

Bangkok Aviation Fuel Services (BAFS.BK/BAFS TB)



SET ESG Rating of AA

Outperform • Maintained

Price as of 18 Dec 2023	24.40
12M target price (Bt/shr)	30.50
Unchanged/Revised up(down)(%)	(22.8)
Upside/downside (%)	25.0

Key messages

เราคาดว่ากำไรสุทธิของ BAFS ใน 4Q66F จะอยู่ที่ 37 ล้านบาท (ดีขึ้นจากขาดทุนสุทธิ 41 ล้านบาทใน 4Q65 และขาดทุนสุทธิ 3 ล้านบาทใน 3Q66) โดยผลประกอบการที่ดีขึ้นทั้ง YoY และ QoQ จะมาจากปริมาณการเติมน้ำมันเครื่องบินที่เพิ่มขึ้น โดยเราคาดว่าปริมาณการเติมน้ำมันเครื่องบินของ BAFS จะเพิ่มขึ้น 18% YoY และ 10% QoQ เป็น 1,150 ล้านลิตรใน 4Q66F ในขณะที่เราขยับไปใช้ราคาเป้าหมาย SoTP ปี 2567F ที่ 30.50 บาท จากเดิมที่ 39.50 บาท เพื่อสะท้อนถึงการปรับลดประมาณการกำไร แต่ยังคงคำแนะนำซื้อ BAFS จากแนวโน้มจำนวนนักเดินทางต่างชาติที่เพิ่มขึ้น

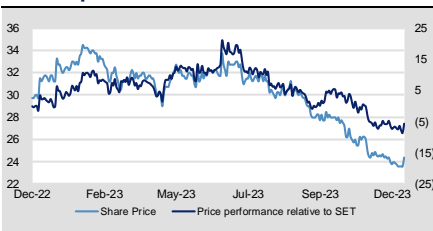
Trading data

Mkt cap (Btbn/US\$m)	15.5/445		
Outstanding shares (mn)	637		
Foreign ownership (mn)	62		
3M avg. daily trading (mn)	0.36		
52-week trading range (Bt)	23.60 – 34.50		
Performance (%)	3M	6M	12M
Absolute	(12.9)	(23.1)	(19.3)
Relative	(4.8)	(16.0)	(6.3)

Quarterly EPS

Bt	1Q	2Q	3Q	4Q
2021	(0.30)	(0.27)	(0.31)	(0.35)
2022	(0.12)	(0.19)	(0.07)	(0.06)
2023	0.08	0.02	(0.00)	

Share price chart



Source: SET

Kaweewit Thawilwithayanon
66.2658.8888 Ext. 8847
kaweewitt@kgi.co.th

ประมาณการ 4Q66F: High season ของการท่องเที่ยวไทย

Event

ประมาณการ 4Q66F, ปรับลดประมาณการกำไรเต็มปี และปรับลดราคาเป้าหมาย

Impact

คาดว่าการประกอบการจะพลิกฟื้นทั้ง YoY และ QoQ ใน 4Q66F

เราคาดว่ากำไรสุทธิของ BAFS ใน 4Q66F จะอยู่ที่ 37 ล้านบาท (ดีขึ้นจากขาดทุนสุทธิ 41 ล้านบาทใน 4Q65 และขาดทุนสุทธิ 3 ล้านบาทใน 3Q66) โดยผลประกอบการที่ดีขึ้นทั้ง YoY และ QoQ จะมาจากปริมาณการเติมน้ำมันเครื่องบินที่เพิ่มขึ้น โดยเราคาดว่าปริมาณการเติมน้ำมันเครื่องบินของ BAFS จะเพิ่มขึ้น 18% YoY และ 10% QoQ เป็น 1,150 ล้านลิตรใน 4Q66F ตามจำนวนเที่ยวบินที่เพิ่มขึ้นที่สนามบินสุวรรณภูมิ (BKK) และดอนเมือง (DMK) โดย Airports of Thailand (AOT.BK/AOT TB)* เปิดเที่ยวจำนวนเที่ยวบินที่สนามบิน BKK และ DMK ในเดือนตุลาคม 2566 เพิ่มขึ้น 8% MoM เป็น 42,999 เที่ยวบิน ซึ่งเป็นจำนวนเที่ยวบินรายเดือนที่สูงนับตั้งแต่ COVID-19 ระบาด เนื่องจาก i) จำนวนนักเดินทางต่างชาติเพิ่มขึ้นหลังจากที่สถานการณ์ COVID-19 คลี่คลายลง และ ii) ไคร่มาสต์ที่สี่ของทุกปีเป็นช่วง high season ของการท่องเที่ยวไทย นอกจากนี้ เรายังคาดว่าปริมาณการขนส่งเชื้อเพลิงจะเพิ่มขึ้น 8% QoQ เป็น 200 ล้านลิตร เนื่องจากปริมาณของโรงกลั่นพระโขนงของ Bangchak Corporation (BCP.BK/BCP TB)* สูงขึ้นหลังจากที่ BCP เข้าซื้อ ESSO (Thailand) เสร็จเรียบร้อยเมื่อวันที่ 31 สิงหาคม ดังนั้นเราจึงคาดว่ารายได้จากธุรกิจเติมน้ำมันเครื่องบินและการขนส่งเชื้อเพลิงจะเพิ่มขึ้น 11% QoQ เป็น 719 ล้านบาทใน 4Q66F ในขณะที่คาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นของทั้งสองธุรกิจของบริษัทจะเพิ่มขึ้น QoQ จาก 38.8% เป็น 42.0%

ปรับลดประมาณการกำไรปี 2566F/2567F ลง 57%/42%

เราปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2566F ลง 57% เหลือ 97 ล้านบาท และปี 2567F ลง 42% เหลือ 418 ล้านบาท เนื่องจาก i) ปริมาณการเติมน้ำมันเครื่องบินลดลง และ ii) ปริมาณการขนส่งเชื้อเพลิงลดลง โดยเราปรับลดสมมติฐานปริมาณการเติมน้ำมันเครื่องบินของ BAFS ในปีนี้ลง 6% เหลือ 4,304 ล้านลิตร และในปีหน้าลง 9% เหลือ 5,088 ล้านลิตร หลังจากที่มีนักวิเคราะห์กลุ่มท่องเที่ยวของ KGI ปรับลดประมาณการนักท่องเที่ยวต่างชาติปี 2566F ลงจาก 28 ล้านคน เหลือ 27.5 ล้านคน และปี 2567F ลงจาก 34 ล้านคน เหลือ 32 ล้านคน นอกจากนี้ เรายังปรับลดสมมติฐานปริมาณการขนส่งเชื้อเพลิงปี 2567F ลง 31% เหลือ 900 ล้านลิตร จากการเลื่อนงานก่อสร้างเพื่อเชื่อมต่อท่อภาคเหนือของ Fuel Pipeline Transportation (FPT) กับท่อของ Thai Petroleum Pipeline (Thapipeline) ที่บางปะอิน จังหวัดอยุธยา

Valuation & Action

เราขยับไปใช้ราคาเป้าหมาย SoTP ปี 2567F ที่ 30.50 บาท จากเดิมที่ 39.50 บาท เพื่อสะท้อนถึงการปรับลดประมาณการกำไร เราประเมินมูลค่าธุรกิจการเติมน้ำมันเครื่องบินและธุรกิจขนส่งเชื้อเพลิงที่ 26.80 บาท อิงจาก P/E ที่ 23.0x และประมาณการ EPS ปี 2569F ใหม่ซึ่งหักส่วนลดกลับมาสองปีโดยใช้ WACC ที่ 6.1% นอกจากนี้ เรายังประเมินมูลค่าธุรกิจไฟฟ้าโดยวิธี DCF ที่ 3.70 บาท คำนวณจากมูลค่าโรงไฟฟ้า solar แถบแห่งซึ่งมีกำลังการผลิตตาม PPA รวม 45MW ในขณะที่เรายังคงคำแนะนำซื้อ BAFS จากแนวโน้มจำนวนนักเดินทางต่างชาติที่เพิ่มขึ้น

Risks

ความผันผวนของอุปสงค์น้ำมันเครื่องบินที่สนามบินสุวรรณภูมิและดอนเมือง, การขนส่งน้ำมันหลายประเภทผ่านท่อส่งน้ำมันของบริษัท และสัดส่วนหนี้ที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุนที่สูงถึง 2.0x ใน 3Q66

Key financials and valuations

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
Revenue (Bt mn)	1,617	2,194	3,032	3,434	3,762
Gross profit (Bt mn)	(14)	542	1,236	1,609	1,988
EBIT (Bt mn)	(586)	147	672	1,045	1,407
Net profit (Bt mn)	(785)	(281)	97	418	690
EPS (Bt)	(1.23)	(0.44)	0.15	0.66	1.08
DPS (Bt)	0.00	0.00	0.11	0.49	0.81
EPS growth (%)	N.A.	N.A.	N.A.	330.4	65.0
P/E (x)	N.A.	N.A.	160.1	37.2	22.6
P/B (x)	3.4	4.4	3.4	3.4	3.3
EV/EBITDA (x)	79.7	32.9	19.0	15.0	12.3
Net debt to equity (x)	2.3	2.4	2.3	2.2	2.1
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.5	2.0	3.3
Return on avg. equity (%)	(11.9)	(4.6)	1.5	5.9	9.7

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 1: Expect 4Q23F earnings of Bt37mn, improving from net losses of Bt41mn in 4Q22 and Bt3mn in 3Q23

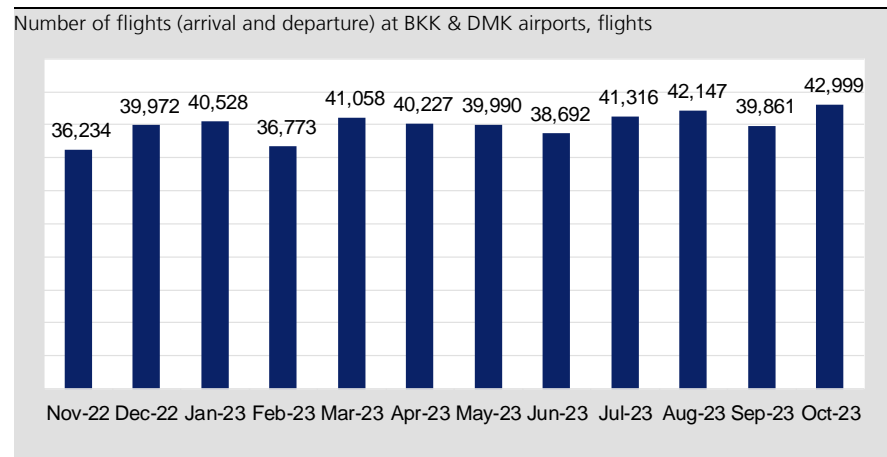
Bt mn	4Q23F	4Q22	YoY (%)	3Q23	QoQ (%)	2023F	2022	YoY (%)
Revenue	799	702	13.9	720	11.0	2,996	2,194	36.5
Cost of goods sold	(449)	(469)	(4.3)	(428)	4.8	(1,762)	(1,652)	6.6
Gross profit	350	233	50.4	292	19.9	1,234	542	127.7
Operating expenses	(211)	(170)	23.7	(166)	27.2	(729)	(611)	19.2
Other incomes	35	10	262.1	36	(1.1)	173	216	(19.9)
Operating profit	175	72	142.0	162	7.9	678	147	362.7
Depreciation of fixed assets	210	228	(7.9)	209	0.5	884	904	(2.2)
Operating EBITDA	385	300	28.2	371	3.7	1,562	1,050	48.7
Non-operating income	-	-	N.A.	-	N.A.	-	-	N.A.
Non-operating expenses	(157)	(141)	11.0	(156)	0.9	(624)	(545)	14.6
Net investment income/(loss)	(1)	(1)	20.0	(1)	(21.1)	(5)	(4)	15.7
Pre-tax profit	17	(70)	N.A.	5	232.1	49	(402)	N.A.
Current taxation	(3)	(12)	(71.1)	(35)	(90.5)	(53)	2	N.A.
Minorities	(24)	(41)	(40.8)	(27)	(12.5)	(101)	(119)	(15.4)
Extraordinary items	-	-	N.A.	-	N.A.	-	-	N.A.
Net profit	37	(41)	N.A.	(3)	N.A.	97	(281)	N.A.
EPS (Bt)	0.06	(0.06)	N.A.	(0.00)	N.A.	0.15	(0.44)	N.A.
Percent	4Q23F	4Q22	YoY (ppts)	3Q23	QoQ (ppts)	2023F	2022	YoY (ppts)
Gross profit margin	43.8	33.2	10.6	40.5	3.3	41.2	24.7	16.5
EBITDA margin	48.2	42.8	5.4	51.5	(3.4)	52.1	47.9	4.3
Net margin	4.7	(5.9)	10.5	(0.4)	5.1	3.2	(12.8)	16.1

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 2: Key assumptions for 4Q23F earnings

	4Q23F	4Q22	YoY (%)	3Q23	QoQ (%)
Benchmark					
BKK & DMK flights (flights)	136,500	110,688	23.3	123,324	10.7
Aviation refueling & fuel transportation businesses					
Aviation volume (mn liters)	1,150	979	17.5	1,042	10.4
Fuel transportation volume (mn liters)	200	102	96.1	186	7.5
Revenue (Bt mn)	719	623	15.3	647	11.0
Combined gross profit margin (%)	42.0	30.6	37.4	38.8	8.3
Renewable energy business					
Revenue (Bt mn)	80	78	2.5	72	10.4
Gross profit (Bt mn)	48	42	14.0	41	18.2

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 3: The number of flights at BKK and DMK airports rose to the highest monthly level since the COVID-19 pandemic occurred


Source: Airports of Thailand (AOT), KGI Securities Research

Figure 4: Changes in key assumptions for 2023F-2024F

Our assumptions	2023F			2024F		
	Previous	Revised	Change (%)	Previous	Revised	Change (%)
Benchmark						
Foreign travelers (mn person)	28.0	27.5	(1.8)	34.0	32.0	(5.9)
Aviation refueling & fuel transportation businesses						
Aviation volume (mn liters)	4,584	4,304	(6.1)	5,585	5,088	(8.9)
Fuel transportation volume (mn liters)	800	800	0.0	1,300	900	(30.8)
Revenue (Bt mn)	2,843	2,695	(5.2)	3,578	3,149	(12.0)
- Aviation refueling business (Bt mn)	2,407	2,259	(6.1)	2,932	2,671	(8.9)
- Fuel transportation business (Bt mn)	436	436	0.0	646	478	(26.0)
Combined gross profit margin (%)	37.7	37.6	(0.2)	47.6	45.7	(4.0)
Income statement						
Earnings (Bt mn)	226	97	(57.0)	714	418	(41.5)

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 5: Key assumptions for BAFS

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Benchmark					
Foreign travelers (mn person)	0.4	11.8	27.5	32.0	35.0
Aviation refueling & fuel transportation businesses					
Aviation volume (mn liters)	1,638	2,990	4,304	5,088	5,556
Fuel transportation volume (mn liters)	2,688	410	800	900	1,100
Revenue (Bt mn)	1,347	1,852	2,695	3,149	4,104
- Aviation refueling business (Bt mn)	845	1,568	2,259	2,671	2,917
- Fuel transportation business (Bt mn)	501	284	436	478	562
Combined gross profit margin (%)	(12.5)	18.7	37.6	45.7	52.3
Renewable energy business					
Revenue (Bt mn)	270	332	336	284	283
Gross profit (Bt mn)	154	231	222	170	168

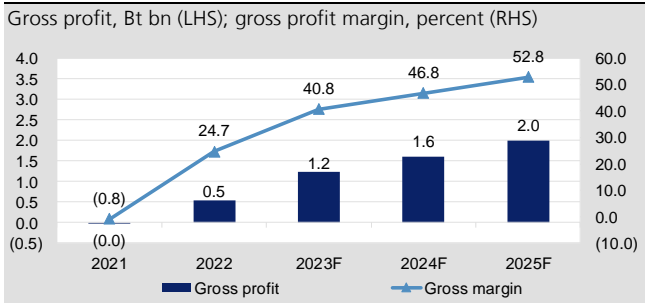
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 6: Company profile

Bangkok Aviation Fuel Services (BAFS) provides aviation fuel services, including aviation depot and aircraft refueling service at both Suvarnabhumi Airport and Don Muang Airport. The company also transports gasoline, jet oil, and diesel products through a pipeline system from Bangchak Corporation (BCP.BK/ BCP TB)'s* refinery and the depot at Chong Nonsi to the depot at Don Muang, and ending at the depot at Bang Pa-in, Ayutthaya.

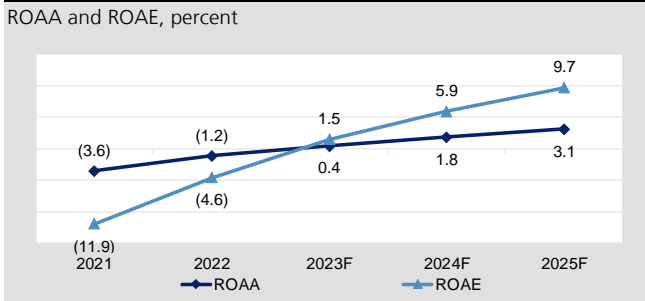
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 8: Gross profit



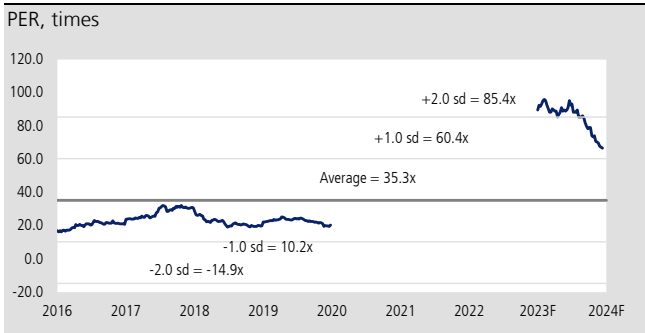
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 10: Company ROAA and ROAE



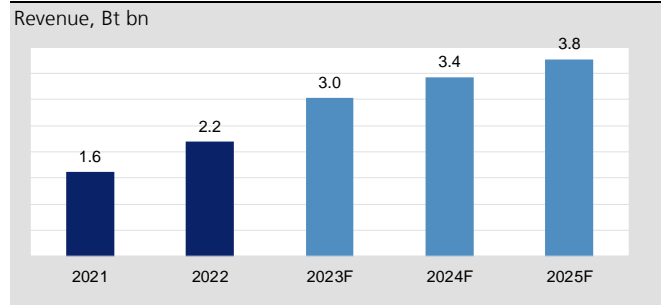
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 12: Company trading PER



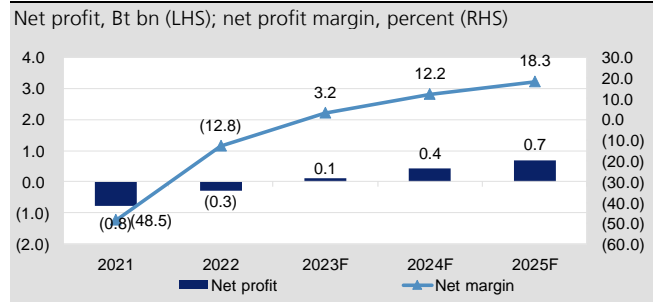
Source: KGI Securities Research

Figure 7: Revenue



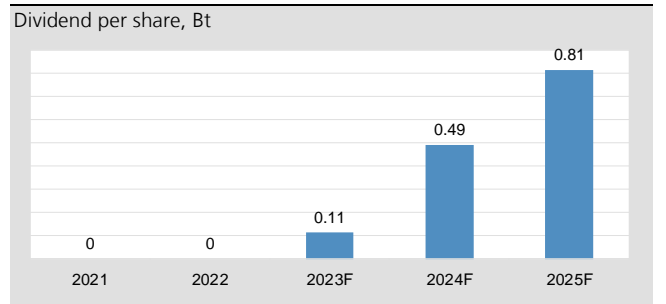
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 9: Net profit



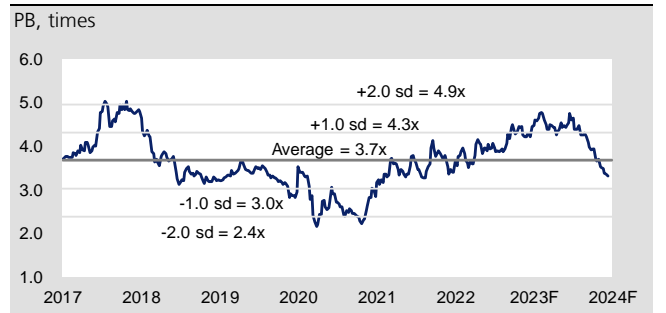
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 11: Dividend



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 13: Company trading PB



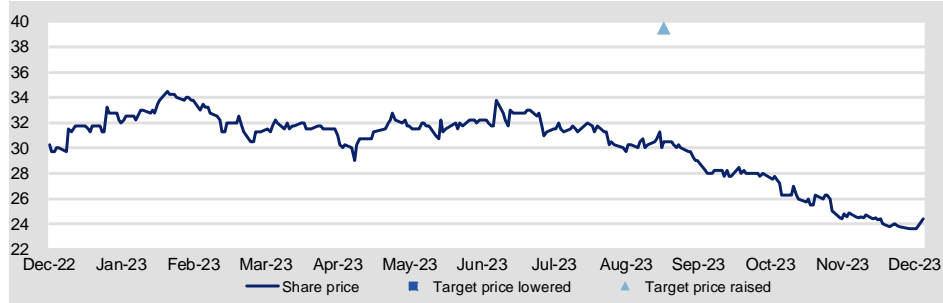
Source: KGI Securities Research

Quarterly Income Statement

(Bt mn)	Mar-21A	Jun-21A	Sep-21A	Dec-21A	Mar-22A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22A	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23F
Income Statement (Bt mn)												
Revenue	367	417	366	467	455	470	568	702	748	730	720	799
Cost of Goods Sold	(372)	(414)	(408)	(437)	(391)	(401)	(392)	(469)	(446)	(439)	(428)	(449)
Gross Profit	(5)	3	(42)	30	64	69	176	233	302	291	292	350
Operating Expenses	(155)	(136)	(138)	(205)	(155)	(155)	(131)	(170)	(172)	(180)	(166)	(211)
Other incomes	14	12	14	22	115	57	34	10	66	35	36	35
Operating Profit	(146)	(121)	(166)	(152)	25	(29)	79	72	196	146	162	175
Depreciation of fixed assets	209	231	241	291	222	225	229	228	232	233	209	210
Operating EBITDA	62	110	75	139	246	196	308	300	427	379	371	385
Non-Operating Income	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Interest Income	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Other Non-op Income	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Non-Operating Expenses	(74)	(129)	(101)	(121)	(134)	(134)	(135)	(141)	(153)	(158)	(156)	(157)
Interest Expenses	(74)	(129)	(101)	(121)	(134)	(134)	(135)	(141)	(153)	(158)	(156)	(157)
Other Non-op Expenses	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Net Investment Income/(Loss)	(1)	0	(6)	(2)	(2)	1	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Pre-tax Profit	(222)	(250)	(273)	(276)	(110)	(163)	(59)	(70)	41	(14)	5	17
Current Taxation	22	61	51	2	11	13	(10)	(12)	(14)	(1)	(35)	(3)
Minorities	(11)	(14)	(22)	(52)	(23)	(30)	(26)	(41)	(25)	(25)	(27)	(24)
Extraordinary items	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Net Profit	(189)	(175)	(199)	(222)	(77)	(120)	(43)	(41)	52	11	(3)	37
EPS (Bt)	(0.30)	(0.27)	(0.31)	(0.35)	(0.12)	(0.19)	(0.07)	(0.06)	0.08	0.02	(0.00)	0.06
Margins												
Gross profit margin	(1.4)	0.8	(11.6)	6.5	14.2	14.7	31.0	33.2	40.4	39.9	40.5	43.8
Operating EBIT margin	(39.9)	(29.0)	(45.4)	(32.6)	5.4	(6.2)	13.9	10.3	26.2	20.0	22.5	21.9
Operating EBITDA margin	16.9	26.4	20.5	29.8	54.1	41.7	54.2	42.8	57.2	51.9	51.5	48.2
Net profit margin	(51.5)	(41.9)	(54.5)	(47.4)	(16.9)	(25.5)	(7.7)	(5.9)	6.9	1.5	(0.4)	4.7
Growth												
Revenue growth	(57.3)	95.0	11.5	15.8	24.0	12.6	55.2	50.2	64.1	55.3	26.8	13.9
Operating EBIT growth	N.A.	47.7	(16.0)	(19.3)	N.A.	76.0	N.A.	N.A.	692.1	N.A.	105.6	142.0
Operating EBITDA growth	(87.0)	N.A.	32.6	96.2	296.0	77.9	311.2	115.9	73.4	93.5	20.6	28.2
Net profit growth	N.A.	23.3	(10.9)	(83.0)	59.3	31.5	78.2	81.4	N.A.	N.A.	93.4	N.A.

Source: Company data, KGI Securities Research

Bangkok Aviation Fuel Services - Recommendation & target price history



Source: KGI Securities Research

SET ESG Ratings

Stock	Company name	SET ESG Ratings	Stock	Company name	SET ESG Ratings
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	AAA	KTC	KRUNGTHAI CARD	AAA
AMATA	AMATA CORPORATION	AAA	LH	LAND AND HOUSES	A
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	A	MAJOR	MAJOR CINEPLEX GROUP	AA
AP	AP (THAILAND)	AA	MEGA	MEGA LIFESCIENCES	A
BAFS	BANGKOK AVIATION FUEL SERVICES PCL.	AA	MINT	MINOR INTERNATIONAL	AA
BAM	BANGKOK COMMERCIAL ASSET MANAGEMEN	AA	MTC	MUANGTHAI CAPITAL	A
BANPU	BANPU	AAA	OR	PTT OIL AND RETAIL BUSINESS	AAA
BBGI	BBGI	AA	ORI	ORIGIN PROPERTY	AA
BBL	BANGKOK BANK	AA	OSP	OSOTSPA	AA
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	AA	PLANB	PLAN B MEDIA	AA
BCP	BANGCHAK CORPORATION	AAA	PSH	PRUKSA HOLDING	BBB
BCPG	BCPG	AA	PTT	PTT	AAA
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	AA	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION	AAA
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	AA	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL	AAA
BGRIM	B.GRIMM POWER	AAA	RATCH	RATCH GROUP	AA
BPP	BANPU POWER	AAA	RBF	R&B FOOD SUPPLY	BBB
BTS	BTS GROUP HOLDINGS	AA	SAK	SAKSIAM LEASING	A
CBG	CARABAO GROUP	A	SAPPE	SAPPE	BBB
CENTEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	A	SAT	SOMBOON ADVANCE TECHNOLOGY	AA
CK	CH. KARNCHANG	A	SAWAD	SRISAWAD CORPORATION	BBB
CKP	CK POWER	AAA	SCB	SCB X	AA
COM7	COM7	A	SCC	THE SIAM CEMENT	AAA
CPALL	CP ALL	AAA	SCCC	SIAM CITY CEMENT	AA
CPAXT	CP AXTRA	AAA	SCGP	SCG PACKAGING	AAA
CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS	AAA	SHR	S HOTELS AND RESORTS	A
CPN	CENTRAL PATTANA	AA	SICT	SILICON CRAFT TECHNOLOGY	A
EGCO	ELECTRICITY GENERATING	AA	SMPC	SAHAMITR PRESSURE CONTAINER	AA
ERW	THE ERWAN GROUP	A	SNC	SNC FORMER	A
GFPT	GFPT	BBB	SPALAI	SUPALAI	AA
GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	AA	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION	A
GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	AA	STGT	SRI TRANG GLOVES (THAILAND)	AAA
GULF	GULF ENERGY DEVELOPMENT	AA	TCAP	THANACHART CAPITAL	A
HANA	HANA MICROELECTRONICS	AA	TFG	THAIFOODS GROUP	A
HENG	HENG LEASING AND CAPITAL	A	THCOM	THAICOM	AAA
HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	AA	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP	AAA
INTUCH	INTOUCH HOLDINGS	AA	TOP	THAI OIL	AAA
IRPC	IRPC	AA	TTB	TMBTHANACHART BANK	AA
IVL	INDORAMA VENTURES	AA	UBE	UBON BIO ETHANOL	A
KBANK	KASIKORNBANK	AAA	VGI	VGI	AA
KEX	KERRY EXPRESS (THAILAND)	BBB	WHA	WHA CORPORATION	AAA
KKP	KIATNAKIN PHATRA BANK	BBB	WHAUP	WHA UTILITIES AND POWER	AAA
KTB	KRUNG THAI BANK	AAA	ZEN	ZEN CORPORATION GROUP	AA

Source: www.setsustainability.com

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.

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
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
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

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.