

Banking sector

Neutral·Maintain

Key messages

ผลประกอบการจากการดำเนินงานธุรกิจหลักลดลงใน 3Q15 จากทั้ง NII และ non-NII เนื่องจากมีสินเชื่อที่ผ่านการปรับโครงสร้างหนี้มากขึ้นซึ่งไปกดดัน NIM ในขณะที่ NPL ใหม่ก็ยังคงเพิ่มขึ้นในอัตราที่เร่งตัวขึ้นและทำให้ธนาคารต่างๆ ต้องเร่งตั้งสำรองเพิ่มและทุกธนาคารก็ต้องปรับลดค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานเพื่อชดเชยค่าใช้จ่ายพิเศษ แม้ว่าผลการดำเนินงานไตรมาส 3 จะชะลอตัวลงต่อ ซึ่งรวมถึงไตรมาส 4/15 ด้วย แต่ทุกอย่างได้รวมอยู่ในผลประกอบการแล้ว และราคาที่ยืดหยุ่นยังคงถูกมองเป็นโอกาสในการซื้อ

ผลประกอบการ 3Q15 – คุณภาพสินทรัพย์แยกกดดันผลกำไร

Event

ผลประกอบการของธนาคาร 8 แห่งลดลงถึง 15% QoQ และ 21% YoY เนื่องจากรายได้จากธุรกิจหลักอ่อนแอและการตั้งสำรองก้อนใหญ่ ในขณะที่กำไรสุทธิในงวด 9M15 ลดลง 8%

Impact

ธนาคารขนาดใหญ่มีผลการดำเนินงานดีกว่าธนาคารใหญ่

ถ้าไม่รวมการตั้งสำรองพิเศษกรณี SSI ของ TISCO ผลประกอบการของธนาคารขนาดกลาง-เล็กจะดีกว่าของธนาคารขนาดใหญ่ ถึงแม้ว่าสินเชื่อ H/P จะหดตัวลงถึง 7% YTD แต่ธนาคารขนาดกลาง-เล็กก็ยังสามารถเพิ่ม NIM และรายได้อื่นมาชดเชยได้ ในขณะที่ยังสามารถบริหารจัดการให้ NPLs ลดลงได้ด้วย (หลังจากที่ทรงตัวมาสามไตรมาส) ซึ่งทำให้ NPL coverage ของ KKP เพิ่มขึ้นเป็น 80% (จาก 71% ใน 3Q14) และ ของ TCAP เพิ่มขึ้นเป็น 109% (จาก 81% ใน 3Q14) แต่ในกรณีของ TISCO ลดลงเหลือแค่ 74% (จาก 106% ใน 3Q14) ทั้งนี้ราคาหุ้นถือว่าถูก และคุณภาพสินทรัพย์มีแนวโน้มดีกว่าซึ่งจะป้องกันความเสี่ยงด้าน downside แต่ในขณะเดียวกัน upside หรือ โอกาสที่หุ้นจะถูก re-rate ก็จำกัดเช่นหนึ่งจากความได้เปรียบในการแข่งขันต่อยกกว่าธนาคารใหญ่

กรณี SSI ทำให้คุณภาพสินทรัพย์ของธนาคารแย่งและบิดเบือนผลการดำเนินงานของกลุ่มใน 3Q15

ถ้ารวมกรณีของ SSI แล้ว gross NPL ของทั้ง 8 ธนาคาร เพิ่มขึ้น 23% QoQ และ 22% YoY ในขณะที่สัดส่วน NPL เพิ่มขึ้นเป็น 3.6% (จาก 3.1% ใน 2Q15 และ 3Q14) และทำให้ credit cost ขยับเพิ่มขึ้นเป็น 199bps (จาก 127bps ใน 2Q15) ส่วน NPL coverage ลดลงเหลือ 121% (จาก 127% ใน 2Q15) แต่หากไม่รวม SSI gross NPL รวมของ 8 ธนาคารจะเพิ่มขึ้นแค่ 4% QoQ และ 3% YoY (โดยส่วนใหญ่มาจาก NPL ของ KBANK ที่เพิ่มขึ้น 13% QoQ) ในขณะที่ credit cost จะลดลง 117bps (จาก 127bps ใน 2Q15)

รายได้จากธุรกิจหลักอ่อนแอลงใน 3Q15

NIM ลดลงประมาณ 10bps QoQ เนื่องจากมีสินเชื่อที่ปรับโครงสร้างมากขึ้น ในขณะที่ค่าธรรมเนียมจากธุรกรรมธนาคารลดลง QoQ และทำให้ธนาคารส่วนใหญ่ต้องบีบ opex ลงเพื่อชดเชยค่าใช้จ่ายพิเศษที่เพิ่มขึ้น รายได้จากธุรกรรม bancassurance และ การปรัวรรตเงินตราของ KBANK และ SCB ลดลง ในขณะที่ BBL และ KTB มีผลการดำเนินงาน ดีกว่า

Stocks for action

แม้ว่าค่าใช้จ่ายตั้งสำรองจะสูงขึ้นตาม NPL และเป็นตัวกดดันผลประกอบการ แต่สิ่งเหล่านี้อยู่ในประมาณการของเราสำหรับปีนี้ไว้แล้ว ทั้งนี้กำไรสุทธิงวด 9M15 คิดเป็นสัดส่วน 82% ของประมาณการทั้งปีของเรา และเราคิดว่ามีความเสี่ยงน้อยที่กำไรจะต่ำกว่าที่เราคาด โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรณีของ KTB, KBANK, TISCO, และ KKP แต่อย่างไรก็ตาม เรายังคงมีมุมมองที่เป็นลบต่อ SCB เนื่องจากมีการเตรียมรองรับหนี้เสียเอาไว้แล้ว ซึ่งจะกดดัน ROE ระยะยาวของธนาคารและอาจทำให้หุ้นต้องถูก de-rate

Risks

ภาวะเศรษฐกิจซบเซายืดเยื้อยาวนาน มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจภาครัฐไม่ประสบผลและใช้เวลานานกว่าที่คาดในการกระตุ้นเศรษฐกิจในประเทศ

Chalie Kueyen
02-658 8888 ext 8851
chaliek@kgi.co.th

3Q15 earnings summary

	3Q15 NP			Below/above est. (%)		9M15 NP		9M15/NP FY15F	Rationales
	(Bt mn)	% chg QoQ	% chg YoY	KGI	Consensus	(Bt mn)	% chg		
BBL	9,057	12.70%	-5.40%	10%	3%	26,499	-3.90%	74%	Huge investment gain and gain selling asset to offset huge LLP in 3Q15
KBANK	10,117	-11.9	-19.2	in line	In line	33,997	-6.10%	83%	Huge LLP and continued NPL inflow, fee income turned slower in 3Q15
KTB	5,347	-36.7	-42.2	-3%	-6%	21,724	-13.7%	95%	Too low provisioning expense for SSI, NII turned slow in 3Q15
SCB	9,018	-32%	-32%	-16%	-13%	35,388	-13.9%	80%	Unable to boost rev. offsetting huge LLP, more NPL inflow from all loan segments
TMB	2,815	25%	18%	27%	20%	6,712	2.3%	86%	Accelerate growth on fee incomes, reduced LLP to boost 3Q15 earnings
TISCO	810	-19%	-26%	14%	16%	3,006	-0.3%	85%	Cut opex, NIM improvement to offset LLP for SSI
TCAP	1,353	-3%	13%	in line	-7%	4,077	8.4%	77%	Better asset quality, squeezed opex, lower eff. tax rate to boost bottom line
KKP	923	23%	6%	21%	20%	2,337	5.3%	88%	Huge investment gain and one-off repayment to boost 3Q15
Total	39,440	-15.3%	-21.3%	-0.8%	-4.5%	133,740	-8.1%	82%	

Source: Company data, Bloomberg, KGI Research

Figure 1: Key valuation stats

Bank	Rating	Target Price	Mkt Price	Upside	Target PBV	14 BV	EPS (Bt)			EPS growth (%)			PE (x)			PBV (x)			Div yield (%)		ROAE (%)		
		Bt	Bt	(%)	(x)	Bt	14	15F	16F	15F	16F	14	15F	16F	14	15F	16F	14	15F	14	15F	16F	
BBL*	N	195.00	169.50	15.0	1.0	169.5	19.0	18.9	20.5	(0.5)	8.7	8.9	9.0	8.3	1.0	0.9	0.8	3.8	4.2	11.7	11.16	11.0	
KBANK*	OP	220.00	185.00	18.9	1.7	107.5	19.3	17.2	21.4	(10.7)	24.1	9.6	10.7	8.7	1.7	1.5	1.3	2.2	2.3	19.4	16.18	17.5	
KKP*	N	36.00	33.25	8.3	0.8	42.8	3.1	3.2	4.2	2.1	33.1	10.7	10.5	7.9	0.8	0.7	0.7	5.6	4.8	7.5	8.34	7.127	
KTB*	N	19.50	17.60	10.8	1.1	16.6	2.4	1.6	2.2	(32.0)	37.2	7.4	10.9	7.9	1.1	1.0	1.0	5.1	3.1	15.1	10.5	13.1	
SCB*	UP	145.00	143.00	1.4	1.5	84.2	15.7	13.0	15.5	(17.2)	19.3	9.1	11.0	9.2	1.7	1.6	1.4	3.1	2.7	20.1	15.7	16.2	
TCAP*	N	36.00	32.75	9.9	0.8	40.2	4.0	4.1	4.4	3.3	6.3	8.2	7.9	7.4	0.8	0.8	0.7	4.9	5.7	10.4	12.6	12.2	
TISCO*	N	41.00	37.25	10.1	1.2	32.1	5.3	4.2	5.7	(20.1)	34.3	7.0	8.8	6.5	1.2	1.1	1.0	5.4	5.1	16.3	15.0	13.9	
TMB*	N	2.64	2.64	0.0	1.4	1.68	0.2	0.2	0.2	(25.7)	20.4	11.0	14.8	12.3	1.6	1.5	1.4	2.3	2.0	14.8	13.08	14.1	
Total										(14.4)	20.4	9.0	10.4	8.5	1.2	1.1	1.1	4.0	3.8	14.4	12.8	13.1	

Source: KGI Research

ประเด็นที่น่าสนใจจากผลประกอบการ 3Q15

KTB – ตั้งสำรองกรณี SSI เอาไว้ต่ำเกินไป ธนาคารได้กันสำรองสูงถึง 1.04 หมื่นล้านบาทใน 3Q15 ซึ่งในจำนวนนี้ เป็นการตั้งสำรองสำหรับกรณีของ SSI แค่ 6.0 พันล้านบาท และส่วนที่เหลือเป็นสำรองสำหรับสินเชื่่อื่นๆ เมื่อพิจารณาจากยอดสินเชื่อที่ปล่อยให้กับ SSI รวม 2.3 หมื่นล้านบาท (สูงกว่าของ SCB ที่ 2.2 หมื่นล้านบาท และของ TISCO ที่ 4.4 พันล้านบาท) เราคิดว่าการตั้งสำรองแค่ 6.0b พันล้านบาทนั้นต่ำเกินไป เมื่อเทียบกับ SCB ที่ตั้งสำรองถึง 1.1 หมื่นล้านบาท และ TISCO ที่ตั้งสำรองไว้ 1.4 พันล้านบาท ดังนั้นเราจึงคิดว่ายังมีความเสี่ยงที่ KTB อาจจะต้องตั้งสำรองกรณี SSI เพิ่มอีก

BBL – ผลการดำเนินงานจากธุรกิจพลิกกลับมาแข็งแกร่ง ถึงแม้จะมีการบินกำไรจากการลงทุนและการขายสินทรัพย์มากขึ้น 2.9 พันล้านบาท ซึ่งทั้งหมดถูกนำไปใช้ตั้งสำรองพิเศษเพื่อรองรับหนี้เสียและช่วยหนุนให้คุณภาพสินทรัพย์แข็งแกร่งยิ่งขึ้น แต่ผลการดำเนินงานจากธุรกิจหลักก็เริ่มปรับตัวดีขึ้น โดย non-NII เด็บโตอย่างแข็งแกร่งติดต่อกันมา 3 ไตรมาสแล้ว และ +16% ในงวด 9M15 ซึ่งหากไม่รวมค่าใช้จ่ายในการตั้งสำรอง PPOP จะโตถึง 22% QoQ และ 3% YoY ถึงแม้ว่า NPL ใหม่จะยังเพิ่มขึ้น แต่ก็ยังคงอยู่ในระดับที่บริหารจัดการได้ ด้วย coverage ที่สูงถึง 172% (เพิ่มขึ้นจาก 170% ในไตรมาสก่อนหน้า) เรายังคงแนะนำให้อือ โดยมองว่าราคาหุ้นที่ไม่แพงและ upside ถึงราคาเป้าหมายเปิดโอกาสให้เข้าซื้อขายช่วงสั้นได้

KKP – ธุรกิจที่เกี่ยวกับตลาดทุนกลับมาคึกคักอีกครั้ง ธนาคารมีการบริหารจัดการคุณภาพสินทรัพย์ได้ดีขึ้นโดยได้รายได้พิเศษมาใช้ตั้งสำรองพิเศษเพื่อรองรับหนี้เสีย ซึ่งส่งผลให้ NPL coverage เพิ่มขึ้นเป็น 80% (จาก 72% ในไตรมาสก่อนหน้า) แนวโน้มระยะยาวยังคงอ่อนไหวตามระดับของกำไรจากการลงทุน และความสามารถในการบริหารให้ NPL ลดลง ด้วยราคาหุ้นที่ไม่แพงและ upside ถึงราคาเป้าหมายที่ 36 บาท (อิงจาก P/BV ปี 2015 ที่ 0.8x) เรายังคงแนะนำว่าราคาหุ้นของ KKP ในปัจจุบันยังมีโอกาสให้ซื้อขายเก็งกำไรช่วงสั้นได้

KBANK: - ตั้งสำรองก้อนใหญ่เพื่อรองรับ NPL ที่เพิ่มขึ้นในอัตราที่เร็วขึ้น ถึงแม้ว่ากำไรสุทธิใน 3Q15 จะขึ้นไปตามคาด แต่ใส่ในก็มีหลายรายการที่ไม่เป็นไปตามคาด โดยในด้านบวก รายได้ลดลงน้อยกว่าคาด เนื่องจาก NIM ลดลงน้อยกว่าที่ผู้บริหารประเมินเอาไว้ก่อนหน้านี้ ซึ่งทำให้ธนาคารมีความยืดหยุ่นมากขึ้นในการบริหาร credit cost และคุณภาพสินทรัพย์ โดยธนาคารตั้งสำรองเพิ่มมากกว่าที่คาดไว้ ตามการเพิ่มขึ้นของ NPL ใหม่ ซึ่งทำให้ coverage ยังคงอยู่ในระดับสูงที่ 132% ถึงแม้ว่า NPL ใหม่จะยังคงเพิ่มขึ้น แต่ก็มีแนวโน้มที่จะชะลอลงเนื่องจากสินเชื่อจัดชั้นกว่าถึงเป็นพิเศษเพิ่มขึ้นในอัตราที่ชะลอลง

TCAP – NPL ลดลงและ coverage ดีขึ้น

ผลประกอบการ 3Q15 แสดงว่าภาวะเศรษฐกิจที่ไม่เอื้ออำนวยบีบให้ธนาคารต้องลดค่าใช้จ่ายเพื่อชดเชยกับรายได้ที่อ่อนแอ โดยกำไรที่เพิ่มขึ้น 13% YoY ใน 3Q15 และ 8% ใน 9M15 มีสาเหตุสำคัญมาจากรายการที่ไม่ใช่การดำเนินงานหลัก (อัตราภาษีจ่ายจริงลดลง) อย่างไรก็ตามคุณภาพสินทรัพย์ที่ดีขึ้นอย่างต่อเนื่องน่าจะทำให้มีโอกาสในการเข้าซื้อเก็งกำไรระยะสั้นได้ แต่ความได้เปรียบในการแข่งขันที่ด้อยกว่าคู่แข่งจำกัดมูลค่าหุ้นของ TCAP ในระยะยาว เรายังคงแนะนำให้อือ

SCB – ยังอ่อนแอในหลายๆ ด้าน ผลการดำเนินงานของ SCB ใน 3Q15 แสดงว่าธนาคารยังถูกกดดันอย่างมากจากรายได้ที่ลดลง และคุณภาพสินทรัพย์ที่เสื่อมลงในสินเชื่อทุกกลุ่ม หากไม่รวมการ write-off หนี้เสียในกรณี SSI UK และ ขาย NPL ออกไป 6.5 พันล้านบาท ยังมี NPL เหลืออยู่อีก 6.2 หมื่นล้านบาท (+35% QoQ +47% YoY) ซึ่งถือว่ายังสูงเนื่องจากยังมี NPLs ก้อนใหญ่จากกรณี SSI ประเทศไทยอยู่ และจะกดดันแนวโน้มของธนาคารในระยะสั้นถึงระยะกลาง ดังนั้นเราจึงยังคงแนะนำให้ขาย โดยให้ราคาเป้าหมายที่ 145 บาท

Figure 2: 3Q15 and 9M15 earnings performance

3Q15

Unit : Btm	BBL	KBANK	KTB	SCB	TMB	TISCO	TCAP	KKP	Total-3Q15
NII	14,441	21,094	20,407	20,070	5,783	2,617	6,942	2,476	93,830
- Growth QoQ	9%	0%	-2%	-4%	1%	7%	0%	12%	1%
- Growth YoY	-4%	-1%	5%	-4%	4%	5%	1%	8%	2%
Non-interest income	14,226	18,238	9,576	20,623	3,068	1,526	3,633	1,492	72,382
- Growth QoQ	8%	-2%	1.2%	49%	-3%	-8%	-10%	59%	11%
- Growth YoY	12%	11%	17.4%	69%	14%	-7%	-3%	29%	25%
Operating income	28,667	39,332	29,983	40,693	8,851	4,143	10,575	3,968	166,212
- Growth QoQ	9%	-1%	-1%	17%	0%	1%	-4%	26%	5%
- Growth YoY	3%	4%	8%	23%	8%	0%	-1%	15%	11%
Operating expense	12,875	17,648	12,942	13,316	4,627	974	5,695	1,822	69,899
- Growth QoQ	-4%	-2%	0%	1%	-1%	-40%	1%	9%	-2%
- Growth YoY	3%	3%	7%	1%	5%	-39%	-1%	1%	4%
Pre-provision profit	15,791	21,685	17,041	27,377	4,224	3,168	4,880	2,146	96,312
- Growth QoQ	22%	-1%	-2%	27%	0%	27%	-8%	46%	10%
- Growth YoY	3%	5%	9%	38%	10%	25%	0%	30%	16%
Provisioning exp.	4,872	7,507	10,453	16,002	820	2,166	1,708	941	44,469
- Growth QoQ	67%	24%	39%	212%	-39%	74%	-52%	80%	57%
- Growth YoY	47%	105%	162%	397%	-1%	89%	-5%	65%	156%
Net profit	9,057	10,117	5,347	9,018	2,815	810	1,353	923	39,440
- Growth QoQ	13%	-12%	-37%	-32%	25%	-19%	-3%	23%	-15%
- Growth YoY	-5%	-19%	-42%	-32%	18%	-26%	13%	6%	-21%
EPS (Bt)	4.74	4.23	0.38	2.66	0.07	1.00	1.06	1.11	n.a.

9M15

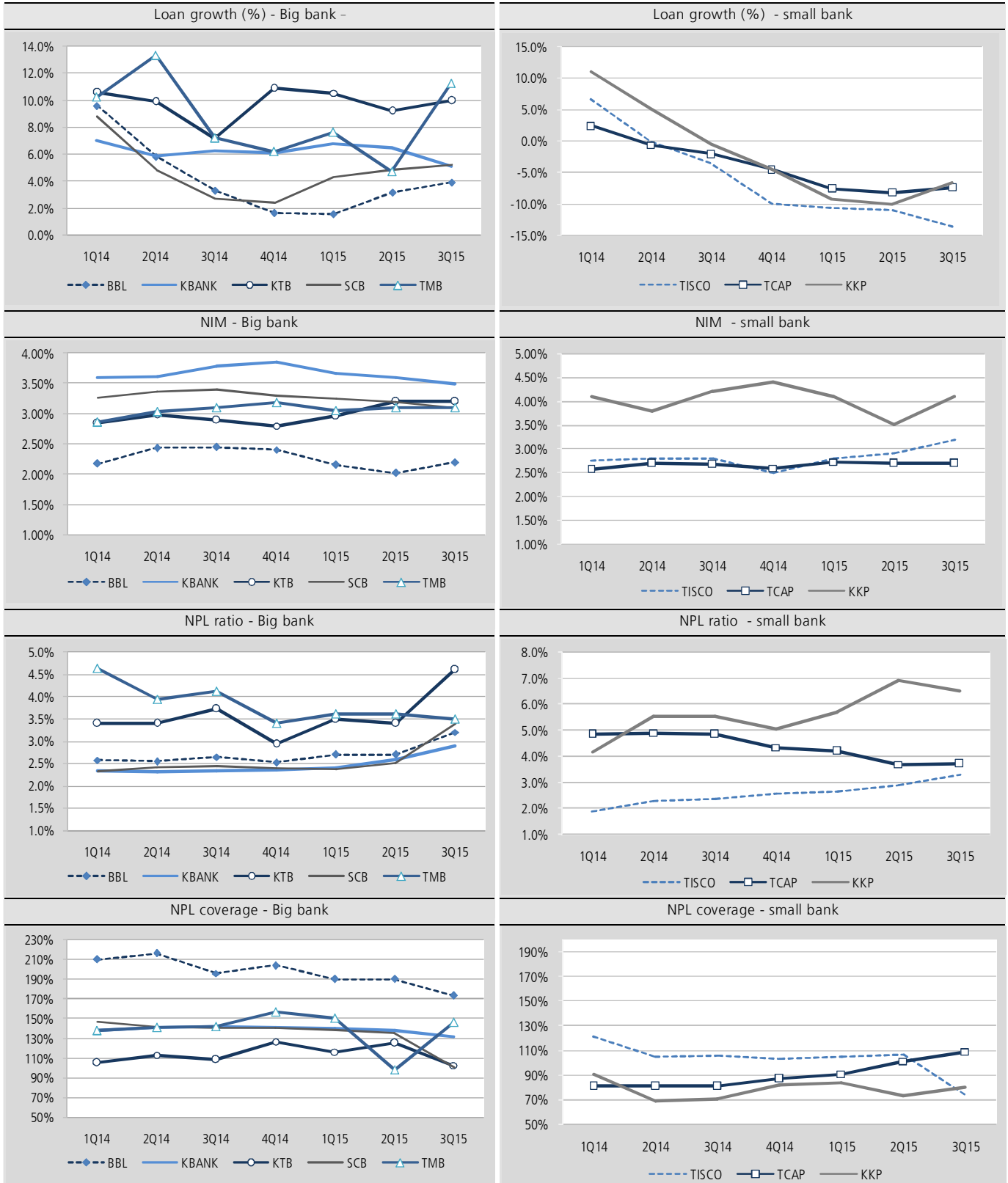
Unit: Btm	BBL	KBANK	KTB	SCB	TMB	TISCO	TCAP	KKP	9M15
NII	40,990	63,188	60,641	61,418	17,205	7,465	20,653	6,879	278,439
- Growth YoY	-6%	3%	3%	1%	9%	5%	0%	5%	1.5%
Non-interest income	40,396	54,439	27,378	47,915	8,976	4,809	11,615	3,737	199,265
- Growth YoY	21%	14%	16%	21%	18%	4%	3%	34%	16.7%
Total revenue	82,289	117,627	88,019	109,333	26,181	12,274	32,268	10,616	478,607
- Growth YoY	7%	8%	7%	9%	12%	4%	1%	14%	7.5%
Operating expense	38,870	53,290	39,664	40,416	13,315	4,147	17,155	5,282	212,139
- Growth YoY	9%	7%	7%	5%	3%	-6%	3%	5%	5.9%
PPOP	43,420	64,336	48,356	68,915	12,866	8,126	15,204	5,334	266,557
- Growth YoY	6%	8%	7%	12%	23%	11%	0%	24%	8.5%
LLP	10,774	17,550	21,693	24,734	4,556	4,381	6,887	2,384	92,959
- Growth YoY	46%	70%	60%	156%	99%	24%	23%	42%	71.8%
Net profit	26,499	33,997	21,724	35,388	6,712	3,006	4,077	2,337	133,740
- Growth YoY	-4%	-6%	-14%	-14%	2%	0%	8%	5%	-8.1%
EPS (Bt)	13.88	14.21	1.55	10.43	0.16	3.60	3.19	2.80	n.a.

Key ratios

Unit : Btm	BBL	KBANK	KTB	SCB	TMB	TISCO	TCAP	KKP	Total-3Q15
Key figure and ratios									
Loan (Bt bn)	1,813.0	1,581.0	1,994	1,819.0	568.0	237.8	715.0	195.0	8,923
QoQ growth	-0.6%	0.7%	0.2%	-0.1%	2.9%	-4.8%	-0.6%	0.5%	0.0%
YoY growth	3.9%	5.1%	10.0%	5.2%	11.2%	-13.6%	-7.4%	-6.7%	4.3%
Deposit (Bt bn)	2,222.0	1,756.0	2,191	2,049.0	641.0	238.5	755.0	164.0	10,017
QoQ growth	23.9%	0.2%	0.1%	1.4%	2.7%	-3.5%	1.1%	-1.8%	5.0%
YoY growth	8.0%	3.7%	7.6%	5.2%	6.2%	-9.9%	-6.7%	-12.7%	4.3%
Gross NPLs (Bt bn)	58.1	46.0	92	62.3	19.8	7.8	26.6	11.6	324
QoQ growth	5.4%	12.7%	35.5%	35.4%	3.2%	15.7%	-13.5%	12.1%	22.8%
YoY growth	26.0%	31.4%	35.6%	47.6%	-5.8%	20.6%	-29.0%	10.7%	21.6%
NPL ratio	3.2%	2.9%	4.6%	3.4%	3.5%	3.3%	3.7%	6.5%	3.6%
NPL coverage	173%	132%	103%	101%	146%	74%	109%	80%	121%
Provisioning exp (Btm)	4.9	7.5	10.5	16.0	0.8	2.2	1.7	0.9	44
Credit cost (bps)	107	190	210	352	58	364	95	212	199
Asset yield	3.9%	5.0%	6.1%	4.6%	4.8%	5.2%	4.8%	6.4%	5.1%
Cost of fund	2.0%	1.6%	2.2%	1.9%	1.9%	2.4%	2.4%	2.7%	2.1%
NIM	2.2%	3.5%	3.2%	3.1%	3.1%	3.2%	2.7%	4.1%	3.1%
Cost to income ratio	44.9%	44.9%	43.2%	33.0%	52.0%	23.5%	53.9%	46.0%	42.1%
ROA	1.3%	1.6%	2.4%	1.3%	1.4%	1.1%	1.1%	1.5%	1.5%
ROE	11.9%	15.3%	9.2%	12.8%	16.3%	12.5%	10.7%	10.1%	12.3%

Source: KGI Research

Figure 3: Key figures and ratios



Source: Company data, KSI estimate

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, AsiaCentreBuilding 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.