INDUSTRY UPDATE Thailand

Healthcare Sector

Overweight · Maintained

Key messages

เมื่ออิงจากผลประกอบการใน 1Q66 ของบริษัทในกลุ่มโรงพยาบาลที่อยู่ในการวิเคราะห์ของเรา พบว่าภาพใหญ่ยังคงเป็นไปตามที่เราคาดไว้ โดยผลประกอบการของโรงพยาบาลใหญ่ (BDMS* และ BH*) ฟื้นตัวได้อย่างแข็งแกร่ง เราไม่กังวลเกี่ยวกับการที่รัฐบาลใหม่อาจขึ้นค่าแรงขั้นต่ำอีกเกือบ 30% เป็น 450 บาท/วัน สำหรับในระยะต่อไป เราคิดว่าโรงพยาบาลส่วนใหญ่ทราบดีว่าสัดส่วนประชากรสูงวัยมีแนวโน้มจะเพิ่มขึ้นในอีก 10 ปีข้างหน้า เมื่อพิจารณาในธีมนี้ เราคิดว่าโรงพยาบาลส่วนใหญ่เห็นแนวโน้มอุปสงค์การรักษาพยาบาล และการป้องกันโรค (preventive care) ที่จะเพิ่มขึ้นในระยะยาวอยู่แล้ว เรายังคงให้น้ำหนักหุ้นกลุ่มโรงพยาบาลที่ Overweight โดยยังคงเลือก BDMS เป็นหุ้นเด่นของเราในกลุ่มนี้ และประเมินราคาเป้าหมาย DCF ปี 2023 ที่ 36.50 บาท

ตลาดเปิดกว้างมากขึ้น

Event

แนวโน้มกลุ่มโรงพยาบาล

Impact

เป็นปีของโรงพยาบาลใหญ่

เมื่ออิงจากผลประกอบการใน 1Q66 ของบริษัทในกลุ่มโรงพยาบาลที่อยู่ในการวิเคราะห์ของเรา พบว่าภาพใหญ่ยังคงเป็นไปตามที่เราคาดไว้ โดยผลประกอบการของโรงพยาบาลใหญ่ (BDMS* และ BH*) ฟื้นตัวได้อย่างแข็งแกร่ง เนื่องจากมีสัดส่วนรายได้จากผู้ป่วยต่างชาติเพิ่มขึ้น เพราะนักท่องเที่ยวต่างชาติกลับมาเที่ยวประเทศไทยหลังจากที่มีการเปิดประเทศในปี 2566 เรามองว่า BH แข็งแกร่งที่สุดในกลุ่ม โดยอัตรากำไรขั้นต้นสูงเป็นประวัติการณ์ที่ 47.9% ใน 1Q66 ทั้งนี้ จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติของไทยพุ่งสูงขึ้นถึง 1,202% YoY ใน 1Q66 หลังจากที่เพิ่มขึ้นถึง 7,848% YoY ใน 3Q65 และ 1,498% YoY ใน 4Q65

ไม่ถูกกระทบอย่างมีนัยสำคัญจากการขึ้นค่าแรงขั้นต่ำ

เราไม่กังวลเกี่ยวกับการที่รัฐบาลใหม่อาจขึ้นค่าแรงขั้นต่ำอีกเกือบ 30% เป็น 450 บาท/วัน ซึ่งจากการสำรวจของเราพบว่า โรงพยาบาลส่วนใหญ่จ่ายค่าจ้างขั้นต่ำให้แรงงานไร้ทักษะที่อัตราใกล้เคียง 450 บาท/วันอยู่แล้ว ดังนั้น การขึ้นค่าแรงขั้นต่ำจึงอาจส่งผลกระทบจำกัดต่อบริษัทในกลุ่มโรงพยาบาล จากการวิเคราะห์ sensitivity เราพบว่าผลกระทบด้านลบจะน้อยมากเพียงไม่ถึง 0.5% ของกำไรสุทธิปี 2567F เท่านั้น

สังคมสูงวัยกำลังเข้ามา

การที่ประชากรมีอายุเฉลี่ยสูงขึ้นทำให้ต้องพิจารณาถึงต้นทุนในการรักษาพยาบาลที่อาจสูงขึ้น และการให้บริการทางการแพทย์สำหรับประชากรกลุ่มที่มีอายุสูงขึ้นในระยะยาว เพราะการใช้กระบวนการรักษาพยาบาลที่สัมพันธ์กับอายุเพิ่มขึ้น ทำให้ต้นทุนการรักษาพยาบาลเพิ่มขึ้นในระยะยาว ซึ่งน่าจะโตเร็วกว่าความต้องการด้านการรักษาพยาบาลประเภทอื่น ๆ

นอกจากบริการทางการแพทย์ที่ซับซ้อนขึ้นของผู้ป่วยทั่วไปแล้ว เราคิดว่าโรงพยาบาลส่วนใหญ่ทราบดีว่า สัดส่วนประชากรสูงวัยมีแนวโน้มจะเพิ่มขึ้นในอีก 10 ปีข้างหน้า เราจึงคาดว่าโรงพยาบาลชั้นนำจะได้โมเมนตัมด้านบวกจากการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างประชากรนี้ ด้วยการขยายบริการทางการแพทย์สำหรับประชากรกลุ่มนี้ นอกจากนี้ เรายังคาดว่าประเทศไทยจะกลายเป็นสังคมสูงวัยอย่างเต็มที่ (super-aged society) ในอีก 10 ปีข้างหน้า โดยจะขยับขึ้นจากอันดับที่ 10 ของเอเชียมาอยู่อันดับ 6 ในปี 2578

เมื่อพิจารณาในธีมนี้ เราคิดว่าโรงพยาบาลส่วนใหญ่เห็นแนวโน้มอุปสงค์การรักษาพยาบาล และการป้องกันโรค (preventive care) ที่จะเพิ่มขึ้นในระยะยาวอยู่แล้ว อย่างไรก็ตาม เราคิดว่าโรงพยาบาลขนาดใหญ่จะมีความได้เปรียบในการแข่งขันมากกว่าโรงพยาบาลขนาดเล็ก เนื่องจาก i) มีบริการรักษาโรคที่มี intensity สูงมากกว่า ii) ฐานผู้ป่วยกว้างกว่า iii) ฐานเงินทุนใหญ่กว่า ดังนั้น เราจึงเชื่อว่า BH และ BDMS จะเป็นหุ้นหลักที่ได้อานิสงส์จากพัฒนาการในด้านนี้ เพราะมีการเตรียม platform เพื่อตอบสนองความต้องการของผู้ป่วยตามแนวโน้มในอนาคตมาอย่างต่อเนื่อง (ได้แก่ Center of Excellence, Wellness services, Palliative care) อย่างไรก็ตาม โรงพยาบาลขนาดเล็กก็พยายามจะให้บริการที่เกี่ยวข้องกับประชากรที่สูงวัยมากขึ้นเช่นกัน แต่ยังช้ากว่าโรงพยาบาลขนาดใหญ่

Valuation & Action

เรายังคงให้น้ำหนักหุ้นกลุ่มโรงพยาบาลที่ Overweight โดยยังคงเลือก BDMS เป็นหุ้นเด่นของเราในกลุ่มนี้ และประเมินราคาเป้าหมาย DCF ปี 2023 ที่ 36.50 บาท

Risks

COVID-19 ระบาด, เกิดเหตุก่อการร้ายครั้งใหญ่, เศรษฐกิจฟื้นตัวช้าเกินคาด

Parin Kitchatornpitak
66.2658.8888 Ext. 8858
parink@kgi.co.th

*The Company may be issuer of Derivative Warrants on these securities.

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	23.00	17.70	29.9	1.22	0.57	0.67	(53.2)	17.4	31.1	26.5	3.2	2.9	1.4	10.2
BDMS*	OP	36.50	28.50	28.1	0.79	0.88	0.93	10.6	6.4	32.5	30.5	5.1	5.2	2.3	15.6
BH*	OP	270.00	232.00	16.4	6.21	6.75	7.44	8.7	10.1	34.4	31.2	8.2	7.2	1.4	25.6
CHG*	OP	3.80	3.00	26.7	0.25	0.13	0.13	(50.1)	2.3	23.8	23.2	3.4	2.9	2.1	13.9
EKH	OP	9.80	8.20	19.5	0.92	0.38	0.41	(59.0)	8.7	21.8	20.0	2.8	2.7	3.7	12.8
LPH	UR	UR	5.15	N.A.	0.45	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Sector	**Overweight**							**(28.6)**	**9.0**	**28.7**	**26.3**	**4.5**	**4.2**	**2.2**	**15.6**

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 2: BH would have the least negative impact from a minimum wage hike

Sector/stock	Rating	TP	% wage to revenues	NP margin (%)	2024 Net profit (Btmn)	% Impact to net profit (assume 30% wage increase)	Likely wage increase	% Impact to net profit
Healthcare								
BCH	OP	26	20.5	17.4	2,337	<3.0	<0.5	Insignificant
BDMS	OP	36.5	23.0	14.7	14,838	<3.0	<0.5	Insignificant
BH	OP	270	17.0	23.8	5,926	<0.5	<0.1	Very minimal
CHG	OP	3.8	20.0	16.7	1,420	<3.0	<0.5	Insignificant
EKH	OP	9.8	20.0	23.5	276	<3.0	<0.5	Insignificant
LPH	OP	UR	20.0	11.3	314	<3.0	<0.5	Insignificant

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 3: Revenue structure from international patients in 2019

Hospital	BCH	BDMS	BH	CHG	EKH	LPH
Thai segment (%)	89	71	35	97	90	95
Non-Thai segment (%)	11	29	65	3	10	5
Middle Eastern patients (%)	9.1	3.0	20.0	2.8	-	-
CLMV patients (%)	0.5	4.0	5.0	0.2	2.0	5.0
Chinese patients (%)	<0.1	1.3	1.5	-	8.0	-

Source: CCSA, KGI Securities Research

Figure 4: 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	13,944	14,838
BH	3,748	1,204	1,216	4,938	5,391	5,926
CHG	705	877	4,204	2,778	1,388	1,420
EKH	160	72	345	551	254	276
Total	**21,265**	**10,597**	**20,547**	**23,913**	**22,398**	**24,129**
Chg. YoY (%)		-50.2	93.9	16.4	-6.3	7.7

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 5: 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	35.0
BH	44.1	37.7	37.7	46.2	46.5	46.5
CHG	29.7	32.2	49.9	41.5	32.6	30.8
EKH	42.5	30.3	47.4	41.9	43.0	44.0
Average	**36.0**	**32.4**	**43.3**	**39.2**	**37.6**	**37.7**
Chg. YoY (ppts)		-3.6	10.9	-4.1	-1.6	0.0

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 6: 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	95,236	100,936
BH	18,409	12,315	12,404	20,646	22,813	25,095
CHG	5,166	5,433	11,742	10,103	7,888	8,530
EKH	886	646	1,146	1,049	1,119	1,175
Total	**112,972**	**92,488**	**118,239**	**139,158**	**139,578**	**149,134**
Chg. YoY (%)		-18.1	27.8	17.7	0.3	6.8

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 7: SG&A/Sales

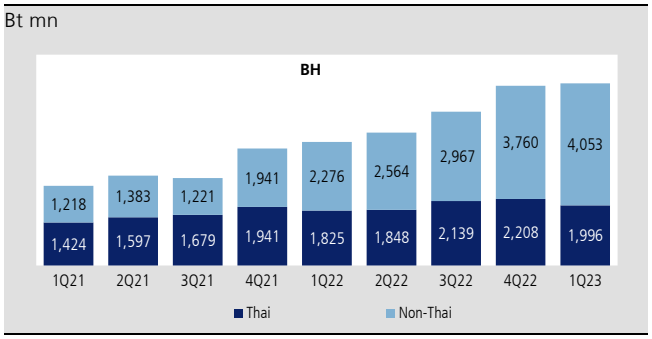
Percent

	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	19.0	19.0
CHG	13.0	12.4	7.0	9.3	13.8	13.0
EKH	22.0	20.2	15.1	18.8	16.0	16.0
Average	**18.2**	**19.1**	**15.3**	**15.3**	**16.7**	**16.5**
Chg. YoY (ppts)		0.9	-3.8	0.1	1.4	-0.3

Source: Company data, KGI Securities Research

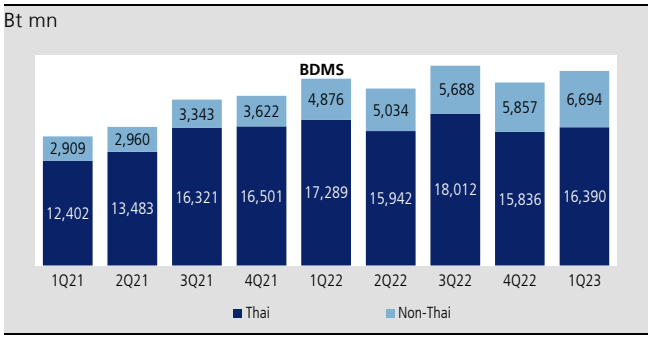
*The Company may be issuer of Derivative Warrants on these securities.
http://research.kgi.com; Bloomberg: KGIT <GO> Please see back page for disclaimer

Figure 8: BH's trend in non-Thai patient revenues



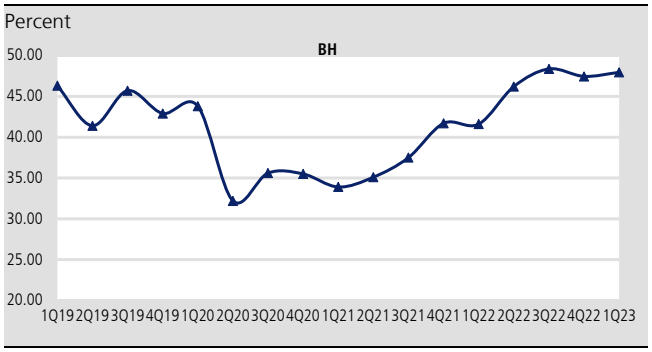
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 9: BDMS's trend in non-Thai patient revenues



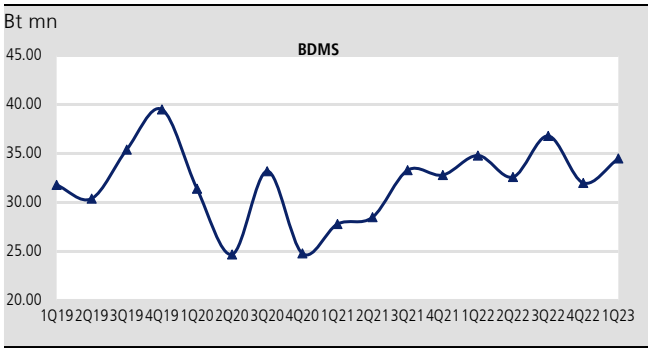
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 10: BH's trend in gross margin



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 11: BDMS's trend in gross margin



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 12: Sensitivity analysis of international patients for BH

BH	Impact to earnings projections (%) 2023F	2024F	Impact to valuations (Bt) 2023F	2024F	Potential target price (Bt) 2023F	2024F
Number of tourists at 40mn for 2024F	-	4.4	-	0.1	-	225.3
Raised terminal growth 1% from the current level	-	-	-	-	258.9	297.9

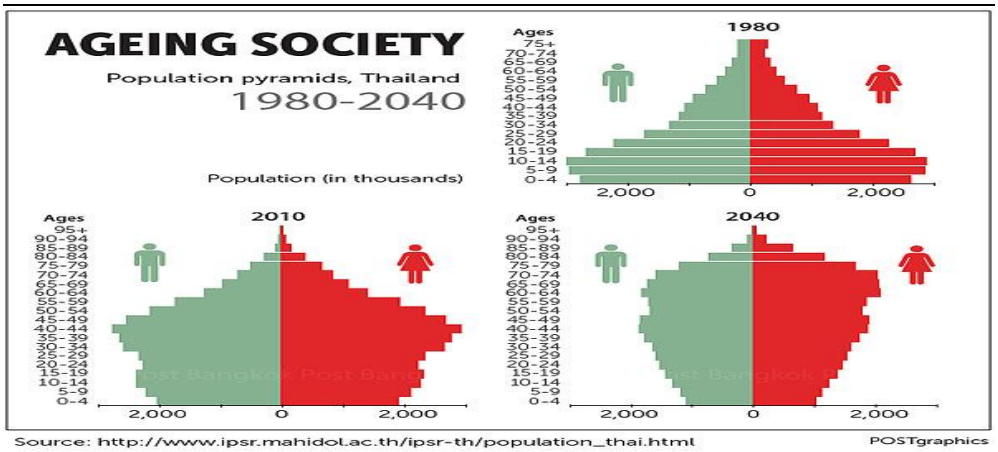
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 13: Sensitivity analysis of international patients for BDMS

BDMS	Impact to earnings projections (%) 2023F	2024F	Impact to valuations (Bt) 2023F	2024F	Potential target price (Bt) 2023F	2024F
Number of tourists at 40mn for 2024F	-	2.2	-	0.1	-	36.2
Raised terminal growth 1% from the current level	-	-	-	-	41.5	47.8

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 14: Aging society has begun in Thailand



Source: www.ipsr.mahidol.ac.th

*The Company may be issuer of Derivative Warrants on these securities.

Figure 15: Thailand will be one of the top three countries in Asia to have a population aged over 65 years

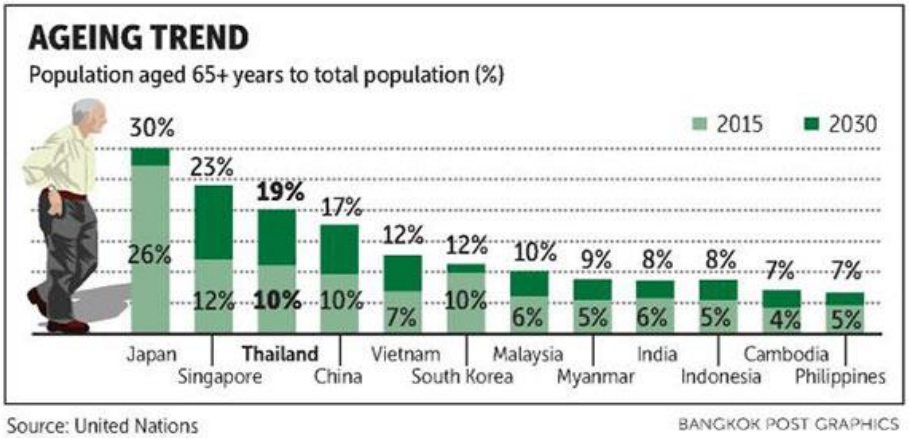
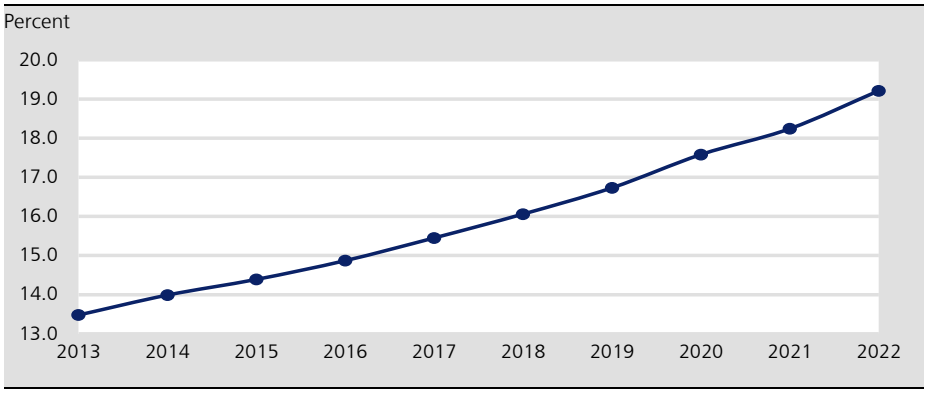


Figure 16: Trend of aging populations



Source: Department of Provincial Administration, KGI Securities Research

Figure 17: Samples of medical services for aging trend

Source: BH and 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	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	SRISAWAD 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	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
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 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
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.