

L.P.N. Development

(LPN.BK/LPN TB)

Underperform • Maintained

Price as of 12 Oct 2023	4.04
12M target price (Bt/shr)	3.50
Unchanged/Revised up(down)(%)	+6.1
Upside/downside (%)	(13.4)

Key messages

ฟรีเซล (ขอลง) ของ LPN ใน 3Q66 ลดลงเล็กน้อย QoQ แต่ เรามองว่ากำไรสุทธิอาจฟื้นตัวอยู่ที่ 97 ล้านบาท(+12% QoQ) หนุ่จากการโอนโครงการคอนโดมิเนียมใหม่ 1 แห่ง ที่สร้างเสร็จพร้อมโอน อย่างไรก็ตาม ฟรีเซลและรายได้ปี 2566F อาจยังต่ำกว่า guidance ของบริษัท ขณะที่ เราปรับลดประมาณการกำไรปี 2566F และปี 2567F ลงอีก 13-14% จากประมาณการเดิมครั้งก่อน โดยที่กำไรปีนี้อาจลดลงราว 24% YoY ก่อนที่จะเพิ่มขึ้น 8% YoY ในปี 2567 ทั้งนี้ เราคงคำแนะนำ “ขาย” ในขณะที่ เราปรับราคาเป้าหมายใหม่อยู่ที่ 3.50 บาท อิงจาก PE ที่ 10.35x (เท่ากับ -0.5SD) เพิ่มขึ้นจากเดิม 3.30 บาท ตามการขยับ valuation ไปเป็นปี 2567F

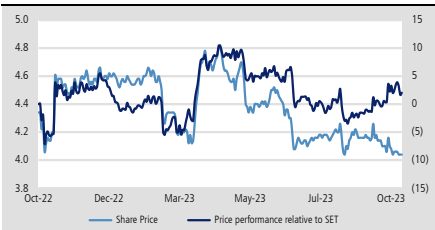
Trading data

Mkt cap (Btmn/US\$m)	5.9/147
Outstanding shares (mn)	1,454
Foreign ownership (mn)	88
3M avg. daily trading (mn)	1
52-week trading range (Bt)	4.0 – 4.8
Performance (%)	3M 6M 12M
Absolute	2.4 -15.8 -6.9
Relative	2.1 -7.6 0.9

Quarterly EPS

EPS	Q1	Q2	Q3	Q4
2020	0.15	0.10	0.07	0.17
2021	0.08	0.08	0.02	0.02
2022	0.13	0.10	0.16	0.03
2023	0.10	0.06		

Share price chart



Source: SET

Vanida Geisler
66.2658.8888 Ext. 8857
vanidag@kgi.co.th

คาดการณ์ราคาหุ้นใน 3Q66F เพิ่มขึ้นปานกลาง QoQ

Event

ประมาณการกำไร 3Q66F และปรับประมาณการกำไรสุทธิปี 2566F-2567F

Impact

ฟรีเซลใน 3Q66 ชบเขาแม้ว่ามีกรเปิดโครงการใหม่ ๆ เพิ่มขึ้นโดดเด่น

ยอดฟรีเซลรวม 3Q66 อยู่ที่ 2.6 พันล้านบาท (-2% QoQ แต่ +30% YoY) ถึงแม้ว่ามีการเปิดโครงการใหม่ ๆ มีมูลค่ารวมที่ 5.66 พันล้านบาท โดยสูงขึ้นอย่างมีนัยยะทั้ง QoQ และ YoY มาจากฟรีเซลของโครงการคอนโดมิเนียมพุ่งขึ้น 62% YoY แต่ในส่วนของโครงการแนวราบลดลง 29% YoY อย่างไรก็ตาม ฟรีเซลของ LPN ใน 9M66 เพิ่มขึ้น 19% YoY เป็น 8 พันล้านบาท (คิดเป็น 80% ของประมาณการเราเต็มปีนี้แต่คิดเป็น 62% จาก guidance ของบริษัท) จากโครงการแนวราบที่ 1.5 พันล้านบาท (-26% YoY) และโครงการคอนโดมิเนียมที่ 6.5 พันล้านบาท (+38% YoY) ขณะที่ LPN ปรับลดมูลค่าของโครงการเปิดใหม่ตามแผนในปีนี้ลงเหลือ 1.3 หมื่นล้านบาทจาก 1.4 หมื่นล้านบาทตามแผนธุรกิจเมื่อต้นปี 2566

คาดการณ์ราคาหุ้น 3Q66F ขยับขึ้น QoQ ในอัตราค่าแค่แยกลง YoY

ผลการดำเนินงานของ LPN ใน 3Q65 แข็งแกร่งโดยมีการรับรู้กำไรสูงอย่างมีนัยยะจากการขายอาคารสำนักงานมูลค่า 2.6 พันล้านบาท ถัดมาใน 3Q66 เราคาดการณ์รายได้จากการขายที่อยู่อาศัยเติบโต 13% QoQ ส่วนหนึ่งเนื่องจากมียอดโอน (transfer) จากโครงการคอนโดมิเนียมสร้างเสร็จแห่งใหม่ที่ ลุมพินี คอนโดทาวน์ เอกชัย 48 มูลค่าโครงการที่ 2.3 พันล้านบาท ขณะที่ รายได้จากธุรกิจให้เช่าและธุรกิจบริการจัดการอาจเพิ่มขึ้น QoQ เป็นเลขหลักเดียว ส่วนอัตรากำไรขั้นต้นของธุรกิจที่อยู่อาศัยจะขยับต่อเนื่องอยู่ที่ 21-22% ท่ามกลางยอดขายที่มีอัตรากำไร (margin) โดยต่ำลงจากทั้งโครงการแนวราบและโครงการคอนโดมิเนียม โดยสรุป เราคาดการณ์ราคาหุ้นใน 3Q66F อยู่ที่ 97 ล้านบาท (-59% YoY แต่ +13%QoQ) ทำให้กำไร 9M66F อยู่ที่ 329 ล้านบาท (-43% YoY) คิดเป็น 70% ของประมาณการกำไรใหม่ปี 2566F ของเรา (Figure 3) มองคานบวกในระยะถัดไป กำไร 4Q66 น่าจะดีขึ้นทั้ง QoQ และ YoY จากฐานต่ำ

ปรับลดประมาณการกำไรสุทธิลงในปี 2566F และปี 2567F

เนื่องจากผลการดำเนินงานอ่อนแอตั้งแต่ต้นปีจนถึงปัจจุบัน (YTD) เราจึงปรับลดประมาณการกำไรลงอีก 13-14% ต่อปีในปี 2566F - 2567F ขณะที่ ประมาณการกำไรสุทธิใหม่ปี 2566F จะอยู่ที่ 467 ล้านบาท (-24% YoY) ก่อนที่จะเพิ่มขึ้น 8% YoY อยู่ที่ 504 ล้านบาทในปีถัดไป (Figure 1) นอกจากนี้ กำไรปี 2567F มีความเป็นไปได้ที่จะมี upside จากการนำบริษัทย่อย คือ LPP Property Management เข้าจดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในราวกลางปี 2567

Valuation & action

เราคงคำแนะนำ “ขาย” ประเมินราคาเป้าหมายใหม่ที่ 3.5 บาทเพิ่มขึ้นจากเดิมที่ 3.3 บาท อิงจาก PE ปี 2567F ที่ 10.35x หรือเท่ากับค่าเฉลี่ยระยะยาว -0.5SD

Risks

ภาวะเศรษฐกิจอ่อนแอ โอกาสการปฏิรูปนโยบายจากภาครัฐ การให้สินเชื่อมีความเข้มงวดมากขึ้น ท่ามกลางภาวะหนี้สินภาคครัวเรือนสูง แนวโน้มอัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น และการปรับขึ้นค่าแรงงานขั้นต่ำ

Key financials and valuations

	Dec - 20A	Dec-21A	Dec - 22A	Dec - 23F	Dec - 24F
Total revenue (Btmn)	7,363	5,570	10,276	7,496	8,218
Gross Profit (Btmn)	2,205	1,611	2,253	1,719	1,915
SG&A (Btmn)	1,259	1,059	1,268	1,012	1,077
Net Profit (Btmn)	716	302	612	467	504
Normalized Profit (Btmn)	709	299	612	467	504
EPS (Bt)	0.5	0.2	0.4	0.3	0.3
Normalized EPS (Bt)	0.5	0.2	0.4	0.3	0.3
DPS (Bt)	1.4	0.2	0.2	0.2	0.2
EPS Growth (%)	(43.0)	(57.8)	102.5	(23.7)	7.8
Normalized EPS Growth	(43.1)	(57.8)	104.4	(23.6)	7.8
P/E (X)	9.6	23.9	9.7	12.8	11.8
P/B (X)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA (X)	13.1	24.0	14.3	23.4	24.9
Net Debt to Equity (%)	74.1	83.3	89.2	119.3	155.4
Dividend Yield (%)	30.0	3.1	5.4	4.0	4.2
Return on Average Equity (%)	6.1	2.7	5.2	3.8	4.1

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 1: Earnings revisions for 2023-24F

Year to 31 Dec (Btm)	2023F Previous	2023F Revised	Chg (%)	2024F Previous	2024F Revised	Chg (%)
Total revenue	7,496	7,496	(0.0)	7,950	8,218	3.4
Residential revenue	5,380	5,380	0.0	5,624	5,891	4.7
Low-rise	2,168	2,168	(0.0)	2,330	2,384	2.3
High-rise	3,213	3,213	(0.0)	3,293	3,507	6.5
Total gross profit	1,780	1,719	(3.4)	1,920	1,915	(0.3)
EBIT	800	721	(9.9)	920	853	(7.3)
Net profit	541	467	(13.6)	586	504	(14.0)
Normalized profit	541	467	(13.6)	586	504	(14.0)
Key financials	2023F Previous	2023F Revised	Chg (ppts)	2024F Previous	2024F Revised	Chg (ppts)
SG&A to sales (%)	13.3	13.5	0.2	12.8	13.1	0.3
Residential gross margin (%)	22.5	21.5	(1.0)	23.0	22.0	(1.0)
Net margin (%)	7.2	6.2	(1.0)	7.4	6.1	(1.3)

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 2: KGI's forecasts for new launches, presales and transfer

	2023F			2024F			
	Previous	New	Change	Previous	New	Change	
Launch	10,055	12,785	27.2	10,561	10,500	(0.6)	-New launches ended up at Bt12.8bn, lower than LPN's guidance of Bt14bn.
Low-rise	5,055	8,050	59.2	5,561	7,000	25.9	
High-rise	5,000	4,735	(5.3)	5,000	3,500	(30.0)	
Presales	10,385	10,677	2.8	11,757	11,869	1.0	-9M23 presales represented 80% of our 2023F estimates.
Low-rise	3,321	2,095	(36.9)	4,486	3,122	(30.4)	-Sales from new landed property projects launched in 2H23 will be booked as revenue in 2024.
High-rise	7,064	8,582	21.5	7,271	8,747	20.3	
Transfer	5,380	5,380	0.0	5,623	5,891	4.8	
Low-rise	2,168	2,168	(0.0)	2,330	2,384	2.3	
High-rise	3,213	3,213	(0.0)	3,293	3,507	6.5	

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 3: LPN's 3Q23F/9M23F earnings preview

Bt mn	3Q23F	3Q22	YoY (%)	2Q23	QoQ (%)	9M23F	9M22	YoY (%)
Total revenue	1,900	4,198	(54.7)	1,732	9.7	5,448	8,388	(35.1)
Revenue from sales of real estate	1,320	3,726	(64.6)	1,173	12.6	3,773	7,050	(46.5)
Revenue from rental and services	80	81	(1.5)	78	3.1	237	227	4.2
Management business income	500	391	28.0	481	3.8	1,438	1,111	29.4
Gross Profit	410	944	(56.5)	368	11.5	1,221	2,034	(40.0)
SG&A	282	589	(52.1)	247	14.3	780	1,188	(34.4)
Operating EBIT	136	360	(62.2)	128	5.9	464	865	(46.4)
Net Profit	97	236	(58.7)	87	11.9	330	575	(42.6)
Normalized profit	97	236	(58.7)	86	13.0	329	574	(42.7)
Percent	3Q23F	3Q22	YoY (ppts)	2Q23	QoQ (ppts)	9M23F	9M22	YoY (%)
Gross margin	21.6	26.2	(4.6)	21.2	0.4	22.4	24.3	(1.8)
Residential gross margin	22.0	20.3	1.7	21.4	0.6	22.5	21.1	1.4
EBIT margin	7.2	8.6	(1.4)	7.4	(0.3)	8.5	10.3	(1.8)
SG&A/sales	14.9	14.0	0.8	14.3	0.6	14.3	14.2	0.2

Source: Company data, KGI Securities Research

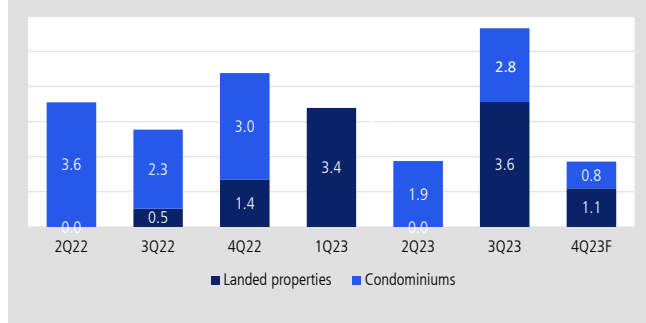
Figure 4: Condominiums to start transfer in 2022-24F

Condominium projects	Project value (Btmn)	Units	% sold	Expected transfer
Lumpini Place Taopoon Interchange	1,700	710	75	1Q22
Lumpini Selected Charan 65 - Sirindhorn Station	1,100	514	49	2Q22
Lumpini Ville Chaeng Watthana - Pakkret Station	1,065	647	34	4Q22
Lumpini Ville Chaeng Watthana 10	540	476	57	3Q22
Lumpini Township Rangsit Klong 1 (G)	2,000	2,928	39	1Q23
Lumpini Ville Ekkachai 48 (phase1)	2,270	1,785	23	3Q23
Lumpini Place Chaengwattana Pakkret Station	1,220	536	11	3Q24
Lumpini Ville Charan Fai chai	3,200	1,482	35	4Q24

Source: Company data, KGI Research

Figure 5: Quarterly launches

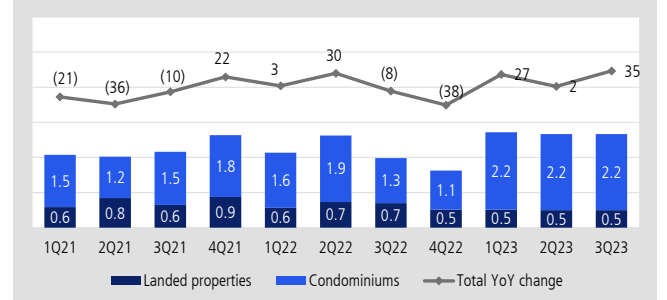
Launches of high-rise and low-rise, Btmn



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 6: Quarterly presales

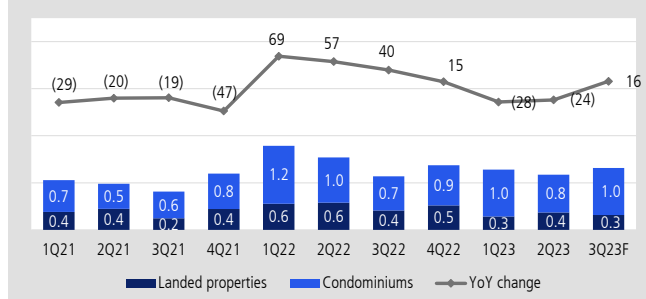
Presales of high-rise and low-rise, Btmn; YoY change of total presales, percent



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 7: Quarterly transfers

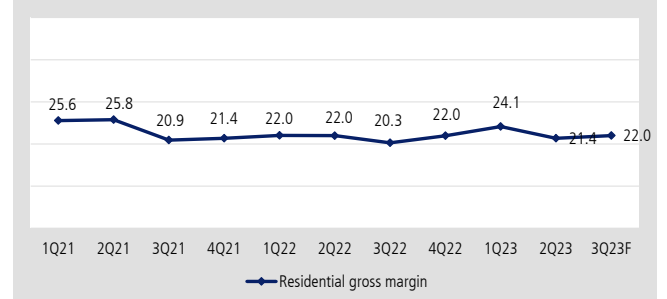
Transfers of high-rise and low-rise, Btmn



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 8: Quarterly residential gross margin

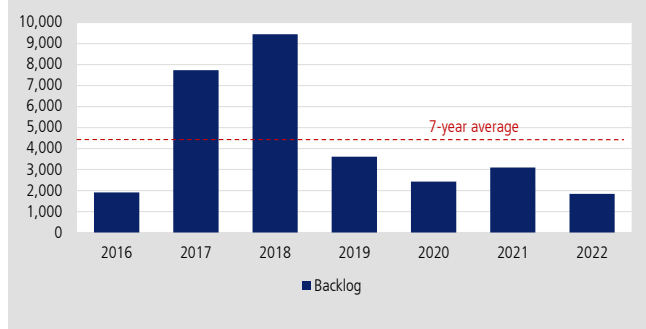
Percent



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 9: Backlog

Btmn



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 10: New launches

New launches, Btmn; YoY change, percent



Source: Company data, KGI Securities Research

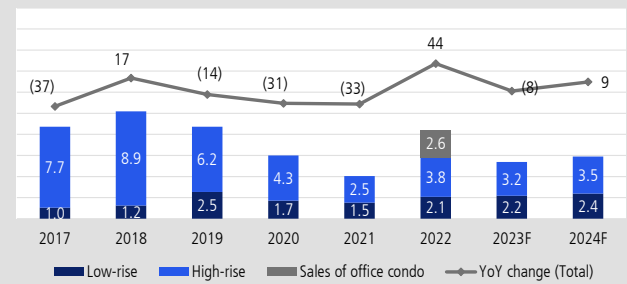
Figure 11: Company profile

L.P.N. Development Public Company Limited (LPN) focuses primarily on residential condominiums/landed properties located in Bangkok and vicinity. Also, it has several well-reputable associates specializing in after-sales service and community management. LPN mainly targets the mid-to-low-end market with a broad-based brand to capture demand using a mixed business approach through different economic cycles.

Source: Company data

Figure 12: Residential revenue forecast

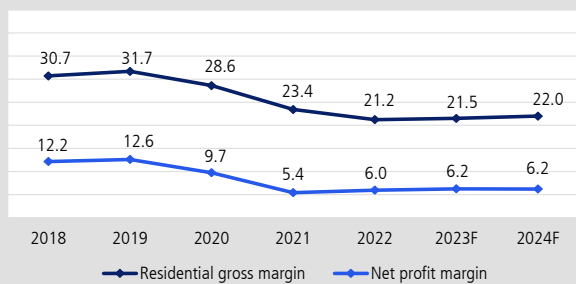
Residential revenues forecast, Btbn; YoY change, percent



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 13: Margins

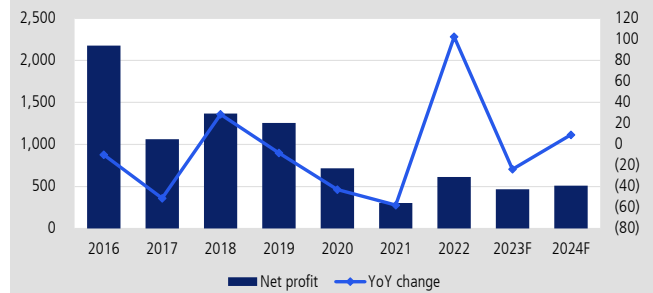
Residential gross margin and net margin, percent



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 14: Net profit

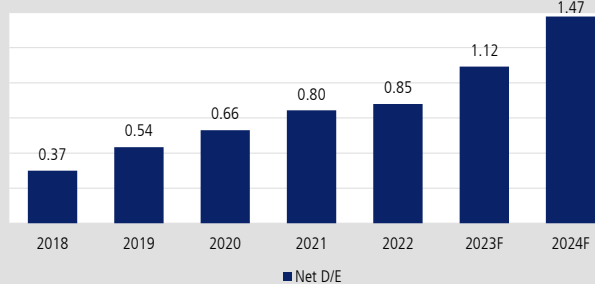
Net profit, Btmn (LHS); YoY change, percent (RHS)



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 15: Net D/E

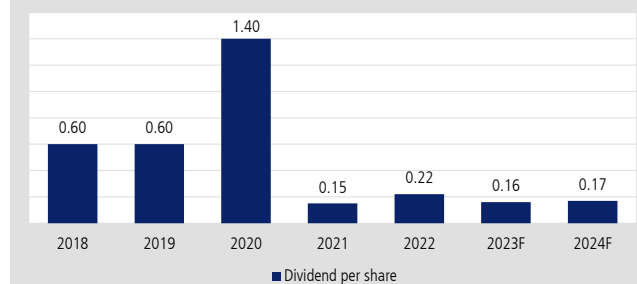
Times



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 16: Company dividend per share (DPS)

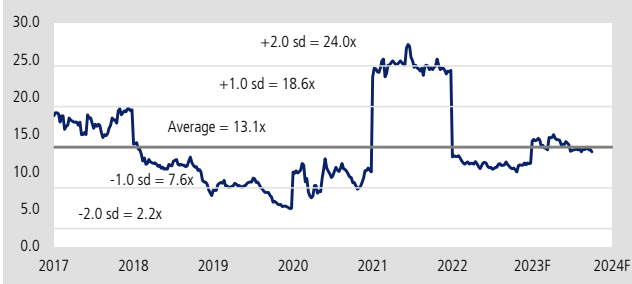
DPS, Bt



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 17: Company trading P/E

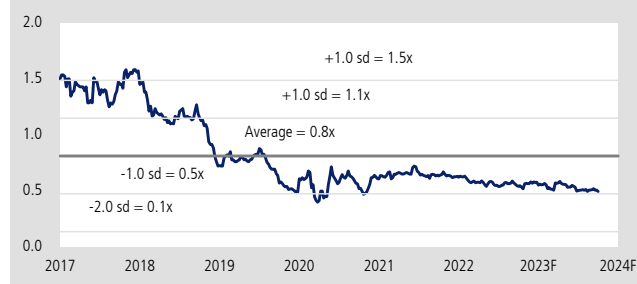
PER, times



Source: KGI Securities Research

Figure 18: Company trading P/BV

PB, times



Source: KGI Securities Research

Balance Sheet

As of 31 Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023F	2024F
Total Assets	23,619	23,777	24,114	29,629	34,807
Current Assets	18,564	19,151	19,702	24,837	29,943
Cash & ST Investment	917	335	508	948	1,002
Inventories	9,091	8,838	11,042	18,446	23,055
Account Receivable	357	748	735	500	483
Others	8,075	9,028	7,119	4,842	5,302
Non-current Assets	5,055	4,625	4,412	4,793	4,864
LT Investment	4,165	3,733	3,587	3,879	3,945
Net fixed Assets	291	280	266	284	280
Others	599	612	559	630	640
Total Liabilities	11,797	12,379	12,247	17,486	22,408
Current Liabilities	7,947	8,279	7,701	11,542	14,279
Account Payable	1,267	1,170	942	1,207	1,313
ST Borrowing	6,588	7,105	6,740	10,236	12,866
Others	92	4	18	100	100
Long-term Liabilities	3,850	4,101	4,546	5,943	8,129
Long-term Debts	2,168	2,391	3,841	4,256	6,400
Others	1,682	1,710	704	1,688	1,729
Shareholders' Equity	11,822	11,397	11,868	12,144	12,399
Common Stock	1,476	1,476	1,454	1,454	1,454
Capital Surplus	442	442	442	442	442
Retained Earnings	10,008	9,584	9,972	10,348	10,600

Source: KGI Securities Research

Key Ratios

Year to 31 Dec	2020	2021	2022	2023F	2024F
Growth (%YoY)					
Sales	(26.0)	(24.4)	84.5	(27.1)	9.6
OP	(35.0)	(44.8)	76.3	(28.2)	18.4
EBITDA	(32.4)	(39.3)	63.7	(25.3)	16.3
NP	(43.0)	(57.8)	102.5	(23.7)	7.8
Normalized Profit	(43.1)	(57.8)	104.4	(23.6)	7.8
EPS	(43.0)	(57.8)	102.5	(23.7)	7.8
Normalized EPS	(43.1)	(57.8)	104.4	(23.6)	7.8
Profitability (%)					
Gross Margin	29.9	28.9	21.9	22.9	23.3
Operating Margin	13.9	10.1	9.7	9.5	10.3
EBITDA Margin	15.3	12.3	10.9	11.1	11.8
Net Margin	9.7	5.4	6.0	6.2	6.1
ROAA	3.0	1.3	2.5	1.6	1.4
ROAE	6.1	2.7	5.2	3.8	4.1
Stability					
Gross Debt/Equity (%)	99.8	108.6	103.2	144.0	180.7
Net Debt/Equity (%)	74.1	83.3	89.2	119.3	155.4
Interest Coverage (x)	10.6	3.0	5.3	5.8	4.0
Interest & ST Debt Coverage (x)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
Cash Flow Interest Coverage (x)	20.4	(5.0)	0.7	(30.0)	(20.5)
Cash Flow/Interest & ST Debt (x)	0.3	(0.1)	0.0	(0.4)	(0.3)
Current Ratio (x)	2.3	2.3	2.6	2.2	2.1
Quick Ratio (x)	1.2	1.2	1.1	0.6	0.5
Net Debt (Bt mn)	7,839.2	9,160.9	10,073.6	13,543.2	18,264.1
Per Share Data (Bt)					
EPS	0.5	0.2	0.4	0.3	0.3
Normalized EPS	0.5	0.2	0.4	0.3	0.3
CFPS	1.4	(0.6)	0.1	(2.6)	(2.9)
BVPS	8.0	7.7	8.0	8.2	8.4
SPS	5.0	3.8	7.0	5.1	5.6
EBITDA/Share	0.8	0.5	0.8	0.6	0.7
DPS	1.4	0.2	0.2	0.2	0.2
Activity					
Asset Turnover (x)	0.3	0.2	0.4	0.3	0.2
Days Receivables	17.7	49.0	26.1	24.3	21.5
Days Inventory	751.6	986.4	589.4	1,515.1	1,739.7
Days Payable	104.7	130.5	50.3	99.1	99.1
Cash Cycle	664.6	904.9	565.2	1,440.3	1,662.1

Source: KGI Securities Research

Profit & Loss

Year to Dec 31 (Btmn)	2020	2021	2022	2023F	2024F
Revenue	7,363	5,570	10,276	7,496	8,218
Cost of Goods Sold	(4,415)	(3,270)	(6,837)	(4,444)	(4,837)
Gross Profit	2,205	1,611	2,253	1,719	1,915
Operating Expenses	(1,259)	(1,059)	(1,268)	(1,012)	(1,077)
Other Incomes	79	14	11	7	8
Operating Profit	1,024	565	996	715	847
Depreciation of fixed assets	(93)	(107)	(108)	(114)	(118)
Operating EBITDA	1,126	683	1,118	835	971
Non-Operating Income	9	11	14	6	7
Interest Income	9	11	14	6	7
Other Non-op Income	0	0	0	0	0
Non-Operating Expense	(98)	(189)	(191)	(125)	(211)
Interest Expense	(98)	(189)	(191)	(125)	(211)
Other Non-op Expense	0	0	0	0	0
Equity Income/(Loss)	(8)	(5)	(2)	0	0
Pretax Profit	935	385	818	596	642
Current Taxation	(217)	(83)	(206)	(125)	(135)
Minorities	1	0	0	3	4
Extraordinaries items	7	3	1	0	0
Net Profit	716	302	612	467	504
Normalized Profit	709	299	612	467	504
EPS (Bt)	0.49	0.20	0.41	0.32	0.34
Normalized EPS (Bt)	0.48	0.20	0.41	0.32	0.34

Source: KGI Securities Research

Cash Flow

Year to 31 Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023F	2024F
Operating Cash Flow	1,993	(943)	131	(3,764)	(4,321)
Net Profit	724	306	688	467	504
Depreciation & Amortization	93	107	108	114	118
Change in Working Capital	1,182	(1,354)	(591)	(4,348)	(4,946)
Others					
Investment Cash Flow	(655)	348	(901)	489	(148)
Net CAPEX	(1,670)	342	107	(513)	(189)
Change in LT Investment	22	0	0	(6)	0
Change in Other Assets	33	(21)	(3)	24	0
Free Cash Flow	1,338	(595)	(771)	(3,275)	(4,469)
Financing Cash Flow	(923)	13	944	3,715	4,523
Change in Share Capital	0	0	82	(103)	0
Net Change in Debt	1,132	740	1,086	3,910	4,775
Change in Other LT Liab.	(36)	(0)	(0)	0	0
Net Cash Flow	415	(582)	173	440	54

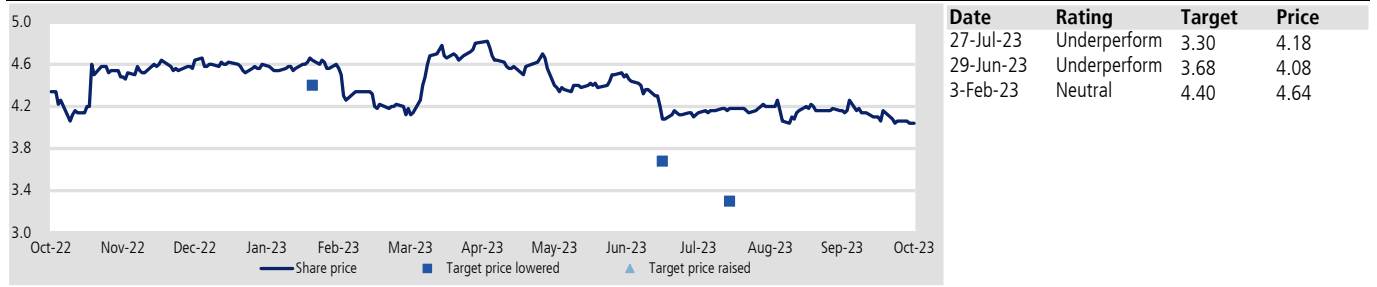
Source: KGI Securities Research

Rates of Return on Invested Capital

Year	1- Revenue	+	COGS Revenue	+	Depreciation Revenue	+	Operating Exp. Revenue	=	Operating Margin
2020	60.0%		1.3%		17.1%		21.7%		
2021	58.7%		1.9%		19.0%		20.3%		
2022	66.5%		1.1%		12.3%		20.1%		
2023F	59.3%		1.5%		13.5%		25.7%		
2024F	58.9%		1.4%		13.1%		26.6%		
Year	1/ Revenue	+	Working Capital Revenue	+	Net PPE Revenue	+	Other Assets Revenue	=	Capital Turnover
2020	1.4		0.0		3.2		0.2		
2021	2.0		0.1		4.2		0.2		
2022	1.2		0.0		2.3		0.3		
2023F	1.8		0.0		3.9		0.2		
2024F	1.9		0.0		4.2		0.2		
Year	x Operating Margin	x	Capital Turnover	x	Cash Tax Rate	=	After-tax Return on Inv. Capital		
2020	21.7%		0.2		23.2%		1.1%		
2021	20.3%		0.2		21.5%		0.7%		
2022	20.1%		0.3		25.2%		1.4%		
2023F	25.7%		0.2		21.0%		0.9%		
2024F	26.6%		0.2		21.0%		0.9%		

Source: KGI Securities Research

L.P.N. Development – Recommendation & target price history



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
CENDEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MAKRO	SIAM MAKRO	THCOM	THAI COM
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	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
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.