

# Ratch Group

(RATCH.BK/RATCH TB)\*

**Neutral** · Maintained

Price as of 18 Oct 2023	31.50
12M target price (Bt/shr)	37.00
Unchanged/Revised up(down)(%)	(5.1)
Upside/downside (%)	17.5

**Key messages**

ราคาตัวกำไรสุทธิใน 3Q66F จะอยู่ที่ 1.99 พันล้านบาท (-6% QoQ, -11% YoY) และกำไรหลักที่ 1.71 พันล้านบาท (-5% QoQ, -32% YoY) กำไรที่ลดลง QoQ จะเป็นเพราะมีการปิดซ่อมบำรุงตามแผนในโครงการ RG และหงสาส่วนกำไรที่ลดลง YoY จะเป็นเพราะต้นทุนดอกเบี้ยสูงขึ้น และผลการดำเนินงานของโครงการหลัก ๆ อ่อนแอลง เราจึงแนะนำถือ RATCH โดยปรับลดราคาเป้าหมายปี 2567 ลงเหลือ 37.00 บาท (เดิมที่ 39.00 บาท) สะท้อนการปรับลดกำไรลง นักลงทุนประเภทที่มองหาการเติบโต (Growth investor) อาจจะไม่ถือ RATCH ไปก่อน แต่นักลงทุนที่มองหาผลตอบแทน (yield seekers) อาจจะไม่ลงทุนใน RATCH ต่อเพราะ yield สูงถึง 5% ต่อปี และราคาหุ้นถูกโดยคิดเป็น P/E เพียง 9x

**Trading data**

Mkt cap (Btbn/US\$bhn)	68.5/2.3		
Outstanding shares (mn)	2,175		
Foreign ownership (mn)	159		
3M avg. daily trading (mn)	5		
52-week trading range (Bt)	30.25-44.50		
Performance (%)	3M	6M	12M
Absolute	(14.9)	(18.2)	(19.7)
Relative	(10.1)	(11.6)	(11.5)

**Quarterly EPS**

Bt	Q1	Q2	Q3	Q4
2021	1.44	1.46	0.99	1.50
2022	1.09	1.01	1.03	(0.11)
2023	0.67	0.98	0.92	-

**Share price chart**



Source: SET

Wetid Tangjindakun, CISA  
66.2658.8888 Ext. 8855  
wetid@kgi.co.th

**ประมาณการ 3Q66F: ยังไม่ไปไหน**

**Event**

ประมาณการ 3Q66F และปรับลดกำไรเต็มปี

**Impact**

**ประมาณการ 3Q66F – กำไรจะลดลงทั้ง QoQ และ YoY**

วันที่ 14 พ.ย. ราคาตัวกำไรสุทธิใน 3Q66F จะอยู่ที่ 1.99 พันล้านบาท (-6% QoQ, -11% YoY) แต่หากไม่รวมกำไร FX กำไรหลักจะอยู่ที่ 1.71 พันล้านบาท (-5% QoQ, -32% YoY) ซึ่งจะทำให้กำไรสุทธิในงวด 9M66F อยู่ที่ 5.2 พันล้านบาท (-13% YoY) คิดเป็น 78% ของกำไรปี 2566F ของเรานี้ กำไรที่ลดลงเป็นเพราะรายได้ลดลง ต้นทุนการดำเนินงานเพิ่มขึ้น และต้นทุนดอกเบี้ยพุ่งสูงขึ้น แต่ยังคงได้รับผลจากผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นของ SPPs และรับรูสวนแบ่ง NEJV ตั้งแต่ 20 ธ.ค. 65

**ประเด็นที่น่าสนใจ – เป็นไตรมาสของการปิดซ่อมบำรุงตามแผน**

กำไรที่ลดลง QoQ จะเป็นเพราะโครงการหลัก ๆ ปิดซ่อมบำรุงตามแผน ซึ่งทำให้ค่าความพร้อมจ่าย (available payment หรือ AP) ลดลง และต้นทุนในการซ่อมบำรุง (ทั้ง PUG และหงสา) สูงขึ้นตามต้นทุนการดำเนินงาน แม้จะเป็นช่วง peak ตามฤดูกาลของโรงไฟฟ้าพลังน้ำ (PNPC, NN2) และผลการดำเนินงานของ SPP (SCG และ RCO) จะดีขึ้นอย่างต่อเนื่องก็ตาม ส่วนกำไรที่ลดลง YoY จะเป็นเพราะต้นทุนดอกเบี้ยสูงขึ้น และผลการดำเนินงานที่อ่อนแอลงของ RAC (กำไรฟอสฟอรัส) และหงสา (AP ลดลง) แต่ยังคงได้รับผลจากการรับรูกำไรจาก NEJV (LG1&2, SP, CS และ RER) ตั้งแต่เดือนธันวาคม 2565 ทั้งนี้ เราจึงคงใช้สมมติฐาน GPM ใน 3Q66 ที่ 18.1% (จาก 15.4% ใน 2Q66 และ 5.6% ใน 3Q65)

**ปรับลดกำไรลง 1-4% และคาดว่ากำไรใน 4Q66F จะลดลง QoQ**

เราปรับลดกำไรสุทธิปี 2566-2568F ลง 1-4% (Figure 2) เพื่อสะท้อนถึงดอกเบี้ยที่สูงขึ้น และค่า Ft อัตราใหม่ ซึ่งหลังปรับกำไรใหม่แล้ว ราคาตัวกำไรสุทธิปี 2566-2568F จะโต 14% YoY / 20%YoY / 13% YoY จากโครงการ Paiton, การขยายกำลังการผลิตของ Nexif, และ SPP ที่แข็งแกร่งขึ้น ระยะสั้นราคาตัวกำไรใน 4Q66F จะลดลง QoQ จากปัจจัยฤดูกาล อย่างเช่น SUG&A, การปิดโรงไฟฟ้าตามแผน และอุปสงค์สาธารณูปโภคที่ลดลง ทั้งนี้การวิเคราะห์ sensitivity เราพบว่าความลาช้าของโครงการดังกล่าวทุก ๆ 3 เดือนจะทำให้กำไรเรามา downside 400-500 ล้านบาท และราคาเป้าหมายลดลง 0.40-0.50 บาท

**Valuation & Action**

เรายังคงคำแนะนำ ถือ RATCH โดยปรับลดราคาเป้าหมายปี 2567 ลงเหลือ 37.00 บาท (เดิม 39.00 บาท) ถึงแมราคาหุ้น RATCH จะลงมาแล้วถึง 30%YTD และตลาดจะปรับกำไรปีนี้ลงมาแล้ว 27% แต่เรายังไม่เห็นปัจจัยที่จะกระตุ้นให้มีการ re-rate ในช่วงนี้ นอกจากนี้ นักลงทุนยังไม่แน่ใจกับแนวโน้ม ROE ของ RATCH เพราะยังรอความชัดเจนจากการปิดคดี Paiton อยู่ ดังนั้น นักลงทุนประเภทที่มองหาการเติบโต (Growth investor) อาจจะไม่ถือ RATCH ไปก่อน แต่นักลงทุนที่มองหาผลตอบแทน (yield seekers) อาจจะไม่ลงทุนใน RATCH ต่อเพราะ yield สูงถึง 5% ต่อปี และราคาหุ้นถูกโดยมี P/E เพียง 9x

**Risks**

การปิดโรงไฟฟ้าฟอสฟอรัส, ปัญหา cost overruns, ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน และอัตราดอกเบี้ย

**Key financials and valuations**

	Dec - 21A	Dec-22	Dec - 23F	Dec - 24F	Dec - 25F
Revenue (Btmn)	37,327	74,725	58,369	49,462	57,156
Net Profit (Btmn)	7,819	5,782	6,604	7,953	8,999
Normalized Profit (Btmn)	7,613	5,151	6,604	7,953	8,999
Net Profit Growth (%)	24.4	(26.0)	14.2	20.4	13.2
Normalized Profit Growth (%)	27.3	(32.3)	28.2	20.4	13.2
EPS (Bt)	5.39	2.66	3.04	3.66	4.14
Normalized EPS (Bt)	5.25	2.37	3.04	3.66	4.14
DPS (Bt)	2.50	1.60	1.60	1.60	1.65
P/E (X)	8.3	11.8	10.3	8.5	7.6
P/B (X)	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA (X)	12.1	12.4	9.0	8.0	7.4
Dividend Yield (%)	5.6	5.1	5.1	5.1	5.3
Return on Average Equity (%)	10.0	5.4	6.0	6.9	7.5

Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 1: RATCH's 3Q23F earnings review**

Bt mn	3Q23F	3Q22	YoY (%)	2Q23	QoQ (%)	9M23	9M22	YoY (%)	Comments (9M23 vs 9M22)
Revenue	10,512	22,352	(53.0)	11,012	(4.5)	36,644	55,606	(34.1)	(-) RG faced lower energy dispatch from EGAT & lower gas prices, despite full contribution of NEJV since 20 Dec, 2022
Gross Profit	1,906	1,244	53.2	1,701	12.1	4,951	4,453	11.2	
SG&A	725	605	19.8	715	1.4	2,060	1,775	16.0	(-) in line with new capacity added and advisory fees
Operating Profit	1,815	930	95.1	1,784	1.8	4,849	3,305	46.7	
Operating EBITDA	2,646	1,566	68.9	2,607	1.5	7,328	5,213	40.6	
Non-Operating Inc./(Exp.)	325	(113)	387.0	358	(9.1)	724	332	118.0	(-) unreliaed Fx gains
Equity Income/(Loss)	1,182	2,229	(47.0)	1,323	(10.7)	3,863	5,337	(27.6)	(-) weaker hydro projects, moderated by stronger Hongsa and SPPs
<b>Net Profit</b>	<b>1,994</b>	<b>2,248</b>	<b>(11.3)</b>	<b>2,125</b>	<b>(6.2)</b>	<b>5,566</b>	<b>6,024</b>	<b>(7.6)</b>	
<b>Normalized profit</b>	<b>1,714</b>	<b>2,515</b>	<b>(31.8)</b>	<b>1,813</b>	<b>(5.4)</b>	<b>5,151</b>	<b>5,898</b>	<b>(12.7)</b>	(-) higher operating expenses and interest costs, mdoerated by full contrbution of NEJV, better Hongsa, and stronger SPPs.
EPS (Bt)	1.09	1.55	(29.7)	1.47	(25.6)	3.84	4.15	(7.6)	
Normalized EPS (Bt)	0.94	1.73	(46.0)	1.25	(25.1)	3.55	4.07	(12.7)	
Percent	3Q23F	3Q22	YoY (ppts)	2Q23	QoQ (ppts)	9M23	9M22	YoY (ppts)	
Gross margin	18.1	5.6	12.6	15.4	2.7	13.5	8.0	5.5	(+) due to a steeper Ft rate, widening SPP's margin
EBIT margin	25.2	7.0	18.2	23.7	1.5	20.0	9.4	10.6	
SG&A/sales	6.9	2.7	4.2	6.5	0.4	5.6	3.2	2.4	
Assumptions			Change		Change			Change	
Ending US\$/THB	36.7	38.1	(1.3)	35.7	1.0	36.7	38.1	(1.4)	
Ft rate (Bt/kWh)	0.68	0.48	0.2	1.12	(0.4)	0.68	0.48	0.2	

Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 2: Key assumptions and valuation of RATCH**

	Unit	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Equity capacity (MWe)	MWe	7,181	7,418	7,430	8,569	8,926
Average Ft rate (Bt/kWh)	Bt/kWh	-0.15	0.40	0.89	0.20	0.20
SPP gas prices (Bt/mmbtu)	Bt/mmbtu	270	500	450	300	300
IPP gas prices (Bt/mmbtu)	Bt/mmbtu	260	480	430	280	280
<b>Ratio:</b>						
GPM	Percent	11.3	7.3	11.5	14.4	15.2
EBITDA	Percent	31.3	16.3	24.7	34.7	32.7
NPM	Percent	20.9	7.7	11.3	16.1	15.7
<b>Valuation</b>						
	<b>Bt/share</b>	<b>Avg. WACC</b>				
Operating	45.14	5.7				
Developing	12.89	5.3				
Cash	24.97					
Debts	-46.27					
Our DCF-based TP	<b>37.00</b>					
No.shares (mn)	2,175					

Source: KGI Securities Research

**Figure 3: RATCH – Earnings revision**

	2023F			2024F			2025F		
	Previous	Revised	Change	Previous	Revised	Change	Previous	Revised	Change
<b>Financials (Btmn)</b>			<b>Percent</b>			<b>Percent</b>			<b>Percent</b>
Revenue	58,369	58,369	0.0	49,462	49,462	0.0	57,155.6	57,156	0.0
Gross profit	6,737	6,737	0.0	7,105	7,105	0.0	8,702.1	8,702	0.0
SG&A	2,548	2,548	0.0	2,683	2,683	0.0	2,824.8	2,825	0.0
Equity income	5,710	5,647	(1.1)	9,031	8,873	(1.7)	8,950.8	8,856	(1.1)
Interest expense	3,689	3,689	0.0	4,185	4,473	6.9	4,049.1	4,330	6.9
Tax expenses	1,136	1,126	(0.8)	1,725	1,648	(4.4)	2,291.5	2,217	(3.2)
<b>Net profit</b>	<b>6,658</b>	<b>6,604</b>	<b>(0.8)</b>	<b>8,322</b>	<b>7,953</b>	<b>(4.4)</b>	<b>9,300.2</b>	<b>8,999</b>	<b>(3.2)</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>6,658</b>	<b>6,604</b>	<b>(0.8)</b>	<b>8,322</b>	<b>7,953</b>	<b>(4.4)</b>	<b>9,300.2</b>	<b>8,999</b>	<b>(3.2)</b>
<b>Key financial ratio (%)</b>			<b>ppts</b>			<b>ppts</b>			<b>ppts</b>
GPM	11.5	11.5	0.0	14.4	14.4	0.0	15.2	15.2	0.0
SG&A/Sale	4.4	4.4	0.0	5.4	5.4	0.0	4.9	4.9	0.0
ROE	6.0	6.0	(0.0)	7.2	6.9	(0.3)	7.7	7.5	(0.2)
Net profit growth	15.2	14.2	(0.9)	25.0	20.4	(4.6)	11.8	13.2	1.4
Normalized profit growth	29.3	28.2	(1.1)	25.0	20.4	(4.6)	11.8	13.2	1.4

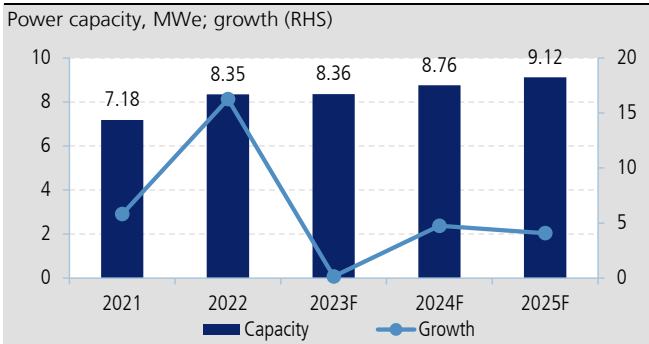
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 4: Company profile**

Ratch Group (RATCH) is a leading independent power producer in Thailand, with an ambitious vision aiming to be a leading value-oriented integrated energy company in Asia-Pacific. RATCH's investment is mainly focused on fossil fuel power generation projects, renewable projects as well as businesses adjacent to electricity generation and energy both in Thailand and internationally. The company's main incomes are in the forms of dividend and profit sharing from invested companies.

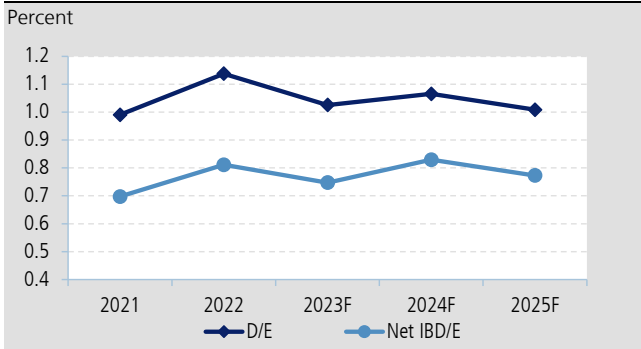
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 6: Equity capacity to hit 9.1GWe**



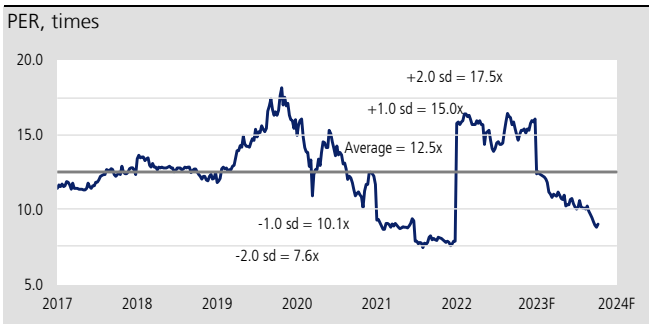
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 8: Net D/E staying low since capital raising in 2022**



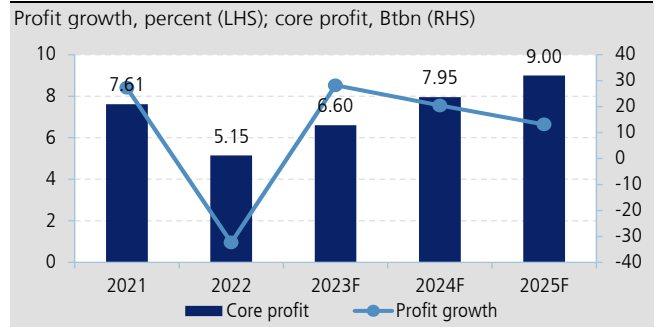
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 10: RATCH's forward PER**



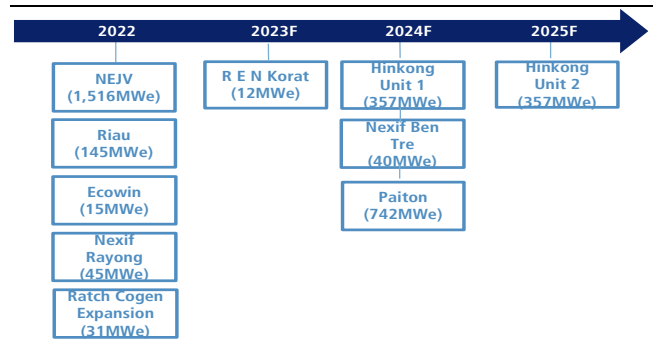
Source: KGI Securities Research

**Figure 5: Earnings to rise in 2023-25F before flattening**



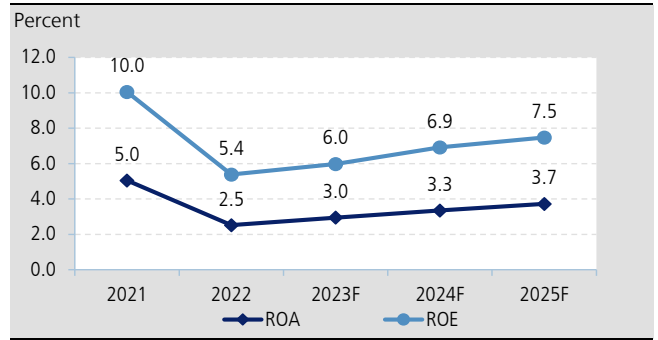
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 7: Expansion program**



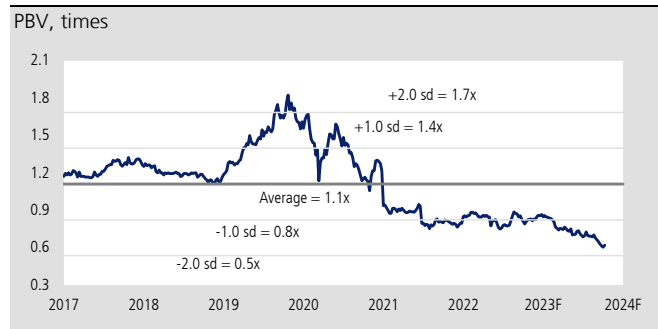
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 9: ROE and ROA**



Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 11: RATCH's forward PBV**



Source: KGI Securities Research

**Quarterly Income Statement**

	Mar-20A	Jun-20A	Sep-20A	Dec-20A	Mar-21A	Jun-21A	Sep-21A	Dec-21A	Mar-21A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22A	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A
Income Statement (Bt mn)															
<b>Revenue</b>	<b>9,610</b>	<b>8,712</b>	<b>8,315</b>	<b>7,569</b>	<b>7,122</b>	<b>8,667</b>	<b>9,142</b>	<b>12,396</b>	<b>16,915</b>	<b>16,339</b>	<b>22,352</b>	<b>19,119</b>	<b>15,120</b>	<b>11,012</b>	<b>10,512</b>
Cost of Goods Sold	(8,636)	(7,577)	(7,405)	(6,612)	(6,103)	(7,604)	(8,030)	(11,379)	(15,494)	(14,551)	(21,107)	(18,134)	(13,776)	(9,311)	(8,606)
<b>Gross Profit</b>	<b>974</b>	<b>1,135</b>	<b>910</b>	<b>958</b>	<b>1,018</b>	<b>1,063</b>	<b>1,113</b>	<b>1,016</b>	<b>1,421</b>	<b>1,788</b>	<b>1,244</b>	<b>986</b>	<b>1,344</b>	<b>1,701</b>	<b>1,906</b>
Operating Expenses	(410)	(465)	(387)	(338)	(345)	(407)	(497)	(459)	(502)	(669)	(605)	(1,003)	(620)	(715)	(725)
Other incomes	68	187	181	121	116	197	158	210	101	121	291	(2)	120	362	170
<b>Operating Profit</b>	<b>631</b>	<b>856</b>	<b>704</b>	<b>741</b>	<b>789</b>	<b>853</b>	<b>773</b>	<b>768</b>	<b>1,020</b>	<b>1,240</b>	<b>930</b>	<b>(19)</b>	<b>844</b>	<b>1,348</b>	<b>1,351</b>
Depreciation of fixed assets	(352)	(394)	(391)	(368)	(470)	(332)	(485)	(523)	(723)	(549)	(636)	(648)	(824)	(824)	(831)
<b>Operating EBITDA</b>	<b>1,016</b>	<b>1,275</b>	<b>1,095</b>	<b>1,210</b>	<b>1,311</b>	<b>1,237</b>	<b>1,259</b>	<b>1,392</b>	<b>1,790</b>	<b>1,856</b>	<b>1,566</b>	<b>1,013</b>	<b>2,074</b>	<b>2,607</b>	<b>2,646</b>
<b>Non-Operating Income</b>	<b>(240)</b>	<b>184</b>	<b>134</b>	<b>256</b>	<b>319</b>	<b>37</b>	<b>(76)</b>	<b>502</b>	<b>435</b>	<b>125</b>	<b>(113)</b>	<b>582</b>	<b>449</b>	<b>793</b>	<b>789</b>
Interest Income	33	25	0	101	52	52	0	101	47	67	0	385	407	435	464
Other Non-op Income	(273)	159	134	155	266	(15)	(76)	401	387	58	(113)	196	41	358	325
<b>Non-Operating Expenses</b>	<b>(360)</b>	<b>(429)</b>	<b>(365)</b>	<b>(396)</b>	<b>(411)</b>	<b>(426)</b>	<b>(465)</b>	<b>(566)</b>	<b>(808)</b>	<b>(751)</b>	<b>(664)</b>	<b>(753)</b>	<b>(1,025)</b>	<b>(1,001)</b>	<b>(1,022)</b>
Interest Expenses	(360)	(429)	(365)	(396)	(411)	(426)	(465)	(566)	(808)	(751)	(664)	(753)	(1,025)	(1,001)	(1,022)
Other Non-op Expenses	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Equity Income/(Loss)</b>	<b>1,481</b>	<b>653</b>	<b>1,139</b>	<b>1,328</b>	<b>1,412</b>	<b>1,600</b>	<b>1,306</b>	<b>1,584</b>	<b>1,186</b>	<b>1,922</b>	<b>2,229</b>	<b>54</b>	<b>1,358</b>	<b>1,323</b>	<b>1,182</b>
<b>Pre-tax Profit</b>	<b>1,512</b>	<b>1,263</b>	<b>1,612</b>	<b>1,928</b>	<b>2,108</b>	<b>2,065</b>	<b>1,539</b>	<b>2,288</b>	<b>1,833</b>	<b>2,536</b>	<b>2,382</b>	<b>(137)</b>	<b>1,625</b>	<b>2,463</b>	<b>2,300</b>
Current Taxation	(151)	(189)	111	201	(20)	58	(101)	(114)	(469)	(266)	(105)	(98)	(108)	(239)	(212)
Minorities	0	0	0	0	0	0	0	(4)	215	(74)	(29)	(7)	(70)	(100)	(94)
Extraordinary items	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Net Profit</b>	<b>1,361</b>	<b>1,074</b>	<b>1,722</b>	<b>2,129</b>	<b>2,088</b>	<b>2,123</b>	<b>1,438</b>	<b>2,170</b>	<b>1,579</b>	<b>2,196</b>	<b>2,248</b>	<b>(242)</b>	<b>1,448</b>	<b>2,125</b>	<b>1,994</b>
<b>Normalized Profit</b>	<b>1,984</b>	<b>532</b>	<b>1,585</b>	<b>1,881</b>	<b>1,820</b>	<b>2,189</b>	<b>1,593</b>	<b>2,010</b>	<b>1,166</b>	<b>2,217</b>	<b>2,515</b>	<b>(747)</b>	<b>1,625</b>	<b>1,813</b>	<b>1,714</b>
EPS (Bt)	0.94	0.74	1.19	1.47	1.44	1.46	0.99	1.50	1.09	1.01	1.03	(0.11)	0.67	0.98	0.92
Normalized EPS (Bt)	1.37	0.37	1.09	1.30	1.26	1.51	1.10	1.39	0.80	1.02	1.16	(0.34)	0.75	0.83	0.79
<b>Margins</b>															
Gross profit margin	10.1	13.0	10.9	12.7	14.3	12.3	12.2	8.2	8.4	10.9	5.6	5.2	8.9	15.4	18.1
Operating EBIT margin	6.6	9.8	8.5	9.8	11.1	9.8	8.5	6.2	6.0	7.6	4.2	(0.1)	5.6	12.2	12.9
Operating EBITDA margin	10.6	14.6	13.2	16.0	18.4	14.3	13.8	11.2	10.6	11.4	7.0	5.3	13.7	23.7	25.2
Net profit margin	14.2	12.3	20.7	28.1	29.3	24.5	15.7	17.5	9.3	13.4	10.1	(1.3)	9.6	19.3	19.0
<b>Growth (QoQ)</b>															
Revenue growth	9.6	(9.3)	(4.6)	(9.0)	(5.9)	21.7	5.5	35.6	36.5	(3.4)	36.8	(14.5)	(20.9)	(27.2)	(4.5)
Operating EBIT growth	26.5	35.6	(17.8)	5.2	6.6	8.1	(9.4)	(0.7)	32.9	21.5	(25.0)	(102.1)	4,443.5	59.8	0.2
Operating EBITDA growth	12.0	25.4	(14.1)	10.4	8.4	(5.6)	1.7	10.6	28.6	3.7	(15.6)	(35.3)	104.7	25.7	1.5
Net profit growth	50.4	(21.1)	60.3	23.6	(2.0)	1.7	(32.3)	50.9	(27.2)	39.1	2.4	(110.7)	699.2	46.8	(6.2)
Normalized Profit growth	270.7	(73.2)	197.8	18.6	(3.2)	20.3	(27.3)	26.2	(42.0)	90.1	13.4	(129.7)	317.4	11.6	(5.4)

Source: Company data, KGI Securities Research



**Ratch Group - Recommendation & target price history**



Date	Rating	Target	Price
29-Aug-23	Neutral	39.00	36.25
1-Mar-23	Neutral	41.00	39.50
3-Nov-22	Neutral	43.00	41.50

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	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)	INTUCH	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	KASIKORNBANK	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	SUNSWEEET
BTS	BTS GROUP HOLDINGS	MBK	MBK	SVI	SVI
CENDEL	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	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	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	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
BPCG	BPCG	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 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
<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.