

# B.Grimm Power

(BGRIM.BK/BGRIM TB)\*

## Underperform · Downgraded

Price as of 24 Nov 2023	24.40
12M target price (Bt/shr)	23.00
Unchanged/Revised up(down)(%)	(20.7)
Upside/downside (%)	(5.7)

### Key messages

เราปรับลดคำแนะนำหุ้น BGRIM จาก ถือ เป็น ขาย โดยปรับลดราคาเป้าหมายลงเหลือ 23.00 บาท จาก 29.00 บาท เราเชื่อว่าราคาหุ้นที่วิ่งขึ้นมาแรงในช่วงที่ผ่านมาไม่ได้สะท้อนอะไรมากไปกว่าความหวังว่าอัตราผลตอบแทนพันธบัตร ราคาน้ำมัน และอัตราแลกเปลี่ยน USS/THB จะกลับทิศ แต่ปัจจัยพื้นฐานยังไม่เห็นอะไรเปลี่ยนแปลง ในขณะที่ราคาหุ้นค่อนข้างแพง คิดเป็น PE ปี 2567F ที่ 40x เรายังมองว่าราคาหุ้นที่วิ่งขึ้นมารอบนี้เป็นโอกาสให้ขายทำกำไรจาก risk/reward ที่ไม่คุ้ม เราคาดว่าตลาดจะปรับลดคาดการณ์ลงเช่นกัน

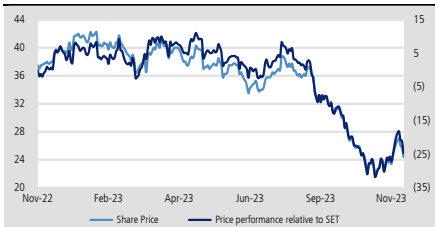
### Trading data

Mkt cap (Btbn/US\$bn)	63.6/2.0		
Outstanding shares (mn)	2,607		
Foreign ownership (mn)	1,051		
3M avg. daily trading (mn)	20		
52-week trading range (Bt)	22.10-42.25		
Performance (%)	3M	6M	12M
Absolute	-34.5	-34.9	-33.2
Relative	-26.9	-28.7	-22.5

### Quarterly EPS

Bt	Q1	Q2	Q3	Q4
2021	0.23	0.39	0.17	0.07
2022	0.01	(0.07)	(0.20)	(0.21)
2023	0.15	0.26	0.13	

### Share price chart



Source: SET

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

## เป็นจังหวะทำกำไรไปก่อน; ลดคำแนะนำเป็น ขาย

### Event

ปรับลดประมาณการกำไรและคำแนะนำ รวมถึงอัปเดตแนวโน้มของบริษัท

### Impact

#### แนวโน้มยังไม่แน่นอน

เรายังคงมองลบกับแนวโน้มของ small power producers (SPPs) จากความไม่สมดุลระหว่างราคาก๊าซ SPP และการปรับค่า Ft ทั้งนี้ เราคิดว่า margin ของ SPP พื้นตัวมาได้อีกครั้งของระดับปกติแล้ว แต่ไม่น่าจะกลับไปอยู่ระดับสูงเหมือนในอดีตได้อีก เราคิดว่ารัฐบาลน่าจะยังแทรกแซงค่าไฟฟ้าในช่วงที่ราคาพลังงานแกว่งตัว ทั้งนี้จากการทำประชาพิจารณ์ (10-24 พ.ย. 66) เรื่องค่า Ft (ม.ค.-เม.ย. 67) เราเชื่อว่าราคาขึ้นค่า Ft ระดับต่ำสุดเป็น 0.89 บาท/kWh (+0.69) ก็ยังน่าจะเป็นไปได้ยาก นอกจากนี้ยังมีอุปสรรคจากดอกเบี้ยขาขึ้นและภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงอีกด้วย เราปรับลดกำไรสุทธิปี 2567-68F ลง 13-18% เพื่อสะท้อนถึงราคาของ SPP ที่สูงขึ้นเป็น 380 บาท/mmbtu (จาก 250 บาท) (Figure 2)

#### ผลกระทบต่อหุ้นยังมีอุปสรรค และงบดุลค่อนข้างดี

หลังกำไรปี 2566F มีแนวโน้มฟื้นตัวแข็งแกร่งถึง 429% YoY ราคาตัวกำไรหลักปี 2567F จะลดลงเหลือ 1.6 พันล้านบาท (-20% YoY) เพราะ margin ของ SPP ลดลง หนุนให้ GPM ลดลงมาอยู่ที่ 14.2% (จาก 16.2% ในปี 2566F) นอกจากนี้การที่บริษัทไม่มีแผนจะเพิ่มทุน ดังนั้น งบดุลของ BGRIM จึงค่อนข้างดี โดยมีสัดส่วน net IBD/E อยู่ที่ 1.52x ใน 3Q66 (จากเป้าหมายในของปีที่ 2.0x และ covenant ที่ 3.0x) ซึ่งหมายความว่าบริษัทยังมีช่องว่างเพิ่มได้อีกราว 2.5 หมื่นล้านบาท อย่างไรก็ตาม BGRIM คาดวางงบลงทุน (CAPEX) ในปี 2567-2568F จะลดลงมาอยู่ที่ปีละ 7 หมื่นล้านบาท และการใช้เงินทุนจากส่วนทุนในช่วงท้ายโครงการจะช่วยลดสัดส่วนหนี้สินต่อทุนลงได้ตามกลางดอกเบี้ยขาขึ้นในภาพระยะกลาง

#### แนวโน้มใน 4Q66

เราคาดว่ากำไรของ BGRIM ใน 4Q66F จะอยู่ที่ประมาณ 300 ล้านบาท ซึ่งเป็นจุดต่ำสุดในรอบปีนี้จากผลการดำเนินงานที่อ่อนแอของ SPPs, อุปสงค์การใช้ไฟฟ้าลดลง และมีการปิดโรงไฟฟ้าหลายแห่ง เราคาดว่าค่า Ft เหลือจะลดลงมาอยู่ที่ 0.20 บาท (-0.47 บาท QoQ) ในขณะที่คาดว่าราคาของ SPP จะทรงตัวอยู่ที่ประมาณ 330 บาท/mmbtu (305 บาท+margin)

### Valuation & Action

เราปรับลดคำแนะนำหุ้น BGRIM จาก ถือ เป็น ขาย โดยปรับลดราคาเป้าหมายลงเหลือ 23.00 บาท จาก 29.00 บาท เราเชื่อว่าราคาหุ้นที่วิ่งขึ้นมาแรงในช่วงที่ผ่านมาไม่ได้สะท้อนอะไรมากไปกว่าความหวังว่าอัตราผลตอบแทนพันธบัตร ราคาน้ำมัน และอัตราแลกเปลี่ยน USS/THB จะกลับทิศ แต่ปัจจัยพื้นฐานยังไม่เห็นอะไรเปลี่ยนแปลง ในขณะที่ราคาหุ้นค่อนข้างแพง คิดเป็น PE ปี 2567F ที่ 40x เรายังมองว่าราคาหุ้นที่วิ่งขึ้นมารอบนี้เป็นโอกาสให้ขายทำกำไรจาก risk/reward ที่ไม่คุ้ม (ค่า Ft vs. ราคาของ SPP) และเราคาดว่าตลาดจะปรับลดคาดการณ์ลงเช่นกัน

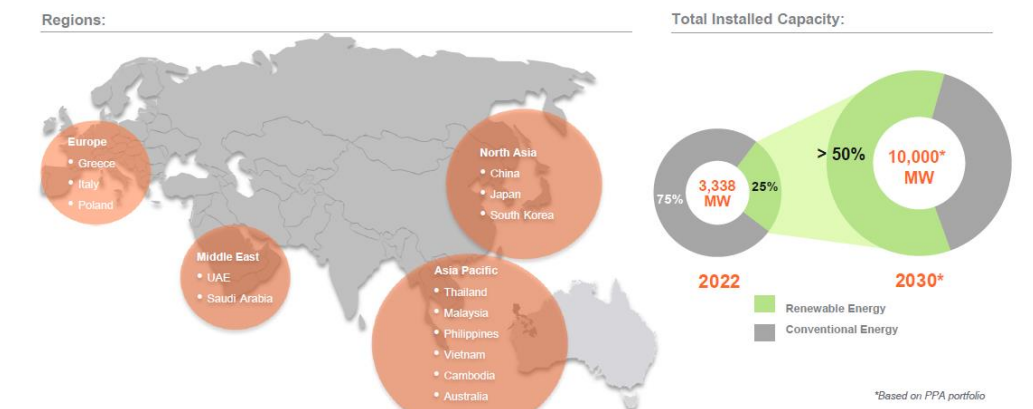
### Risks

ปิดซ่อมบำรุงนอกแผน, ปัญหา cost overruns, และความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนและอัตราดอกเบี้ย

### Key financials and valuations

	Dec - 21A	Dec - 22A	Dec - 23F	Dec - 24F	Dec - 25F
Revenue (Btmn)	46,628	62,395	63,816	67,244	67,980
Net Profit (Btmn)	2,276	(1,244)	1,984	1,578	1,710
Normalized Profit (Btmn)	2,440	375	1,984	1,578	1,710
Net Profit Growth (%)	4.6	(154.7)	(259.4)	(20.4)	8.4
Normalized ProfitGrowth (%)	(6.8)	(84.6)	428.9	(20.4)	8.4
EPS (Bt)	0.87	(0.48)	0.76	0.61	0.66
DPS (Bt)	0.42	0.07	0.34	0.27	0.30
EPS Growth (%)	4.6	(154.7)	(259.4)	(20.4)	8.4
P/E (X)	28.0	(51.1)	32.1	40.3	37.2
P/B (X)	1.6	1.5	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA (X)	9.0	15.4	9.2	9.5	9.0
Net Debt to Equity (%)	172.3	204.9	195.1	180.8	163.3
Dividend Yield (%)	1.7	0.3	1.4	1.1	1.2
Return on Average Equity (%)	5.6	(3.0)	4.4	3.4	3.4

Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 1: BGRIM at a glance**


Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 2: BGRIM – Earnings revisions**

	2023F			2024F			2025F		
	Previous	Revised	Change Percent	Previous	Revised	Change Percent	Previous	Revised	Change Percent
<b>Financials (Btmn)</b>									
Sales	63,816	63,816	0.0	58,089	67,244	15.8	58,825	67,980	15.6
Gross profit	10,366	10,366	0.0	9,704	9,552	(1.6)	11,063	9,833	(11.1)
SG&A	2,088	2,088	0.0	2,109	2,109	0.0	2,159	2,159	0.0
Interest expense	4,869	4,869	0.0	4,498	4,498	(0.0)	4,298	4,294	(0.1)
Equity income	218	218	0.0	439	223	(49.2)	449	233	(48.0)
<b>Net profit</b>	<b>1,984</b>	<b>1,984</b>	<b>(0.0)</b>	<b>1,926</b>	<b>1,578</b>	<b>(18.1)</b>	<b>1,971</b>	<b>1,710</b>	<b>(13.2)</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>1,984</b>	<b>1,984</b>	<b>(0.0)</b>	<b>1,926</b>	<b>1,578</b>	<b>(18.1)</b>	<b>1,971</b>	<b>1,710</b>	<b>(13.2)</b>
EPS (Bt/shr)	0.76	0.76	(0.0)	0.74	0.61	(18.1)	0.76	0.66	(13.2)
Normalized EPS (Bt/shr)	0.76	0.76	(0.0)	0.74	0.61	(18.1)	0.76	0.66	(13.2)
<b>Key financial ratio (%)</b>			<b>ppts</b>			<b>ppts</b>			<b>ppts</b>
GPM	16.2	16.2	0.0	16.7	14.2	(2.5)	18.8	14.5	(4.3)
SG&A/Sale	3.3	3.3	0.0	3.6	3.1	(0.5)	3.7	3.2	(0.5)
ROE	4.4	4.4	0.0	4.1	3.4	(0.7)	3.9	3.4	(0.4)
Net profit growth	(259.5)	(259.4)	0.0	(2.9)	(20.4)	(17.5)	2.4	8.4	6.0
Normalized profit growth	429.1	428.9	(0.1)	(2.9)	(20.4)	(17.5)	2.4	8.4	6.0
<b>Key performance driver</b>			<b>Amount</b>			<b>Amount</b>			<b>Amount</b>
Average Ft rate (Bt/kWh)	0.89	0.89	0.0	0.10	0.10	0.0	0.10	0.10	0.0
SPP gas price (Bt/mmbtu)	390	390	0.0	250	380	130.0	250	380	130.0

Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 3: Key assumptions and valuation of BGRIM**

	Unit	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Effective capacity	MWe	2,110	2,324	2,586	2,666	2,679
Average Ft rate	Bt/kWh	-0.15	0.40	0.89	0.10	0.10
SPP gas prices	Bt/kWh	266	476	390	380	380
<b>Ratio:</b>						
GPM	Percent	18.6	10.1	16.2	14.2	14.5
EBITDA	Percent	26.3	13.3	21.8	19.6	19.9
NPM	Percent	4.9	-2.0	3.0	2.3	2.5
<b>Valuation</b>	<b>Bt/share</b>					
Operating	16.80	5.6				
Developing	12.05	5.6				
Cash	8.94					
Debts	(14.46)					
Our DCF-based TP	<b>23.00</b>					
No.shares (mn)	2,607					

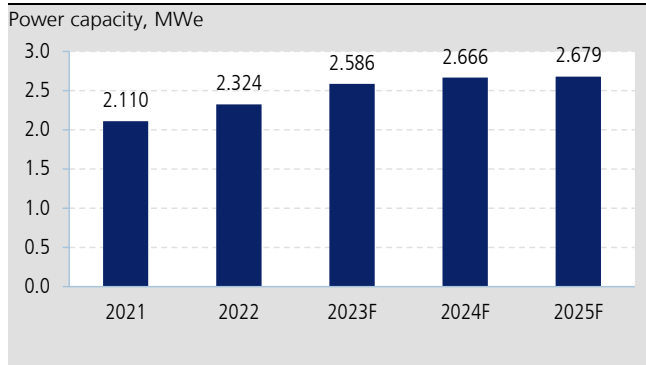
Source: KGI Securities Research

**Figure 4: Company profile**

B.Grimm Power Public Company Limited (BGRIM) is a part of B.Grimm Group, which has over 139 years of experience in businesses related to infrastructure, industry and healthcare in Thailand. BGRIM is currently one of the most well-known SPP operators in Thailand with a well-diversified portfolio. As of 2021, the company has 31 operating projects and 14 under development, which target to commercialize during 2022-30. (Operating: 2,110MWe vs remaining 620MWe).

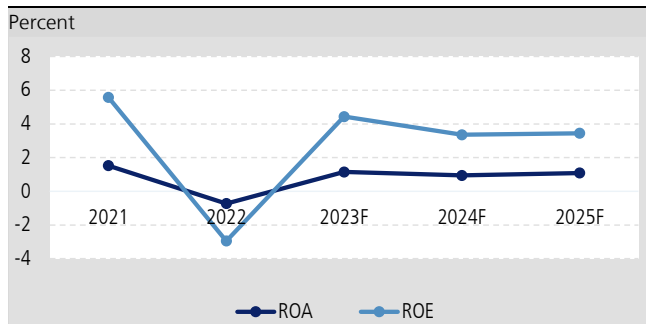
Source: Company data

**Figure 6: Equity capacity to rise to 2.7GW in 2025F**



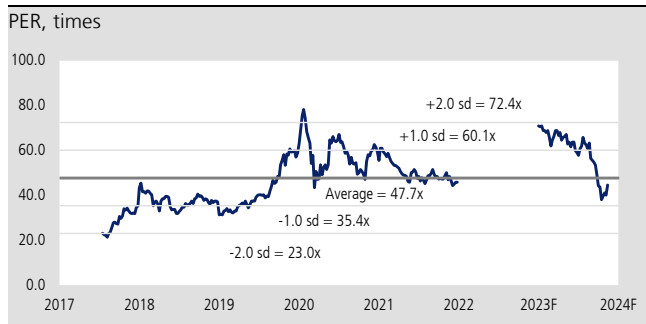
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 8: ROE and ROA**



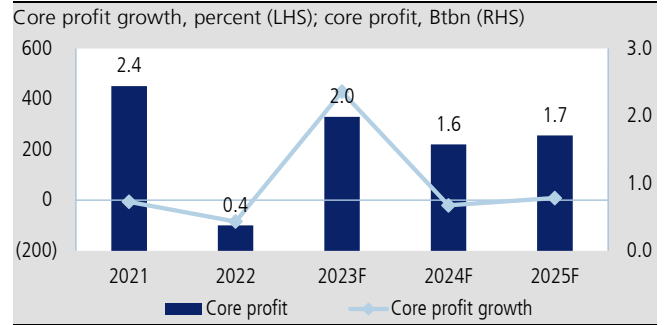
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 10: BGRIM's forward PE**



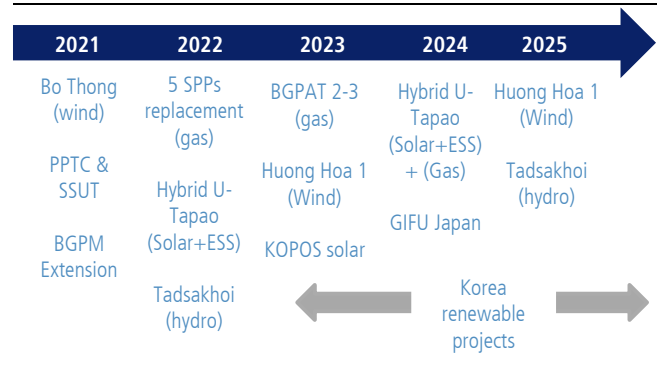
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 5: Earnings outlook in 2023-25F**



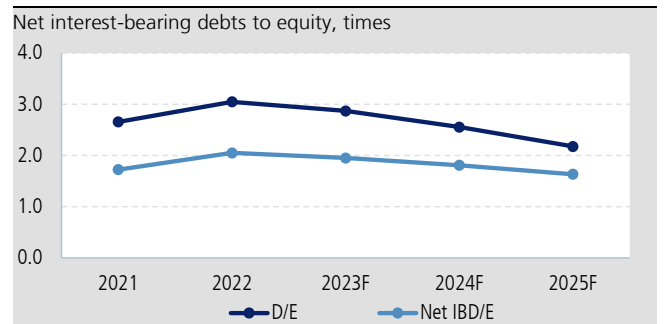
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 7: Expansion program**



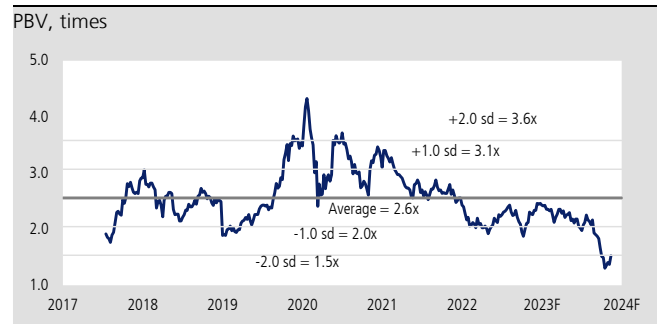
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 9: Net IBD/E in downtrend from 2022F**



Source: Company data, KGI Securities Research

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



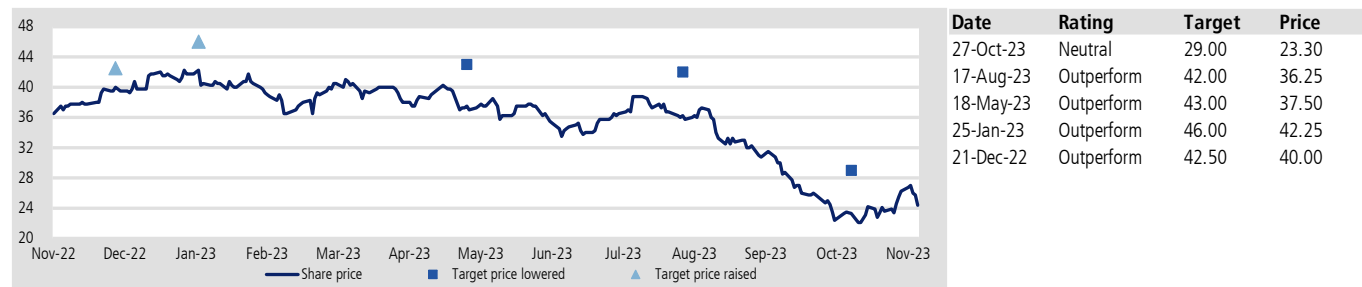
Source: Company data, KGI Securities Research

**Quarterly Income Statement**

	Mar-20A	Jun-20A	Sep-20A	Dec-20A	Mar-21A	Jun-21A	Sep-21A	Dec-21A	Mar-22A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22A	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A
Income Statement (Bt mn)															
<b>Revenue</b>	<b>11,223</b>	<b>11,243</b>	<b>11,186</b>	<b>10,435</b>	<b>10,453</b>	<b>11,475</b>	<b>11,714</b>	<b>12,986</b>	<b>14,758</b>	<b>14,676</b>	<b>18,383</b>	<b>14,579</b>	<b>15,750</b>	<b>14,891</b>	<b>13,219</b>
Cost of Goods Sold	8,910	9,033	8,737	8,168	8,127	8,885	9,584	11,338	13,458	12,983	16,723	12,903	13,401	12,228	10,523
<b>Gross Profit</b>	<b>2,313</b>	<b>2,210</b>	<b>2,449</b>	<b>2,267</b>	<b>2,326</b>	<b>2,590</b>	<b>2,130</b>	<b>1,648</b>	<b>1,300</b>	<b>1,693</b>	<b>1,660</b>	<b>1,676</b>	<b>2,349</b>	<b>2,664</b>	<b>2,696</b>
Operating Expenses	(476)	(486)	(478)	(599)	(411)	(409)	(413)	(439)	(383)	(453)	(674)	(1,743)	(537)	(471)	(571)
Other incomes	92	76	40	42	28	45	57	58	51	66	624	111	119	208	476
<b>Operating Profit</b>	<b>1,929</b>	<b>1,801</b>	<b>2,012</b>	<b>1,709</b>	<b>1,942</b>	<b>2,226</b>	<b>1,774</b>	<b>1,266</b>	<b>969</b>	<b>1,305</b>	<b>1,610</b>	<b>43</b>	<b>1,931</b>	<b>2,400</b>	<b>2,601</b>
Depreciation of fixed assets	(1,323)	(1,394)	(1,394)	(1,383)	(1,301)	(1,307)	(1,291)	(1,240)	(1,207)	(1,231)	(1,296)	(1,253)	(1,278)	(1,320)	(1,337)
<b>Operating EBITDA</b>	<b>2,393</b>	<b>3,912</b>	<b>3,074</b>	<b>3,345</b>	<b>3,130</b>	<b>3,788</b>	<b>2,807</b>	<b>2,590</b>	<b>2,191</b>	<b>2,043</b>	<b>1,865</b>	<b>2,001</b>	<b>3,339</b>	<b>3,585</b>	<b>3,587</b>
<b>Non-Operating Income</b>	<b>(886)</b>	<b>691</b>	<b>(322)</b>	<b>238</b>	<b>(164)</b>	<b>264</b>	<b>(272)</b>	<b>95</b>	<b>19</b>	<b>(473)</b>	<b>(791)</b>	<b>604</b>	<b>66</b>	<b>(129)</b>	<b>(315)</b>
Interest Income	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Other Non-op Income	(886)	691	(322)	238	(164)	264	(272)	95	19	(473)	(791)	604	66	(129)	(315)
<b>Non-Operating Expenses</b>	<b>(857)</b>	<b>(816)</b>	<b>(762)</b>	<b>(806)</b>	<b>(871)</b>	<b>(882)</b>	<b>(855)</b>	<b>(852)</b>	<b>(865)</b>	<b>(960)</b>	<b>(1,104)</b>	<b>(1,127)</b>	<b>(1,191)</b>	<b>(1,228)</b>	<b>(1,288)</b>
Interest Expenses	(857)	(816)	(762)	(806)	(871)	(882)	(855)	(852)	(865)	(960)	(1,104)	(1,127)	(1,191)	(1,228)	(1,288)
Other Non-op Expenses	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Equity Income/(Loss)</b>	<b>27</b>	<b>27</b>	<b>(10)</b>	<b>15</b>	<b>50</b>	<b>(9)</b>	<b>14</b>	<b>(11)</b>	<b>(3)</b>	<b>(20)</b>	<b>(250)</b>	<b>101</b>	<b>64</b>	<b>(6)</b>	<b>(36)</b>
<b>Pre-tax Profit</b>	<b>213</b>	<b>1,702</b>	<b>918</b>	<b>1,156</b>	<b>958</b>	<b>1,598</b>	<b>661</b>	<b>498</b>	<b>119</b>	<b>(148)</b>	<b>(535)</b>	<b>(379)</b>	<b>870</b>	<b>1,038</b>	<b>962</b>
Current Taxation	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Minorities	35	(664)	(358)	(480)	(237)	(449)	(158)	(297)	(67)	(44)	121	(356)	(409)	(316)	(486)
Extraordinary items	0	0	0	(163)	35	(11)	124	17	11	260	554	714	0	0	0
<b>Net Profit</b>	<b>81</b>	<b>1,017</b>	<b>501</b>	<b>576</b>	<b>611</b>	<b>1,022</b>	<b>447</b>	<b>195</b>	<b>23</b>	<b>(193)</b>	<b>(529)</b>	<b>(545)</b>	<b>399</b>	<b>678</b>	<b>344</b>
<b>Normalized Profit</b>	<b>682</b>	<b>674</b>	<b>745</b>	<b>516</b>	<b>646</b>	<b>1,011</b>	<b>571</b>	<b>213</b>	<b>34</b>	<b>147</b>	<b>25</b>	<b>169</b>	<b>379</b>	<b>686</b>	<b>632</b>
EPS (Bt)	0.03	0.39	0.19	0.22	0.23	0.39	0.17	0.07	0.01	(0.07)	(0.20)	(0.21)	0.15	0.26	0.13
Normalized EPS (Bt)	0.26	0.26	0.29	0.20	0.25	0.39	0.22	0.08	0.01	0.06	0.01	0.06	0.15	0.26	0.24
<b>Margins</b>															
Gross profit margin	20.6	19.7	21.9	21.7	22.3	22.6	18.2	12.7	8.8	11.5	9.0	11.5	14.9	17.9	20.4
Operating EBIT margin	17.2	16.0	18.0	16.4	18.6	19.4	15.1	9.8	6.6	8.9	8.8	0.3	12.3	16.1	19.7
Operating EBITDA margin	21.3	34.8	27.5	32.1	29.9	33.0	24.0	19.9	14.8	13.9	10.1	13.7	21.2	24.1	27.1
Net profit margin	0.7	9.0	4.5	5.5	5.8	8.9	3.8	1.5	0.2	(1.3)	(2.9)	(3.7)	2.5	4.6	2.6
<b>Growth (QoQ)</b>															
Revenue growth	(0.3)	0.2	(0.5)	(6.7)	0.2	9.8	2.1	10.9	13.6	(0.6)	25.3	(20.7)	8.0	(5.5)	(11.2)
Operating EBIT growth	21.6	(6.6)	11.7	(15.0)	13.6	14.6	(20.3)	(28.6)	(23.5)	34.8	23.3	(97.3)	4,370.9	24.3	8.3
Operating EBITDA growth	(21.9)	63.5	(21.4)	8.8	(6.4)	21.0	(25.9)	(7.7)	(15.4)	(6.8)	(8.7)	7.3	66.9	7.4	0.1
Net profit growth	(80.3)	1,160.3	(50.8)	15.1	6.0	67.3	(56.2)	(56.4)	(88.1)	(929.0)	(174.0)	(2.9)	173.2	70.0	(49.3)
Normalized profit growth	59.3	(1.1)	10.5	(30.7)	25.1	56.5	(43.5)	(62.8)	(84.0)	332.4	(83.0)	576.0	124.3	81.0	(7.9)

Source: KGI Securities Research



**B.Grimm Power – 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	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	SEAFCO	SEAFCO
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	SUNSWEEP
BTS	BTS GROUP HOLDINGS	MBK	MBK	SVI	SVI
CENTEL	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.

**KGI Locations**

<b>China</b>	Shanghai	Room 2703B-2704, Tower A , Shanghai Dawning Centre,500 Hongbaoshi Road Shanghai, PRC 201103
	Shenzhen	Room 24D1, 24/F, A Unit, Zhen Ye Building, 2014 Bao'annan Road, Shenzhen, PRC 518008
<b>Taiwan</b>	Taipei	700 Mingshui Road, Taipei, Taiwan Telephone 886.2.2181.8888 · Facsimile 886.2.8501.1691
<b>Hong Kong</b>		41/F Central Plaza, 18 Harbour Road, Wanchai, Hong Kong Telephone 852.2878.6888 Facsimile 852.2878.6800
<b>Thailand</b>	Bangkok	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand Telephone 66.2658.8888 Facsimile 66.2658.8014
<b>Singapore</b>		4 Shenton Way #13-01 SGX Centre 2 Singapore 068807 Telephone 65.6202.1188 Facsimile 65.6534.4826

**KGI's Ratings**

<b>Rating</b>	<b>Definition</b>
Outperform (OP)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the top 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan)..
Neutral (N)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the range between the top 40% and the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan)
Under perform (U)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Not Rated (NR)	The stock is not rated by KGI.
Restricted (R)	KGI policy and/or applicable law regulations preclude certain types of communications, including an investment recommendation, during the course of KGI's engagement in an investment banking transaction and in certain other circumstances.  Excess return = 12M target price/current price-
Note	When an analyst publishes a new report on a covered stock, we rank the stock's excess return with those of other stocks in KGI's coverage universe in the related market. We will assign a rating based on its ranking. If an analyst does not publish a new report on a covered stock, its rating will not be changed automatically.

**Disclaimer**

KGI Securities (Thailand) Plc. ( "The Company" ) disclaims all warranties with regards to all information contained herein. In no event shall the Company be liable for any direct, indirect or any damages whatsoever resulting from loss of income or profits, arising by utilization and reliance on the information herein. All information hereunder does not constitute a solicitation to buy or sell any securities but constitutes our sole judgment as of this date and are subject to change without notice.