



Hotel Sector

Neutral Downgraded

เราคาดว่านโยบายรัฐบาลจะช่วยหนุนให้จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติฟื้นตัวขึ้นเป็น 28.5 ล้านคนในปี 2566F และอยู่ที่ 35.0 ล้านคนในปี 2567F เมื่อประกอบกับปัจจัยด้านฤดูกาลท่องเที่ยวในยุโรป เรามองว่ากลุ่มโรงแรมจะมีโมเมนตัมของกำไรแข็งแกร่งขึ้นใน 2H66F นำโดย Minor International (MINT.BK/MINT TB)* และ Central Plaza Hotel (CENTEL.BK/CENDEL TB)* ซึ่งคาดมีอัตรากำไรเติบโตของกำไรสุทธิ HoH แข็งแกร่งที่สุดในกลุ่มอยู่ที่ 99% HoH และ 23% HoH ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าปัจจัยบวกต่าง ๆ จากนโยบายกระตุ้นการท่องเที่ยวส่วนใหญ่ได้สะท้อนไปในราคาหุ้นเรียบร้อยแล้ว ขณะที่ อัตรากำไรเติบโตกำไรสุทธิคาดว่าจะชะลอลงในปีหน้า ดังนั้น เราจึงปรับลดน้ำหนักกลุ่มโรงแรมลงเป็นเท่ากับตลาด (Neutral) จากมากกว่าตลาด (Overweight) โดยเลือก MINT และ CENTEL เป็นหุ้นเด่นในกลุ่มโรงแรมที่เราศึกษา

ข่าวดีส่วนใหญ่ได้สะท้อนไปในราคาหุ้นแล้ว

Event

อัปเดตแนวโน้มกลุ่มโรงแรม

Impact

คาดนโยบายกระตุ้นการท่องเที่ยวผลักดันให้จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติเพิ่มขึ้นเป็น 28.5 ล้านคนปีนี้ เราปรับสมมติฐานจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติเพิ่มเป็น 28.5 ล้านคนในปี 2566F จากเดิมที่ 28.0 ล้านคน เนื่องจากเราคาดว่านโยบายของรัฐบาลที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยวจะเป็นตัวกระตุ้น โดยรัฐบาลได้อนุมัติมาตรการยกเว้นการขอวีซ่าของนักท่องเที่ยวจีนระหว่างวันที่ 25 กันยายน 2566 – 29 กุมภาพันธ์ 2567 ซึ่งถือเป็นปัจจัยสนับสนุนหลักต่อประมาณการนักท่องเที่ยวของเรา อย่างไรก็ตาม เรายังคงคาดหวังมาตรการในระยะกลาง อย่างเช่น การยกเว้นค่าธรรมเนียมวีซ่าให้กับนักท่องเที่ยวต่างชาติอื่นด้วย เพื่อเป็นการกระตุ้นการท่องเที่ยวในปีหน้า ทั้งนี้ เราคาดทั้ง The Erawan Group (ERW.BK/ERW TB) และ Siam Wellness Group (SPA.BK/SPA TB) จะได้รับประโยชน์มากที่สุดจากการเพิ่มขึ้นของนักท่องเที่ยวต่างชาติเพราะมีส่วนรายได้จากรูทิงโรงแรมและร้านอาหารในประเทศไทยสูงอยู่ที่ 92% และ 97% ตามลำดับ

คาดการณ์กำไรสุทธิของกลุ่มโรงแรมแข็งแกร่งใน 2H66F

เราคาดว่ากำไรสุทธิรวมของกลุ่มโรงแรมที่เราศึกษา อยู่ที่ 5.9 พันล้านบาทใน 2H66F (+66% HoH) โดยคาด Minor International (MINT.BK/MINT TB)* มีอัตรากำไรเติบโตของกำไรสูงสุดที่ 99% HoH หลัก ๆ ตามฤดูกาลท่องเที่ยวในยุโรป (ไตรมาสแรกเป็น low season มากที่สุด) ขณะที่ โรงแรมประเทศไทยยังได้รับประโยชน์จากการเพิ่มขึ้นของนักท่องเที่ยวต่างชาติ ส่วน Central Plaza Hotel (CENTEL.BK/CENDEL TB)* คาดอัตรากำไรเติบโตของกำไรสุทธิสูงลงมาที่ 23% HoH เนื่องจากการมีรายได้สูงขึ้นจากทั้งธุรกิจโรงแรมและธุรกิจอาหารและยังไม่มีค่าใช้จ่ายช่วงก่อนการเปิดโรงแรมในญี่ปุ่น (โอซากา) เหมือนใน 1H66 (ราว 100 ล้านบาท) สำหรับ SPA เราคาดมีอัตรากำไรเติบโตกำไร HoH เป็นเลขหลักเดียวกลาง ๆ หนุนจากการเพิ่มขึ้นของนักท่องเที่ยวต่างชาติแต่อัตรากำไรเข้าใช้บริการ (utilization rate) อาจมี upside จำกัดจากระดับปัจจุบันที่ 80%.

คาดการณ์อัตรากำไรเติบโตชะลอตัวลงในปีหน้า โดยคาดนักท่องเที่ยวต่างชาติอยู่ที่ 35.0 ล้านคน

เราคาดว่านโยบายสนับสนุนการท่องเที่ยวจะคงดำเนินต่อเนื่องในปีหน้า และคาดจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติอยู่ที่ 35.0 ล้านคน ปรับลดลงจากเดิมที่เคยคาด 38.0 ล้านคน ทั้งนี้ ภาวะเศรษฐกิจโลกชะลอตัว ภาวะเงินเฟ้อและขึ้นดอกเบี้ยขยับขึ้นในการยื่นขอวีซ่าจะเป็นอุปสรรคใหญ่ต่อการกลับมาของนักท่องเที่ยว โดยเฉพาะกลุ่มทัวร์จีนและนักท่องเที่ยวจากบางประเทศ อาทิเช่น ญี่ปุ่นและลาว ขณะที่สถานการณ์หลังจากโรคระบาด COVID-19 ได้กลับคืนสู่ภาวะปกติแล้ว เราจึงคาดว่าอุปสงค์ค้าง (pent-up demand) ต่อการท่องเที่ยวจะน้อยลงในปี 2567F และคาดว่ากำไรสุทธิของบริษัทที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยวที่เราศึกษาเติบโตในอัตราที่ชะลอตัวลงอยู่ที่ 14% จาก 114% ในปี 2566F

ปรับลดน้ำหนักกลุ่มโรงแรมลงเป็นเท่ากับตลาด โดยเลือก MINT และ CENTEL เป็นหุ้นเด่นสุดในกลุ่ม ถึงแม้ว่าเรามองด้านบวกต่อกำไรในระยะสั้นช่วง 2H66F แต่คาดว่า upside มีจำกัดมากขึ้น เนื่องจากราคาหุ้นรับรู้ปัจจัยบวกไปมากแล้วจากนโยบายต่าง ๆ ของรัฐบาล ทั้งนี้ โดยเราปรับลดประมาณการกำไรสุทธิโดยรวมของกลุ่มในปี 2566F ลงเล็กน้อย 1% เป็น 9.39 พันล้านบาท และปรับลดของปี 2567F ลง 6% อยู่ที่ 1.07 หมื่นล้านบาท (+14% YoY) นอกจากนี้ เรามองว่า valuations ควรจะลดลงเพื่อสะท้อนการเติบโตที่กลับเข้าสู่ระดับปกติมากขึ้น เราเห็นว่านักลงทุนอาจพิจารณาถือครองหุ้นบางตัวที่มี upside จำกัด ทั้งนี้ เราปรับลดน้ำหนักกลุ่มโรงแรมลงเป็นเท่ากับตลาด (Neutral) จากมากกว่าตลาด (overweight) โดยเลือก MINT และ CENTEL เป็นหุ้นเด่นในกลุ่มโรงแรมที่เราศึกษา

Risk

โรคระบาด ภาวะเศรษฐกิจโลกถดถอยและความวุ่นวายทางการเมือง

Tidarat Palodom
66.2658.8888 Ext. 8348
tidaratp@kgi.co.th

Figure 1: Peer comparison

	Rating	TP-24F		Upside %	Mkt cap (Bt bn)	EPS (Bt)			EPS growth			PE (x)			EV/EBITDA (x)			ROE (%)		
		Bt	price			22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F
CENTEL*	OP	56.0	47.5	17.9	62.8	0.29	1.24	1.68	NM	>100	36.2	170.4	38.4	28.2	20.1	14.9	13.0	2.2	8.6	10.6
ERW*	N	5.65	5.50	2.7	24.9	(0.05)	0.15	0.18	NM	NM	21.1	NM	36.7	30.3	30.9	18.1	15.8	(3.8)	11.2	11.9
MINT*	OP	45.0	31.5	42.9	183.3	0.54	0.89	0.93	NM	65.5	4.1	59.9	35.3	33.9	10.5	10.0	9.3	6.2	8.7	7.9
SHR	N	3.26	2.86	14.0	10.7	0.00	0.00	0.03	NM	(62.6)	>100	NM	>100	>100	15.1	11.8	11.2	0.0	0.7	1.4
SPA	N	12.8	13.3	(3.8)	11.3	(0.10)	0.27	0.29	NM	NM	10.0	NA	50.2	45.6	28.5	13.6	11.7	(15.5)	28.5	23.9
Sector	Neutral			14.7					NM	>100	17.9	>100	40.2	34.5	21.0	13.7	12.2	(2.2)	11.5	11.1

Source: Company data, KGI Securities Research

*2024F EPS growth, 2023F and 2024F PE are omitted for SHR due to outlier numbers

Figure 2: Yearly international tourist arrivals

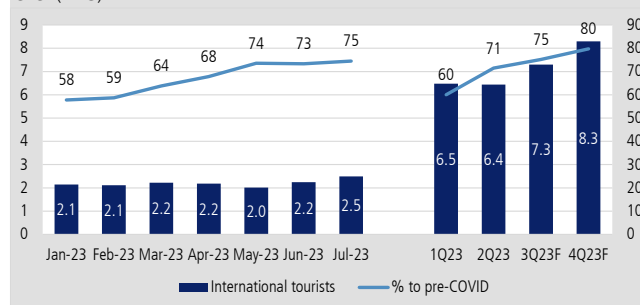
Number of international tourist arrivals, mn (LHS); percent to pre-COVID level (RHS)



Source: Ministry of Tourism & Sports; KGI Securities Research

Figure 3: Monthly international tourist arrivals

Number of international tourist arrivals, mn (LHS); percent to pre-COVID level (RHS)



Source: Ministry of Tourism & Sports; KGI Securities Research

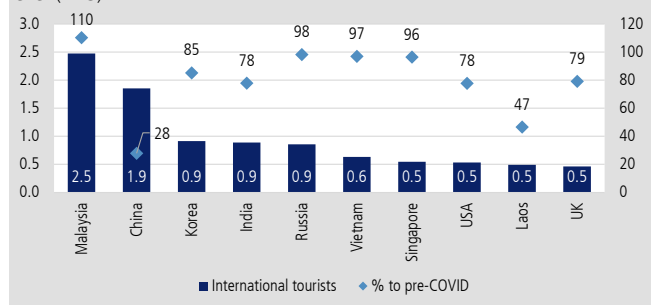
Figure 4: Tourist arrival assumptions

Mn persons	7M23	2023F	% pre-COVID	2024F	% pre-COVID
Asia and Pacific	10.9	20.3	66%	26.3	86%
Europe	3.4	6.2	92%	6.4	95%
America	0.7	1.3	80%	1.5	92%
Others	0.4	0.7	78%	0.8	89%
Total	15.4	28.5	71%	35.0	88%
Asia and Pacific					
Malaysia	2.5	4.4	103%	5.5	129%
China	1.9	4.5	41%	7.0	64%
Korea	0.9	1.6	85%	1.9	100%
India	0.9	1.6	80%	2.2	110%
Other Asia and Pacific	4.8	8.2	71%	9.7	84%
Other organizations' assumption					
BOT (May 23)		29.0	73%	35.5	89%
TAT (Jul 23)		25.0	63%	35.0	88%
NESDC (Aug 23)		28.0	70%	NA	NA

Source: Ministry of Tourism & Sports; KGI Securities Research

Figure 5: Top 10 international tourist arrivals in 7M23

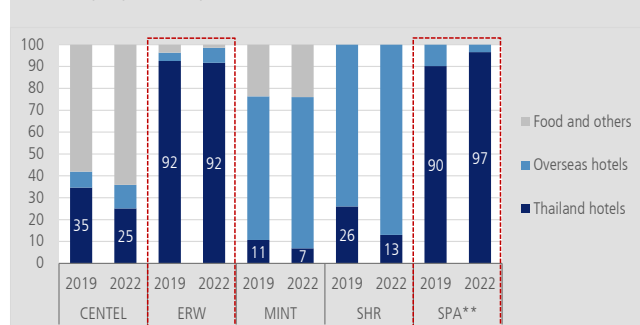
Number of international tourist arrivals, '000 (LHS); percent to pre-COVID level (RHS)



Source: Ministry of Tourism & Sports; KGI Securities Research

Figure 6: Revenue breakdown

Revenue proportion, percent



Source: Ministry of Tourism & Sports; KGI Securities Research

Figure 7: Earnings revisions

Net profit (Bt mn)	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	% chg 2Q23		1H23	2H23F	% HoH 2H23F
										QoQ	YoY			
CENTEL*	(606)	(803)	152	(44)	22	(78)	498	629	121	-80.8%	446.8%	750	919	22.6%
ERW*	(690)	(623)	(246)	(313)	(139)	(12)	240	239	142	-40.5%	NM	381	298	-21.7%
MINT*	(3,924)	(436)	(1,557)	(3,794)	1,561	4,608	1,911	(976)	3,255	NM	108.5%	2,279	4,531	98.8%
SHR	(571)	(282)	(70)	(204)	(97)	207	108	125	(117)	-193.9%	NM	8	(2)	-129.8%
SPA	(87)	(78)	(46)	(57)	(29)	(15)	14	50	60	19.1%	NM	111	116	5.0%
Sum	(5,878)	(2,221)	(1,767)	(4,412)	1,318	4,711	2,769	67	3,461	5058.6%	162.5%	3,528	5,861	66.2%

GPM (%)	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	% chg 2Q23		1H23	2H23F	% HoH 2H23F
										QoQ	YoY			
CENTEL*	27.9	23.8	39.9	37.9	39.9	39.7	41.8	44.8	39.8	-5.0%	-0.1%	42.4	41.1	-1.3%
ERW*	(101.7)	(127.6)	0.3	3.1	24.6	35.5	43.8	43.4	41.6	-1.8%	17.0%	42.5	43.5	1.0%
MINT*	22.6	34.1	42.6	31.0	45.7	46.2	45.9	40.9	47.6	6.7%	1.8%	44.6	45.1	0.5%
SHR	2.2	28.3	29.7	25.5	31.1	35.3	38.0	36.9	29.8	-7.1%	-1.3%	33.5	34.9	1.4%
SPA	(236.4)	(327.8)	(16.0)	(17.4)	8.5	14.3	22.1	27.6	29.3	1.7%	20.8%	28.5	29.2	0.7%
Average	(57.1)	(73.8)	19.3	16.0	30.0	34.2	38.3	38.7	37.6	-1.1%	7.7%	38.3	38.8	0.5%

Source: Company data, KGI Securities Research

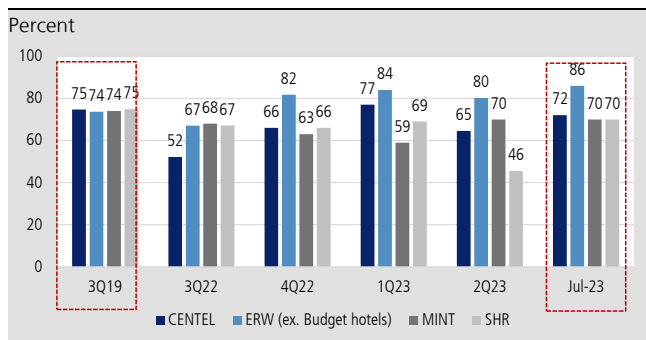
Figure 8: Occupancy rate by company

 Source: Company data; KGI Securities Research
 *ERW's number excludes budget hotels in its portfolio

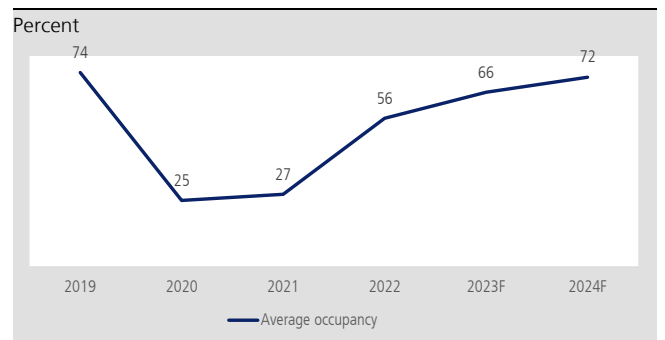
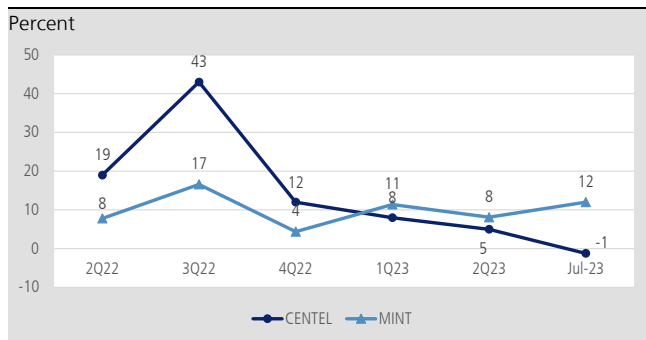
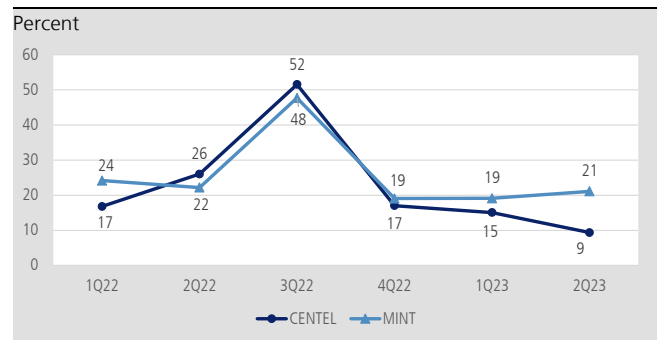
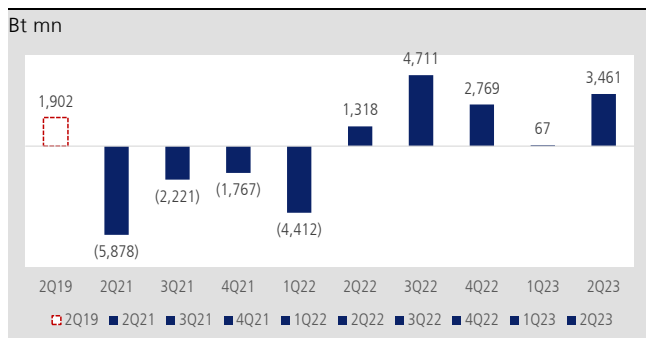
Figure 9: Sector's average occupancy rate

 Source: Company data; KGI Securities Research
 *ERW's number excludes budget hotels in its portfolio

Figure 10: Same-store-sales growth


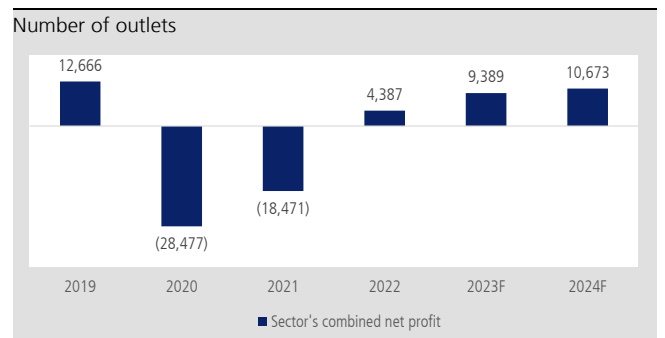
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 11: Total-system-sales growth


Source: Company data, KGI Securities Research

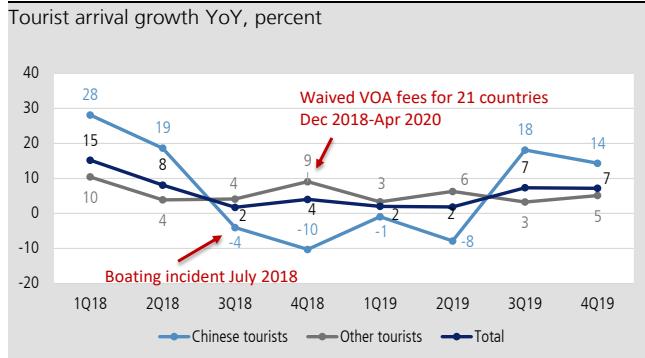
Figure 12: Quarterly net profits


Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 13: Yearly net profits


Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 14: Tourist arrival growth after boat accident



Source: TAT; KGI Securities Research

Figure 15: Monthly tourist arrivals from China and India



Source: Ministry of Tourism & Sports; KGI Securities Research

Figure 16: Receipts from Chinese tourists by tourist type



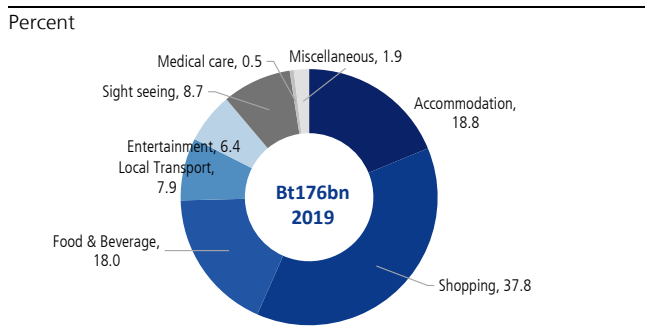
Source: TAT; KGI Securities Research

Figure 17: Average cost per Trip



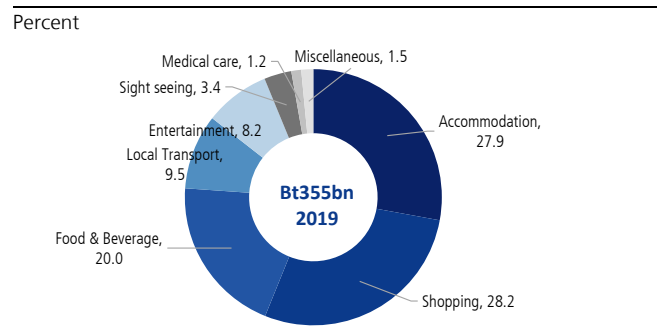
Source: Ministry of Tourism & Sports; KGI Securities Research

Figure 18: Chinese group tourists spending by item



Source: Ministry of Tourism & Sports; KGI Securities Research

Figure 19: Chinese non-group tourists spending by item



Source: Ministry of Tourism & Sports; KGI Securities Research

Figure 20: Sensitivity analysis on 15% minimum wage increase

Stock	% of employee benefit to revenue	NP margin (%)	2024F net profit (Bt mn)	Increase in labor cost (Bt)	% impact to NP
CENTEL*	17.3	9.1	2,274	74	3.3
ERW*	29.6	11.2	887	13	1.5
MINT*	26.7	6.3	7,158	50	0.7
SHR	32.6	1.1	104	2	2.2
SPA	38.6	15.6	249	4	1.6

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 21: Earnings revision

Net profit (Bt mn)	Revised		Previous		Change (%)	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
CENTEL	1,669	2,274	1,990	2,275	-16.1	-0.1
ERW	678	887	560	657	21.1	35.0
MINT	6,810	7,158	6,360	7,577	7.1	-5.5
SHR	5	104	199	268	-97.3	-61.1
SPA	227	249	197	240	15.2	3.9
Sector's combined net profit	9,389	10,673	9,500	11,330	-1.2	-5.8

Source: KGI Securities Research

Corporate Governance Report of Thai Listed Companies



Companies with Excellent CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AAV	ASIA AVIATION	EGCO	ELECTRICITY GENERATING	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	GFPT	GFPT	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL
AMA	AMA MARINE	GGC	GLOBAL GREEN CHEMICALS	PYLON	PYLON
AMATA	AMATA CORPORATION	GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	QH	QUALITY HOUSES
ANAN	ANANDA DEVELOPMENT	HANA	HANA MICROELECTRONICS	RATCH	RATCHABURI ELECTRICITY GENERATING HOLDING
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	RS	RS
AP	ASIAN PROPERTY DEVELOPMENT	INTUCH	SHIN CORPORATION	SCB	THE SIAM COMMERCIAL BANK
BANPU	BANPU	IRPC	IRPC	SCC	THE SIAM CEMENT
BCP	THE BANGCHAK PETROLEUM	IVL	INDORAMA VENTURES	SCCC	SIAM CITY CEMENT
BCPG	BCPG	KBANK	KASIKORNBANK	SEAFCO	SEAFCO
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	KCE	KCE ELECTRONICS	SMPC	SAHAMITR PRESSURE CONTAINER
BEC	BEC WORLD	KKP	KIATNAKIN BANK	SPALI	SUPALAI
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	KTB	KRUNG THAI BANK	SPRC	STAR PETROLEUM REFINING
BGRIM	B.GRIMM POWER	KTC	KRUNGTHAI CARD	SVI	SVI
BPP	BANPU POWER	LH	LAND AND HOUSES	TACC	T.A.C. CONSUMER
BTS	BTS GROUP HOLDINGS	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT	TCAP	THANACHART CAPITAL
CENTEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MAKRO	SIAM MAKRO	THCOM	THAICOM
CK	CH. KARNCHANG	MBK	MBK	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
CKP	CK POWER	MINT	MINOR INTERNATIONAL	TOP	THAI OIL
CPALL	CP ALL	MTC	MUANGTHAI CAPITAL	TRUE	TRUE CORPORATION
CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS	PLANB	PLAN B MEDIA	TTB	TMBTHANACHART BANK
CPN	CENTRAL PATTANA	PSH	PRUKSA HOLDING	VGI	VGI GLOBAL MEDIA
DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND)	PTG	PTG ENERGY	WHA	WHA CORPORATION
DTAC	TOTAL ACCESS COMMUNICATION	PTT	PTT	WHAUP	



Companies with Very Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BAM	BANGKOK COMMERCIAL ASSET MANAGEMENT	GULF	GULF ENERGY DEVELOPMENT	SAPPE	SAPPE
BBL	BANGKOK BANK	JMT	JMT NETWORK SERVICES	SAWAD	SRI SAWAD POWER 1979
CBG	CARABAO GROUP	LPH	LADPRAO GENERAL HOSPITAL	SINGER	SINGER THAILAND
CHG	CHULARAT HOSPITAL	M	MK RESTAURANT GROUP	SPA	SIAM WELLNESS GROUP
COM7	COM7	MAJOR	MAJOR CINEPLEX GROUP	TFG	THAIFOODS GROUP
DOHOME	DOHOME	MEGA	MEGA LIFESCIENCES	TKN	TAOKAENOI FOOD & MARKETING
ERW	THE ERAWAN GROUP	NETBAY	NETBAY	ZEN	ZEN CORPORATION GROUP
GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	OSP	OSOTSPA		



Companies with Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	ESSO	ESSO (THAILAND)	SF	SIAM FUTURE DEVELOPMENT
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL	HUMAN	HUMANICA	SISB	SISB
EKH	EKACHAI MEDICAL CARE	RBF	R&B FOOD SUPPLY	TPCH	TPC POWER HOLDING

Companies classified Not in the three highest score groups

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
IIG	I&I GROUP	OR	PTT OIL AND RETAIL BUSINESS	STGT	SRI TRANG GLOVES (THAILAND)
KEX	KERRY EXPRESS (THAILAND)	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION		

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	KASIKORN BANK	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	KRUNGTHAI 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	SRI SAWAD POWER 1979
BA	BANGKOK AIRWAYS	GUNKUL	GUNKUL ENGINEERING	SCB	THE SIAM COMMERCIAL BANK
BANPU	BANPU	ILINK	INTERLINK COMMUNICATION	SCN	SCAN INTER
BGP	THE BANGCHAK PETROLEUM	KTC	KRUNGTHAI CARD	SEAFSCO	SEAFSCO
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
CENTEL	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

China	Shanghai	Room 2703B-2704, Tower A , Shanghai Dawning Centre,500 Hongbaoshi Road Shanghai, PRC 201103
	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
Singapore		4 Shenton Way #13-01 SGX Centre 2 Singapore 068807 Telephone 65.6202.1188 Facsimile 65.6534.4826

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)
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.