

**Neutral Maintained**

Price as of 17 May 2017	2.00
12M target price (Bt/shr)	1.80
Unchanged / Revised up (down)	n.a.
(%)	
Upside/downside (%)	(10.0)

**Key messages**

SIRI ยังคงเป้าทางธุรกิจสำหรับปีนี้เอาไว้เท่าเดิมแม้ว่าผลประกอบการจะออกมาอ่อนแอใน 1Q60 เราคาดว่าโมเมนตัมของยอดโอนจะดีขึ้นใน 2H60 โดยเฉพาะใน 4Q60 ซึ่งบริษัทมีกำหนดโอนโครงการคอนโดถึงสามโครงการ แต่เราคาดว่า GPM อาจลดลงใน 2H60 เนื่องจากสัดส่วนยอดโอนโครงการที่มี margin สูงๆ อย่าง “98 Wireless” ลดลง SIRI มีแผนจะเปิดโครงการคอนโดมิเนียมใหม่แค่หนึ่งโครงการใน 1H60 และอีกเจ็ดโครงการใน 2H60 เรามองว่าความเสี่ยงที่ยอด presales จะต่ำกว่าเป้าได้ เพราะภาวะตลาดในช่วงนั้นอาจจะถูกกระทบจากพระราชพิธีพระบรมศพในเดือนตุลาคม ซึ่งอาจหยุดยอด presales ในช่วงเดือนตุลาคม-พฤศจิกายนปีนี้ ทั้งนี้ เนื่องจากไม่มีปัจจัยกระตุ้นระยะสั้น และยังมี upside ถึงราคาเป้าหมายของเราที่ 1.80 บาท อีกไม่มาก เราจึงยังคงคำแนะนำให้ถือ SIRI

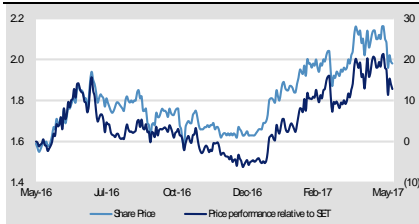
**Trading data**

Mkt cap (Btbn/US\$m)	28.3/707		
Outstanding shares (mn)	14,286		
Foreign ownership (mn)	4,910		
3M avg. daily trading (mn)	101		
52-week trading range (Bt)	1.60-2.20		
Performance (%)	3M	6M	12M
Absolute	3.1	20	26.9
Relative	4.9	14.4	15.5

**Quarterly EPS**

	1Q	2Q	3Q	4Q
2014	0.08	0.05	0.07	0.11
2015	0.04	0.06	0.07	0.08
2016	0.04	0.04	0.04	0.11

**Share price chart**



Source: SET

Ratasak Piriyanont  
66.2658.8888 Ext. 8857  
rataskp@kgi.co.th

**แผนการเปิดโครงการใหม่จะเป็นตัวกำหนดทิศทาง**

**Event**

การประชุมนักวิเคราะห์

**Impact**

**ยอดโอนที่อ่อนแอจะดีขึ้นใน 2H60**

ข้อมูลโดยรวมที่เราได้จากการประชุมนักวิเคราะห์ที่อยู่ในเชิงกลางๆ และมีทั้งบวกและลบ โดยในปีนี้ SIRI ยังคงแผนที่จะเปิดตัวโครงการใหม่มูลค่ารวม 4.1 หมื่นล้านบาท และคงเป้า presales ไว้ที่ 3.6 หมื่นล้านบาท และเป้ายอดโอนไว้ที่ 2.8 หมื่นล้านบาท ซึ่งใน 1Q60 บริษัทเปิดตัวโครงการใหม่ และทำยอด presales และยอดโอนไปแล้ว 8%, 18% และ 20% ของเป้าทั้งปี นอกจากนี้ SIRI ยังคาดว่าจะได้ส่วนแบ่งกำไรจากโครงการ JV 40 ล้านบาทในปี และ 600 ล้านบาทในปีหน้า ซึ่งส่วนใหญ่จะมาจากโครงการ “The Line JJ” ทั้งนี้ เป้ายอดโอนของ SIRI ในปี FY60 สูงกว่าประมาณการของเราที่ 2.5 หมื่นล้านบาท อยู่ 11% ในขณะที่เราคาดว่าบริษัทจะได้ส่วนแบ่งกำไรจากโครงการ JV ในปี 2560 ประมาณ 50 ล้านบาท

**แต่มาร์จิ้นอาจจะลดลงใน 2H60**

รายได้จากการโอนที่อ่อนแอใน 1Q60 เป็นผลมาจากการที่ไม่มีโครงการคอนโดใหม่ถึงกำหนดโอนในช่วงไตรมาสแรก แต่เราเชื่อว่าน่าจะมีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นใน 2H60 เมื่อมีโครงการคอนโดใหม่สามโครงการที่ถึงกำหนดโอน ซึ่งได้แก่ The Monument, Mori Hasu และ The Line JJ ทั้งนี้ backlog ในปัจจุบันของบริษัทจะทำให้มีรายได้ที่แน่นอนแล้วถึง 92% และ 42% ของประมาณการรายได้จากโครงการคอนโดมิเนียมของเราในปี FY60 และ FY61 ตามลำดับ ในขณะที่เดียวกันอัตรากำไรขั้นต้นที่สูงถึง 34% ใน 1Q60 ก็เป็นผลมาจากการโอนโครงการ 98 Wireless แต่เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นอาจจะลดลงเล็กน้อยใน 2H60 เนื่องจากยอดโอนโครงการที่มีมาร์จิ้นสูงๆมีสัดส่วนลดลง

**การเน้นเปิดโครงการช่วงหลังของปีจะเป็นตัวกำหนดทิศทาง**

SIRI มีแผนจะเปิดโครงการคอนโดมิเนียมใหม่แปดโครงการในปี โดยจะเปิดตัวแค่หนึ่งโครงการใน 1H60 และอีกเจ็ดโครงการใน 2H60 โดยโครงการแรกที่จะเปิดตัว presales ใน 2Q60 ได้แก่ “The Base เพชรเกษม” เป็นโครงการขนาด 640 ยูนิต มูลค่าโครงการ 1.9 พันล้านบาท ซึ่งจะเปิดตัวระหว่างวันที่ 20-21 พฤษภาคม และมีกำหนดโอนในปี 2563 ในขณะที่โครงการที่เหลือส่วนใหญ่จะไปเน้นเปิดตัวใน 4Q60 ดังนั้น เราจึงมองว่าความเสี่ยงที่ยอด presales จะต่ำกว่าเป้าได้ เพราะภาวะตลาดในช่วงนั้นอาจจะถูกกระทบจากพระราชพิธีพระบรมศพในเดือนตุลาคม ซึ่งอาจหยุดยอด presales ในช่วงนั้นได้

**Valuation and action**

เรายังคงแนะนำให้ถือ SIRI โดยให้ราคาเป้าหมายที่ 1.80 บาท อิงจาก PER เฉลี่ยระยะยาวที่ 8.7x

**Risks**

เศรษฐกิจฟื้นตัวช้า, อุปสงค์ที่อยู่อาศัยอ่อนแอ และมีการเลื่อนกำหนดโอนโครงการ

**Key financials and valuations**

	Dec-15A	Dec-16A	Dec-17F	Dec-18F	Dec-19F
Revenue (Bt mn)	36,955	33,811	30,440	29,940	34,940
Gross profit (Bt mn)	10,841	10,318	9,160	9,031	10,661
EBIT (Bt mn)	4,589	4,744	4,233	4,542	5,346
Net profit (Bt mn)	3,506	3,380	2,889	3,135	3,723
EPS (Bt)	0.25	0.24	0.20	0.22	0.26
DPS (Bt)	0.12	0.12	0.10	0.11	0.13
EPS growth (%)	(1.4)	(3.6)	(14.5)	8.5	18.8
P/E (x)	6.19	7.02	9.89	9.11	7.67
P/B (x)	0.80	0.84	0.97	0.92	0.87
EV/EBITDA (x)	10.9	11.3	13.2	12.4	11.3
Net Debt to Equity (x)	1.1	1.2	1.0	1.0	1.1
Dividend Yield (%)	7.89	7.23	5.06	5.49	6.52
Return on Avg. Equity (%)	13.5	12.2	10.0	10.3	11.6

Source: Company data, KGI Research

Figure 1: Transfer schedule

Condominium project	Value (Bt mn)	Mar-17	Jun-17	Sep-17	Dec-17	Mar-18	Jun-18	Sep-18	Dec-18	Mar-19	Jun-19	Sep-19	Dec-19	Mar-20	Jun-20	Sep-20	Dec-20	
dcondo Rangsit	774																	
dcondo Chiangmai	1,190																	
The XXXIX	2,676																	
Edge Sukhumvit 23	2,897																	
98 Wireless	8,163																	
The monument	1,508																	
Mori Haus	1,612																	

JV project	Value (Bt mn)	Mar-17	Jun-17	Sep-17	Dec-17	Mar-18	Jun-18	Sep-18	Dec-18	Mar-19	Jun-19	Sep-19	Dec-19	Mar-20	Jun-20	Sep-20	Dec-20	
The line 71	2,000																	
The Line JJ	5,700																	
The line Rajchatevee	2,900																	
The Line Rama 9	2,769																	
The Base garden Rama 9	2,280																	
The Line Punnawithi	4,200																	
The Line Pradipat	5,049																	
Khun by Yoo	3,929																	

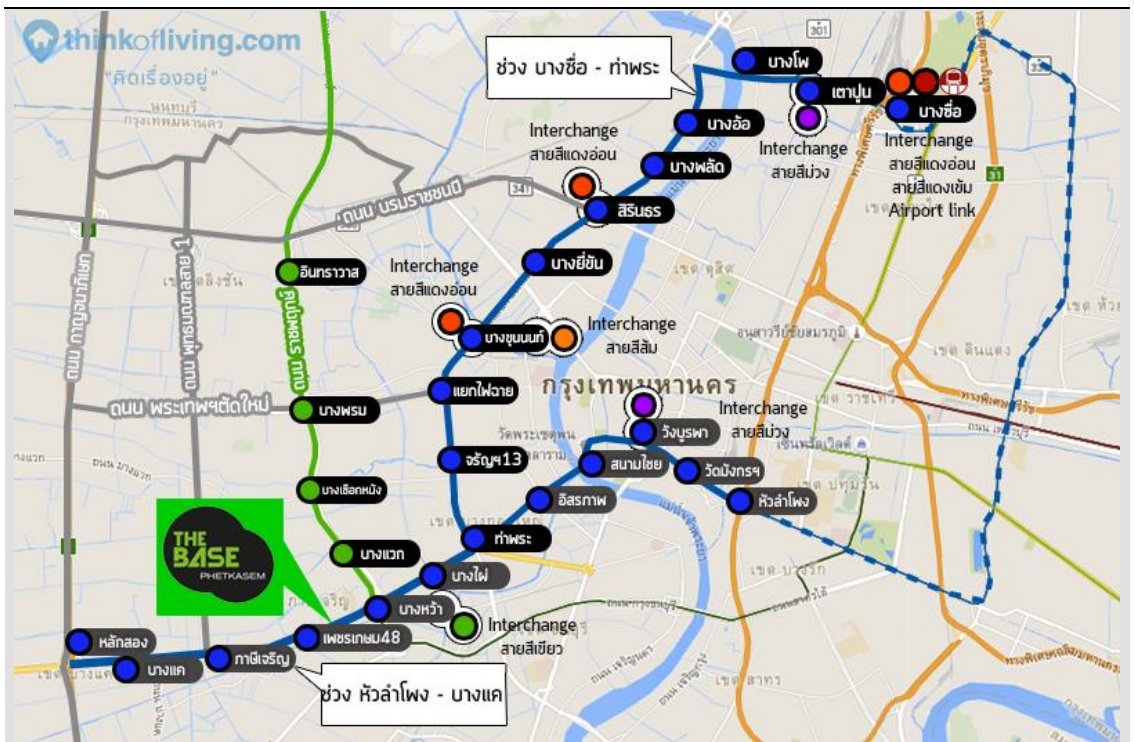
Source: Company data, KGI Research

Figure 2: Perspective for incoming new launch “The Base Phetkasem” between 20–21 May 2017



Source: Company data, KGI Research

Figure 3: Just 120m to mass transit “BTS Phetkasem 48”



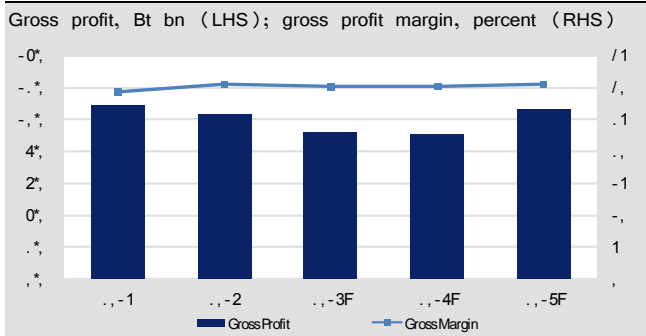
Source: Thinkofliving.com, KGI Research

**Figure 4: Company profile**

Sansiri Public Company Limited (or SIRI) mainly operates property development business with a wide range of product including single-detached house, townhome and condominium project throughout Bangkok and upcountry. Considering on target custom, SIRI has various types of brand that could serve all price segments but it appears that the company mainly targets mid-to-high end market and adopts mixed business approach through difference economic cycles.

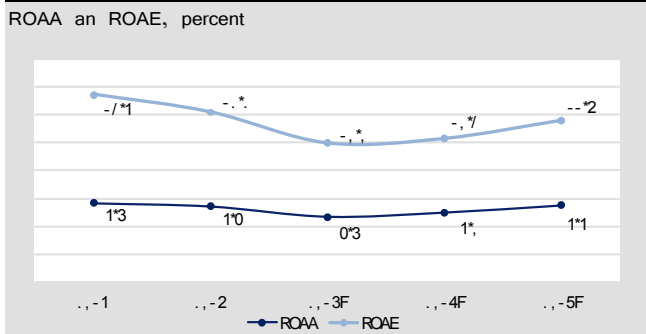
Source: KGI Research

**Figure 6: Gross profit**



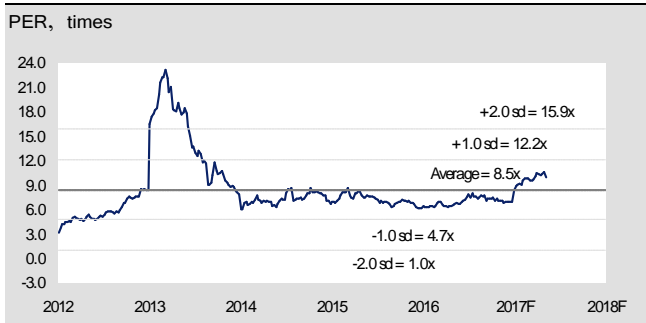
Source: Company data, KGI Research

**Figure 8: Company ROAA and ROAE**



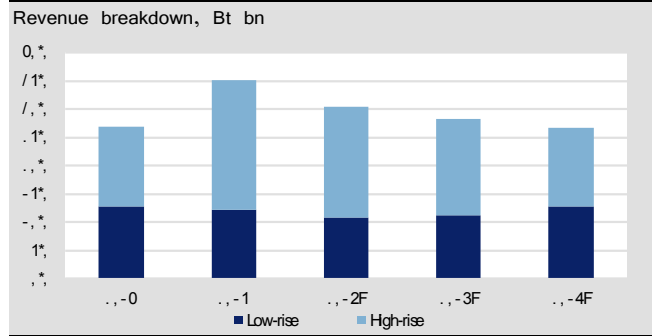
Source: Company data, KGI Research

**Figure 10: Company trading PER**



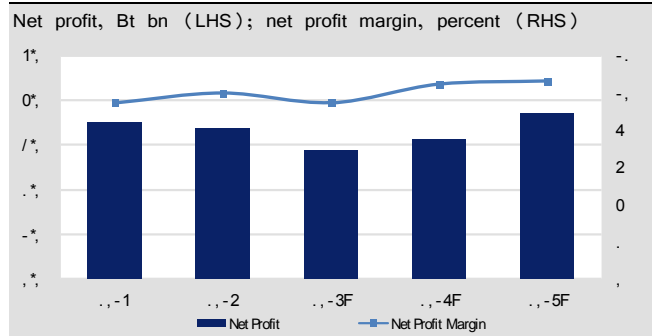
Source: KGI Research

**Figure 5: Revenue breakdown**



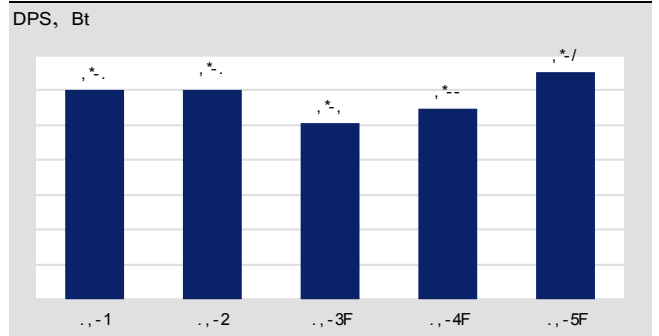
Source: Company data, KGI Research

**Figure 7: Net profit**



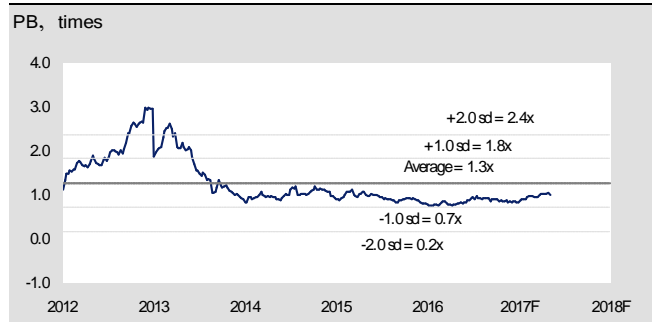
Source: Company data, KGI Research

**Figure 9: Company dividend per share (DPS)**



Source: Company data, KGI Research

**Figure 11: Company trading PB**



Source: KGI Research

**Quarterly Income Statement**

Quarterly Income Statement (Bt mn)	2014				2015				2016				2017
	Mar-14A	Jun-14A	Sep-14A	Dec-14A	Mar-15A	Jun-15A	Sep-15A	Dec-15A	Mar-16A	Jun-16A	Sep-16A	Dec-16A	Mar-17A
Revenue	4,355	6,080	7,285	10,373	6,488	9,809	10,551	10,108	7,573	8,133	6,619	11,486	6,993
Cost of Goods Sold	2,950	4,108	4,888	6,959	4,561	7,128	7,543	6,882	5,328	5,669	4,643	7,853	4,868
Gross Profit	1,405	1,972	2,398	3,413	1,926	2,681	3,008	3,226	2,245	2,464	1,976	3,632	2,125
Operating Expenses	1,379	1,249	1,342	1,535	1,312	1,693	1,734	1,721	1,397	1,551	1,263	1,616	1,178
Other Operating incomes	842	58	95	115	77	8	20	149	70	28	148	8	(12)
Operating Profit	867	781	1,150	1,993	691	997	1,294	1,654	919	940	860	2,024	936
Depreciation of fixed assets	74	82	53	221	58	58	56	99	55	54	52	98	49
Operating EBITDA	941	863	1,203	2,214	749	1,054	1,350	1,753	973	994	912	2,122	985
Non-Operating Income	319	6	3	(144)	199	395	318	264	(34)	43	52	135	(90)
Other Non-op Income	319	6	3	(144)	199	395	318	264	(34)	43	52	135	(90)
Non-Operating Expenses	155	136	173	181	188	213	212	115	169	171	158	117	175
Interest Expense	155	136	173	181	188	213	212	115	169	171	158	117	175
Pre-tax Profit	1,031	651	980	1,668	703	1,178	1,399	1,803	715	812	755	2,042	670
Current taxation	201	114	186	436	162	277	338	466	159	190	152	444	159
Minorities	-	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	0	(0)	(0)	(0)	1
Extraordinary items	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Net Profit	830	538	794	1,232	541	901	1,062	1,337	556	622	603	1,599	511
							1,061.46						
<b>Margins(%)</b>													
Gross profit margin	32.3	32.4	32.9	32.9	29.7	27.3	28.5	31.9	29.6	30.3	29.9	31.6	30.4
Operating margin	19.9	12.8	15.8	19.2	10.7	10.2	12.3	16.4	12.1	11.6	13.0	17.6	13.4
Operating EBITDA margin	21.6	14.2	16.5	21.3	11.5	10.7	12.8	17.3	12.9	12.2	13.8	18.5	14.1
Net profit margin	19.1	8.8	10.9	11.9	8.3	9.2	10.1	13.2	7.3	7.7	9.1	13.9	7.3
<b>Growth (%)</b>													
Revenue growth	(14.8)	(19.7)	3.5	16.9	49.0	61.3	44.8	(2.5)	16.7	(17.1)	(37.3)	13.6	(7.7)
Operating growth	2,026.0	6.7	62.3	41.5	(20.3)	27.6	12.5	(17.0)	32.9	(5.7)	(33.5)	22.4	1.9
Operating EBITDA growth	474.1	(4.0)	104.0	45.7	(20.4)	22.1	12.2	(20.8)	29.9	(5.7)	(32.4)	21.0	1.2
Net profit growth	(1,060.7)	3.2	81.1	16.5	(34.9)	67.6	33.7	8.6	2.9	(30.9)	(43.2)	19.6	(8.1)

Source: Company data, KGI Research

**Peer comparison - Key valuation stats**

Rating	Target price (Bt)	Current price (Bt)	Upside (%)	16 EPS			17F EPS		18F EPS		17F PER		18F PER		17F PBV		18F PBV		17F Div Yield (%)		17F ROAE (%)	
				(Bt)	(Bt)	(Bt)	(Bt)	(Bt)	(Bt)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)					
ANAN*	CP	5.80	4.78	21.3	0.45	0.53	0.69	17.4	31.0	9.0	6.9	1.3	1.2	3.0	15.4							
AP*	CP	9.10	7.55	20.5	0.86	0.99	1.12	15.7	12.6	7.6	6.7	1.1	1.0	4.6	14.6							
LI*	N	10.80	9.95	8.5	0.73	0.77	0.73	4.9	(4.4)	13.0	13.6	2.4	2.3	6.6	18.2							
LPN*	CP	15.00	10.70	40.2	1.47	1.23	1.36	(16.5)	10.8	8.7	7.8	1.2	1.1	6.3	18.1							
PSH*	CP	26.00	22.00	18.2	2.72	2.88	3.13	6.0	8.7	7.6	7.0	1.2	1.1	6.5	16.9							
QH*	N	2.90	2.44	18.9	0.29	0.31	0.33	6.8	7.2	7.9	7.4	1.1	1.0	6.3	13.9							
SRI*	N	1.80	2.00	(10.0)	0.24	0.20	0.22	(14.5)	8.5	9.9	9.1	1.0	0.9	5.1	12.2							
SPALI*	N	26.80	24.80	8.1	2.85	3.25	3.54	14.1	9.0	7.6	7.0	1.6	1.4	4.8	22.2							
<b>Sector</b>	<b>Neutral</b>				<b>9.60</b>	<b>10.16</b>	<b>11.13</b>	<b>5.8</b>	<b>9.6</b>	<b>8.9</b>	<b>8.2</b>	<b>1.4</b>	<b>1.2</b>	<b>5.4</b>	<b>16.4</b>							

Source: KGI Research

**Balance Sheet**

Year as of 31 Dec (Bt mn)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
<b>Total Assets</b>	<b>69,451</b>	<b>72,774</b>	<b>71,775</b>	<b>73,620</b>	<b>81,002</b>
<b>Current Assets</b>	59,135	57,289	57,129	59,202	64,873
Cash & ST Investments	2,672	3,541	4,088	4,031	4,135
Inventories	51,045	49,057	49,142	51,335	56,262
Accounts Receivable	81	170	154	151	176
Others	5,336	4,521	3,746	3,685	4,300
<b>Non-current Assets</b>	10,316	15,485	14,645	14,418	16,129
LT Investments	2,554	4,774	5,003	4,934	5,061
Net fixed Assets	6,871	9,718	8,749	8,605	10,042
Others	891	993	894	879	1,026
<b>Total Liabilities</b>	<b>42,253</b>	<b>44,678</b>	<b>42,234</b>	<b>42,513</b>	<b>48,034</b>
<b>Current Liabilities</b>	19,949	21,290	19,168	18,853	22,001
Accounts Payable	1,371	1,349	1,215	1,195	1,394
ST Borrowings	12,849	14,098	12,692	12,484	14,568
Others	5,730	5,843	5,261	5,174	6,038
<b>Long-term Liabilities</b>	22,303	23,388	23,067	23,660	26,032
Long-term Debts	21,075	22,085	21,781	22,341	24,582
Others	1,228	1,303	1,285	1,318	1,451
<b>Shareholders' Equity</b>	<b>27,198</b>	<b>28,096</b>	<b>29,540</b>	<b>31,107</b>	<b>32,969</b>
Common Stock	15,285	15,285	15,285	15,285	15,285
Capital Surplus	1,470	1,470	1,470	1,470	1,470
Warrants	0	0	0	0	0
Retained Earnings	10,442	11,340	12,784	14,352	16,213
Non-controlling interests	1	1	0	0	(0)

Source: KGI Research

**Key Ratios**

Year to 31 Dec (Bt mn)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
<b>Growth (% YoY)</b>					
Sales	31.5	(8.5)	(10.0)	(1.6)	16.7
EBIT	(4.2)	3.4	(10.8)	7.3	17.7
EBITDA	(5.1)	2.9	(10.6)	6.8	17.7
NP	3.3	(3.6)	(14.5)	8.5	18.8
EPS	(1.4)	(3.6)	(14.5)	8.5	18.8
<b>Profitability (%)</b>					
Gross Margin	29.3	30.5	30.1	30.2	30.5
Operating Margin	12.4	14.0	13.9	15.2	15.3
EBITDA Margin	13.2	14.8	14.7	15.9	16.1
Net Profit Margin	9.5	10.0	9.5	10.5	10.7
ROAA	5.7	5.4	4.7	5.0	5.5
ROAE	13.5	12.2	10.0	10.3	11.6
<b>Stability</b>					
Gross Debt/Equity (%)	155.3	159.0	143.0	136.7	145.7
Net Debt/Equity (%)	114.9	116.2	102.9	99.0	106.2
Interest Coverage (X)	7.5	8.0	7.1	7.5	7.9
Interest & ST Debt Coverage (X)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
Cash Flow Interest Coverage (X)	13.1	13.8	6.5	3.2	0.6
Cash Flow/Interest & ST Debt (X)	0.7	0.6	0.3	0.1	0.0
Current Ratio (X)	3.0	2.7	3.0	3.1	2.9
Quick Ratio (X)	2.8	2.5	2.8	2.9	2.8
Net Debt (Bt mn)	31,252	32,641	30,386	30,794	35,015
<b>Per Share Data (Bt)</b>					
EPS	0.25	0.24	0.20	0.22	0.26
CFPS	0.35	0.32	0.27	0.29	0.34
BVPS	1.90	1.97	2.07	2.18	2.31
SPS	2.59	2.37	2.13	2.10	2.45
EBITDA/Share	0.34	0.35	0.31	0.33	0.39
DPS	0.12	0.12	0.10	0.11	0.13
<b>Activity</b>					
Asset Turnover (x)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.5
Days Receivables	0.7	1.4	1.9	1.9	1.7
Days Inventory	755.4	777.6	842.2	877.0	808.8
Days Payable	16.7	14.7	15.4	14.7	13.5
Cash Cycle	739.4	764.3	828.8	864.2	797.0

Source: KGI Research

**Profit & Loss**

Year to 31 Dec (Bt mn)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
<b>Sales</b>	<b>36,955</b>	<b>33,811</b>	<b>30,440</b>	<b>29,940</b>	<b>34,940</b>
Cost of Goods Sold	26,114	23,493	21,280	20,909	24,279
<b>Gross Profit</b>	<b>10,841</b>	<b>10,318</b>	<b>9,160</b>	<b>9,031</b>	<b>10,661</b>
Operating Expenses	6,460	5,828	5,327	5,240	6,115
Other income	208	254	400	750	800
<b>Operating Profit</b>	<b>4,589</b>	<b>4,744</b>	<b>4,233</b>	<b>4,542</b>	<b>5,346</b>
Net Non-operating Income	886	196	(30)	(25)	(20)
Net Interest Expense	728	615	592	598	673
Net Extraordinaries	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Pretax Income	4,748	4,324	3,611	3,918	4,654
Income Taxes	1,242	944	722	784	931
<b>Net Profit</b>	<b>3,506</b>	<b>3,380</b>	<b>2,889</b>	<b>3,135</b>	<b>3,723</b>
EBITDA	4,860	5,002	4,469	4,774	5,617
<b>EPS (Bt)</b>	<b>0.25</b>	<b>0.24</b>	<b>0.20</b>	<b>0.22</b>	<b>0.26</b>

Source: KGI Research

**Cash Flow**

Year to 31 Dec (Bt mn)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
<b>Operating Cash Flow</b>	9,503	8,511	3,837	1,915	420
Earnings before tax	4,748	4,324	3,611	3,918	4,654
Depreciation & Amortization	271	258	236	232	271
Change in Working Capital	21,363	21,812	612	2,210	4,753
Others	(25,849)	(25,740)	(602)	25	(249)
<b>Investment Cash Flow</b>	(1,255)	(2,599)	603	(5)	(1,982)
Net CAPEX	(242)	(124)	733	(88)	(1,708)
Change in LT Investment	(1,060)	(2,568)	(228)	69	(127)
Change in Other Assets	47	93	99	15	(147)
<b>Free Cash Flow</b>					
<b>Financing Cash Flow</b>	(8,683)	(4,826)	(3,893)	(1,966)	1,665
Change in Share Capital	(1,713)	(2,286)	(2,166)	(2,351)	(2,792)
Net Change in Debt	537	0	0	0	0
Change in Other LT Liab.	(7,507)	(2,540)	(1,727)	384	4,457
<b>Net Cash Flow</b>	(434)	1,087	547	(56)	104

Source: KGI Research

**Rates of Return on Invested Capital**

Year	1- $\frac{\text{COGS}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Depreciation}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Operating Exp.}}{\text{Revenue}}$	= <b>Operating Margin</b>
2015	70.7%	0.7%	17.5%	11.1%
2016	69.5%	0.8%	17.2%	12.5%
2017F	69.9%	0.8%	17.5%	11.8%
2018F	69.8%	0.8%	17.5%	11.9%
2019F	69.5%	0.8%	17.5%	12.2%
Year	1/ $\frac{\text{Working Capital}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Net PPE}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Other Assets}}{\text{Revenue}}$	= <b>Capital Turnover</b>
2015	1.60	18.6%	2.4%	0.55
2016	1.69	28.7%	2.9%	0.50
2017F	1.88	28.7%	2.9%	0.46
2018F	1.98	28.7%	2.9%	0.44
2019F	1.86	28.7%	2.9%	0.46
Year	$\frac{\text{Operating Margin}}{\text{Capital Turnover}}$	x $\frac{\text{Cash Tax Rate}}{\text{Operating Margin}}$	= <b>After-tax Return on Inv. Capital</b>	
2015	11.1%	0.55	0.74	4.5%
2016	12.5%	0.50	0.78	4.9%
2017F	11.8%	0.46	0.80	4.3%
2018F	11.9%	0.44	0.80	4.1%
2019F	12.2%	0.46	0.80	4.5%

Source: KGI Research

**Sansiri - Recommendation & target price history**


Source: KGI Research

**KGI Locations**

<b>China</b>	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
<b>Taiwan</b>	Taipei	700 Mingshui Road, Taipei, Taiwan Telephone 886.2.2181.8888 · Facsimile 886.2.8501.1691
<b>Hong Kong</b>		41/F Central Plaza, 18 Harbour Road, Wanchai, Hong Kong Telephone 852.2878.6888 Facsimile 852.2878.6800
<b>Thailand</b>	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.