงานออกไป

Key financials and valuations

	Dec-11A	Dec-12A	Dec-13A	Dec-14F	Dec-15F
Revenue (Bt mn)	11,012	20,895	32,788	35,798	39,226
Gross profit (Bt mn)	644	2,438	3,555	3,608	3,977
EBIT (Bt mn)	(817)	867	2,050	1,924	2,016
Net profit (Bt mn)	927	584	7,674	2,001	1,357
EPS (Bt)	0.56	0.35	4.64	1.19	0.80
DPS (Bt)	0.35	0.35	0.20	0.50	0.52
EPS growth (%)	N.A.	(37.0)	1214.3	(74.3)	(32.8)
P/E (x)	47.2	75.0	5.7	22.2	33.1
P/B (x)	6.9	5.3	2.6	2.4	2.4
EV/EBITDA (x)	(127)	43.1	23.2	24.1	20.6
Net Debt to Equity (x)	107.8	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividend Yield (%)	2.1	1.3	17.5	4.5	3.0
Return on Avg. Equity (%)	N.A.	8.0	62.0	10.8	7.1

Source: KGI Research

Figure 1: Extra gain to help sustain 3Q14 earnings of Bt1.0bn

Bt mn	3Q14F	3Q13	YoY (%)	2Q14	QoQ (%)
Sales	8,890	8,580	3.6	8,897	(0.1)
Costs of Sales	8,001	7,734	3.4	8,014	(0.2)
Gross Profit	889	846	5.1	883	0.7
SG&A Expense	422	393	7.5	378	11.8
EBIT	467	453	3.1	505	(7.6)
Interest Expense	330	475	(30.5)	320	3.1
Other Income (Exp.)	175	550	(68.2)	149	17.2
Extraordinary Item	812	398	104.2	0	n.m.
Minority Interest	(8)	(12)	(31.4)	(10)	(21.9)
Net Profit	1,013	938	8.1	312	224.7
Normalized Profit (excl. forex & extra)	209	450	(53.5)	296	(29.2)
EPS (Bt)	0.60	0.55	8.1	0.18	224.7
Percent	3Q14F	3Q13	YoY (ppts)	2Q14	QoQ (ppts)
Gross margin	10.0	9.9	0.1	9.9	0.1
Net margin	2.4	5.2	(2.9)	3.3	(1.0)

Source: Company data, KGI Research estimates

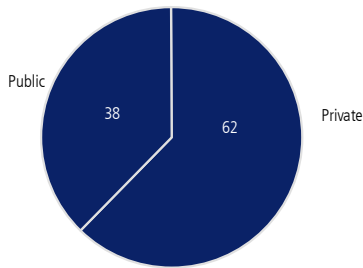
Figure 2: Company overview

Ch. Karnchang (CK) is one of Thailand's leading contractor and basic infrastructure developer. It has more than 40 years of successful experience in construction of large-scale infrastructure, building complex and general civil works. Besides construction, since 1987, CK has been investing in the government's concession projects in order to expand its operation and generate long-term steady income.

Source: Company data; KGI Research

Figure 4: Private sector continues high revenue

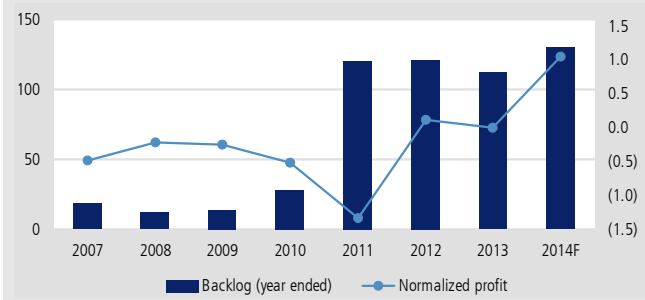
Breakdown backlog by sector, percent



Source: Company data

Figure 6: Solid backlog to boost earnings growth

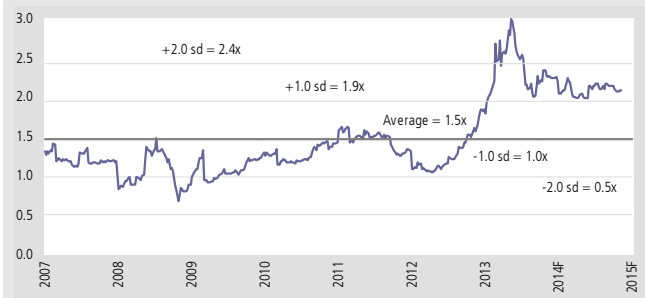
Backlog, Bt bn (LHS); normalized profit, percent (RHS)



Source: Company data, KGI Research

Figure 8: PBV

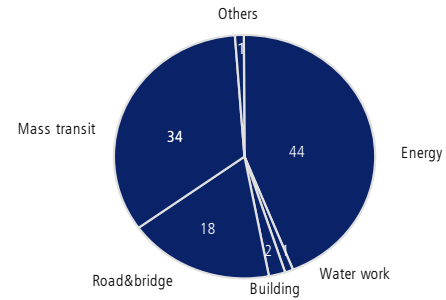
PBV, times



Source: KGI Research

Figure 3: Xayaburi remains its core work

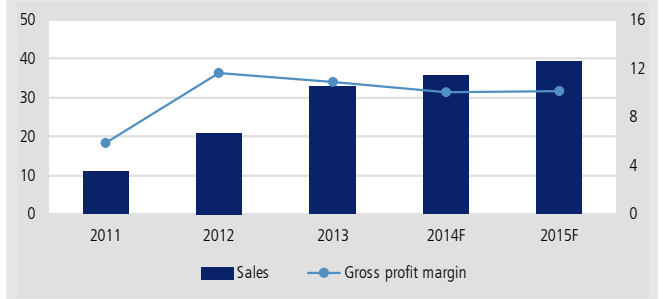
Breakdown backlog by type of work, percent



Source: Company data

Figure 5: Sales and GPM are in the upward trend

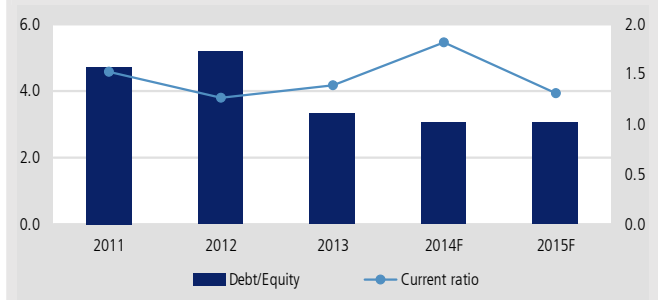
Sales, Bt bn (LHS); gross profit margin, percent (RHS)



Source: Company data; KGI Research

Figure 7: Balance sheet looks more healthy

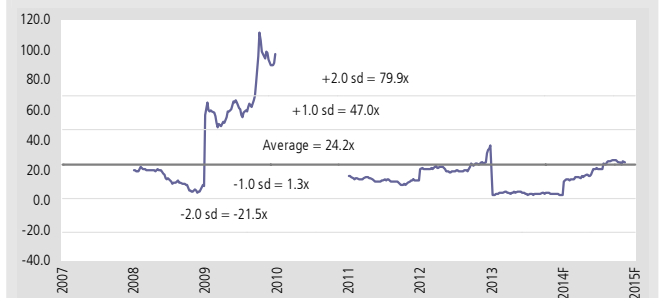
EPS & DPS, per share



Source: Company data, KGI Research

Figure 9: PE

PE, times



Source: KGI Research

Quarterly Income Statement

	Mar-12A	Jun-12A	Sep-12A	Dec-12A	Mar-13A	Jun-13A	Sep-13A	Dec-13A	Mar-14A	Jun-14A
Income Statement (Bt mn)										
Revenue	4,311	4,276	5,401	6,907	8,149	8,429	8,580	7,630	8,658	8,897
Cost of Goods Sold	(3,792)	(3,648)	(4,843)	(6,174)	(7,298)	(7,551)	(7,734)	(6,650)	(7,672)	(8,014)
Gross Profit	519	629	558	733	850	879	846	980	987	883
Operating Expenses	(297)	(522)	(373)	(379)	(322)	(330)	(393)	(460)	(441)	(378)
Other incomes	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Operating Profit	222	106	185	354	529	549	453	520	546	505
Depreciation of fixed assets	105	100	121	126	105	152	236	204	222	251
Operating EBITDA	326	206	306	479	634	701	688	724	768	756
Non-Operating Income	165	258	191	122	342	395	652	253	345	176
Interest Income	89	128	92	98	74	99	328	80	9	21
Other Non-op Income	76	131	99	23	268	296	324	173	336	154
Non-Operating Expenses	(304)	(327)	(401)	(398)	(382)	(409)	(576)	(272)	(414)	(347)
Interest Expense	(304)	(327)	(391)	(398)	(382)	(409)	(475)	(272)	(414)	(320)
Other Non-op Expenses	-	-	(10)	-	-	-	(101)	-	-	(26)
Net Investment Income/(Loss)	104	(26)	127	63	(72)	(180)	(116)	(120)	(76)	(14)
Pre-tax Profit	186	11	103	140	418	354	412	380	402	321
Current taxation	(53)	(103)	(35)	(105)	(1,358)	(75)	(7)	(92)	(1)	(25)
Minorities	(6)	(7)	(18)	(4)	(4)	(12)	(12)	(10)	(4)	(10)
Extraordinary items	(19)	230	40	223	6,015	982	544	141	(32)	26
Net Profit	108	132	90	254	5,070	1,248	938	418	365	312
Normalized Profit	127	(98)	50	31	(111)	266	393	277	397	286
EPS (Bt)	0.1	0.1	0.1	0.2	3.1	0.7	0.6	0.2	0.2	0.2
Margins (%)										
Gross profit margin	12.0	14.7	10.3	10.6	10.4	10.4	9.9	12.8	11.4	9.9
Operating margin	5.1	2.5	3.4	5.1	6.5	6.5	5.3	6.8	6.3	5.7
Operating EBITDA margin	7.6	4.8	5.7	6.9	7.8	8.3	8.0	9.5	8.9	8.5
Net profit margin	2.5	3.1	1.7	3.7	62.2	14.8	10.9	5.5	4.2	3.5
Growth (%)										
Revenue growth	90.1	n.m.	235	151	89	97	59	10	6.3	5.5
Operating growth	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	138	417	144	47	3.3	(7.9)
Operating EBITDA growth	n.m.	n.m.	n.m.	29,543	94	240	125	51	21.2	7.9
Net profit growth	n.m.	(86.6)	(87)	n.m.	4,584	848	945	64	(92.8)	(75.0)

Source: KGI Research

Peer comparison – Key valuation stats

	Rating	Target price (Bt)	Current price (Bt)	Upside (%)	13 EPS (Bt)	14F EPS (Bt)	15F EPS (Bt)	14FEPS growth (%)	15F EPS growth (%)	14F PER (x)	15F PER (x)	14F PBV (X)	15F PBV (X)	14F Div Yield (%)	ROAE (%)
BJCHI*	OP	51.00	37.00	37.8	3.77	4.25	4.98	12.8	17.2	8.7	7.4	2.4	2.1	7.0	27.3
CK*	OP	33.60	26.50	26.8	4.64	1.19	0.80	-74.3	-32.8	22.2	33.1	2.4	2.4	1.9	9.6
STEC*	OP	32.70	26.00	25.8	1.14	1.02	1.16	-10.6	14.6	25.6	22.3	4.7	4.2	1.7	18.1
Sector					9.55	6.46	6.95	-32.4	7.6	18.8	20.9	3.2	2.9	3.5	18.3

Source: Company data; KGI Securities (Thailand)

Balance Sheet

As of 31 Dec (Bt mn)	Dec-11A	Dec-12A	Dec-13A	Dec-14F	Dec-15F
Total Assets	36,640	51,221	72,034	73,713	76,136
Current Assets	22,109	30,677	41,136	45,080	47,281
Cash & ST Investments	4,959	5,553	5,393	5,998	5,543
Inventories	9,093	11,293	17,894	19,402	20,280
Accounts Receivable	4,453	5,324	4,288	5,002	5,373
Others	3,605	8,506	13,561	14,678	16,084
Non-current Assets	14,530	20,544	30,899	28,633	28,855
LT Investments	5,544	9,402	19,177	17,899	19,613
Net fixed Assets	2,911	4,700	7,518	6,740	7,634
Others	6,075	6,442	4,204	3,994	1,608
Total Liabilities	30,045	42,712	55,194	55,169	57,048
Current Liabilities	14,460	24,210	29,551	24,653	35,829
Accounts Payable	2,513	5,462	6,846	7,496	7,726
ST Borrowings	7,296	10,528	13,696	8,243	8,243
Others	4,651	8,220	9,009	8,913	19,860
Long-term Liabilities	15,584	18,502	25,643	30,516	21,219
Long-term Debts	15,502	17,947	23,636	30,180	20,936
Others	82	555	2,006	336	282
Shareholders' Equity	6,595	8,509	16,841	18,545	19,087
Common Stock	1,653	1,653	1,653	1,677	1,694
Capital Surplus	4,631	6,377	8,006	8,020	8,026
Retained Earnings	312	479	7,182	8,848	9,367
Preferred Stock	0	0	0	0	0

Source: KGI Research
Key Ratios

Year to 31 Dec (Bt mn)	Dec-11A	Dec-12A	Dec-13A	Dec-14F	Dec-15F
Growth (% YoY)					
Sales	27.5	89.7	56.9	9.2	9.6
OP	N.A.	N.A.	136.5	(6.1)	4.8
EBITDA	N.A.	N.A.	108.5	(0.4)	7.5
NP	N.A.	(37.0)	1,214.3	(73.9)	(32.1)
EPS	N.A.	(37.0)	1,214.3	(74.3)	(32.8)
Profitability (%)					
Gross Margin	5.8	11.7	10.8	10.1	10.1
Operating Margin	(7.4)	4.1	6.3	5.4	5.1
EBITDA Margin	(3.6)	6.3	8.4	7.6	7.5
Net Profit Margin	8.4	2.8	23.4	5.6	3.5
ROAA	N.A.	(2.6)	1.5	2.8	2.8
ROAE	N.A.	8.0	62.0	10.8	7.1
Stability					
Gross Debt/Equity (%)	470.6	519.5	333.5	302.5	303.8
Net Debt/Equity (%)	107.8	157.6	120.6	117.5	83.3
Interest Coverage (x)	(0.8)	0.6	1.3	1.1	1.5
Interest & ST Debt Coverage (x)	(0.1)	0.1	0.1	0.2	0.2
Cash Flow Interest Coverage (x)	(4.1)	(2.4)	(5.5)	0.4	8.8
Cash Flow/Interest & ST Debt (x)	(0.5)	(0.3)	(0.6)	0.1	1.2
Current Ratio (x)	1.5	1.3	1.4	1.8	1.3
Quick Ratio (x)	0.9	0.8	0.8	1.0	0.8
Net Debt (Bt mn)	6,881	12,957	19,957	21,425	15,636
EPS	0.6	0.4	4.6	1.2	0.8
CFPS	(0.9)	0.2	0.7	1.5	1.1
BVPS	3.9	5.0	10.0	10.9	11.1
SPS	6.7	12.6	19.8	21.4	23.2
EBITDA/Share	(0.2)	0.8	1.7	1.6	1.7
DPS	0.4	0.4	0.2	0.5	0.5
Activity					
Asset Turnover (x)	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5
Days Receivables	108.4	85.4	53.5	51.0	50.0
Days Inventory	258.8	201.6	182.2	220.0	210.0
Days Payable	72.9	78.9	76.8	85.0	80.0
Cash Cycle	294.4	208.1	158.9	186.0	180.0

Source: KGI Research
Profit & Loss

Year to 31 Dec (Bt mn)	Dec-11A	Dec-12A	Dec-13A	Dec-14F	Dec-15F
Revenue	11,012	20,895	32,788	35,798	39,226
Cost of Goods Sold	(10,368)	(18,457)	(29,233)	(32,189)	(35,248)
Gross Profit	644	2,438	3,555	3,608	3,977
Operating Expenses	(1,461)	(1,571)	(1,505)	(1,684)	(1,961)
Other incomes	0	0	0	0	0
Operating Profit	(817)	867	2,050	1,924	2,016
Depreciation of fixed assets	420	451	697	810	924
Operating EBITDA	(398)	1,317	2,747	2,734	2,940
Non-Operating Income	570	726	1,540	703	567
Interest Income	311	407	580	345	253
Other Non-op Income	259	319	960	358	314
Non-Operating Expenses	(1,079)	(1,421)	(1,538)	(1,678)	(1,329)
Interest Expense	(1,079)	(1,421)	(1,538)	(1,678)	(1,329)
Other Non-op Expenses	0	0	0	0	0
Equity Income/(Loss)	570	268	(489)	321	372
Pre-tax Profit	(756)	440	1,563	1,271	1,626
Current taxation	(564)	(296)	(1,533)	(200)	(251)
Minorities	(10)	(33)	(38)	(16)	(18)
Extraordinary items	2,258	473	7,682	946	0
Net Profit	927	584	7,674	2,001	1,357
Normalized Profit	(1,330)	110	(8)	1,055	1,357
EPS (Bt)	0.56	0.35	4.64	1.19	0.80

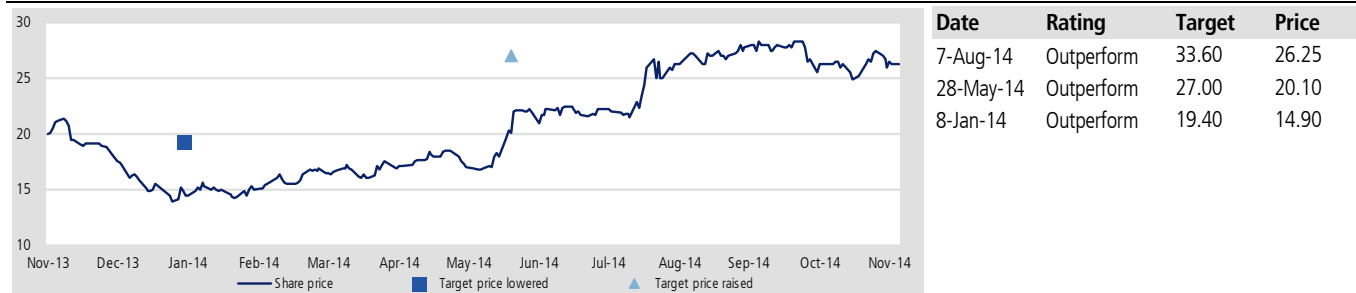
Source: KGI Research
Cash Flow

Year to 31 Dec (Bt mn)	Dec-11A	Dec-12A	Dec-13A	Dec-14F	Dec-15F
Operating Cash Flow	(4,393)	(3,435)	(8,409)	702	11,751
Net Profit	927	584	7,674	2,001	1,357
Depreciation & Amortization	420	451	697	810	924
Change in Working Capital	(4,960)	(122)	(4,181)	(1,572)	(1,020)
Others	(781)	(4,348)	(12,599)	(538)	10,490
Investment Cash Flow	2,027	(1,573)	805	(877)	(2,142)
Net CAPEX	(653)	(2,099)	(2,864)	(1,818)	(1,818)
Change in LT Investment	0	0	0	0	0
Change in Other Assets	2,681	527	3,669	941	(324)
Free Cash Flow	(2,366)	(5,008)	(7,605)	(175)	9,610
Financing Cash Flow	2,098	4,776	5,627	780	(10,065)
Change in Share Capital	0	0	0	24	17
Net Change in Debt	2,379	5,664	9,026	1,091	(9,243)
Change in Other LT Liab.	(280)	(888)	(3,400)	(335)	(838)
Net Cash Flow	(268)	(232)	(1,978)	605	(455)

Source: 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		
Dec-11A	94.2%	3.8%	13.3%	-11.2%		
Dec-12A	88.3%	2.2%	7.5%	2.0%		
Dec-13A	89.2%	2.1%	4.6%	4.1%		
Dec-14F	89.9%	2.3%	4.7%	3.1%		
Dec-15F	89.9%	2.4%	5.0%	2.8%		
Year	1/ $\frac{\text{Working Capital}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Net PPE}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Other Assets}}{\text{Revenue}}$	= Capital Turnover		
Dec-11A	0.2	0.3	0.6	0.9		
Dec-12A	0.4	0.2	0.3	1.1		
Dec-13A	0.4	0.2	0.1	1.3		
Dec-14F	0.4	0.2	0.1	1.5		
Dec-15F	0.4	0.2	0.0	1.6		
Year	Operating Margin	x	Capital Turnover	x	Cash Tax Rate	= After-tax Return
Dec-11A	-11.2%		0.9		25.4	-2.7
Dec-12A	2.0%		1.1		167.3	3.7
Dec-13A	4.1%		1.3		198.1	11.0
Dec-14F	3.1%		1.5		115.7	5.3
Dec-15F	2.8%		1.6		115.4	5.2

Source: KGI Research

CH. Karnchang – 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.