

# AP (Thailand)

(AP.BK/AP TB)\*

## Outperform • Maintained

Price as of 27 Oct 2023	10.8
12M target price (Bt/shr)	14.0
Unchanged/Revised up(down)(%)	-
Upside/downside (%)	29.6

### Key messages

ราคาหลักทรัพย์ใน 3Q66F ของ AP ที่ 1.67 พันล้านบาท (+8% QoQ และ +18% YoY) ทำให้กำไร 9M66F จะอยู่ที่ 4.7 พันล้านบาท (ทรงตัว YoY) ในระยะถัดไป โมเมนตัมของกำไร 4Q66 น่าจะอ่อนตัว QoQ แต่พุ่งขึ้น YoY จากฐาน 4Q65 ค่า แม้ว่าเราคาดการณ์งานของ AP อาจต่ำกว่า guidance เต็มปีของบริษัท แต่กำไรปี 2566F ยังคงเพิ่มขึ้น YoY เป็นเลขหลักเดียว ในอีกด้านหนึ่ง การที่ AP มีหนี้สินที่มีการคดเคี้ยว (net gearing) ค่าถือเป็นจุดแข็งคนทามกลางมาตรการควบคุมความเสี่ยงของสถาบันการเงินที่กังวลสภาพคล่องตึงตัว (liquidity crunch) ทั้งนี้ เราคงคำแนะนำซื้อ ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2567F ที่ 14.0 บาท อิงจากค่าเฉลี่ย PE ระยะยาวที่ 6.4x

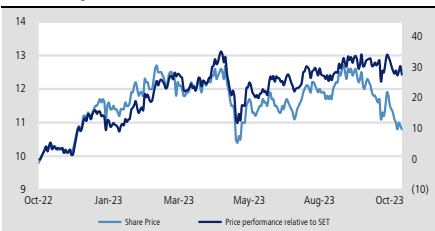
### Trading data

Mkt cap (Btbr/US\$m)	34/849		
Outstanding shares (mn)	3,146		
Foreign ownership (mn)	745		
3M avg. daily trading (mn)	9		
52-week trading range (Bt)	9.8 – 12.7		
Performance (%)	3M	6M	12M
Absolute	-9.2	-14.3	8.0
Relative	0.9	-5.6	25.0

### Quarterly EPS

EPS	Q1	Q2	Q3	Q4
2021	0.45	0.35	0.33	0.32
2022	0.55	0.50	0.45	0.37
2023	0.47	0.49		

### Share price chart



Source: SET

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

## ประมาณการกำไร 3Q66F : น่าจะทำจุดสูงสุดในปีนี้

### Event

ประมาณการกำไร 3Q66F และ 9M66F

### Impact

#### กำไร 3Q66F น่าจะเติบโตทั้ง YoY และ QoQ

เราประเมินยอดรับรูรายได้อยู่สูงเกือบ 1 หมื่นล้านบาท (จากโครงการแนวราบ 90% และโครงการคอนโดมิเนียมอีก 10%) หลัก ๆ มาจากยอดโอนของโครงการใหม่สร้างเสร็จที่ Aspire ปิ่นเกล้า-อรุณอมรินทร์มูลค่า 1.2 พันล้านบาท ส่วนรายได้จากโครงการแนวราบอาจทรงตัว QoQ อยู่ราว 8.7-8.8 พันล้านบาท ขณะที่ อัตรากำไรขั้นต้น (gross profit margin : GPM) อาจลดลง QoQ อยู่ที่ 34% จาก 35-36% ใน 1H66 เกิดจากยอดขายที่อยู่อาศัยที่ margin ต่ำมีสัดส่วนอยู่สูง อย่างไรก็ตาม ราคาอัตรากำไรสุทธิ (net margin) อยู่ราว 16% โกลเทียบช่วง 1H66 โดยรวมแล้ว เราคาดว่ากำไรสุทธิเติบโตปานกลางอยู่ที่ 1.67 พันล้านบาท (+8% QoQ และ +18% YoY) ทำให้กำไร 9M66F จะอยู่ที่ 4.7 พันล้านบาท (ทรงตัว YoY) คิดเป็น 75% จากประมาณการกำไรเต็มปีของเราที่ 6.3 พันล้านบาท (+7% YoY) (Figure 7)

#### กำไรสุทธิใน 4Q66F อาจลดลงเล็กน้อย QoQ

AP คาดรายได้เพิ่มขึ้นเล็กน้อย QoQ อยู่มากกว่า 1 หมื่นล้านบาทแต่ GPM ลดลงและค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (SG&A) สูงขึ้นตามการเปิดโครงการใหม่ ๆ จำนวนมากซึ่งน่าจะกดดัน net margin ด้วย ในระยะถัดไป กำไรสุทธิใน 4Q66 อาจลดลง QoQ แต่ยังคงเติบโตแข็งแกร่ง YoY จากฐาน 4Q65 ค่า

#### ผลการดำเนินงานปีนี้ น่าจะต่ำกว่า guidance ของบริษัทแต่กำไรยังเพิ่มขึ้น YoY

ยอดฟรีเชลใน 3Q66 ลดลง 7.5% QoQ อยู่ที่ 1.17 หมื่นล้านบาท ทำให้ฟรีเชลใน 9M66 จะลดลงเหลือ 3.5 หมื่นล้านบาท (-6% YoY) นอกจากอุปสงค์ที่อยู่อาศัยอ่อนตัวแล้ว AP ยังเผชิญกับทั้งอัตราอัตราปฏิเสธสินเชื่อ (rejection rate) และ อัตราการยกเลิกการให้สินเชื่อ (cancellation rate) สูง ดังนั้น มีความเป็นไปได้ที่ยอดฟรีเชลปี 2566F ตาม guidance ของบริษัทที่ 5.8 หมื่นล้านบาท (+15% YoY) อาจต่ำกว่าคาด อีกทั้ง การเปิดโครงการใหม่ ๆ มูลค่ารวมที่ 7.7 หมื่นล้านบาทของ AP อาจไม่เป็นไปตามแผน ขณะที่ เราประเมินมูลค่าการเปิดโครงการใหม่นี้ของ AP อยู่ราว 7.0-7.5 หมื่นล้านบาท ซึ่งใน 9M66 ได้เปิดโครงการใหม่ไปแล้วมูลค่ารวม 4.0 หมื่นล้านบาท ทั้งนี้ ราคาขายได้ปี 2566F เดิมโต 7.5% YoY อยู่ที่ 4.15 หมื่นล้านบาทซึ่งต่ำกว่า guidance ของบริษัทที่ 4.55 หมื่นล้านบาท แต่อย่างไรก็ตาม กำไรสุทธิ น่าจะเพิ่มราว 7% YoY อยู่ที่ 6.3 พันล้านบาท

### Valuation & action

เราคงคำแนะนำซื้อและคงประมาณการกำไรเราไว้เดิม โดยที่ ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2567F อยู่ที่ 14 บาท อิงจากค่าเฉลี่ย PE ระยะยาวที่ 6.4x ขณะที่ จุดแข็งคนอีกด้านของ AP ก็คือการมี net gearing ต่ำที่ 0.6-0.7x ท่ามกลางความกังวลสภาพคล่องตึงตัวในกลุ่มบริษัทพัฒนาอสังหาฯ ขนาดกลางถึงเล็กภายหลังจากการฟื้นตัวของหนี้สินของหุ้นกู้ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ หลายบริษัท

### Risks

ภาวะเศรษฐกิจอ่อนแอ โอกาสการปฏิรูปนโยบายจากภาครัฐ การให้สินเชื่อมีความเข้มงวดมากขึ้น ท่ามกลางภาวะหนี้สินภาคครัวเรือนสูง รวมทั้ง การปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำ

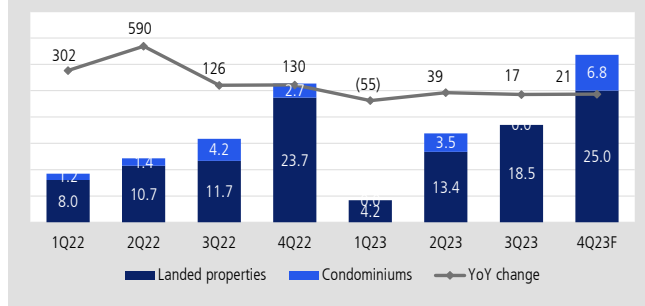
### Key financials and valuations

	Dec - 20A	Dec - 21A	Dec - 22A	Dec - 23F	Dec - 24F
Revenue (Btmn)	29,888	31,794	38,539	41,446	44,773
Gross Profit (Btmn)	9,430	10,311	13,064	14,186	15,559
SG&A (Btmn)	6,160	5,828	7,248	7,709	8,261
Net Profit (Btmn)	4,227	4,543	5,877	6,313	6,869
Normalized Profit (Btmn)	4,227	4,442	5,874	6,313	6,869
EPS (Bt)	1.3	1.4	1.9	2.01	2.18
Normalized EPS (Bt)	1.3	1.4	1.9	2.0	2.2
DPS (Bt)	0.5	0.5	0.7	0.7	0.8
EPS Growth (%)	37.8	7.5	29.4	7.4	8.8
Normalized EPS Growth	41.3	5.1	32.2	7.5	8.8
P/E (X)	5.4	6.6	6.2	5.4	4.9
P/B (X)	0.8	0.9	1.0	0.8	0.8
EV/EBITDA (X)	12.0	10.1	9.2	8.5	7.8
Net Debt to Equity (%)	78.8	65.0	62.3	70.6	70.4
Dividend Yield (%)	6.2	5.2	5.6	6.5	7.7
Return on Average Equity (%)	14.4	14.0	16.0	15.5	15.2

Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 1: Quarterly launches**

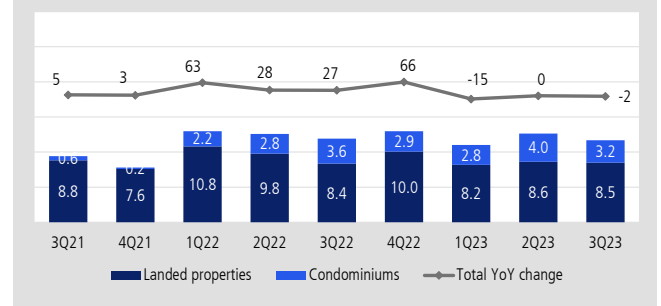
Launches of high-rise and low-rise, Btbn; YoY change, percent



Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 2: Quarterly presales**

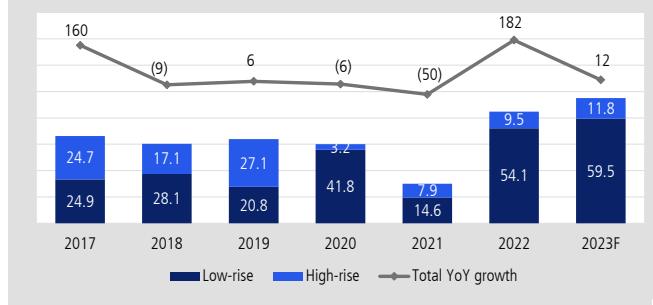
Presales of high-rise and low-rise, Btbn; YoY change, percent



Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 3: Yearly launches**

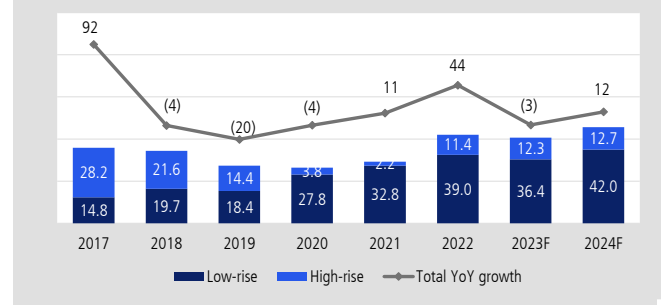
Launches of high-rise and low-rise, Btbn; YoY change of total launches, percent



Source: Company data, KGI Securities Research

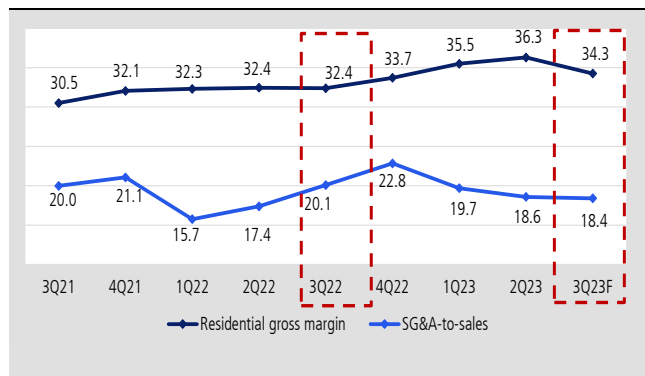
**Figure 4: Yearly presales**

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



Source: Company data, KGI Securities Research

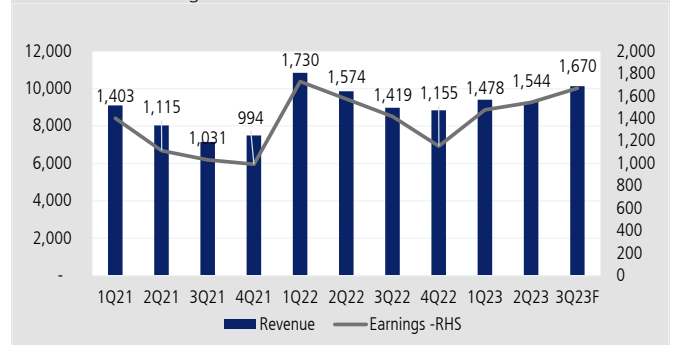
**Figure 5: Quarterly margins trend**



Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 6: Quarterly revenue/earnings trend**

Revenue and earnings: Btmn



Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 7: 3Q23F/9M23F earnings preview**

<b>Bt mn</b>	<b>3Q23F</b>	<b>3Q22</b>	<b>YoY (%)</b>	<b>2Q23</b>	<b>QoQ (%)</b>	<b>9M23F</b>	<b>9M22</b>	<b>YoY (%)</b>
Revenue	10,137	8,982	12.9	9,282	9.2	28,828	29,693	(2.9)
Revenue from sales of real estate	9,850	8,689	13.4	9,009	9.3	28,003	28,930	(3.2)
Revenue from rental and services	287	293	(2.1)	273	5.0	824	763	8.1
Gross Profit	3,597	3,046	18.1	3,486	3.2	10,528	9,974	5.6
SG&A	1,865	1,805	3.4	1,725	8.1	5,442	5,228	4.1
Operating EBIT	1,784	1,363	31.0	1,689	5.7	5,097	4,795	6.3
Operating EBITDA	1,784	1,465	21.8	1,761	1.3	5,241	5,012	4.6
Equity Income/(Loss)	300	324	(7.5)	289	3.9	827	949	(12.9)
Pre-tax Profit	1,734	1,345	29.0	1,608	7.8	4,891	4,736	3.3
<b>Net Profit</b>	<b>1,670</b>	<b>1,419</b>	<b>17.7</b>	<b>1,544</b>	<b>8.1</b>	<b>4,693</b>	<b>4,723</b>	<b>(0.6)</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>1,670</b>	<b>1,419</b>	<b>17.7</b>	<b>1,544</b>	<b>8.1</b>	<b>4,693</b>	<b>4,723</b>	<b>(0.6)</b>
<b>Percent</b>	<b>3Q23F</b>	<b>3Q22</b>	<b>YoY (ppts)</b>	<b>2Q23</b>	<b>QoQ (ppts)</b>	<b>9M23F</b>	<b>9M22</b>	<b>YoY (ppts)</b>
Total gross margin	35.5	33.9	1.6	37.6	(2.1)	36.5	33.6	2.9
Residential gross margin	34.3	32.4	1.9	36.3	(2.0)	35.3	32.4	2.9
EBIT margin	17.6	15.2	2.4	18.2	(0.6)	17.7	16.1	1.5
SG&A/sales	18.4	20.1	(1.7)	18.6	(0.2)	18.9	17.6	1.3
<b>Revenue breakdown by segments</b>	<b>3Q23F</b>	<b>3Q22</b>	<b>YoY (%)</b>	<b>2Q23</b>	<b>QoQ (%)</b>	<b>9M23F</b>	<b>9M22</b>	<b>YoY (%)</b>
Low-rise	8,767	8,384	4.6	8,701	0.8	26,125	27,291	(4.3)
High-rise	1,084	305	255.2	308	251.8	1,880	1,639	14.7

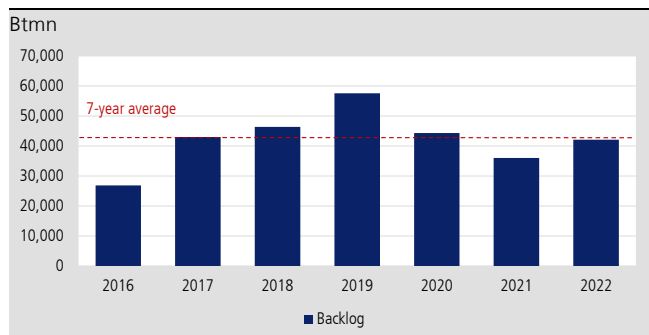
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 8: Company profile**

AP (Thailand) (AP) develops various type of residential propertis in several segments; townhouse, single-detached house and condominium, targeting at the mid-to-high-end market with broad-based brands using mixed business approach through different economic cycles. All property for development focuses on prime locations near densely populated community and business centers convenient for commuting. AP over the past few years has penetrated provinces other Bangkok and its vicinity but contribution remains tiny at less than 5% of revenue.

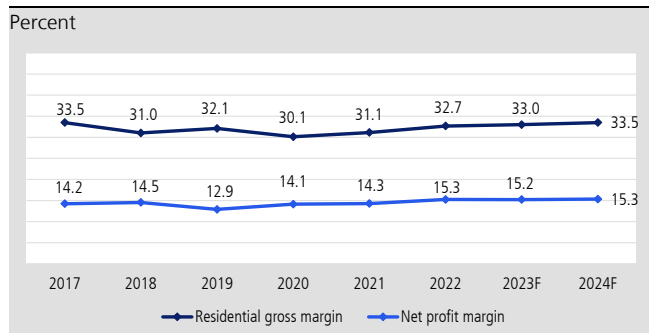
Source: Company data

**Figure 10: Backlog**



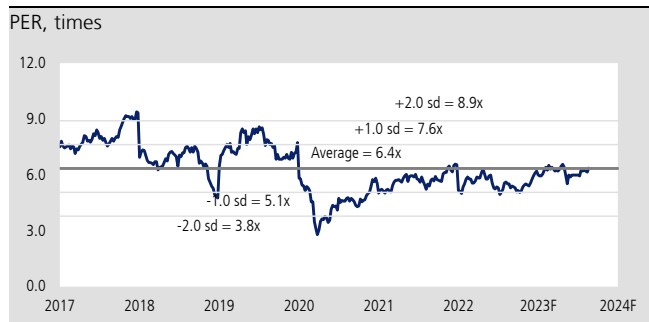
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 12: Residential gross margin (excluding JV)**



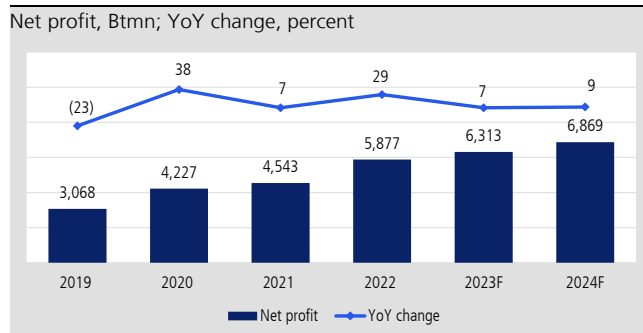
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 14: Company trading PER**



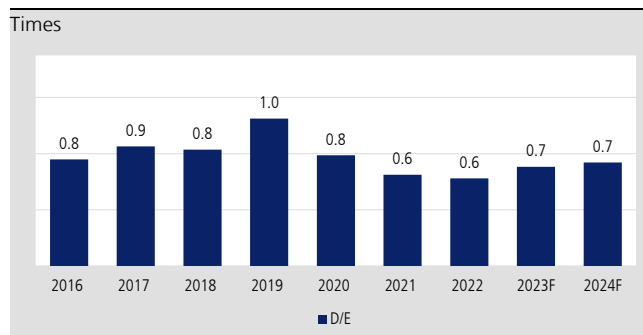
Source: KGI Securities Research

**Figure 9: Net profit**



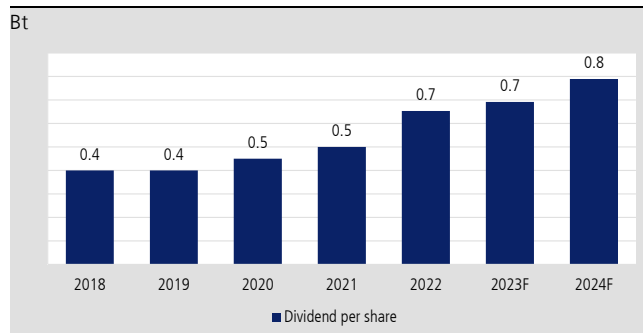
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 11: Net gearing ratio**



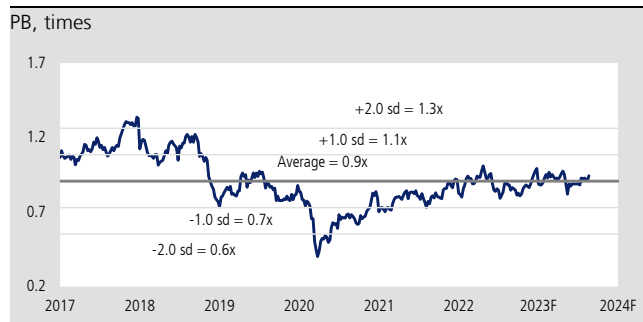
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 13: Dividend per share**



Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 14: Company trading PB**



Source: KGI Securities Research

**Balance Sheet**

As of 31 Dec (Bt mn)	2020	2021	2022A	2023F	2024F
<b>Total Assets</b>	<b>58,724</b>	<b>60,409</b>	<b>68,227</b>	<b>78,161</b>	<b>85,569</b>
<b>Current Assets</b>	<b>49,897</b>	<b>50,953</b>	<b>58,889</b>	<b>68,623</b>	<b>75,831</b>
Cash & ST Investment	2,740	2,070	1,650	4,851	5,598
Inventories	46,140	47,379	55,261	61,731	68,030
Account Receivable	80	118	104	138	149
Others	938	1,386	1,874	1,902	2,054
<b>Non-current Assets</b>	<b>8,827</b>	<b>9,456</b>	<b>9,338</b>	<b>9,538</b>	<b>9,738</b>
LT Investment	7,134	7,839	7,750	7,878	7,994
Net fixed Assets	409	367	344	479	564
Others	1,283	1,251	1,244	1,181	1,181
<b>Total Liabilities</b>	<b>29,461</b>	<b>27,986</b>	<b>31,499</b>	<b>37,330</b>	<b>40,481</b>
<b>Current Liabilities</b>	<b>13,256</b>	<b>12,439</b>	<b>15,539</b>	<b>15,784</b>	<b>16,870</b>
Account Payable	1,824	2,449	3,211	3,377	3,619
ST Borrowing	7,832	6,352	7,841	8,326	9,170
Others	3,600	3,637	4,487	4,080	4,080
<b>Long-term Liabilities</b>	<b>16,204</b>	<b>15,546</b>	<b>15,959</b>	<b>21,547</b>	<b>23,611</b>
Long-term Debts	15,221	14,720	15,055	20,508	22,572
Others	983	826	904	1,039	1,039
<b>Shareholders' Equity</b>	<b>29,263</b>	<b>32,423</b>	<b>36,728</b>	<b>40,831</b>	<b>45,088</b>
Common Stock	3,146	3,146	3,146	3,146	3,146
Capital Surplus	89	89	89	89	89
Retained Earnings	26,046	29,206	33,512	37,615	41,874

Source: KGI Securities Research

**Key Ratios**

Year to 31 Dec	2020	2021	2022A	2023F	2024F
<b>Growth (%YoY)</b>					
Sales	25.6	6.4	21.2	7.5	8.0
OP	19.0	37.0	30.9	9.8	12.6
EBITDA	23.2	34.5	29.3	9.1	12.7
NP	37.8	7.5	29.4	7.4	8.8
Normalized Profit	41.3	5.1	32.2	7.5	8.8
EPS	37.8	7.5	29.4	7.4	8.8
Normalized EPS	41.3	5.1	32.2	7.5	8.8
<b>Profitability (%)</b>					
Gross Margin	31.6	32.4	33.9	34.2	34.8
Operating Margin	11.1	14.3	15.5	15.8	16.5
EBITDA Margin	12.1	15.2	16.3	16.5	17.2
Net Margin	14.1	14.3	15.3	15.2	15.3
ROAA	7.2	7.5	8.6	8.1	8.0
ROAE	14.4	14.0	16.0	15.5	15.2
<b>Stability</b>					
Gross Debt/Equity (%)	100.7	86.3	85.8	91.4	89.8
Net Debt/Equity (%)	78.8	65.0	62.3	70.6	70.4
Interest Coverage (x)	9.1	17.9	57.5	36.2	34.8
Interest & ST Debt Coverage (x)	0.4	0.7	0.8	0.8	0.8
Cash Flow Interest Coverage (x)	20.0	10.4	(17.5)	(8.0)	(1.1)
Cash Flow/Interest & ST Debt (x)	0.9	0.4	(0.2)	(0.2)	(0.0)
Current Ratio (x)	3.8	4.1	3.8	4.3	4.5
Quick Ratio (x)	0.3	0.3	0.2	0.4	0.5
Net Debt (Bt mn)	20,313.4	19,003.0	21,246.4	23,982.8	26,144.3
<b>Per Share Data (Bt)</b>					
EPS	1.3	1.4	1.9	2.0	2.2
Normalized EPS	1.3	1.4	1.9	2.0	2.2
CFPS	2.3	0.8	(0.6)	(0.5)	(0.1)
BVPS	9.3	10.3	11.7	13.0	14.3
SPS	9.5	10.1	12.3	13.2	14.2
EBITDA/Share	1.1	1.5	2.0	2.2	2.4
DPS	0.5	0.5	0.7	0.7	0.8
<b>Activity</b>					
Asset Turnover (x)	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5
Days Receivables	1.0	1.4	1.0	1.2	1.2
Days Inventory	823.2	805.0	791.8	826.6	850.0
Days Payable	32.6	41.6	46.0	45.2	45.2
Cash Cycle	791.6	764.7	746.7	782.6	806.0

Source: KGI Securities Research

**Profit & Loss**

Year to Dec 31 (Btmn)	2020	2021	2022A	2023F	2024F
<b>Revenue</b>	<b>29,888</b>	<b>31,794</b>	<b>38,539</b>	<b>41,446</b>	<b>44,773</b>
Cost of Goods Sold	(20,458)	(21,483)	(25,475)	(27,260)	(29,214)
<b>Gross Profit</b>	<b>9,430</b>	<b>10,311</b>	<b>13,064</b>	<b>14,186</b>	<b>15,559</b>
Operating Expenses	(6,160)	(5,828)	(7,248)	(7,709)	(8,261)
Other Incomes	64	78	158	83	85
<b>Operating Profit</b>	<b>3,328</b>	<b>4,560</b>	<b>5,969</b>	<b>6,552</b>	<b>7,374</b>
Depreciation of fixed assets	(269)	(279)	(291)	(281)	(325)
<b>Operating EBITDA</b>	<b>3,604</b>	<b>4,846</b>	<b>6,264</b>	<b>6,837</b>	<b>7,704</b>
<b>Non-Operating Income</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>4</b>
Interest Income	7	7	5	4	4
Other Non-op Income	0	0	0	0	0
<b>Non-Operating Expense</b>	<b>(373)</b>	<b>(258)</b>	<b>(110)</b>	<b>(189)</b>	<b>(221)</b>
Interest Expense	(367)	(255)	(104)	(181)	(212)
Other Non-op Expense	(6)	(3)	(6)	(8)	(9)
<b>Equity Income/(Loss)</b>	<b>1,948</b>	<b>999</b>	<b>1,233</b>	<b>1,276</b>	<b>1,206</b>
<b>Pretax Profit</b>	<b>4,915</b>	<b>5,412</b>	<b>7,106</b>	<b>7,651</b>	<b>8,373</b>
Current Taxation	(690)	(869)	(1,230)	(1,339)	(1,505)
Minorities	(1)	(0)	(1)	(1)	(1)
Extraordinary items	0	101	4	0	0
<b>Net Profit</b>	<b>4,227</b>	<b>4,543</b>	<b>5,877</b>	<b>6,313</b>	<b>6,869</b>
<b>Normalized Profit</b>	<b>4,227</b>	<b>4,442</b>	<b>5,874</b>	<b>6,313</b>	<b>6,869</b>
EPS (Bt)	1.34	1.44	1.87	2.01	2.18
Normalized EPS (Bt)	1.34	1.41	1.87	2.01	2.18

Source: KGI Securities Research

**Cash Flow**

Year to 31 Dec (Bt mn)	2020	2021	2022A	2023F	2024F
<b>Operating Cash Flow</b>	<b>7,338</b>	<b>2,658</b>	<b>(1,817)</b>	<b>(1,457)</b>	<b>(232)</b>
Net Profit	4,227	4,543	5,874	6,313	6,869
Depreciation & Amortization	269	279	291	281	325
Change in Working Capital	4,791	(1,063)	(6,744)	(6,774)	(6,219)
Others					
<b>Investment Cash Flow</b>	<b>645</b>	<b>35</b>	<b>1,142</b>	<b>931</b>	<b>681</b>
Net CAPEX	(771)	(617)	(325)	(324)	(526)
Change in LT Investment	938	817	1,396	1,112	1,206
Change in Other Assets	8	(8)	(7)	7	0
<b>Free Cash Flow</b>	<b>7,982</b>	<b>2,693</b>	<b>(675)</b>	<b>(527)</b>	<b>449</b>
<b>Financing Cash Flow</b>	<b>(5,813)</b>	<b>(3,363)</b>	<b>252</b>	<b>3,728</b>	<b>298</b>
Change in Share Capital	0	0	0	0	0
Net Change in Debt	(4,555)	(1,980)	1,824	5,938	2,909
Change in Other LT Liab.	0	0	(0)	0	0
<b>Net Cash Flow</b>	<b>2,170</b>	<b>(670)</b>	<b>(423)</b>	<b>3,201</b>	<b>747</b>

Source: KGI Securities Research

**Rates of Return on Invested Capital**

Year	1- Revenue	COGS Revenue	+ Depreciation Revenue	+ Operating Exp. Revenue	= Operating Margin	
2019		65.7%		22.9%	11.0%	
2020		68.4%	0.9%	20.6%	10.0%	
2021		67.6%	0.9%	18.3%	13.2%	
2022		66.1%	0.9%	18.8%	14.2%	
2023F		65.8%	0.8%	18.6%	14.9%	
Year	1/ Revenue	Working Capital Revenue	+ Net PPE Revenue	+ Other Assets Revenue	= Capital Turnover	
2019		1.4	0.0	2.5	0.3	
2020		1.2	0.0	2.0	0.3	
2021		1.2	0.0	1.9	0.3	
2022		1.1	0.0	1.8	0.3	
2023F		1.3	0.0	1.9	0.3	
Year	Operating Margin	x	Capital Turnover	x	Cash Tax Rate	= After-tax Return on Inv. Capital
2019	11.0%		0.3		15.9%	0.4%
2020	10.0%		0.3		14.0%	0.4%
2021	13.2%		0.3		16.1%	0.7%
2022	14.2%		0.3		17.3%	0.8%
2023F	14.9%		0.3		17.5%	0.8%

Source: KGI Securities Research

**AP (Thailand) – Recommendation & target price history**



Date	Rating	Target	Price
29-Aug-23	Outperform	14.00	12.40
8-Jun-23	Neutral	12.20	11.40
10-Feb-23	Outperform	15.80	12.30

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	THAIKOM
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	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	SEAFICO	SEAFICO
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 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.