

Ekachai Hospital

(EKH.BK/EKH TB)

Outperform · Maintained

Price as of 20 Jan 2020	6.55
12M target price (Bt/shr)	8.90
Unchanged/Revised up(down)(%)	Unchanged
Upside/downside (%)	35.9

Key messages

เราคาดว่ากำไรสุทธิใน 4Q62 จะอยู่ที่ 32 ล้านบาท (+16.2% YoY, -33.7% QoQ) โดยกำไรที่เพิ่มขึ้น YoY จะมาจากรายได้ที่เพิ่มขึ้นจากศูนย์กุมารเวช และ IVF ในขณะที่กำไรที่ลดลง QoQ จะมาจากปัจจัยฤดูกาล สำหรับในระยะต่อไป เรามองว่าการเติบโตของ EKH จะมาจากการปรับปรุง (ศูนย์ฟอกเลือด และ ENT) และการขยาย (Nursing Home ที่ถนนพระราม 2 พื้นที่ 2,400 ตร.ม. ซึ่งตั้งเป้าจะเปิดให้บริการภายใน 1Q64) เรายังคงประมาณกำไรปี 2562F ไว้ที่ 161 ล้านบาท (+37.4% YoY) และปี 2563F ไว้ที่ 184 ล้านบาท (+14.3% YoY) เรายังคงคำแนะนำซื้อ และให้ราคาเป้าหมายปี 2563 ที่ 8.90 บาท

Trading data

Mkt cap (Btbn/US\$m)	3.9/129.6
Outstanding shares (mn)	600
Foreign ownership (mn)	0.72
3M avg. daily trading (mn)	1
52-week trading range (Bt)	5.3-8.3
Performance (%)	3M 6M 12M
Absolute	(17.2) (13.3) 20.4
Relative	(15.6) (6.0) 19.1

Quarterly EPS

Bt	Q1	Q2	Q3	Q4
2016	0.04	0.03	0.05	0.03
2017	0.02	0.02	0.06	0.04
2018	0.04	0.04	0.08	0.05
2019	0.07	0.06	0.08	

Share price chart



Source: SET

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

เดินหน้าเติบโตต่อเนื่องในปี 2563

Event

มุมมองต่อบริษัท และประมาณการ 4Q62

Impact

คาดว่าเติบโตต่อเนื่องในอีกสองสามปีข้างหน้า

ผู้บริหารมั่นใจว่า ผลการดำเนินงานของบริษัทจะเติบโตต่อเนื่องจากบริการต่าง ๆ (เช่น ศูนย์บริการฉุกเฉิน, ศูนย์กุมารเวช, IVF) สอดคล้องกับเป้าอัตราการเติบโตของรายได้ปี 2563 ของ EKH ที่ 7-8% YoY และเป้าอัตรากำไรขั้นต้นที่ 35-40% เราคาดว่าผลประกอบการของบริษัทจะเติบโตอย่างต่อเนื่องจาก i) ความสำเร็จของการเปิดบริการ IVF ตั้งแต่ 2H61 ii) การเปิดให้บริการส่วนต่อขยายของศูนย์กุมารเวชซึ่งมี capacity 60 เตียงเมื่อปลาย 3Q62 iii) แผนการขยายและปรับปรุงศูนย์การแพทย์เฉพาะทาง (ได้แก่ ศูนย์ฟอกไต ทันตกรรม หู-คอ-จมูก และกายภาพบำบัด) ในปี 2563 เรามองบวกกับศักยภาพการเติบโตในปี 2563 จากโมเมนตัมการเติบโตของบริการ IVF และ capacity ที่เพิ่มขึ้นของศูนย์กุมารเวช ซึ่งจะช่วยขับเคลื่อนทั้งรายได้และกำไรของบริษัท เราคิดว่าเป้าการเติบโตของรายได้และอัตรากำไรขั้นต้นของ EKH ก่อนเข้าอนุรักษนิยมเมื่อเทียบกับผลการดำเนินงานใน 9M62 (รายได้โตถึง 41.1% YoY และอัตรากำไรขั้นต้นอยู่ที่ 44.5%) และประมาณการปี 2563 ของเรา (อัตราการเติบโตของรายได้ที่ 12% YoY และอัตรากำไรขั้นต้นที่ 44.5% in 2020)

แนวโน้มบริการ IVF ยังคงแข็งแกร่งเหมือนเดิม

เราคิดว่า EKH น่าจะทยอยผู้ใช้บริการ IVF ได้ตามเป้า 300 รายในปี 2562 และ 400 รายในปี 2563 สำหรับในระยะต่อไป เรายังคงคาดว่าอุปสงค์จากผู้ให้บริการชาวต่างชาติยังคงแข็งแกร่งและคิดเป็นสัดส่วนกว่า 80% ของรายได้จากบริการ IVF จากอัตราการประสบความสำเร็จของ EKH ที่สูงถึงกว่า 60% (เมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยของทั่วโลกที่ 30-40%) และคุณภาพการบริการ ประกอบกับราคาที่ยอมรับได้ ยิ่งไปกว่านั้น EKH ก็ยังมีผู้มาใช้บริการเพิ่มขึ้นอีกจากทั้งเอเจนต์ และพันธมิตรในจีน

คาดว่ากำไรใน 4Q62 จะลดลง QoQ จากปัจจัยฤดูกาล

เราคาดว่ากำไรสุทธิใน 4Q62 จะอยู่ที่ 32 ล้านบาท (+16.2% YoY, -33.7% QoQ) โดยกำไรที่เพิ่มขึ้น YoY จะมาจากรายได้ที่เพิ่มขึ้นจากศูนย์กุมารเวช และ IVF ในขณะที่กำไรที่ลดลง QoQ จะมาจากปัจจัยฤดูกาล สำหรับในระยะต่อไป เรามองว่าการเติบโตของ EKH จะมาจากการปรับปรุง (ศูนย์ฟอกเลือด และ ENT) และการขยาย (Nursing Home ที่ถนนพระราม 2 พื้นที่ 2,400 ตร.ม. ซึ่งตั้งเป้าจะเปิดให้บริการภายใน 1Q64) ซึ่งจะหนุนให้กำไรของบริษัทเพิ่มขึ้นจาก margin ที่เพิ่มขึ้น

Valuation & Action

เรายังคงประมาณกำไรปี 2562F ไว้ที่ 161 ล้านบาท (+37.4% YoY) และปี 2563F ไว้ที่ 184 ล้านบาท (+14.3% YoY) ทั้งนี้ EKH ไม่มีรายได้จากบริการประกันสังคม เรายังคงคำแนะนำซื้อ และให้ราคาเป้าหมายปี 2563 ที่ 8.90 บาท

Risks

การแทรกแซงของรัฐบาล, ปัญหาเสถียรภาพทางการเมืองของไทยรอบใหม่, เกิดเหตุก่อการร้ายครั้งใหญ่.

Key financials and valuations

	Dec-16A	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
Revenue (Bt mn)	502	523	638	823	922
Gross profit (Bt mn)	177	184	256	362	410
EBIT (Bt mn)	93	102	144	202	230
Net profit (Bt mn)	75	84	117	161	184
EPS (Bt)	0.13	0.14	0.20	0.27	0.31
DPS (Bt)	0.10	0.10	0.17	0.21	0.25
EPS growth (%)	55.0	11.4	39.8	37.4	14.3
P/E (x)	52.2	46.9	33.5	24.4	21.4
P/B (x)	5.0	4.8	4.6	3.9	3.6
EV/EBITDA (x)	30.0	27.7	19.8	14.5	12.5
Net Debt to Equity (x)	Cash	Cash	Cash	Cash	Cash
Dividend Yield (%)	1.5	1.5	2.5	3.3	3.7
Return on Avg. Equity (%)	9.6	10.2	13.6	16.1	16.6

Source: Company data, KGI Research

Figure 1: EKH's 4Q19 earnings forecast

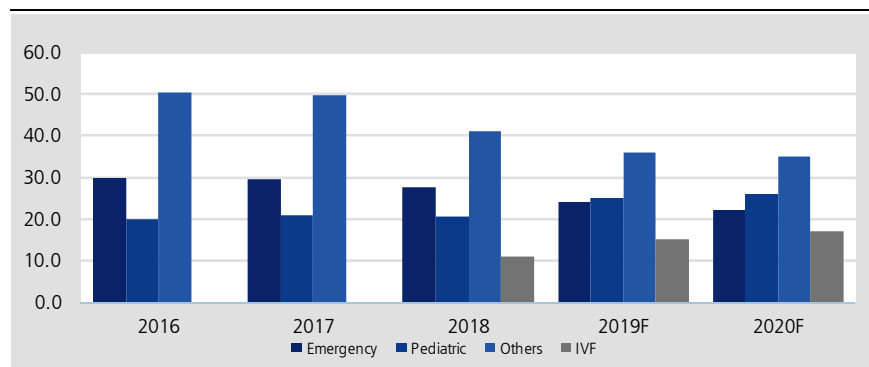
Bt mn	4Q19F	4Q18	YoY (%)	3Q19	QoQ (%)	2019F	2018	YoY (%)
Sale revenue	219	169	30.0	249	(11.9)	881	638	38.1
Operating cost	(129)	(100)	29.0	(138)	(6.1)	(497)	(382)	30.0
Gross profit	90	68	31.5	111	(19.1)	385	256	50.3
SG&A	(53)	(40)	31.9	(53)	(0.3)	(194)	(128)	50.8
Pretax profit	42	33	26.4	62	(32.3)	212	144	47.3
Net profit	32	27	16.2	48	(33.7)	162	117	38.1
EPS (Bt)	0.05	0.05	16.2	0.08	(33.7)	0.27	0.20	38.1
Percent	4Q19F	4Q18	YoY (ppts)	3Q19	QoQ (ppts)	2019F	2018	YoY (ppts)
Gross margin	41.0	40.5	0.5	44.7	(3.7)	43.6	40.1	3.5
SG&A/Sales	24.0	23.7	0.3	21.2	2.8	22.0	20.1	1.8
Net profit margin	14.5	16.2	(1.7)	19.3	(4.8)	18.4	18.4	(0.0)
Assumptions:	4Q19F	4Q18	YoY (%)	3Q19	QoQ (%)			
Hospital revenue (Bt mn)	219	169	29.6	249	(12.0)			
-General hospital	186	147	26.6	185	0.6			
-IVF	33	22	49.5	64	(48.7)			
Hospital revenue by segment (%)	100	100	YoY (ppts)	100	QoQ (ppts)			
-General hospital	85	87	(2.0)	86	(0.7)			
-IVF	15	13	2.0	14	0.7			

Source: Company data, KGI Research

Figure 2: Key assumptions

Year	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F
Hospital revenue (Bt mn)	358	414	431	502	523	638	823	922
i) By patient type (%)								
-OPD	52	52	48	48	50	50	51	51
-IPD	48	48	52	52	50	50	49	49
ii) By medical services (%)								
-All centers (excl. IVF)	100	100	100	100	100	90	85	83
-IVF	0	0	0	0	0	10	15	17
Hospital revenue breakdown								
-All centers (excl. IVF) (Bt mn)	358	414	431	502	523	573	703	762
% Chg.	N.A.	15.7	4.1	16.4	4.2	9.6	22.7	8.4
-IVF (Bt mn)	0	0	0	0	0	65	120	160
% Chg.	0	0	0	0	0	N.A.	84.3	33.3
IVF's business segment								
Cases per year	0	0	0	0	0	155	300	400
Revenue per case (Bt)	0	0	0	0	0	420,000	400,000	400,000
Estimated revenue (Bt mn)	0	0	0	0	0	65	120	160

Source: Company data, KGI Research

Figure 3: Revenue breakdown by segment


Source: Company data, KGI Research

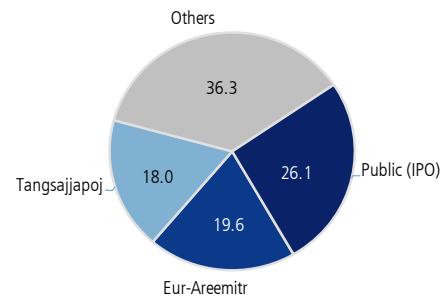
Figure 4: Company profile

Ekachai Medical Limited (EKH) was incorporated on October 22, 2003, with initial registered capital of Bt150mn by a group of physicians with expertise and experience and trusted by the people in Samut Sakorn province and neighboring provinces. Currently, the hospital has 140 beds and offers a total of 38 check rooms which can accommodate up to 716 patients per day with modern medical equipment. The hospital can provide general medical services, especially, obstetrics – gynecology. Additionally, the company has initiated its new department, namely IVF, since 2H18. For now, the company has expanded IVF service to Praram 9 to support strong demand from Chinese patients.

Source: Company data

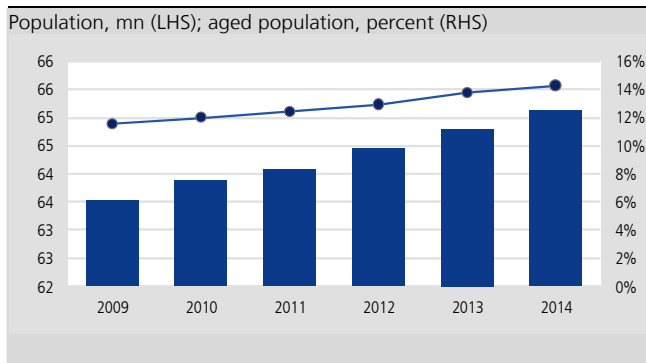
Figure 5: Shareholding structure

Percent



Source: Company data, KGI Research

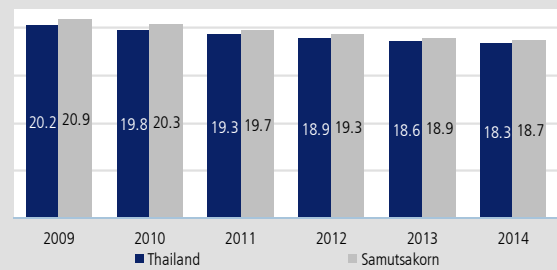
Figure 6: Aging population in Thailand



Source: NESDB, KGI Research

Figure 7: Children in Thailand and Samut Sakorn

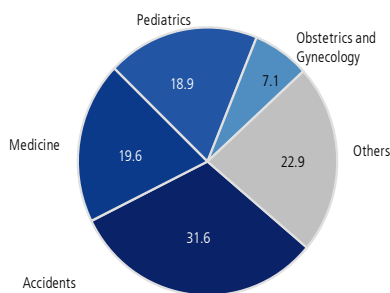
Percent



Source: NESDB, KGI Research

Figure 8: Revenue contribution by segment in 2018

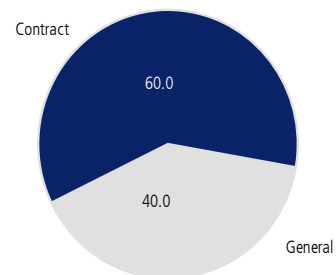
Percent



Source: Company data, KGI Research

Figure 9: Revenue contribution by patient type in 2018

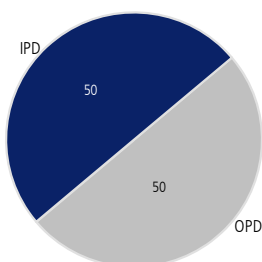
Percent



Source: Company data, KGI Research

Figure 10: Patient type in 2018

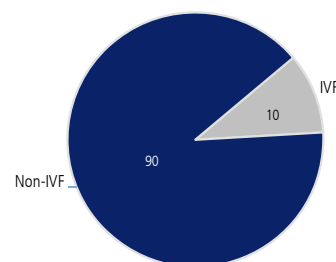
Percent



Source: Company data, KGI Research

Figure 11: Medical services in 2018

Percent



Source: Company data, KGI Research

Quarterly Income Statement

	Mar-16A	Jun-16A	Sep-16A	Dec-16A	Mar-17A	Jun-17A	Sep-17A	Dec-17A	Mar-18A	Jun-18A	Sep-18A	Dec-18A	Mar-19A	Jun-19A	Sep-19A
Income Statement (Bt mn)															
Revenue	118	111	147	126	117	117	155	134	139	142	188	169	200	213	249
Cost of Goods Sold	(76)	(76)	(91)	(82)	(81)	(82)	(90)	(87)	(89)	(90)	(103)	(100)	(110)	(120)	(138)
Gross Profit	41	35	56	44	37	35	65	47	50	52	86	68	90	93	111
Operating Expenses	(21)	(21)	(24)	(28)	(24)	(25)	(25)	(27)	(28)	(28)	(33)	(40)	(41)	(47)	(53)
Other incomes	2	2	2	4	4	4	5	4	4	3	4	5	6	5	4
Operating Profit	22	16	35	20	17	15	46	25	26	28	56	33	56	51	62
Non-Operating Income	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Interest Income	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Other Non-op Income	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Non-Operating Expenses	(0)	(0)	(0)	0	(0)	-	-	0	-	-	-	(0)	(1)	-	-
Interest Expense	(0)	(0)	(0)	0	(0)	-	-	0	-	-	-	(0)	(1)	-	-
Other Non-op Expenses	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Net Investment Income/(Loss)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pre-tax Profit	22	16	35	20	17	15	46	25	26	28	56	33	55	51	62
Current taxation	(4)	(3)	(7)	(3)	(4)	(3)	(9)	(3)	(4)	(5)	(11)	(6)	(11)	(10)	(13)
Minorities	-	-	-	-	-	-	0	0	0	(0)	(0)	(0)	(0)	(2)	(2)
Extraordinary items	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Net Profit	18	13	28	17	14	12	37	22	22	22	45	27	44	38	48
EPS (Bt)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
Margins (%)															
Gross profit margin	35.1	31.5	38.3	35.1	31.2	29.9	42.1	35.3	35.9	36.7	45.5	40.5	45.2	43.7	44.7
Operating margin	18.9	14.6	23.7	15.9	14.7	12.6	29.4	18.4	18.8	19.5	30.0	19.8	27.9	24.0	25.1
Net profit margin	15.0	11.6	18.9	13.3	11.7	10.0	23.6	16.3	15.8	15.7	24.2	16.2	21.8	18.0	19.3
Growth (%)															
Revenue growth	21.9	11.6	26.6	6.0	(0.1)	4.8	5.4	6.1	18.6	22.0	21.3	25.9	43.7	50.1	32.3
Operating growth	133.0	36.6	55.5	1.1	(22.6)	(9.5)	30.8	22.8	52.2	88.0	23.8	35.9	112.6	85.1	10.7
Net profit growth	156.8	46.7	56.0	12.1	(22.5)	(10.0)	31.8	29.6	60.7	91.5	24.1	25.4	98.6	72.1	5.4

Source: KGI Research

Balance Sheet

As of 31 Dec (Bt mn)	2016	2017	2018	2019F	2020F
Total Assets	878	900	968	1,117	1,236
Current Assets	428	348	458	581	689
Cash & ST Investments	366	282	370	470	564
Inventories	12	12	16	20	22
Accounts Receivable	48	53	69	89	100
Others	2	1	2	2	3
Non-current Assets	450	552	510	536	548
LT Investments	184	231	84	84	84
Net fixed Assets	258	319	420	429	437
Others	7	3	6	23	26
Total Liabilities	90	77	106	118	131
Current Liabilities	86	71	97	114	127
Accounts Payable	71	52	73	88	98
ST Borrowings	0	0	0	0	0
Others	14	19	24	26	29
Long-term Liabilities	4	6	9	4	4
Long-term Debts	0	0	0	0	0
Others	4	6	9	4	4
Shareholders' Equity	787	823	862	1,000	1,106
Common Stock	300	300	300	300	300
Capital Surplus	411	411	411	411	411
Retained Earnings	72	90	130	288	338
Others	4	21	21	1	57

Source: KGI Research

Key Ratios

Year to 31 Dec (Bt mn)	2016	2017	2018	2019F	2020F
Growth (% YoY)					
Sales	16.4	4.2	22.0	29.0	12.0
OP	46.7	9.3	40.8	40.3	14.3
EBITDA	30.4	11.1	36.1	33.3	12.8
NP	55.0	11.4	39.8	37.4	14.3
EPS	55.0	11.4	39.8	37.4	14.3
Profitability (%)					
Gross Margin	35.2	35.2	40.1	44.0	44.5
Operating Margin	18.6	19.5	22.5	24.5	25.0
EBITDA Margin	23.6	25.2	28.1	29.1	29.3
Net Profit Margin	15.0	16.0	18.4	19.6	20.0
ROAA	8.6	9.3	12.1	14.4	14.9
ROAE	9.6	10.2	13.6	16.1	16.6
Stability					
Gross Debt/Equity (%)	0.0	0.0	0.0	0.00	0.0
Net Debt/Equity (%)	Cash	Cash	Cash	Cash	Cash
Interest Coverage (x)	23.9	339.6	N.A.	N.A.	N.A.
Interest & ST Debt Coverage (x)	339.6	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Cash Flow Interest Coverage (x)	319.9	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Cash Flow/Interest & ST Debt (x)	319.9	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Current Ratio (x)	5.0	4.9	4.7	5.1	5.4
Quick Ratio (x)	4.8	4.7	4.6	4.9	5.3
Net Debt (Bt mn)	(361.5)	(275.7)	(360.9)	(466.4)	(560.0)
Per Share Data (Bt)					
EPS	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3
CFPS	0.6	0.5	0.6	0.8	0.9
BVPS	1.3	1.4	1.4	1.7	1.8
SPS	0.8	0.9	1.1	1.4	1.5
EBITDA/Share	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4
DPS	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
Activity					
Asset Turnover (x)	0.8	0.6	0.7	0.8	0.8
Days Receivables	35.2	36.7	39.6	39.6	39.6
Days Inventory	8.7	8.4	9.4	8.8	8.7
Days Payable	80.2	55.7	69.7	69.7	69.7
Cash Cycle	124.0	100.8	118.7	118.1	118.0

Source: KGI Research

Profit & Loss

Year to 31 Dec (Bt mn)	2016	2017	2018	2019F	2020F
Sales	502	523	638	823	922
Cost of Goods Sold	(325)	(339)	(382)	(461)	(512)
Gross Profit	177	184	256	362	410
Operating Expenses	(84)	(82)	(112)	(161)	(180)
Operating Profit	93	102	144	202	230
Net Interest	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Interest Income	0	0	0	0	0
Interest Expense	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Net Investment Income/(Loss)	0	0	0	0	0
Net other Non-op. Income/(Loss)	10	18	16	21	23
Net Extraordinaries	0	1	(0)	(0)	(0)
Pretax Income	93	102	144	202	230
Income Taxes	(18)	(19)	(26)	(40)	(46)
Net Profit	75	84	117	161	184
EBITDA	119	132	179	239	270
EPS (Bt)	0.13	0.14	0.20	0.27	0.31

Source: KGI Research

Cash Flow

Year to 31 Dec (Bt mn)	2016	2017	2018	2019F	2020F
Operating Cash Flow	88	108	145	180	210
Net Profit	75	83	117	161	184
Depreciation & Amortization	25	30	36	38	39
Change in Working Capital	8	(19)	4	(6)	(1)
Others	(21)	13	(12)	(12)	(13)
Investment Cash Flow	(32)	(102)	(132)	(161)	(161)
Net CAPEX	(24)	(107)	(133)	(146)	(161)
Change in LT Investment	(2)	(4)	(0)	0	0
Change in Other Assets	(7)	9	2	(15)	(0)
Free Cash Flow	56	6	14	19	48
Financing Cash Flow	467	(47)	(78)	(98)	(39)
Change in Share Capital	0	0	0	0	0
Net Change in Debt	(13)	0	0	0	0
Change in Other LT Liab.	479	(47)	(78)	(98)	(39)
Net Cash Flow	522	(41)	(64)	(79)	9

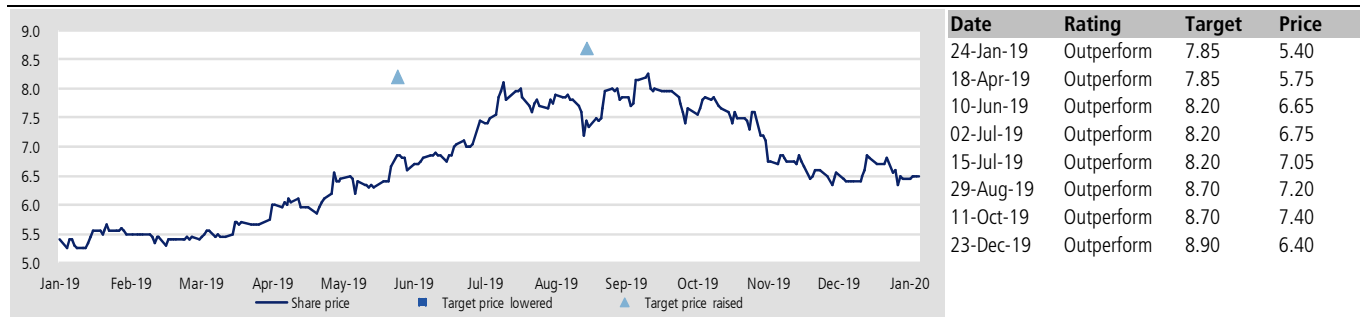
Source: KGI Research

Rates of Return on Invested Capital

Year	1- $\frac{\text{COGS}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Depreciation}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Operating Exp.}}{\text{Revenue}}$	= Operating Margin		
2016	64.8%	5.0%	18.6%	11.6%		
2017	64.8%	5.7%	19.1%	10.4%		
2018	59.9%	5.6%	20.1%	14.4%		
2019F	56.0%	4.6%	22.0%	17.4%		
2020F	55.5%	4.3%	22.0%	18.2%		
Year	1/ $\frac{\text{Working Capital}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Net PPE}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Other Assets}}{\text{Revenue}}$	= Capital Turnover		
2016	0.71	0.51	1.75	0.34		
2017	0.56	0.61	1.72	0.35		
2018	0.59	0.66	1.52	0.36		
2019F	0.60	0.52	1.36	0.40		
2020F	0.60	0.47	1.34	0.41		
Year	Operating Margin	x	Capital Turnover	x	Cash Tax Rate	= After-tax Return on Inv. Capital
2016	11.6%		0.3		80.8%	3.2%
2017	10.4%		0.3		81.5%	2.9%
2018	14.4%		0.4		81.7%	4.2%
2019F	17.4%		0.4		80.0%	5.6%
2020F	18.2%		0.4		80.0%	6.1%

Source: KGI Research

Ekachai Hospital – Recommendation & target price history



Source: KGI Research

Corporate Governance Report of Thai Listed Companies



Companies with Excellent CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
EGCO	ELECTRICITY GENERATING	KTB	KRUNG THAI BANK	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
KBANK	KASIKORN BANK	RATCH	RATCHABURI ELECTRICITY GENERATING HOLDING		
KKP	KIATNAKIN BANK	SCB	THE SIAM COMMERCIAL BANK		



Companies with Very Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	ERW	THE ERAWAN GROUP	SCC	THE SIAM CEMENT
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	GFPT	GFPT	SPALI	SUPALAI
AP	ASIAN PROPERTY DEVELOPMENT	IFEC	INTER FAR EAST ENGINEERING	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION
BBL	BANGKOK BANK	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT	SVI	SVI
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL	MINT	MINOR INTERNATIONAL	TASCO	TIPCO ASPHALT
BIGC	BIG C SUPERCENTER	PS	PRUKSA REAL ESTATE	TCAP	THANACHART CAPITAL
CK	CH. KARNCHANG	QH	QUALITY HOUSES	TMB	TMB BANK
CPALL	CP ALL	ROBINS	ROBINSON DEPARTMENT STORE	TRUE	TRUE CORPORATION
CPN	CENTRAL PATTANA	RS	RS		
DRT	DIAMOND ROOFING TILES	SAMART	SAMART CORPORATION		



Companies with Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
CENTEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	MAKRO	SIAM MAKRO
DCC	DYNASTY CERAMIC	ILINK	INTERLINK COMMUNICATION	MODERN	MODERNFORM GROUP
GL	GROUP LEASE	KTC	KRUNGTHAI CARD	TRT	TIRATHAI
GLOW	GLOW ENERGY	MAJOR	MAJOR CINEPLEX GROUP	TVO	THAI VEGETABLE OIL

Companies classified Not in the three highest score groups

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AAV	ASIA AVIATION	CHG	CHULARAT HOSPITAL	NOK	NOK AIRLINES
ANAN	ANANDA DEVELOPMENT	CKP	CK POWER	PACE	PACE DEVELOPMENT CORPORATION
BA	BANGKOK AIRWAYS	DTAC	TOTAL ACCESS COMMUNICATION	SAWAD	SRI SAWAD POWER 1979
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	TMT	THAI METAL TRADE
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	TPCH	TPC POWER HOLDING
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	GUNKUL	GUNKUL ENGINEERING	WHA	WHA CORPORATION
BJCHI	BJC HEAVY INDUSTRIES	LPH	LADPRAO GENERAL HOSPITAL	WORK	WORKPOINT ENTERTAINMENT
CBG	CARABAO GROUP	MTLS	MUANGTHAI LEASING		

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
CPN	CENTRAL PATTANA	SCC	THE SIAM CEMENT		

Level 4: Certified

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	IFEC	INTER FAR EAST ENGINEERING	SVI	SVI
BBL	BANGKOK BANK	KBANK	KASIKORN BANK	TCAP	THANACHART CAPITAL
DCC	DYNASTY CERAMIC	KKP	KIATNAKIN BANK	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
DRT	DIAMOND ROOFING TILES	KTB	KRUNG THAI BANK	TMB	TMB BANK
EGCO	ELECTRICITY GENERATING	MINT	MINOR INTERNATIONAL		
ERW	THE ERAWAN GROUP	SCB	THE SIAM COMMERCIAL BANK		

Level 3: Established

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AAV	ASIA AVIATION	DTAC	TOTAL ACCESS COMMUNICATION	PACE	PACE DEVELOPMENT CORPORATION
ANAN	ANANDA DEVELOPMENT	GFPT	GFPT	PS	PRUKSA REAL ESTATE
AP	ASIAN PROPERTY DEVELOPMENT	GL	GROUP LEASE	RATCH	RATCHABURI ELECTRICITY GENERATING HOLDING
BA	BANGKOK AIRWAYS	GLOW	GLOW ENERGY	ROBINS	ROBINSON DEPARTMENT STORE
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	SAMART	SAMART CORPORATION
BIGC	BIG C SUPERCENTER	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	SPALI	SUPALAI
BJCHI	BJC HEAVY INDUSTRIES	KTC	KRUNGTHAI CARD	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION
CENDEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT	TASCO	TIPCO ASPHALT
CHG	CHULARAT HOSPITAL	MAKRO	SIAM MAKRO	TMT	THAI METAL TRADE
CK	CH. KARNCHANG	MODERN	MODERNFORM GROUP	TPCH	TPC POWER HOLDING
CKP	CK POWER	NOK	NOK AIRLINES	WHA	NOK AIRLINES

Level 2: Declared

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	GUNKUL	GUNKUL ENGINEERING	QH	QUALITY HOUSES
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL	ILINK	INTERLINK COMMUNICATION	TRT	TIRATHAI
GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	MTLS	MUANGTHAI LEASING	TVO	THAI VEGETABLE OIL

Level 1: Committed

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
CBG	CARABAO GROUP	RS	RS	SAWAD	SRIWADAW POWER 1979
MAJOR	MAJOR CINEPLEX GROUP				

No progress

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	CPALL	CP ALL	WORK	WORKPOINT ENTERTAINMENT
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	LPH	LADPRAO GENERAL HOSPITAL		

Source: www.cgthailand.org

Disclaimer: The disclosure of the Anti-Corruption Progress Indicators of a listed company on the Stock Exchange of Thailand, which is assessed by the relevant institution as disclosed by the Office of the Securities and Exchange Commission, is made in order to comply with the policy and sustainable development plan for the listed companies. The relevant institution made this assessment based on the information received from the listed company, as stipulated in the form for the assessment of Anti-corruption which refers to the Annual Registration Statement (Form 56-1), Annual Report (Form 56-2), or other relevant documents or reports of such listed company. The assessment result is therefore made from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on any inside information. Since this assessment is only the assessment result as of the date appearing in the assessment result, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, KGI Securities (Thailand) Public Company Limited (KGI) does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of the assessment result.

KGI Locations

China	Shanghai	Room 1507, Park Place, 1601 Nanjing West Road, Jingan District, Shanghai, PRC 200040
	Shenzhen	Room 24D1, 24/F, A Unit, Zhen Ye Building, 2014 Bao'annan Road, Shenzhen, PRC 518008
Taiwan	Taipei	700 Mingshui Road, Taipei, Taiwan Telephone 886.2.2181.8888 · Facsimile 886.2.8501.1691
Hong Kong		41/F Central Plaza, 18 Harbour Road, Wanchai, Hong Kong Telephone 852.2878.6888 Facsimile 852.2878.6800
Thailand	Bangkok	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand Telephone 66.2658.8888 Facsimile 66.2658.8014
Singapore		4 Shenton Way #13-01 SGX Centre 2 Singapore 068807 Telephone 65.6202.1188 Facsimile 65.6534.4826

KGI's Ratings

Rating	Definition
Outperform (OP)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the top 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Neutral (N)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the range between the top 40% and the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan)
Under perform (U)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Not Rated (NR)	The stock is not rated by KGI.
Restricted (R)	KGI policy and/or applicable law regulations preclude certain types of communications, including an investment recommendation, during the course of KGI's engagement in an investment banking transaction and in certain other circumstances. <i>Excess return = 12M target price/current price-</i>
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.