

# Property Sector

## Neutral Maintained

รายได้และกำไรสุทธิรวมใน 1H66 ลดลง 6% YoY อยู่ที่ 3.78 หมื่นล้านบาทและต่ำลง 10% YoY อยู่ที่ 7.4 พันล้านบาท ตามลำดับ ขณะที่ ยูนิคที่ขายได้และ take-up rate ไม่กระตือรือร้นใน 3Q66 ถึงปัจจุบัน อย่างไรก็ตาม เรามองว่ามีความเป็นไปได้ที่จะฟื้นตัวใน 4Q66 ซึ่งปกติเป็นช่วงที่ยอดขายสูงสุดของปีท่ามกลาง sentiment เชิงบวกหากมีรัฐบาลชุดใหม่ นอกจากนี้ เรามองว่ายอดขายรอโอน (Backlog) ยังคงเป็นปัจจัยหนุนหลักของรายได้ใน 2H66 โดย SPALI และ ORI มี Backlog มากกว่า +80% ของยอดขายปี 2566F ส่วนบริษัทพัฒนาอสังหาฯ ที่มีหนี้สินที่มีภาระเงินกู้ต่ำจะได้เปรียบเมื่อสถานการณ์เงินมีความเข้มงวดในการให้สินเชื่อมากขึ้น ทั้งนี้ เรายังคงให้น้ำหนักกลุ่มอสังหาฯ ที่ Neutral โดยเลือก Supalai (SPALLBK/SPALI TB)\* (แนะนำซื้อ ราคาเป้าหมาย 24.60 บาท) และ Origin Property (ORLBK/ORI TB)\* (แนะนำซื้อ ราคาเป้าหมาย 13.40 บาท) เป็นหุ้นเด่นสุดในกลุ่ม.

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

## ผลประกอบการ 3Q66 ยังคงอ่อนแอ แต่คาดการณ์ฟื้นตัวเด่นใน 4Q66

### Event

แนวโน้ม 3Q66-4Q66 และภาพรวมผลประกอบการกลุ่มอสังหาฯ ใน 2Q66 และ 1H66

### Impact

#### ยูนิคที่ขายได้ยังอ่อนแอใน 3Q66 แต่คาดการณ์ฟื้นตัวเด่นใน 4Q66

จากข้อมูลของ Agency for Real Estate Affairs (AREA) ล่าสุด การเปิดโครงการใหม่และ take-up rate ยังอ่อนแอใน 3Q66 (Figure 5-6) ขณะที่ บริษัทย่อสังหาฯ หลายแห่งได้เลื่อนการเปิดโครงการใหม่ไป 4Q66 อย่างไรก็ตาม เราคาดการณ์ฟื้นตัวเด่นจากเดือนกันยายน 2566 เป็นต้นไปหลังการจัดตั้งรัฐบาลแล้ว คาดว่ารายได้สุทธิรวมของกลุ่มใน 3Q66 เราคาดอ่อนแอทั้ง QoQ และ YoY ตามอุปสงค์ที่หดตัว ไม่มีกำไรพิเศษเด่นชัดและมีโครงการคอนโดมิเนียมใหม่ก่อสร้างเสร็จน้อย ในขณะที่ ราคา 4Q66 น่าจะเป็นไตรมาสที่ดีที่สุดของปี ด้าน ยอดจอง (presales) การเปิดโครงการใหม่ และรายได้แรงหนุนจาก sentiments ดีขึ้นหากมีการจัดตั้งรัฐบาลชุดใหม่ รวมทั้งค่าเฉลี่ยกำไรพิเศษของ Land and Houses (LH.BK/LH TB)\* และ Origin (ORLBK/ORI TB)\*

#### Backlog เป็นปัจจัยหนุนหลักของรายได้ใน 2H66

Supalai (SPALI.BK/SPALI TB)\* AP Thailand (AP.BK/AP TB)\* และ ORI ล้วนมี backlog ในมือพร้อมโอนอยู่สูงอย่างมีนัยยะที่ 80-90% ของยอดขายได้ปี 2566F โดยยิ่ง sentiments ฟื้นตัวได้รวดเร็วเราคาดมี upsides ต่อประมาณการ (Figure 3) ในทางตรงกันข้ามกับของ LH Quality Houses (QH.BK/QH TB) Pruksa (PSH.BK/PSH TB) และ LPN Dev (LPN.BK/LPN TB) มี backlog น้อย ดังนั้น ผลการดำเนินงานใน 2H66 จึงขึ้นอยู่กับยอดขายที่อยู่อาศัยพร้อมโอนและการเปิดโครงการใหม่เป็นหลัก ทั้ง AP และ LH ในแต่ละรายมีแผนการเปิดโครงการใหม่ใน 4Q66 ที่มูลค่าราว 3.0-3.5 หมื่นล้านบาท ซึ่งถือว่ามูลค่าสูงที่สุดในกลุ่มบริษัทอสังหาฯ ที่เราศึกษาอยู่ (Figure 4)

#### บริษัทพัฒนาอสังหาฯ ที่มีงบดุลแข็งแกร่งย่อมได้เปรียบคู่แข่งรายอื่น

บริษัทพัฒนาอสังหาฯ ที่ก่อตั้งมายาวนานด้วยอัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย ต่อทุน (net gearing ratio) ต่ำได้แก่ AP QH PSH LH และ SPALI ถือว่ามีต้นทุนทางการเงินเฉลี่ยต่ำโดยเปรียบเทียบที่ +/-3% ทำให้มีความได้เปรียบในการเติบโต แม้ว่าสถานการณ์เงินจะควบคุมการปล่อยสินเชื่อให้กับธุรกิจที่เข้มงวดมากขึ้น ในขณะที่บริษัทอสังหาฯ ที่เติบโตเร็วและบริหารเชิงรุกและมี net gearing ratio สูงมากกว่า 1 เท่าจะมีต้นทุนทางการเงินสูงกว่าอยู่ราว 4.0-5.5% ขณะที่ ภาระการจ่ายดอกเบี้ยโดยรวมใน 1H66 เพิ่มขึ้นถึง 43% YoY กล่าวคือ ปัจจุบันต้นทุนทางการเงินเฉลี่ยเพิ่มขึ้น 0.5ppt ในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา ดังนั้น จากการที่ต้นทุนทางการเงินสูงขึ้นภายหลังจากปรับเปลี่ยนด้วยการกู้ธนาคารพาณิชย์แทนการออกหุ้นกู้ (debentures) ส่งผลให้การขยายธุรกิจอาจทำได้ช้าลง (Figure 7-8)

### Valuation & Action

อัตราการเติบโตของรายได้และกำไรสุทธิรวมใน 2Q66 เพิ่มขึ้นตามราคาดี 7% และ 21% QoQ ตามลำดับ แต่เมื่อนับช่วง 1H66 ปรากฏว่ารายได้รวมลดลง 6% YoY เป็น 3.78 หมื่นล้านบาทและกำไรสุทธิต่ำลง 10% YoY อยู่ที่ 7.4 พันล้านบาท (Figure 9-10) ในช่วงถัดไป เราคาดว่าอัตราเติบโตของกำไรใน 3Q66 ยังไม่มาต้นเตนขยวณกรณีของ SPALI ที่จะม้อัตราการเติบโตกำไร QoQ เป็นเลขสองหลักได้แรงหนุนจากการโอนโครงการคอนโดมิเนียมใหม่ 2 แห่ง ในขณะที่ ราคาเห็นการฟื้นตัวเด่นของทุกบริษัทที่เราศึกษาใน 4Q66 โดยเฉพาะ LH และ ORI ที่มีอัตราการเติบโตของกำไรโดดเด่นที่สุดจากการที่มีกำไรพิเศษจากการขายเงินลงทุน ทั้งนี้ เราจึงแนะนำซื้อ SPALI และ ORI โดยเลือกให้เป็นหุ้นเด่นสุดในกลุ่ม อย่างไรก็ตาม เรายังไม่ได้ขยับไปใช้ราคาเป้าหมายไปเป็นสิ้นปี 2567F (Figure 1-2)

### Risks

ความเสี่ยงด้านสูง ได้แก่ sentiment ดีขึ้นและค่ามาตรการกระตุ้นอสังหาริมทรัพย์จากรัฐบาลชุดใหม่ ขณะที่ เรามองว่าการผ่อนคลายมาตรการสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัย (Loan-to-value ratio: LTV) จากธนาคารแห่งประเทศไทย ถือเป็นกรณีที่ดีที่สุดในตอนนี้ ส่วนความเสี่ยงด้านต่ำได้แก่ การขึ้นค่าแรงขั้นต่ำรายวันและมาตรการควบคุมสินเชื่อทั้งก่อนและหลังด้วยการยึดหนี้สินในระดับสูงของภาคครัวเรือน การเร่งตัวขึ้นของหนี้เสีย NPL รวมทั้งความกังวลปัจจัยเสี่ยงด้านสภาพคล่องของผู้พัฒนาอสังหาฯ ขนาดกลางถึงรายเล็กหลังจากเกิดการผิดชำระการจ่ายดอกเบี้ยให้แก่ผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนหลายรายล่าสุด

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

http://research.kgi.com; Bloomberg: KGI <GO> Please see back page for disclaimer

**Figure 1: Valuations and recommendations**

Company	Rating	Target Price (Bt)	Mkt Price (Bt)	Upside (%)	Mkt Cap (Btmn)	Net Profit (Btmn)				PE (x)				PB (x)				EPS Growth (%)			
						2021	2022	2023F	2024F	2021	2022	2023F	2024F	2021	2022	2023F	2024F	2021	2022	2023F	2024F
AP*	N	12.20	12.20	0.0	38,065	4,543	5,877	6,035	6,360	6.6	6.2	6.4	6.0	0.9	1.0	0.9	1.0	7.5	29.4	2.7	5.4
LH*	N	9.10	8.25	10.3	100,377	6,936	8,313	7,805	8,706	15.2	14.2	12.9	11.5	2.1	2.3	1.8	2.3	(2.9)	19.8	(6.1)	11.6
LPN	U	3.30	4.14	(20.3)	5,933	302	612	541	586	23.9	10.1	11.4	10.5	0.6	0.5	0.5	0.5	(57.8)	102.5	(11.7)	8.4
ORI*	OP	13.40	10.60	26.4	25,768	3,194	3,775	3,722	3,856	8.7	7.9	6.7	6.4	1.7	1.5	1.1	1.0	20.0	18.2	(1.4)	3.6
PSH	N	12.60	13.40	(6.0)	29,107	2,353	2,772	3,238	2,733	12.1	10.4	8.9	10.5	0.6	0.6	0.6	0.6	(15.1)	17.8	16.8	(15.6)
QH*	N	2.45	2.28	7.5	24,429	1,670	2,396	2,467	2,639	14.5	10.3	9.9	9.3	0.9	0.9	0.8	0.8	(21.4)	43.5	3.0	6.9
SPALI*	OP	24.60	20.80	18.3	40,038	7,070	8,173	7,180	7,444	6.9	5.8	5.7	5.5	1.1	1.0	0.8	0.7	66.3	15.6	(12.1)	3.7
<b>Sector</b>				<b>5.2</b>	<b>263,717</b>	<b>26,068</b>	<b>31,918</b>	<b>30,987</b>	<b>32,324</b>	<b>12.5</b>	<b>9.3</b>	<b>8.8</b>	<b>8.5</b>	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>	<b>0.9</b>	<b>1.0</b>	<b>9.1</b>	<b>22.4</b>	<b>(2.9)</b>	<b>4.3</b>

Source: KGI Securities Research

**Figure 2: Sensitivity on TP assuming 2023F and 2024F valuations**

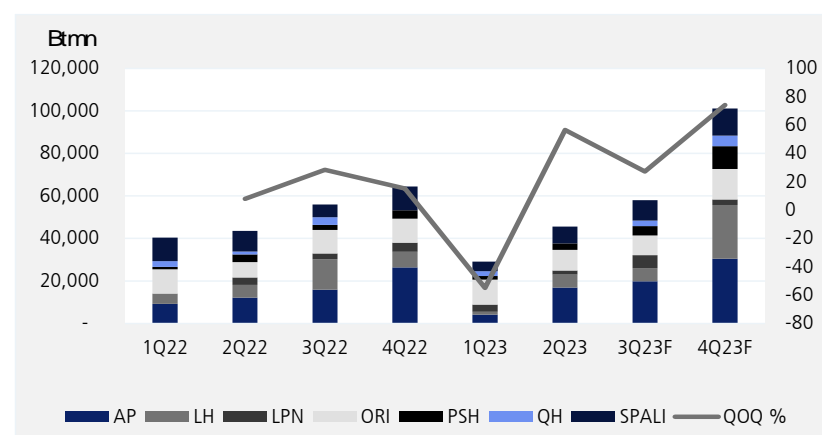
Company	Curr. price Bt	EPS (Bt)		TP (Bt)		Upside to target price		TP based on P/Ex		Notes
		2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	
AP	12.2	1.92	2.02	12.2	12.9	0%	6%	6.4	Mean	-We see upsides to our earnings forecasts for AP and QH.
LH	8.25	0.65	0.73	9.1	9.5	10%	15%	SOTP		
LPN	4.14	0.37	0.4	3.3	3.6	-20%	-13%	9	-0.5SD	-A re-rating of PE multiple for PSH is also possible if we see more improvement in its healthcare business.
ORI	10.6	1.52	1.57	13.4	13.7	26%	29%	8.7	+0.5SD	
PSH	13.4	1.22	1.25	12.6	12.9	-6%	-4%	10.3	+0.5SD	
QH	2.28	0.23	0.25	2.45	2.5	7%	9%	SOTP		
SPALI	20.8	3.68	3.81	24.6	25.5	18%	23%	6.7	-0.5SD	

Source: Company, KGI Securities Research

**Figure 3: 73% of 2023F combined revenue are secured by backlog**

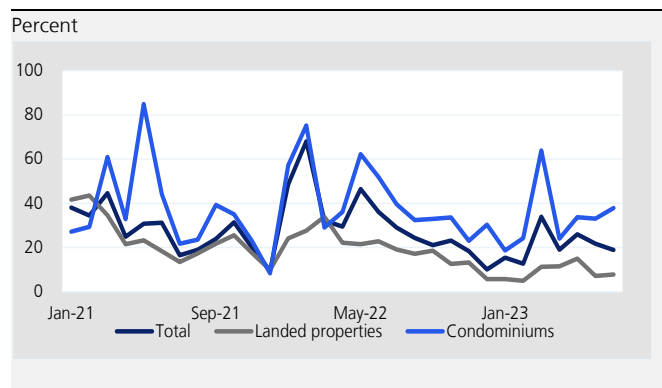
Btmn	1H23 sales	Backlog for 2H23	Total	% of 2023F revenue	2023F revenue	Notes
AP	18.7	15.3	34.0	86%	39.6	-80-88% of the 2023F residential sales of AP, ORI and SPALI have already been secured by backlogs.
AP-JV	2.6	2.8	5.4	88%	6.1	
LH	9.8	2.5	12.3	47%	26.0	-Landed property developers such as LH and QH generally have smaller backlogs. Their sales are highly dependent on demand for completed units ready for transfer.
LPN	1.2	1.2	2.4	44%	5.4	
PSH	11.7	5.0	16.7	67%	25.0	
QH	3.7	0.8	4.5	54%	8.4	
ORI	9.3	13.9	23.2	88%	26.5	
SPALI	14.4	11.6	26.0	79%	33.0	
<b>Total</b>	<b>71.3</b>	<b>53.1</b>	<b>124.4</b>	<b>73%</b>	<b>170.0</b>	

Source: Company, KGI Securities Research

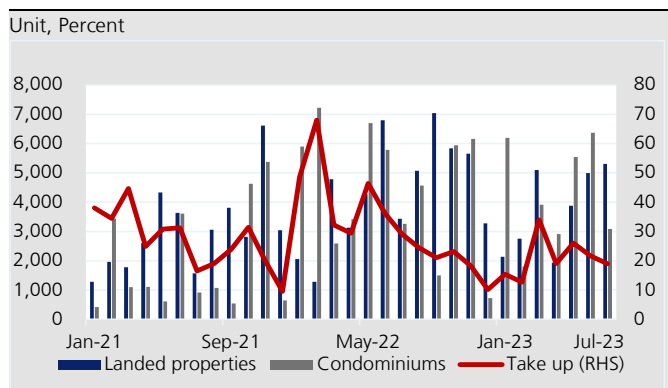
**Figure 4: Quarterly new launches this year set to peak in 4Q23**


Source: Company, KGI Securities Research

-Value of quarterly new launches hit bottom in 1Q23 and gradually increased thereafter.  
 -Several new projects planned to be launched in 3Q23 have been postponed to 4Q23, which is set to be this year's peak quarter at around +/-Bt100bn.  
 -AP and LH are scheduled to launch the most in 4Q23 in the range of Bt25-35bn each.

**Figure 5: Take-up rate**


Source: AREA, KGI Securities Research

**Figure 6: Monthly new launches vs average take up rate**


Source: AREA, KGI Securities Research

**Figure 7: Cost of debts and interest payment**

	2022 end-2Q23			2022	end-2Q23	Chg ppt	Int.payment		Chg.
							1H22 (Btmn)	1H23 (Btmn)	
<b>Net debt to equity ratio (%)</b>			<b>Cost of debts (%)</b>						
AP	62.3	79.0	AP	2.6	3.0	0.4	281	405	44%
LH	116.1	114.0	LH	2.2	2.6	0.4	646	675	4%
LPN	89.2	95.0	LPN	3.3	4.3	1.0	176	195	11%
ORI	111.3	125.0	ORI	4.3	4.6	0.3	347	568	64%
PSH	30.4	30.0	PSH	2.5	3.4	0.9	390	256	-34%
QH	35.5	35.0	QH	2.8	2.9	0.1	190	130	-32%
SPALI	48.9	50.0	SPALI	1.8	2.3	0.5	103	195	89%
<b>Under coverage</b>	<b>70.5</b>	<b>75.4</b>		<b>2.8</b>	<b>3.3</b>	<b>0.5</b>	<b>2,133</b>	<b>2,424</b>	<b>14%</b>
ASW	104.1	140.5	ASW	5.5	5.5	-	156	266	71%
NOBLE	182.9	217.1	NOBLE	4.4	4.8	0.3	272	340	25%
SIRI	154.0	147.0	SIRI	3.6	4.0	0.4	1,057	1,678	59%
SC	120.0	127.2	SC	3.3	3.8	0.5	364	418	15%
ANAN	101.0	147.0	ANAN	5.0	5.2	0.2	354	614	73%
<b>Grand total</b>	<b>96.3</b>	<b>108.9</b>	<b>Grand total</b>				<b>4,336</b>	<b>5,740</b>	<b>32%</b>
			Developers with net gearing < 1x				1,140	1,181	4%
			Developers with net gearing of > 1x				3,196	4,559	43%

Source: Company, KGI Securities Research

-Long-established developers with low net gearing ratios, namely AP, QH, PSH, LH, SPALI, have relatively low average financing costs of +/-3%.

-Fast growing/aggressive developers with high net gearing ratios over 1x have premium financing costs in the range of 4.0-5.5%. Their combined interest payments in 1H23 increased 43% YoY.

**Figure 8: Breakdown of interest bearing debts**

Btmn	S-T loans	S-T bonds	L-T loan	L-T bonds	Total	S-T debts to total	Bonds to total
<b>Breakdown of int. bearing debts at end 2Q23</b>							
AP	8,682	4,130	5,724	13,606	32,142	40%	55%
LH	10,259	9,972	14,051	28,696	62,978	32%	61%
LPN	7,355	1,496	1,018	1,892	11,761	75%	29%
ORI	6,517	3,247	5,970	12,838	28,572	34%	56%
PSH	3,838	6,000	4,477	4,000	18,315	54%	55%
QH	1,494	4,498	748	4,826	11,566	52%	81%
SPALI	17,539	8,203	-	2,658	28,400	91%	38%
<b>Under coverage</b>	<b>55,684</b>	<b>37,546</b>	<b>31,988</b>	<b>68,516</b>	<b>193,734</b>	<b>48%</b>	<b>55%</b>
ASW	1,359	997	5,675	2,134	10,165	23%	31%
NOBLE	3,913	-	9,581	-	13,494	29%	0%
SIRI	16,866	6,170	9,020	46,200	78,256	29%	67%
SC	13,307	3,600	4,742	8,900	30,549	55%	41%
ANAN	4,651	6,329	844	14,254	26,078	42%	79%
<b>Not rated</b>	<b>40,096</b>	<b>17,096</b>	<b>29,862</b>	<b>71,488</b>	<b>158,542</b>	<b>36%</b>	<b>56%</b>
<b>Total</b>	<b>95,780</b>	<b>54,642</b>	<b>61,850</b>	<b>140,004</b>	<b>352,276</b>	<b>43%</b>	<b>55%</b>

Source: Company, KGI Securities Research

**Figure 9: 2Q23/1H23 revenue and earnings review**

Revenue (Btmn)	2Q23	2Q22	YoY	1Q23	QoQ	1H23	YoY%
AP	9,282	9,862	-6%	9,409	-1%	18,691	-10%
LH	6,809	9,280	-27%	6,629	3%	13,438	-21%
LPN	1,732	1,986	-13%	1,816	-5%	3,548	-15%
ORI	3,363	3,267	3%	3,478	-3%	6,841	2%
PSH	6,090	5,304	15%	6,442	-5%	12,532	12%
QH	2,424	2,195	10%	1,903	27%	4,327	1%
SPALI	8,165	8,198	0%	5,734	42%	13,899	2%
<b>Total</b>	<b>37,865</b>	<b>40,092</b>	<b>-6%</b>	<b>35,411</b>	<b>7%</b>	<b>73,276</b>	<b>-6%</b>
Net Profit (Btmn)	2Q23	2Q22	YoY	1Q23	QoQ	1H23	YoY%
AP	1,544	1,574	-2%	1,478	4%	3,023	-9%
LH	1,450	2,139	-32%	1,354	7%	2,804	-31%
LPN	87	147	-41%	145	-40%	232	-31%
ORI	873	1,155	-24%	798	9%	1,671	-12%
PSH	1,038	430	141%	652	59%	1,690	72%
QH	669	515	30%	592	13%	1,262	15%
SPALI	1,701	2,075	-18%	1,080	57%	2,781	-15%
<b>Total</b>	<b>7,363</b>	<b>8,036</b>	<b>-8%</b>	<b>6,101</b>	<b>21%</b>	<b>13,463</b>	<b>-10%</b>
Gross margin%	2Q23	2Q22	YoY	1Q23	QoQ	1H23	YoY%
AP	37%	34%	3%	37%	0%	37%	3%
LH	30%	32%	-2%	30%	0%	30%	-2%
LPN	21%	26%	-5%	24%	-3%	23%	-3%
ORI	54%	43%	11%	53%	1%	53%	12%
PSH	30%	31%	-1%	33%	-2%	32%	1%
QH	33%	34%	-1%	35%	-2%	34%	0%
SPALI	35%	39%	-4%	37%	-2%	36%	-4%
<b>Total</b>	<b>35%</b>	<b>35%</b>	<b>0%</b>	<b>36%</b>	<b>-1%</b>	<b>35%</b>	<b>1%</b>
Net margin%	2Q23	2Q22	YoY	1Q23	QoQ	1H23	YoY%
AP	17%	16%	1%	16%	1%	16%	0%
LH	21%	23%	-2%	20%	1%	21%	-3%
LPN	5%	7%	-2%	8%	-3%	7%	-2%
ORI	26%	35%	-9%	23%	3%	24%	-4%
PSH	17%	8%	9%	10%	7%	13%	5%
QH	28%	23%	4%	31%	-4%	29%	3%
SPALI	21%	25%	-4%	19%	2%	20%	-4%
<b>Total</b>	<b>19%</b>	<b>20%</b>	<b>-1%</b>	<b>17%</b>	<b>2%</b>	<b>18%</b>	<b>-1%</b>

Source: Company, KGI Securities Research

-Combined 2Q23 revenues/earnings rebounded 7%/21% QoQ, in line with our estimates.

-SPALI showed the strongest revenue/earnings growth at 42%/57% QoQ, respectively due to the booking of revenue from its newly completed condominium.

-PSH reported the highest earnings growth of 59% QoQ due to divestment gains worth around Bt700m.

-QH's 2Q23 results came as a surprise with stronger than expected revenue and earnings.

-Earnings of AP, LH, ORI grew in the single-digits while LPN reported the worst 2Q23 earnings, dropping 40% YoY and 41% QoQ.

-For 1H23, combined revenues/earnings slipped 6%/10% YoY, respectively.

**Figure 10: Summary of 2Q23/1H23 results**

Sector/Stock	Revenue			Earnings			Net margin		
	2Q23	YoY	QoQ	2Q23	YoY	QoQ	2Q23	YoY	QoQ
AP	9,282	(6)	(1)	1,544	(2)	4	17%	1%	1%
LH	6,809	(27)	3	1,450	(32)	7	21%	-2%	1%
LPN	1,732	(13)	(5)	87	(41)	(40)	5%	-2%	-3%
ORI	3,363	3	(3)	873	(24)	9	26%	-9%	3%
PSH	6,090	15	(5)	1,038	141	59	17%	9%	7%
QH	2,424	10	27	669	30	13	28%	4%	-4%
SPALI	8,165	(0)	42	1,701	(18)	57	21%	-4%	2%
<b>Property</b>	<b>37,865</b>	<b>(6)</b>	<b>7</b>	<b>7,363</b>	<b>(8)</b>	<b>21</b>	<b>19%</b>	<b>-1%</b>	<b>2%</b>

Sector/Stock	Revenue		Earnings			Net margin	
	1H23	YoY	1H23	YoY	% of 2023F	1H23	YoY
AP	18,691	(10)	3,023	(9)	50%	16%	0%
LH	13,438	(21)	2,804	(31)	36%	21%	-3%
LPN	3,548	(15)	232	(32)	43%	7%	-2%
ORI	6,841	2	1,671	(12)	45%	24%	-4%
PSH	12,532	12	1,690	72	52%	13%	5%
QH	4,327	1	1,262	15	51%	29%	3%
SPALI	13,899	2	2,781	(15)	39%	20%	-4%
<b>Property</b>	<b>73,276</b>	<b>(6)</b>	<b>13,463</b>	<b>(10)</b>	<b>43%</b>	<b>18%</b>	<b>-1%</b>

Source: Company, KGI Securities Research

-1H23 combined earnings of Bt13.5bn represented 43% of our full year forecast.

-3Q23F earnings are likely to improve QoQ but decline YoY compared to 3Q22 which was last year's peak quarter.

-4Q23 is set to be this year's peak quarter.

# 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	KASIKORN BANK	SEAFKO	SEAFKO
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	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	TM BTHANACHART 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	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	SRI SAWAD 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	SEAFECO	SEAFECO
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**

<b>China</b>	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
<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.