

# Healthcare Sector

## Overweight • Maintained

หลังจากที่กลุ่มโรงพยาบาลมีกำไรใน 3Q66 แข็งแกร่งที่สุดของปี เราคาดว่ากำไรหลักใน 4Q66F ดูแข็งแกร่ง (เทียบ QoQ อ่อนตัว) นอกจากนั้น กำไรน่าจะยังคงแข็งแกร่ง YoY หนุนด้วยการฟื้นตัวต่อเนื่องจากจำนวนผู้ป่วยทั่วไปและผู้ป่วยที่มารับการรักษาประเภทที่มีความซับซ้อน (intensity) เพิ่มขึ้นผลจากการเน้นโรคที่มีความซับซ้อนมากขึ้น เมื่ออิงจากประมาณการปัจจุบันของกลุ่มโรงพยาบาลที่เราศึกษาอยู่ เราคาดว่ากำไรสุทธิรวมใน 4Q66F ที่ 6.33 พันล้านบาท (+13.0% YoY แต่ -6.0% QoQ) เมื่อมองไปในอนาคต เรายังคงมองบวกต่อธุรกิจโรงพยาบาล เนื่องจากยังมีอัตราการเติบโตของกำไรต่อเนื่องในระยะยาว เราเชื่อว่าเป็นช่วงเวลาที่เหมาะสมในการแนะนำการลงทุนในโรงพยาบาลขนาดเล็กหลังจากที่ผ่านฐานกำไรสูงใน IH66 ไปแล้ว ทั้งนี้ เรายังคงให้น้ำหนักลงทุนกลุ่มโรงพยาบาลที่ Overweight โดยเลือก BCH\* เป็นหุ้นเด่นใหม่ในกลุ่มนี้ ด้วยราคาเป้าหมายปี 2567 ที่ 24.00 บาท ขณะที่ BDMS\* ที่ยังคงเป็นหุ้นเด่นเช่นกัน ด้วยราคาเป้าหมายปี 2567 ที่ 37.50 บาท

## คาดการณ์กำไร 4Q66F ยังดูดีแม้จะอ่อนตัว QoQ

### Event

แนวโน้มธุรกิจกลุ่มโรงพยาบาลใน 4Q66 และ 2567

### Impact

ประเมินกำไรสุทธิเบื้องต้นใน 4Q66F จากประมาณการในปัจจุบันและกำไรสุทธิใน 9M66 (Figure 3-4)

- **Bangkok Chain Hospital (BCH.BK/BCH TB)\*** คาดกำไรสุทธิใน 4Q66F อยู่ที่ 442 ล้านบาท (+63.9% YoY และ +0.3% QoQ)
- **Bangkok Dusit Medical Services (BDMS.BK/BDMS TB)\*** คาดกำไรสุทธิใน 4Q66F อยู่ที่ 3.91 ล้านบาท (+25.7% YoY และ +0.6% QoQ)
- **Bumrungrad Hospital (BH.BK/BH TB)\*** คาดกำไรสุทธิใน 4Q66F อยู่ที่ 1.65 พันล้านบาท (+6.7% YoY แต่ -15.6% QoQ)
- **Chularat Hospital (CHG.BK/CHG TB)\*** คาดกำไรสุทธิใน 4Q66F อยู่ที่ 233 ล้านบาท (-18.2% YoY และ -28.4% QoQ)
- **Ekachai Hospital (EKH.BK/EKH TB)** คาดกำไรสุทธิใน 4Q66F อยู่ที่ 57 ล้านบาท (-83.9% YoY และ -39.3% QoQ) อย่างไรก็ตาม กำไรปกติของ EKH จะแข็งแกร่ง YoY เมื่อเทียบกับขาดทุนปกติ 58 ล้านบาทในงวด 4Q65
- **Ladprao Hospital (LPH.BK/LPH TB)** คาดกำไรสุทธิใน 4Q66F อยู่ที่ 38 ล้านบาท (-4.6% YoY แต่ +11.2% QoQ)

## เป็นปกติที่กำไรจะอ่อนตัว QoQ ในไตรมาสที่สี่ของปี

จากที่กลุ่มโรงพยาบาลทำกำไรใน 3Q66 ได้แข็งแกร่งที่สุดของปี เราคาดว่ากำไรหลักใน 4Q66F ดูแข็งแกร่ง (เทียบฤดูกาลที่อ่อนตัว QoQ) ขณะที่กำไรน่าจะยังคงแข็งแกร่ง YoY หนุนจากการฟื้นตัวต่อเนื่องของจำนวนผู้ป่วยทั่วไปและผู้ป่วยที่มารับการรักษาประเภทที่มีความซับซ้อน (intensity) เพิ่มขึ้นเป็นผลจากการเน้นโรคที่มีความซับซ้อนมากขึ้น อิงจากประมาณการปัจจุบันของกลุ่มโรงพยาบาลที่เราศึกษาอยู่ เราคาดว่ากำไรสุทธิรวมใน 4Q66F อยู่ที่ 6.33 พันล้านบาท (+13.0% YoY แต่ -6.0% QoQ)

## แนวโน้มการเติบโตต่อเนื่องในปี 2567F

เมื่อมองไปในอนาคต เรายังคงมองบวกต่อธุรกิจโรงพยาบาล เนื่องจากยังมีอัตราการเติบโตของกำไรต่อเนื่องในระยะยาว โดยมีปัจจัยหนุนหลักจาก i) การรักษาพยาบาลมีความเฉพาะเจาะจงมากขึ้นหรือที่เรียกว่าศูนย์ความเป็นเลิศ (Center of Excellence: COE) ในทุกโรงพยาบาล ii) การเป็นสังคมสูงวัยในประเทศไทย และ iii) การแข่งขันในด้านคุณภาพ บริการและราคาสำหรับผู้ป่วยต่างชาติ (เทียบกับโรงพยาบาลเดียวกันในภูมิภาคและประเทศพัฒนาแล้วต่าง ๆ) นอกจากนั้น เรายังคิดว่าโรงพยาบาลขนาดใหญ่จะขยายการรองรับผู้ป่วยในอนาคตเพื่อให้ก้าวทันกับการเติบโต หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือมีอัตรากำไร (margin) สูงขึ้นในระยะยาวจากการใช้ประโยชน์ของสินทรัพย์ได้อย่างมีประสิทธิภาพ ทั้งนี้ BH\* เป็นแบบอย่างของผลการดำเนินงานที่ประสบผลสำเร็จมาแล้ว ด้วยอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ที่น่าประทับใจอยู่ที่ 26.7% ในปี 2565

## เป็นช่วงเวลาที่เหมาะสมในการแนะนำการลงทุนในกลุ่มโรงพยาบาลขนาดเล็กหลังจากผ่านฐานกำไรสูงใน IH66 มาแล้ว

เนื่องจากเราคาดว่าโรงพยาบาลขนาดเล็กหลายแห่งสามารถทำรายได้อยู่ในระดับสูงกว่าช่วงก่อนโรค COVID ระบาดเมื่อปี 2562 ทั้งนี้ เราชื่นชอบ BCH\* และ CHG\* จากประเด็นดังกล่าว

## Valuation & Action

เรายังคงแนะนำการลงทุนกลุ่มโรงพยาบาลที่ Overweight พิจารณาจากฐานกำไรปกติหลังจากการระบาดของ COVID-19 และเลือกหุ้นเด่นเพิ่มคือ BCH\* ประเมินราคาเป้าหมายด้วยวิธี DCF ปี 2567 ที่ 24.00 บาท ส่วน BDMS\* ยังคงเป็นหุ้นเด่นในกลุ่มด้วยราคาเป้าหมาย DCF ปี 2567 ที่ 37.50 บาท

## Risks

COVID-19 ระบาด เกิดเหตุก่อการร้ายครั้งใหญ่และเศรษฐกิจฟื้นตัวช้ากว่าคาด

**Figure 1: Peer comparison**

	Rating	Target price (Bt)	Current price (Bt)	Upside (%)	22 EPS (Bt)	23F EPS (Bt)	24F EPS (Bt)	23F EPS growth (%)	24F EPS growth (%)	23F PER (x)	24F PER (x)	23F PBV (X)	24F PBV (X)	23F Div Yield (%)	23F ROAE (%)
BCH*	OP	24.00	21.30	12.7	1.22	0.57	0.67	(53.2)	17.4	37.4	31.8	3.8	3.5	1.2	10.2
BDMS*	OP	37.50	25.75	45.6	0.79	0.90	0.99	13.7	10.3	28.5	25.9	4.6	4.6	2.6	16.0
BH*	OP	300.00	217.00	38.2	6.21	8.71	9.29	40.4	6.6	24.9	23.4	7.3	6.3	1.7	32.1
CHG*	OP	3.70	2.88	28.5	0.25	0.09	0.11	(63.8)	23.4	31.5	25.5	3.4	2.9	1.6	10.3
EKH	OP	10.20	7.30	39.7	0.80	0.37	0.40	(53.9)	8.7	19.7	18.1	2.5	2.5	4.1	12.8
LPH	UR	UR	4.92	N.A.	0.45	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
<b>Sector</b>	<b>Overweight</b>							<b>(23.4)</b>	<b>13.3</b>	<b>28.4</b>	<b>24.9</b>	<b>4.3</b>	<b>4.0</b>	<b>2.2</b>	<b>16.3</b>

Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 2: 3Q23 earnings summary**

Bt mn	3Q23	3Q22	YoY (%)	2Q23	QoQ (%)	9M23	9M22	YoY (%)
<b>Revenue</b>								
BCH	3,175	3,429	(7.4)	2,849	11.4	8,697	16,039	(45.8)
BDMS	25,473	22,825	11.6	23,141	10.1	71,698	65,966	8.7
BH	6,720	5,673	18.5	6,029	11.5	18,799	14,678	28.1
CHG	2,093	2,026	3.3	1,799	16.4	5,608	8,382	(33.1)
EKH	333	281	18.6	299	11.4	892	798	11.9
LPH	581	557	4.3	512	13.5	1,588	1,853	(14.3)
<b>Total</b>	<b>38,374</b>	<b>34,791</b>	<b>10.3</b>	<b>34,628</b>	<b>10.8</b>	<b>107,282</b>	<b>107,716</b>	<b>(0.4)</b>
<b>Net profit</b>								
BCH	441	(403)	N.A.	284	55.0	979	2,769	(64.7)
BDMS	3,890	3,386	14.9	3,063	27.0	10,424	9,493	9.8
BH	1,954	1,501	30.2	1,748	11.8	5,286	3,392	55.8
CHG	326	258	26.0	206	58.1	772	2,493	(69.0)
EKH	93	76	22.5	26	257.0	198	199	(0.8)
LPH	34	61	(44.1)	6	512.4	57	283	(79.9)
<b>Total</b>	<b>6,738</b>	<b>4,880</b>	<b>38.1</b>	<b>5,333</b>	<b>26.4</b>	<b>17,715</b>	<b>18,630</b>	<b>(4.9)</b>
<b>Core profit</b>								
BCH	441	(403)	N.A.	284	55.0	979	2,769	(64.7)
BDMS	3,890	3,386	14.9	3,063	27.0	10,424	9,493	9.8
BH	1,954	1,501	30.2	1,748	11.8	5,286	3,392	55.8
CHG	326	258	26.0	206	58.1	772	2,493	(69.0)
EKH	90	76	18.3	71	26.9	210	199	5.6
LPH	34	61	(44.1)	6	512.4	57	283	(79.9)
<b>Total</b>	<b>6,735</b>	<b>4,880</b>	<b>38.0</b>	<b>5,378</b>	<b>25.2</b>	<b>17,728</b>	<b>18,630</b>	<b>(4.8)</b>
<b>(%)</b>	<b>3Q23</b>	<b>3Q22</b>	<b>YoY (ppts)</b>	<b>2Q23</b>	<b>QoQ (ppts)</b>	<b>9M23</b>	<b>9M22</b>	<b>YoY (ppts)</b>
<b>Gross margin</b>								
BCH	33.9	(2.6)	36.6	30.2	3.7	30.8	32.1	(1.3)
BDMS	35.3	34.4	1.0	33.3	2.0	34.4	33.9	0.5
BH	49.8	48.4	1.5	49.6	0.3	49.1	45.7	3.4
CHG	29.0	26.9	2.0	23.2	5.7	26.1	44.2	(18.1)
EKH	46.6	44.5	2.1	44.3	2.3	44.6	43.9	0.7
LPH	24.3	28.2	(3.9)	20.6	3.7	22.6	31.6	(9.0)
<b>Simple average</b>	<b>36.5</b>	<b>29.9</b>	<b>6.6</b>	<b>33.5</b>	<b>3.0</b>	<b>34.6</b>	<b>38.6</b>	<b>(4.0)</b>
<b>SG&amp;A/Sales</b>								
BCH	14.8	12.3	2.5	17.4	(2.6)	15.7	8.9	6.7
BDMS	20.0	19.7	0.3	21.1	(1.0)	20.4	19.3	1.1
BH	15.5	17.6	(2.1)	16.4	(0.9)	16.2	18.7	(2.6)
CHG	11.7	12.5	(0.7)	12.3	(0.6)	11.9	8.1	3.8
EKH	18.2	17.0	1.1	22.8	(4.7)	20.2	16.0	4.2
LPH	17.5	15.4	2.1	19.4	(1.9)	18.5	14.4	4.2
<b>Simple average</b>	<b>16.3</b>	<b>15.7</b>	<b>0.5</b>	<b>18.2</b>	<b>(1.9)</b>	<b>17.1</b>	<b>14.3</b>	<b>2.9</b>

Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 3: 4Q23F and 2024F earnings forecasts**

	Net profit (Bt mn)				Chg. (%) - 4Q23F		Net profit		Chg. (%)		Net profit		Chg. (%)					
	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2023F	YoY	QoQ	9M23	9M22	YoY	2023F	2024F	YoY
BCH	2,028	1,144	(403)	270	3,039	254	284	441	442	1,421	63.9	0.3	979	2,769	(64.7)	1,421	1,668	17.4
BDMS	3,443	2,664	3,386	3,113	12,606	3,470	3,063	3,890	3,914	14,338	25.7	0.6	10,424	9,493	9.8	14,338	15,812	10.3
BH	725	1,166	1,501	1,546	4,938	1,583	1,748	1,954	1,649	6,935	6.7	(15.6)	5,286	3,392	55.8	6,935	7,393	6.6
CHG	1,356	878	258	285	2,778	240	206	326	233	1,005	(18.2)	(28.4)	772	2,493	(69.0)	1,005	1,241	23.4
EKH	74	49	76	352	551	78	26	93	57	254	(83.9)	(39.3)	198	199	(0.8)	254	276	8.7
LPH	152	70	61	40	323	17	6	34	38	95	(4.6)	(11.2)	57	283	(79.9)	95	105	10.0
<b>Total</b>	<b>7,779</b>	<b>5,971</b>	<b>4,880</b>	<b>5,606</b>	<b>24,236</b>	<b>5,643</b>	<b>5,333</b>	<b>6,738</b>	<b>6,334</b>	<b>24,048</b>	<b>13.0</b>	<b>(6.0)</b>	<b>17,715</b>	<b>18,630</b>	<b>(4.9)</b>	<b>24,048</b>	<b>26,496</b>	<b>10.2</b>

Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 4: 4Q23F earnings outlook**

	Net profit (Bt mn)			% of full-year			Comment for 4Q23F
	4Q23F	4Q22	% Chg. YoY	2023F	9M23	4Q23F	
BCH	442	270	63.9	1,421	68.9	31.1	Earnings to be driven by i) intensity patients, ii) SSO's rate hike and iii) no forex loss at Kasemrad International Hospital Vientiane
BDMS	3,914	3,113	25.7	14,338	72.7	27.3	Pace of growth would come from i) seasonality (rainy season and winter), ii) annual check-ups for Thai patients, and iii) more intensity treatments
BH	1,649	1,546	6.7	6,935	76.2	23.8	Positive momentum from international patients with high intensity
CHG	233	285	(18.2)	1,005	76.8	23.2	Affected by higher cost of Chularat Medical Center (high intensity like Stroke, Brain and Cancer), while SSO's revenue could not fully offset the negative impact
EKH	57	352	(83.9)	254	77.7	22.3	Excluding a large extra gain from KLINIQA of Bt410mn in 4Q22, the company's 4Q23F earnings would be very solid YoY from a normalized loss of Bt58mn
LPH	38	40	(4.6)	95	59.9	40.1	Expect 4Q23F earnings to be unexciting
<b>Total</b>	<b>6,334</b>	<b>5,606</b>	<b>13.0</b>	<b>24,048</b>	<b>73.7</b>	<b>26.3</b>	

Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 5: Revenue breakdown by Thai and non-Thai patients before COVID-19 pandemic**

Revenue breakdown by Thai and non-Thai (Pre-COVID)	BCH	BDMS	BH	CHG	EKH	LPH
Thai segment (%)	92	76	37	96	99	95
Non-Thai segment (%)	8	24	63	4	1	5
	Middle East (56.7% of non-Thai)	Japan (2.3% of total revenue)	Myanmar	Middle East	Chinese (1%)	Expat
	CLMV (27.9%)	Cambodia (1.8%)	Qatar	CLMV	N.A.	N.A.
	China (5.1%)	US (1.5%)	Kuwait		N.A.	N.A.

Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 6: Combined profits**

Bt mn	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
BCH	1,135	1,229	6,846	3,039	1,421	1,668
BDMS	15,517	7,214	7,936	12,606	14,338	15,812
BH	3,748	1,204	1,216	4,938	6,935	7,393
CHG	705	877	4,204	2,778	1,005	1,241
EKH	160	72	345	551	254	276
<b>Total</b>	<b>21,265</b>	<b>10,597</b>	<b>20,547</b>	<b>23,913</b>	<b>23,953</b>	<b>26,391</b>
Chg. YoY (%)		-50.2	93.9	16.4	0.2	10.2

Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 8: Sales**

Bt mn	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
BCH	8,880	8,928	21,405	18,827	12,522	13,398
BDMS	79,630	65,166	71,541	88,535	97,892	104,717
BH	18,409	12,315	12,404	20,646	25,807	27,097
CHG	5,166	5,433	11,742	10,103	7,851	8,530
EKH	886	646	1,146	1,049	1,119	1,175
<b>Total</b>	<b>112,972</b>	<b>92,488</b>	<b>118,239</b>	<b>139,158</b>	<b>145,190</b>	<b>154,917</b>
Chg. YoY (%)		-18.1	27.8	17.7	4.3	6.7

Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 7: Gross margins**

Percent	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
BCH	31.8	33.1	50.7	32.2	31.0	32.0
BDMS	31.8	28.8	30.8	34.1	35.0	35.5
BH	44.1	37.7	37.7	46.2	49.5	50.0
CHG	29.7	32.2	49.9	41.5	26.0	28.2
EKH	42.5	30.3	47.4	41.9	43.0	44.0
<b>Average</b>	<b>36.0</b>	<b>32.4</b>	<b>43.3</b>	<b>39.2</b>	<b>36.9</b>	<b>37.9</b>
Chg. YoY (ppts)		-3.6	10.9	-4.1	-2.3	1.0

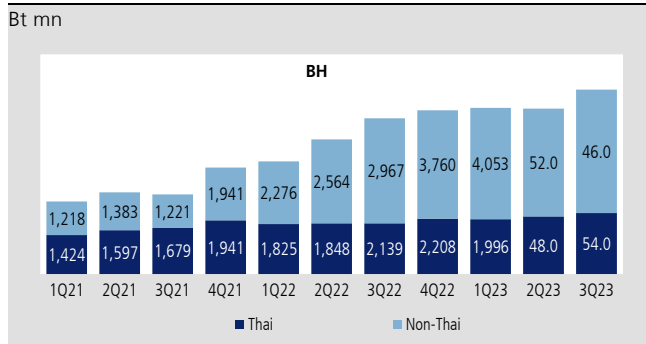
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 9: SG&A/Sales**

Percent	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
BCH	13.9	13.6	6.9	10.3	14.5	14.0
BDMS	21.9	21.7	21.0	19.9	20.4	20.4
BH	20.4	27.6	26.6	18.4	18.0	18.0
CHG	13.0	12.4	7.0	9.3	13.0	13.0
EKH	22.0	20.2	15.1	18.8	16.0	16.0
<b>Average</b>	<b>18.2</b>	<b>19.1</b>	<b>15.3</b>	<b>15.3</b>	<b>16.4</b>	<b>16.3</b>
Chg. YoY (ppts)		0.9	-3.8	0.1	1.0	-0.1

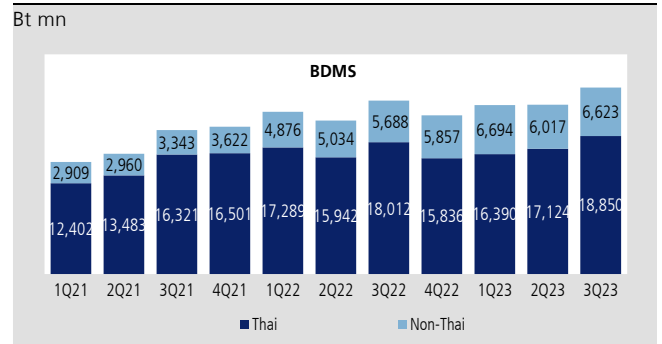
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 10: BH's trend in non-Thai patient revenues**



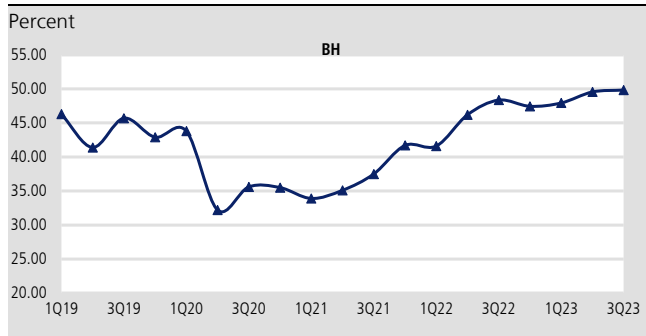
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 11: BDMS's trend in non-Thai patient revenues**



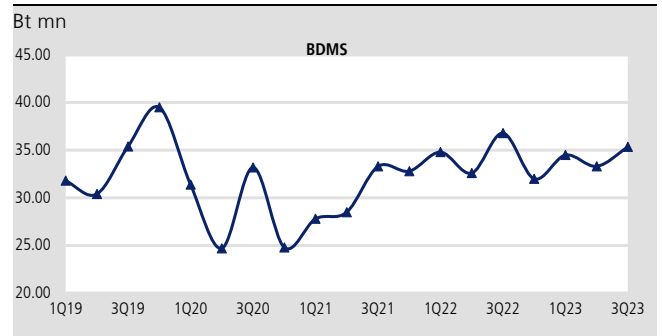
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 12: BH's trend in gross margin**



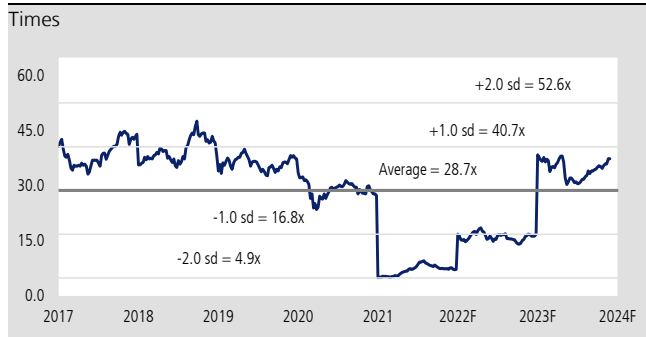
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 13: BDMS's trend in gross margin**



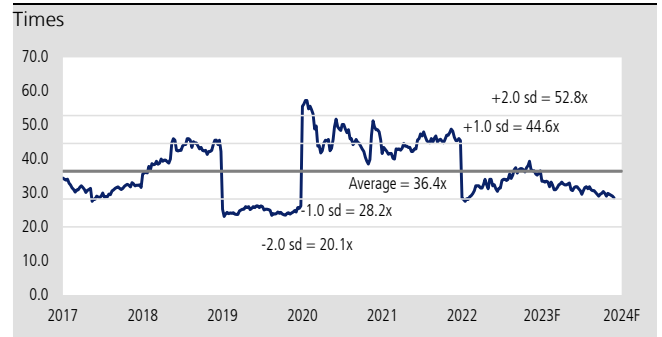
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 14: BCH – Trading PE**



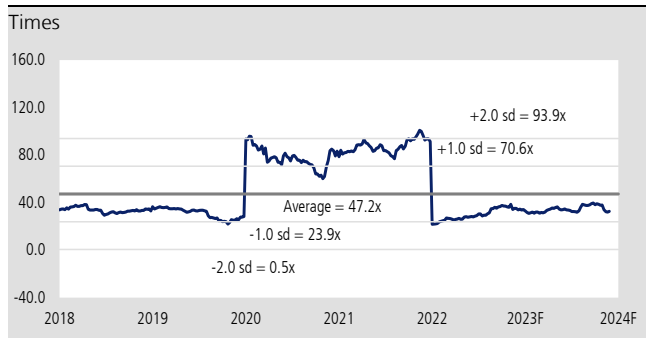
Source: Bloomberg, KGI Securities Research

**Figure 15: BDMS – Trading PE**



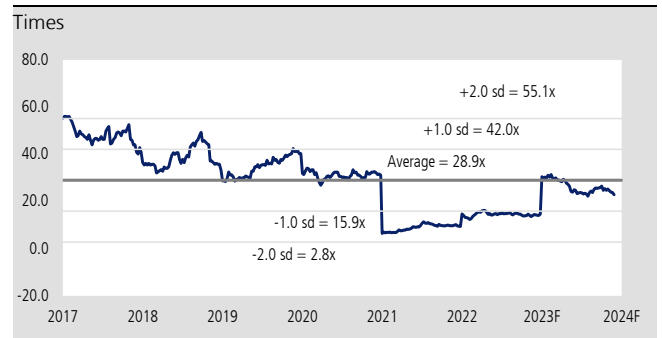
Source: Bloomberg, KGI Securities Research

**Figure 16: BH – Trading PE**

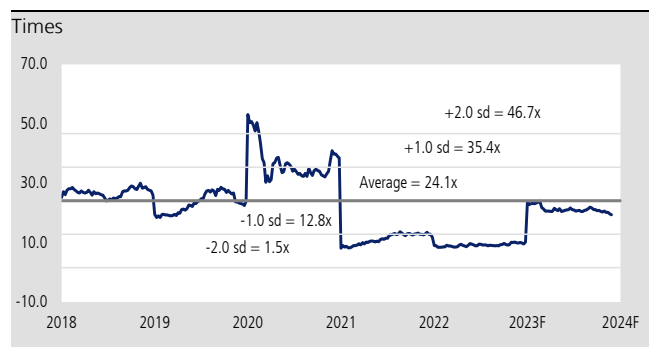


Source: Bloomberg, KGI Securities Research

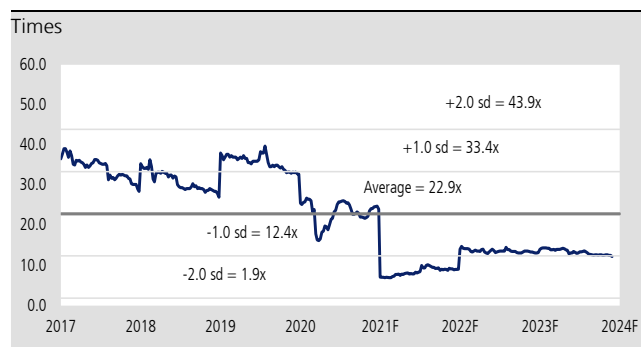
**Figure 17: CHG – Trading PE**



Source: Bloomberg, KGI Securities Research

**Figure 18: EKH – Trading PE**


Source: Bloomberg, KGI Securities Research

**Figure 19: LPH – Trading PE**


Source: Bloomberg, KGI Securities Research

**Figure 20: BH - Sensitivity analysis of international patients and terminal growth**

BH	Impact to earnings projections (%)		2024F target price	
	2023F	2024F	Current target price (Bt)	Upside/Downside (%)
Number of tourists to increase 1mn for 2024F	-	2.2	300	2.0
Raised terminal growth 1% from the current level	-	-	300	15.0

Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 21: BDMS - Sensitivity analysis of international patients and terminal growth**

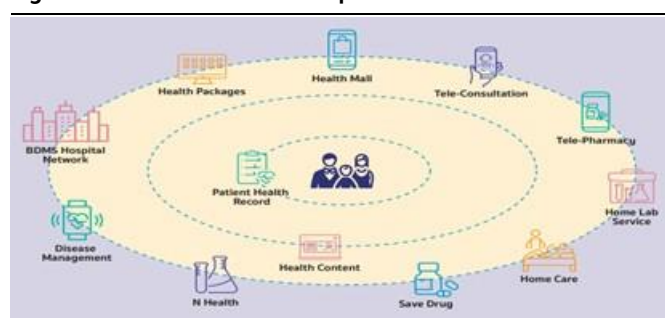
BDMS	Impact to earnings projections (%)		2024F target price	
	2023F	2024F	Current target price (Bt)	Upside/Downside (%)
Number of tourists to increase 1mn for 2024F	-	1.1	37.5	1.0
Raised terminal growth 1% from the current level	-	-	37.5	14.0

Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 22: Revenue breakdown by Thai and non-Thai patients before COVID-19 pandemic**

Revenue breakdown by Thai and non-Thai (Pre-COVID)	BCH	BDMS	BH	CHG	EKH	LPH
Thai segment (%)	92	76	37	96	99	95
Non-Thai segment (%)	8	24	63	4	1	5
	Middle East (56.7% of non-Thai)	Japan (2.3% of total revenue)	Myanmar	Middle East	Chinese (1%)	Expat
	CLMV (27.9%)	Cambodia (1.8%)	Qatar	CLMV	N.A.	N.A.
	China (5.1%)	US (1.5%)	Kuwait		N.A.	N.A.

Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 23: Effective healthcare platform**


Source: BDMS

# Corporate Governance Report of Thai Listed Companies



## Companies with Excellent CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AAV	ASIA AVIATION	GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	RATCH	RATCH GROUP
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	RBF	R&B FOOD SUPPLY
AMA	AMA MARINE	GULF	GULF ENERGY DEVELOPMENT	SAT	SOMBOON ADVANCE TECHNOLOGY
AMATA	AMATA CORPORATION	HANA	HANA MICROELECTRONICS	SCB	SCB X
ANAN	ANANDA DEVELOPMENT	HENG	HENG LEASING AND CAPITAL	SCC	THE SIAM CEMENT
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	SCCC	SIAM CITY CEMENT
AP	AP (THAILAND)	INTOUCH	INTOUCH HOLDINGS	SCGP	SCG PACKAGING
BAFS	BANGKOK AVIATION FUEL SERVICES PCL.	IRPC	IRPC	SEAFECO	SEAFECO
BAM	BANGKOK COMMERCIAL ASSET MANAGEMENT	IVL	INDORAMA VENTURES	SHR	S HOTELS AND RESORTS
BANPU	BANPU	KBANK	KASIKORN BANK	SICT	SILICON CRAFT TECHNOLOGY
BBL	BANGKOK BANK	KCE	KCE ELECTRONICS	SMPC	SAHAMITR PRESSURE CONTAINER
BCP	BANGCHAK CORPORATION	KEX	KERRY EXPRESS (THAILAND)	SNC	SNC FORMER
BCPG	BCPG	KKP	KIATNAKIN PHATRA BANK	SPALI	SUPALAI
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	KTB	KRUNG THAI BANK	SPRC	STAR PETROLEUM REFINING
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	KTC	KRUNGTHAI CARD	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION
BGRIM	B. GRIMM POWER	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT	STGT	SRI TRANG GLOVES (THAILAND)
BPP	BANPU POWER	MAJOR	MAJOR CINEPLEX GROUP	SUN	SUNSWEET
BTS	BTS GROUP HOLDINGS	MBK	MBK	SVI	SVI
CENTEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MINT	MINOR INTERNATIONAL	TACC	T.A.C. CONSUMER
CK	CH. KARNCHANG	MTC	MUANGTHAI CAPITAL	TCAP	THANACHART CAPITAL
CKP	CK POWER	OR	PTT OIL AND RETAIL BUSINESS	THCOM	THAICOM
COM7	COM7	ORI	ORIGIN PROPERTY	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
CPALL	CP ALL	OSP	OSOTSPA	TKN	TAOKAENOI FOOD & MARKETING
CPAXT	CP AXTRA	PLANB	PLAN B MEDIA	TOP	THAI OIL
CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS	PSH	PRUKSA HOLDING	TTB	TMBTHANACHART BANK
CPN	CENTRAL PATTANA	PTG	PTG ENERGY	TU	THAI UNION GROUP
DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND)	PTT	PTT	VGI	VGI
DOHOM	DOHOME	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION	WHA	WHA CORPORATION
EGCO	ELECTRICITY GENERATING	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL	WHAUP	WHA UTILITIES AND POWER
GFPT	GFPT	PYLON	PYLON	ZEN	ZEN CORPORATION GROUP
GGC	GLOBAL GREEN CHEMICALS	QH	QUALITY HOUSES		



## Companies with Very Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AEONTS	AEON THANA SINSAP (THAILAND)	JMT	JMT NETWORK SERVICES	SFT	SHRINKFLEX (THAILAND)
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	LH	LAND AND HOUSES	SINGER	SINGER THAILAND
BEC	BEC WORLD	M	MK RESTAURANT GROUP	SMD	SAINTMED
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL	MEGA	MEGA LIFESCIENCES	SNNP	SRINANAPORN MARKETING
CBG	CARABAO GROUP	NETBAY	NETBAY	SPA	SIAM WELLNESS GROUP
CHG	CHULARAT HOSPITAL	PJW	PANJAWATTANA PLASTIC	TFG	THAIFOODS GROUP
ERW	THE ERAWAN GROUP	SAK	SAKSIAM LEASING	TIDLOR	NGERN TID LOR
ESSO	ESSO (THAILAND)	SAPPE	SAPPE	TNP	THANAPIRIYA
HUMAN	HUMANICA	SAWAD	SRISAWAD CORPORATION	UBE	UBON BIO ETHANOL
IIG	I&I GROUP	SFLEX	STARFLEX	XO	EXOTIC FOOD



## Companies with Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AU	AFTER YOU	LPH	LADPRAO GENERAL HOSPITAL	TPCH	TPC POWER HOLDING
EKH	EKACHAI MEDICAL CARE	MENA	MENA TRANSPORT		
JMART	JAYMART GROUP HOLDINGS	SISB	SISB		

## Companies classified Not in the three highest score groups

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BBGI	BBGI	NTSC	Nutrition SC	TGE	THACHANG GREEN ENERGY
BTG	BETAGRO	PLT	Pilatus Marine		
ITC	i-Tail Corporation	PQS	Premier Quality Starch		

Source: www.thai-iod.com

**Disclaimer:** The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on inside information. The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, KGI Securities (Thailand) Public Company Limited (KGI) does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of such survey result.

## Anti-corruption Progress Indicator

### Level 5: Extended

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	QH	QUALITY HOUSES
ANAN	ANANDA DEVELOPMENT	GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	RATCH	RATCHABURI ELECTRICITY GENERATING HOLDING
BBL	BANGKOK BANK	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	ROBINS	ROBINSON DEPARTMENT STORE
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	IRPC	IRPC	SCC	THE SIAM CEMENT
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	KBANK	KASIKORNBANK	SIRI	SANSIRI
BIGC	BIG C SUPERCENTER	KCE	KCE ELECTRONICS	SPALI	SUPALAI
CK	CH. KARNCHANG	KKP	KIATNAKIN BANK	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION
DCC	DYNASTY CERAMIC	KTB	KRUNG THAI BANK	TCAP	THANACHART CAPITAL
DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND)	LPH	LADPRAO GENERAL HOSPITAL	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
DRT	DIAMOND ROOFING TILES	PACE	PACE DEVELOPMENT CORPORATION	TMT	THAI METAL TRADE
EGCO	ELECTRICITY GENERATING	PTT	PTT	TOP	THAI OIL
GFPT	GFPT	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL		

### Level 4: Certified

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AAV	ASIA AVIATION	ERW	THE ERAWAN GROUP	SAPPE	SAPPE
AP	ASIAN PROPERTY DEVELOPMENT	GLOW	GLOW ENERGY	SAWAD	SRISAWAD POWER 1979
BA	BANGKOK AIRWAYS	GUNKUL	GUNKUL ENGINEERING	SCB	THE SIAM COMMERCIAL BANK
BANPU	BANPU	ILINK	INTERLINK COMMUNICATION	SCN	SCAN INTER
BCP	THE BANGCHAK PETROLEUM	KTC	KRUNGTHAI CARD	SEAFCO	SEAFCO
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL	LH	LAND AND HOUSES	SVI	SVI
BJCHI	BJC HEAVY INDUSTRIES	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT	TASCO	TIPCO ASPHALT
CBG	CARABAO GROUP	MAKRO	SIAM MAKRO	TKN	TAOKAENOI FOOD & MARKETING
CENDEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MALEE	MALEE SAMPRAN	TMB	TMB BANK
CHG	CHULARAT HOSPITAL	MINT	MINOR INTERNATIONAL	TRT	TIRATHAI
CKP	CK POWER	MODERN	MODERNFORM GROUP	TRUE	TRUE CORPORATION
CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS	NOK	NOK AIRLINES	TVO	THAI VEGETABLE OIL
CPN	CENTRAL PATTANA	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION		
DTAC	TOTAL ACCESS COMMUNICATION	PYLON	PYLON		

### Level 3: Established

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	MTLS	MUANGTHAI LEASING	SPRC	STAR PETROLEUM REFINING
CPALL	CP ALL	SCI	SCI ELECTRIC		

### No progress

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	BPP	BANPU POWER	FN	FN FACTORY OUTLET
BCPG	BCPG	BTS	BTS GROUP HOLDINGS	TPCH	TPC POWER HOLDING

Source: www.cgthailand.org

**Disclaimer:** The disclosure of the Anti-Corruption Progress Indicators of a listed company on the Stock Exchange of Thailand, which is assessed by the relevant institution as disclosed by the Office of the Securities and Exchange Commission, is made in order to comply with the policy and sustainable development plan for the listed companies. The relevant institution made this assessment based on the information received from the listed company, as stipulated in the form for the assessment of Anti-corruption which refers to the Annual Registration Statement (Form 56-1), Annual Report (Form 56-2), or other relevant documents or reports of such listed company. The assessment result is therefore made from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on any inside information. Since this assessment is only the assessment result as of the date appearing in the assessment result, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, KGI Securities (Thailand) Public Company Limited (KGI) does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of the assessment result.

**KGI Locations**

<b>China</b>	Shanghai	Room 1507, Park Place, 1601 Nanjing West Road, Jingan District, Shanghai, PRC 200040
	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
<b>Singapore</b>		4 Shenton Way #13-01 SGX Centre 2 Singapore 068807 Telephone 65.6202.1188 Facsimile 65.6534.4826

**KGI's Ratings**

<b>Rating</b>	<b>Definition</b>
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)
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.
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.  Excess return = 12M target price/current price-
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.