

## โรงพยาบาลจุฬารัตน์

CHG

บริษัท โรงพยาบาลจุฬารัตน์  
จำกัด (มหาชน)Bloomberg CHG TB  
Reuters CHG.BK

## ขาดปัจจัยบวกระยะสั้น แต่ราคาหุ้นมี downside จำกัด

เราคาดว่ากำไรของ CHG จะอ่อนแอต่อเนื่องใน 1H62 เพราะถูกจุดรั้งโดยขาดทุนที่โรงพยาบาลเปิดใหม่ ก่อนที่กำไรจะกลับมาคืนสู่แนวโน้มขาขึ้นในปี 2563 เมื่อผลการดำเนินงานที่โรงพยาบาลเหล่านั้นปรับตัวดีขึ้น ทั้งนี้แม้ขาดปัจจัยกระตุ้นในระยะสั้น แต่เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" CHG สำหรับการลงทุนในระยะยาว เนื่องจากเรามองว่าราคาหุ้นปรับตัวลดลงมากเกินไป ทำให้มี downside จำกัด ราคาหุ้น CHG ลดลงมาแล้ว 33% จากจุดสูงสุดในปี 2561 และซื้อขายที่ PE ปี 2562 (ไม่รวมขาดทุนจากโรงพยาบาลใหม่) ระดับ 27 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาคอยู่ 13%

คาดการณ์ 1H62 อ่อนแอ เพราะถูกจุดรั้งโดยโรงพยาบาลใหม่ เราคาดว่ารายได้ตั้งแต่ต้นปี 2562 ของ CHG เติบโต ~8% YoY หลักๆ ได้รับปัจจัยกระตุ้นจากรายได้จากบริการผู้ป่วยเงินสดและรายได้เพิ่มเติมจากการขยายกิจการที่ *โรงพยาบาลจุฬารัตน์ 304 อินเทอร์เน็ต* ซึ่งเปิดในเดือน ก.ค. 2561 และการเปิดโรงพยาบาลใหม่ *โรงพยาบาลรวมแพทย์ฉะเชิงเทรา* ในเดือนพ.ย. 2561 ในขณะที่รายได้จากโครงการประกันสังคม (SC) น่าจะอยู่ในระดับทรงตัว YoY โดยมีสาเหตุมาจากโควตาผู้ประกันตนที่มีจำกัด ส่งผลทำให้จำนวนผู้ประกันตนไม่เพิ่มขึ้น ทั้งนี้แม้รายได้เติบโต แต่เราคาดว่ากำไรของ CHG จะลดลง YoY อย่างต่อเนื่องใน 1H62 เพราะจะถูกจุดรั้งโดยภาระต้นทุนจากการดำเนินงานในระยะเริ่มแรกของโรงพยาบาลเปิดใหม่ทั้งสองแห่ง

กำไรจะเติบโตอย่างแข็งแกร่งมากขึ้นในปี 2563 โดยปกติแล้วโรงพยาบาลใหม่จะถึงจุดคุ้มทุนใน 3 ปี โดยจะมีผลขาดทุนจำนวนมากในปีแรกของการดำเนินงาน *โรงพยาบาลจุฬารัตน์ 304 อินเทอร์เน็ต* และ *โรงพยาบาลรวมแพทย์ฉะเชิงเทรา* สร้างผลขาดทุนให้แก่ CHG รวม 39 ลบ. ในปี 2561 (เริ่มใน 3Q61) และเราคาดว่าโรงพยาบาลสองแห่งนี้จะสร้างผลขาดทุนให้แก่ CHG จำนวน 115 ลบ. ในปี 2562 ต่อจากนั้นขาดทุนจะปรับลดลงสู่ 60 ลบ. ในปี 2563 หลังจากการดำเนินงานปรับตัวดีขึ้น เรายังคงมุมมองเชิงบวกว่าความต้องการใช้บริการทางการแพทย์ในจังหวัดที่โรงพยาบาลเหล่านั้นตั้งอยู่จะปรับตัวเพิ่มขึ้น เพราะจะได้รับประโยชน์จากเศรษฐกิจที่เติบโตและกิจกรรมทางธุรกิจที่เพิ่มขึ้นในภาคตะวันออกของประเทศไทยจากแรงกระตุ้นโครงการ EEC เราคาดว่ากำไรของ CHG จะเติบโตในอัตราชะลอตัวเพียง 2% ในปี 2562 เนื่องจากบริษัทต้องรับภาระขาดทุนตามปกติที่โรงพยาบาลเปิดใหม่ ก่อนที่กำไรจะกลับมาเติบโต 20% ในปี 2563

จะเปิดโรงพยาบาลศูนย์มะเร็งในปี 2563 CHG วางแผนเปิด *โรงพยาบาลศูนย์มะเร็งและรังสีรักษาสุวรรณภูมิ* ในสมุทรปราการในปี 2563 เรามองบวกต่อการลงทุนครั้งนี้ เนื่องจากความต้องการโรงพยาบาลเฉพาะทางปรับตัวเพิ่มขึ้น และโรงพยาบาลแห่งนี้จะกระตุ้นให้รายได้จากการรักษาโรครุนแรงของ CHG เติบโตในอนาคต เรามองว่าแรงกดดันต่อกำไรในระยะสั้นจากศูนย์มะเร็งแห่งนี้จะมีน้อยกว่าที่เคยเกิดขึ้นเมื่อครั้งที่บริษัทเปิด *โรงพยาบาลจุฬารัตน์ 304 อินเทอร์เน็ต* และ *โรงพยาบาลรวมแพทย์ฉะเชิงเทรา* เนื่องจากใช้เงินลงทุนน้อยกว่าที่ ~200 ลบ. (เทียบกับ ~1 พันลบ.)

**Valuation** ที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยจะช่วยป้องกันไม่ให้ราคาหุ้นลดลงอีก แม้ขาดปัจจัยกระตุ้นในระยะสั้น แต่เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" CHG สำหรับการลงทุนในระยะยาว กำไรจะปรับตัวดีขึ้นในปี 2563 และ valuation ปรับตัวลดลงมากเกินไป ทำให้ราคาหุ้นมี downside จำกัด ราคาหุ้น CHG ปรับตัวเพิ่มขึ้น 6% ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา ซึ่งเรามองว่าเป็นการรีบาวด์ หลังจากราคาหุ้นลดลงมาแล้ว 33% จากจุดสูงสุดในเดือนก.ย. 2561 หลังจากรายงานกำไรที่อ่อนแอใน 2H61 และซื้อขายที่ PE ปี 2562 (ไม่รวมขาดทุนจากโรงพยาบาลใหม่) ระดับ 27 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาคอยู่ 13%

## Forecasts and valuation

| Year to 31 Dec    | Unit   | 2017  | 2018  | 2019F | 2020F | 2021F |
|-------------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Revenue           | (Btmn) | 3,876 | 4,407 | 4,966 | 5,535 | 6,086 |
| EBITDA            | (Btmn) | 995   | 1,052 | 1,108 | 1,321 | 1,521 |
| Core profit       | (Btmn) | 592   | 645   | 658   | 790   | 911   |
| Reported profit   | (Btmn) | 565   | 634   | 658   | 790   | 911   |
| Core EPS          | (Bt)   | 0.054 | 0.059 | 0.060 | 0.072 | 0.083 |
| DPS               | (Bt)   | 0.036 | 0.050 | 0.042 | 0.050 | 0.058 |
| P/E, core         | (x)    | 35.8  | 32.9  | 32.3  | 26.9  | 23.3  |
| EPS growth, core  | (%)    | 5.0   | 8.8   | 2.1   | 20.0  | 15.4  |
| P/BV, core        | (x)    | 6.4   | 6.0   | 5.8   | 5.3   | 4.9   |
| ROE               | (%)    | 17.7  | 17.9  | 17.3  | 19.7  | 20.9  |
| Dividend yield    | (%)    | 1.9   | 2.6   | 2.2   | 2.6   | 3.0   |
| FCF yield         | (%)    | 1.5   | 0.3   | 1.7   | 3.4   | 4.0   |
| EV/EBIT           | (x)    | 30.4  | 27.8  | 27.9  | 22.2  | 18.7  |
| EBIT growth, core | (%)    | 2.4   | 10.7  | 0.7   | 24.4  | 17.0  |
| EV/CE             | (x)    | 5.5   | 4.8   | 4.6   | 4.4   | 4.3   |
| ROCE              | (%)    | 14.2  | 13.6  | 12.7  | 15.6  | 18.0  |
| EV/EBITDA         | (x)    | 21.8  | 20.9  | 20.0  | 16.6  | 14.2  |
| EBITDA growth     | (%)    | 9.5   | 5.7   | 5.3   | 19.3  | 15.1  |

Source: SCBS Investment Research

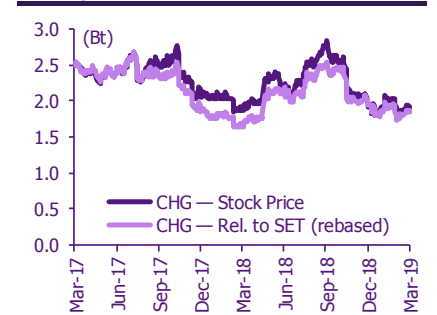
## ชื่อ

## Stock data

|                             |       |
|-----------------------------|-------|
| Last close (Apr 1) (Bt)     | 1.93  |
| 12-m target price (Bt)      | 2.70  |
| Upside (Downside) to TP (%) | 39.90 |
| Mkt cap (Btbn)              | 21.23 |
| Mkt cap (US\$mn)            | 670   |

|                            |           |
|----------------------------|-----------|
| Risk rating                | L         |
| Mkt cap (%) SET            | 0.13      |
| Sector % SET               | 4.77      |
| Shares issued (mn)         | 11,000    |
| Par value (Bt)             | 0.10      |
| 12-m high / low (Bt)       | 2.9 / 1.8 |
| Avg. daily 6m (US\$mn)     | 3.28      |
| Foreign limit / actual (%) | 49 / 6    |
| Free float (%)             | 40.3      |
| Dividend policy (%)        | ≥ 50      |

## Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

## Share performance

| (%)             | 1M  | 3M  | 12M   |
|-----------------|-----|-----|-------|
| Absolute        | 4.9 | 5.5 | (1.0) |
| Relative to SET | 5.5 | 0.4 | 7.3   |

Source: SET, SCBS Investment Research

## Expected total return (ETR)

|                   |      |       |
|-------------------|------|-------|
| Target price      | (Bt) | 2.70  |
| 12-month dividend | (Bt) | 0.04  |
| Capital gain      | (%)  | 39.90 |
| Dividend yield    | (%)  | 2.17  |
| Total return      | (%)  | 42.07 |

Source: SET, SCBS Investment Research

## นักวิเคราะห์

## ระวีณช ปิยะเกรียงไกร

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน  
ด้านหลักทรัพย์  
0-2949-1002  
raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

| FY December 31        | Unit        | 2014        | 2015         | 2016         | 2017         | 2018         | 2019F        | 2020F        | 2021F        |
|-----------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Total revenue         | Btmn        | 2,672       | 3,155        | 3,637        | 3,876        | 4,407        | 4,966        | 5,535        | 6,086        |
| Cost of goods sold    | Btmn        | 1,756       | 2,082        | 2,469        | 2,633        | 3,072        | 3,548        | 3,876        | 4,243        |
| <b>Gross profit</b>   | <b>Btmn</b> | <b>916</b>  | <b>1,073</b> | <b>1,168</b> | <b>1,243</b> | <b>1,335</b> | <b>1,419</b> | <b>1,659</b> | <b>1,844</b> |
| SG&A                  | Btmn        | 359         | 426          | 494          | 551          | 570          | 649          | 697          | 718          |
| Other income          | Btmn        | 43          | 24           | 21           | 21           | 24           | 25           | 25           | 30           |
| Interest expense      | Btmn        | 1           | 1            | 10           | 16           | 24           | 33           | 33           | 33           |
| <b>Pre-tax profit</b> | <b>Btmn</b> | <b>598</b>  | <b>670</b>   | <b>686</b>   | <b>697</b>   | <b>765</b>   | <b>761</b>   | <b>955</b>   | <b>1,123</b> |
| Corporate tax         | Btmn        | 105         | 118          | 132          | 121          | 131          | 150          | 152          | 191          |
| Equity a/c profits    | Btmn        | 0           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Minority interests    | Btmn        | (0)         | 0            | (1)          | (0)          | 19           | 49           | 26           | 13           |
| <b>Core profit</b>    | <b>Btmn</b> | <b>481</b>  | <b>538</b>   | <b>564</b>   | <b>592</b>   | <b>645</b>   | <b>658</b>   | <b>790</b>   | <b>911</b>   |
| Extra-ordinary items  | Btmn        | -           | -            | -            | (27)         | (11)         | -            | -            | -            |
| <b>Net Profit</b>     | <b>Btmn</b> | <b>481</b>  | <b>538</b>   | <b>564</b>   | <b>565</b>   | <b>634</b>   | <b>658</b>   | <b>790</b>   | <b>911</b>   |
| EBITDA                | Btmn        | 735         | 835          | 909          | 995          | 1,052        | 1,108        | 1,321        | 1,521        |
| <b>Core EPS</b>       | <b>Bt</b>   | <b>0.04</b> | <b>0.05</b>  | <b>0.05</b>  | <b>0.05</b>  | <b>0.06</b>  | <b>0.06</b>  | <b>0.07</b>  | <b>0.08</b>  |
| Net EPS               | Bt          | 0.04        | 0.05         | 0.05         | 0.05         | 0.06         | 0.06         | 0.07         | 0.08         |
| DPS                   | Bt          | 0.03        | 0.04         | 0.04         | 0.04         | 0.05         | 0.04         | 0.05         | 0.06         |

### Balance Sheet

| FY December 31              | Unit        | 2014         | 2015         | 2016         | 2017         | 2018         | 2019F        | 2020F        | 2021F        |
|-----------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Total current assets        | Btmn        | 1,522        | 1,353        | 1,335        | 1,332        | 1,592        | 1,437        | 1,765        | 2,123        |
| Total fixed assets          | Btmn        | 1,557        | 1,987        | 2,936        | 3,385        | 3,831        | 4,118        | 4,172        | 4,234        |
| <b>Total assets</b>         | <b>Btmn</b> | <b>3,266</b> | <b>3,560</b> | <b>4,518</b> | <b>4,951</b> | <b>5,708</b> | <b>5,851</b> | <b>6,246</b> | <b>6,677</b> |
| Total loans                 | Btmn        | 30           | 78           | 801          | 852          | 1,212        | 1,220        | 1,220        | 1,220        |
| Total current liabilities   | Btmn        | 434          | 540          | 1,096        | 1,024        | 1,295        | 1,334        | 1,394        | 1,461        |
| Total long-term liabilities | Btmn        | 0            | 26           | 157          | 403          | 583          | 583          | 583          | 583          |
| <b>Total liabilities</b>    | <b>Btmn</b> | <b>461</b>   | <b>591</b>   | <b>1,294</b> | <b>1,478</b> | <b>1,965</b> | <b>2,003</b> | <b>2,064</b> | <b>2,130</b> |
| Paid-up capital             | Btmn        | 1,100        | 1,100        | 1,100        | 1,100        | 1,100        | 1,100        | 1,100        | 1,100        |
| <b>Total equity</b>         | <b>Btmn</b> | <b>2,804</b> | <b>2,969</b> | <b>3,224</b> | <b>3,473</b> | <b>3,743</b> | <b>3,848</b> | <b>4,182</b> | <b>4,546</b> |
| <b>BVPS</b>                 | <b>Bt</b>   | <b>0.25</b>  | <b>0.27</b>  | <b>0.28</b>  | <b>0.30</b>  | <b>0.32</b>  | <b>0.33</b>  | <b>0.36</b>  | <b>0.40</b>  |

### Cash Flow Statement

| FY December 31                | Unit        | 2014       | 2015         | 2016     | 2017        | 2018      | 2019F        | 2020F      | 2021F      |
|-------------------------------|-------------|------------|--------------|----------|-------------|-----------|--------------|------------|------------|
| Core Profit                   | Btmn        | 481        | 538          | 564      | 592         | 645       | 658          | 790        | 911        |
| Depreciation and amortization | Btmn        | 136        | 164          | 213      | 255         | 276       | 313          | 333        | 365        |
| Operating cash flow           | Btmn        | 447        | 698          | 705      | 916         | 743       | 969          | 1,107      | 1,266      |
| Investing cash flow           | Btmn        | 26         | (608)        | (1,028)  | (594)       | (689)     | (600)        | (387)      | (427)      |
| Financing cash flow           | Btmn        | (290)      | (328)        | 324      | (349)       | 3         | (546)        | (455)      | (547)      |
| <b>Net cash flow</b>          | <b>Btmn</b> | <b>183</b> | <b>(239)</b> | <b>2</b> | <b>(27)</b> | <b>57</b> | <b>(177)</b> | <b>265</b> | <b>292</b> |

### Key Financial Ratios

| FY December 31        | Unit | 2014     | 2015     | 2016 | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
|-----------------------|------|----------|----------|------|------|------|-------|-------|-------|
| Gross margin          | %    | 34.3     | 34.0     | 32.1 | 32.1 | 30.3 | 28.6  | 30.0  | 30.3  |
| Operating margin      | %    | 20.8     | 20.5     | 18.5 | 17.9 | 17.4 | 15.5  | 17.4  | 18.5  |
| EBITDA margin         | %    | 27.1     | 26.3     | 24.8 | 25.5 | 23.7 | 22.2  | 23.8  | 24.9  |
| EBIT margin           | %    | 22.4     | 21.3     | 19.1 | 18.4 | 17.9 | 16.0  | 17.9  | 19.0  |
| Net profit margin     | %    | 18.0     | 17.1     | 15.5 | 14.6 | 14.4 | 13.2  | 14.3  | 15.0  |
| ROE                   | %    | 17.7     | 18.7     | 18.2 | 17.7 | 17.9 | 17.3  | 19.7  | 20.9  |
| ROA                   | %    | 15.4     | 15.8     | 14.0 | 12.5 | 12.1 | 11.4  | 13.1  | 14.1  |
| Net D/E               | x    | Net cash | Net cash | 0.1  | 0.1  | 0.2  | 0.2   | 0.2   | 0.1   |
| Interest coverage     | x    | 628.6    | 1,031.2  | 95.4 | 62.7 | 44.3 | 33.1  | 39.5  | 45.5  |
| Debt service coverage | x    | 23.6     | 15.8     | 1.4  | 2.1  | 1.6  | 1.7   | 2.0   | 2.3   |
| Payout Ratio          | %    | 68.7     | 73.6     | 70.2 | 70.0 | 86.8 | 70.0  | 70.0  | 70.0  |

### Main Assumptions

| FY December 31               | Unit | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
|------------------------------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>Revenue breakdown</b>     |      |      |      |      |      |      |       |       |       |
| Cash service                 | (%)  | 51.0 | 51.6 | 54.9 | 57.6 | 62.5 | 65.7  | 68.3  | 70.3  |
| Social security service (SC) | (%)  | 41.0 | 36.0 | 36.2 | 37.5 | 32.0 | 29.2  | 27.0  | 25.3  |
| Universal coverage (UC)      | (%)  | 8.0  | 13.0 | 9.0  | 5.0  | 5.5  | 5.0   | 4.7   | 4.4   |

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

| FY December 31        | Unit        | 1Q17        | 2Q17        | 3Q17        | 4Q17        | 1Q18        | 2Q18        | 3Q18        | 4Q18        |
|-----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Total revenue         | Btmn        | 937         | 890         | 1,032       | 1,016       | 1,080       | 1,039       | 1,149       | 1,139       |
| Cost of goods sold    | Btmn        | 625         | 624         | 699         | 686         | 712         | 715         | 826         | 819         |
| <b>Gross profit</b>   | <b>Btmn</b> | <b>312</b>  | <b>266</b>  | <b>334</b>  | <b>330</b>  | <b>368</b>  | <b>325</b>  | <b>323</b>  | <b>320</b>  |
| SG&A                  | Btmn        | 125         | 124         | 129         | 173         | 129         | 116         | 141         | 184         |
| Other income          | Btmn        | 4           | 7           | 5           | 4           | 5           | 7           | 7           | 5           |
| Interest expense      | Btmn        | 4           | 3           | 4           | 5           | 5           | 5           | 7           | 8           |
| <b>Pre-tax profit</b> | <b>Btmn</b> | <b>187</b>  | <b>146</b>  | <b>206</b>  | <b>157</b>  | <b>238</b>  | <b>212</b>  | <b>182</b>  | <b>133</b>  |
| Corporate tax         | Btmn        | 35          | 27          | 37          | 32          | 45          | 35          | 37          | 33          |
| Equity a/c profits    | Btmn        | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| Minority interests    | Btmn        | (0)         | (0)         | (0)         | (0)         | 0           | 1           | 5           | 12          |
| <b>Core profit</b>    | <b>Btmn</b> | <b>153</b>  | <b>119</b>  | <b>168</b>  | <b>153</b>  | <b>193</b>  | <b>151</b>  | <b>175</b>  | <b>126</b>  |
| Extra-ordinary items  | Btmn        | 0           | 0           | 0           | (27)        | 0           | 27          | (24)        | (14)        |
| <b>Net Profit</b>     | <b>Btmn</b> | <b>153</b>  | <b>119</b>  | <b>168</b>  | <b>126</b>  | <b>193</b>  | <b>178</b>  | <b>151</b>  | <b>112</b>  |
| EBITDA                | Btmn        | 252         | 211         | 276         | 228         | 308         | 282         | 260         | 216         |
| <b>Core EPS</b>       | <b>Bt</b>   | <b>0.01</b> | <b>0.01</b> | <b>0.02</b> | <b>0.01</b> | <b>0.02</b> | <b>0.01</b> | <b>0.02</b> | <b>0.01</b> |
| Net EPS               | Bt          | 0.01        | 0.01        | 0.02        | 0.01        | 0.02        | 0.02        | 0.01        | 0.01        |

### Balance Sheet

| FY December 31              | Unit        | 1Q17         | 2Q17         | 3Q17         | 4Q17         | 1Q18         | 2Q18         | 3Q18         | 4Q18         |
|-----------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Total current assets        | Btmn        | 1,369        | 1,416        | 1,460        | 1,332        | 1,564        | 1,597        | 1,633        | 1,592        |
| Total fixed assets          | Btmn        | 3,028        | 3,127        | 3,247        | 3,385        | 3,479        | 3,596        | 3,705        | 3,831        |
| <b>Total assets</b>         | <b>Btmn</b> | <b>4,641</b> | <b>4,786</b> | <b>4,937</b> | <b>4,951</b> | <b>5,284</b> | <b>5,434</b> | <b>5,613</b> | <b>5,708</b> |
| Total loans                 | Btmn        | 681          | 795          | 805          | 852          | 905          | 1,021        | 1,207        | 1,212        |
| Total current liabilities   | Btmn        | 983          | 1,085        | 1,163        | 1,024        | 1,091        | 1,138        | 1,329        | 1,295        |
| Total long-term liabilities | Btmn        | 214          | 239          | 245          | 403          | 444          | 502          | 561          | 583          |
| <b>Total liabilities</b>    | <b>Btmn</b> | <b>1,239</b> | <b>1,370</b> | <b>1,458</b> | <b>1,478</b> | <b>1,592</b> | <b>1,697</b> | <b>1,951</b> | <b>1,965</b> |
| Paid-up capital             | Btmn        | 1,100        | 1,100        | 1,100        | 1,100        | 1,100        | 1,100        | 1,100        | 1,100        |
| <b>Total equity</b>         | <b>Btmn</b> | <b>3,403</b> | <b>3,416</b> | <b>3,479</b> | <b>3,473</b> | <b>3,692</b> | <b>3,737</b> | <b>3,662</b> | <b>3,743</b> |
| <b>BVPS</b>                 | <b>Bt</b>   | <b>0.30</b>  | <b>0.30</b>  | <b>0.30</b>  | <b>0.30</b>  | <b>0.32</b>  | <b>0.32</b>  | <b>0.32</b>  | <b>0.32</b>  |

### Cash Flow Statement

| FY December 31                | Unit      | 1Q17        | 2Q17      | 3Q17      | 4Q17        | 1Q18      | 2Q18       | 3Q18      | 4Q18        |
|-------------------------------|-----------|-------------|-----------|-----------|-------------|-----------|------------|-----------|-------------|
| Core Profit                   | Btmn      | 153         | 119       | 168       | 153         | 193       | 151        | 175       | 126         |
| Depreciation and amortization | Btmn      | 61          | 62        | 66        | 66          | 65        | 65         | 71        | 75          |
| Operating cash flow           | Btmn      | 152         | 168       | 333       | 264         | 166       | 191        | 242       | 143         |
| Investing cash flow           | Btmn      | (102)       | (126)     | (176)     | (190)       | (128)     | (176)      | (171)     | (214)       |
| Financing cash flow           | Btmn      | (121)       | (20)      | (123)     | (85)        | 50        | (17)       | (31)      | 2           |
| <b>Net cash flow</b>          | <b>Bt</b> | <b>(72)</b> | <b>22</b> | <b>33</b> | <b>(11)</b> | <b>88</b> | <b>(2)</b> | <b>40</b> | <b>(70)</b> |

### Key Financial Ratios

| FY December 31        | Unit | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 |
|-----------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Gross margin          | %    | 33.3 | 29.9 | 32.3 | 32.5 | 34.1 | 31.2 | 28.1 | 28.1 |
| Operating margin      | %    | 20.0 | 16.0 | 19.8 | 15.5 | 22.1 | 20.1 | 15.8 | 11.9 |
| EBITDA margin         | %    | 26.8 | 23.5 | 26.6 | 25.0 | 28.4 | 24.3 | 22.5 | 20.1 |
| EBIT margin           | %    | 20.4 | 16.8 | 20.3 | 15.9 | 22.5 | 20.8 | 16.5 | 12.3 |
| Net profit margin     | %    | 16.3 | 13.3 | 16.3 | 12.4 | 17.9 | 17.1 | 13.1 | 9.8  |
| ROE                   | %    | 18.6 | 16.6 | 17.5 | 17.7 | 21.8 | 19.2 | 19.4 | 17.9 |
| ROA                   | %    | 14.4 | 12.2 | 12.5 | 12.5 | 15.6 | 13.5 | 13.1 | 12.1 |
| Net D/E               | x    | 0.1  | 0.1  | 0.1  | 0.1  | 0.1  | 0.1  | 0.5  | 0.5  |
| Interest coverage     | x    | 70.7 | 64.6 | 62.1 | 49.7 | 66.7 | 61.3 | 38.3 | 27.9 |
| Debt service coverage | x    | 2.1  | 1.5  | 1.9  | 1.9  | 2.6  | 2.1  | 1.5  | 1.3  |

### Key statistics

| FY December 31               | Unit | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 |
|------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| <b>Revenue breakdown</b>     |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| Cash service                 | (%)  | 53.3 | 56.1 | 61.2 | 59.2 | 60.6 | 62.9 | 65.4 | 61.0 |
| Social security service (SC) | (%)  | 40.9 | 38.8 | 34.1 | 36.6 | 33.7 | 31.5 | 29.8 | 33.1 |
| Universal coverage (UC)      | (%)  | 5.9  | 5.2  | 4.7  | 4.2  | 5.7  | 5.6  | 4.9  | 5.9  |

**Figure 1: Valuation summary** (price as of Apr 1, 2019)

|                | Rating  | Price<br>(Bt/Sh) | Target<br>(Bt/Sh) | ETR<br>(%) | P/E (x)     |             |             | EPS growth (%) |            |             | P/BV (x)   |            |            | ROE (%)   |           |           | Div. Yield (%) |            |            | EV/EBITDA (x) |             |             |
|----------------|---------|------------------|-------------------|------------|-------------|-------------|-------------|----------------|------------|-------------|------------|------------|------------|-----------|-----------|-----------|----------------|------------|------------|---------------|-------------|-------------|
|                |         |                  |                   |            | 18A         | 19F         | 20F         | 18A            | 19F        | 20F         | 18A        | 19F        | 20F        | 18A       | 19F       | 20F       | 18A            | 19F        | 20F        | 18A           | 19F         | 20F         |
| BCH            | Buy     | 17.20            | 23.0              | 35.2       | 39.4        | 33.3        | 29.7        | 18.8           | 18.2       | 12.2        | 7.5        | 6.8        | 6.1        | 18        | 19        | 19        | 1.3            | 1.5        | 1.7        | 21.0          | 17.4        | 15.7        |
| BDMS           | Buy     | 25.00            | 30.0              | 22.4       | 39.3        | 35.5        | 30.4        | 22.7           | 10.7       | 16.8        | 5.5        | 5.0        | 4.7        | 14        | 14        | 15        | 1.3            | 2.4        | 1.8        | 24.6          | 21.3        | 18.6        |
| BH             | Neutral | 180.50           | 185.0             | 4.2        | 31.7        | 29.8        | 27.9        | 5.3            | 6.5        | 6.7         | 7.1        | 6.5        | 5.8        | 23        | 22        | 22        | 1.6            | 1.7        | 1.8        | 24.2          | 18.4        | 16.9        |
| CHG            | Buy     | 1.93             | 2.7               | 42.1       | 32.9        | 32.3        | 26.9        | 8.8            | 2.1        | 20.0        | 6.0        | 5.8        | 5.3        | 18        | 17        | 20        | 2.6            | 2.2        | 2.6        | 20.9          | 20.0        | 16.6        |
| <b>Average</b> |         |                  |                   |            | <b>35.8</b> | <b>32.7</b> | <b>28.7</b> | <b>13.9</b>    | <b>9.4</b> | <b>13.9</b> | <b>6.5</b> | <b>6.0</b> | <b>5.5</b> | <b>18</b> | <b>18</b> | <b>19</b> | <b>1.7</b>     | <b>1.9</b> | <b>2.0</b> | <b>22.7</b>   | <b>19.3</b> | <b>17.0</b> |

Source: SCBS Investment Research

#### Disclaimer

The information in this report has been obtained from sources believed to be reliable. However, its accuracy or completeness is not guaranteed. Any opinions expressed herein reflect our judgment at this date and are subject to change without notice. This report is for information only. It is not to be construed as an offer, or solicitation of an offer to sell or buy any securities. We accept no liability for any loss arising from the use of this document. We or our associates may have an interest in the companies mentioned therein.

SCB Securities Company Limited ("SCBS") is a wholly-owned subsidiary of The Siam Commercial Bank Public Company Limited ("SCB"). Any information related to SCB is for sector comparison purposes.

SCB Securities Company Limited ("SCBS") acts as market maker and issuer of Derivative Warrants on the ordinary shares AAV, ADVANC, AMATA, AOT, BANPU, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEAUTY, BEM, BGRIM, BH, BJC, BTS, CBG, CENTEL, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPN, DTAC, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, INTUCH, IRPC, IVL, KBANK, KCE, KTB, KTC, LH, MINT, MTC, ORI, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, SAWAD, SCC, SGP, SPRC, STA, STEC, SUPER, TASCOS, THANI, TISCO, TMB, TOA, TOP, TVO, VGI, WHA.

Before making an investment decision over a derivative warrant, an investor should carefully read the prospectus for the details of the said derivative warrants. Any opinion, news, research, analyse, price, statement, forecast, projection and/or other information contained in this document (the "Information") is provided as general purpose information only, and shall not be construed as a recommendation to any person of an offer to buy or sell, or the solicitation of an offer to buy or sell, any securities. SCBS and/or its directors, officers, employees, and agents shall not be liable for any direct, indirect, incidental, special or consequential loss or damage, resulting from the use of, or reliance on, the Information, including without limitation, damages for loss of profits. The investor should use the Information in association with other information and opinion, including his/her own judgment in making investment decision. The Information is obtained from sources believed to be reliable, and SCBS cannot guarantee the accuracy, completeness and/or correctness of the Information.

SCBS reserves the right to modify the Information from time to time at its sole discretion without giving any notice. This document is delivered to intended recipient(s) only and is not permitted to reproduce, retransmit, disseminate, sell, distribute, republish, circulate or commercially exploit the Information in any manner without the prior written consent of SCBS.

This document is prepared by SCB Securities Company Limited ("SCBS") which is wholly-owned by The Siam Commercial Bank Public Company Limited ("SCB"). SCB has acted as financial advisor of Global Power Synergy Public Company Limited. Any opinions, news, research, analyses, prices, statements, forecasts, projections and/or other information contained in this document (the "Information") is provided as general information purposes only, and shall not be construed as individualized recommendation of an offer to buy or sell or the solicitation of an offer to buy or sell any securities. SCBS and/or its directors, officers and employees shall not be liable for any direct, indirect, incidental, special or consequential loss or damage, resulting from the use of or reliance on the Information, including without limitation to, damages for loss of profits. The investors shall use the Information in association with other information and opinion, including their own judgment in making investment decision. The Information is obtained from sources believed to be reliable, and SCBS cannot guarantee the accuracy, completeness and/or correctness of the Information.

Futures and Options trading carry a high level of risk with the potential for substantial losses, and are not suitable for all persons. Before deciding to trade Futures and Options, you should carefully consider your financial position, investment objectives, level of experience, and risk appetite if Futures and Options trading are appropriate. The possibility exists that you could sustain a loss of some or all of your initial investment. You should be aware of all the risks associated with Futures and Options trading, and you are advised to rely on your own judgment while making investment decision and/or should seek advice from professional investment advisor if you have any doubts.

This document is delivered to intended recipient(s) only and is not permitted to reproduce, retransmit, disseminate, sell, distribute, republish, circulate or commercially exploit the Information in any manner without the prior written consent of SCBS.

Copyright©2012 SCB Securities Company Limited. All rights reserved.

**CG Rating 2018 Companies with CG Rating**

▲▲▲▲▲

ADVANC, AKP, AMATA, AMATAV, ANAN, AOT, AP, BAFS, BANPU, BAY, BCP, BCPG, BRR, BTS, BWG, CFRESH, CHO, CK, CKP, CM, CNT, COL, CPF, CPI, CPN, CSL, CSS, DELTA, DEMCO, DRT, DTAC, DTC, EA, EASTW, EGCO, GC, GEL, GFPT, GGC\*, GOLD, GPSC, GRAMMY, GUNKUL, HANA, HMPRO, ICC, ICHI, INTUCH, IRPC, IVL, JSP, KBANK, KCE, KKP, KSL, KTB, KTC, LHFG, LIT, LPN, MAKRO, MBK, MCOT, MINT, MONO, MTC, NCL, NKI, NVD, NYT, OISHI, OTO, PCSGH, PDJ, PG, PHOL, PLANB, PLANET, PPS, PRG, PSH, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QTC, RATCH, ROBINS, S & J, SABINA, SAMART, SAMTEL, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SDC, SE-ED, SIS, SITHAI, SNC, SPALI, SPRC, SSSC, STEC, SVI, SYNTEC, TASCOC, TCAP, THAI, THANA, THANI, THCOM, THIP, THREL, TIP, TISCO, TKT, TMB, TNDT, TOP, TRC, TRU, TRUE, TSC, TSTH, TTCL, TU, TVD, UAC, UV, VGI, VIH, WACOAL, WAVE, WHA, WINNER

▲▲▲▲

2S, AAV, ACAP, AGE, AH, AHC, AIRA, AIT, AKR, ALLA, ALT, AMA, AMANAH, APCO, AQUA, ARIP, ARROW, ASIA, ASIMAR, ASK, ASN, ASP, ATP30, AU, AUCT, AYUD, BA, BBL, BDMS, BEC, BEM, BFIT, BGRIM, BIZ, BJC, BJCHI, BLA, BOL, BPP, BROOK, BTW, CBG, CEN, CENTEL, CGH, CHEWA, CHG, CHOW, CI, CIMBT, CNS, COM7, COMAN, CPALL, CSC, CSP, DCC, DCORP, DDD, EASON, ECF, ECL, EE, EPG, ERW, ETE, FN, FNS, FORTH, FPI, FSMART, FVC, GBX, GCAP, GLOBAL, GLOW, GULF, HARN, HPT, HTC, HYDRO, ICN, ILINK, INET, IRC, ITD\*, JAS, JCKH, JKN, JWD, K, KBS, KCAR, KGI, KKC, KOOL, KTIS, L&E, LANNA, LDC, LH, LHK, LOXLEY, LRH, LST, M, MACO, MAJOR, MALEE, MBKET, MC, MEGA, METCO, MFC, MFEC, MK, MOONG, MSC, MTI, NCH, NEP, NINE, NOBLE, NOK, NSI, NTV, NWR, OCC, OGC, ORI, PAP, PATO, PB, PDI, PJW, PLAT, PM, PORT, PPP, PREB, PRECHA, PRINC, PRM, PT, QLT, RICHY, RML, RS, RWI, S, S11, SALEE, SANKO, SAWAD, SCG, SCI, SCN, SE, SEAFCO, SEAOL, SELIC, SENA, SFP, SIAM, SINGER, SIRI, SKE, SMK, SMP, SMT, SNP, SORKON, SPC, SPI, SPPT, SPVI, SR, SSF, SST, STA, SUC, SUSCO, SUTHA, SWC, SYMC, SYNEX, TACC, TAE, TAKUNI, TBSP, TCC, TEAM, TFG, TFMAMA, THRE, TICON, TIPCO, TK, TKN, TKS, TM, TMC, TMI, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOA, TOG, TPA, TPAC, TPBI, TPCORP, TRITN, TRT, TSE, TSR, TSTE, TTA, TTW, TVI, TVO, TWP, TWPC, U, UMI, UOBKH, UP, UPF, UPOIC, UT, UWC, VNT, WHAUP, WICE, WIIK, XO, YUASA, ZMICO

▲▲▲

7UP, ABICO, ABM, AEC, AEONTS, AF, AJ, ALUCON, AMARIN, AMC, AS, ASAP, ASEFA, ASIAN, BCH, BEAUTY, BGT, BH, BIG, BLAND, BM, BR, BROCK, BSBM, BTNC, CCET, CCP, CGD, CHARAN, CHAYO, CITY, CMO, CMR, COLOR, CPL, CPT, CRD, CSR, CTW, CWT, D, DCON, DIGI, DIMET, EKH, EMC, EPCO, ESSO, ESTAR, FE, FLOYD, FOCUS, FSS, FTE, GENCO, GIFT, GJS, GLAND, GPI, GREEN, GTB, GYT, HTECH, IFS, IHL, III, INOX, INSURE, IRCP, IT, ITEL, J, JCK, JMART, JMT, JTS, JUBILE, KASET, KCM, KIAT, KWC, KWG, KYE, LALIN, LEE, LPH, MATCH, MATI, MBAX, M-CHAI, MDX, META, MILL, MJD, MM, MODERN, MPG, NC, NDR, NETBAY, NNCL, NPK, OCEAN, PAF, PDG, PF, PICO, PIMO, PK, PL, PLE, PMTA, PPPM, PRIN, PSTC, PTL, RCI, RCL, RJH, ROJNA, RPC, RPH, SAMCO, SAPPE, SCP, SF, SGF, SGP, SKN, SKR, SKY, SLP, SMIT, SOLAR, SPA, SPCG, SPG, SQ, SRICHA, SSC, SSP, STANLY, STPI, SUN, SUPER, SVOA, T, TCCC, TCMC, THE, THG, THMUI, TIC, TITLE, TIW, TMD, TOPP, TPCH, TPIPP, TPOLY, TTI, TVT, TYCN, UEC, UMS, UNIQ, VCOM, VIBHA, VPO, WIN, WORK, WP, WPH, ZIGA

**Corporate Governance Report**

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 evaluation 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. SCB Securities Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

To recognize well performers, the list of companies attaining "Good", "Very Good" and "Excellent" levels of recognition

(Not including listed companies qualified in the "no announcement of the results" clause from 1 January 2017 to 19 October 2018) is publicized.

CSL was voluntarily delisted from the Stock Exchange of Thailand effectively on July 26, 2018

\* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข่าวด้านลบเกี่ยวกับดูแลกิจการ เช่น การกระทำความผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรตระหนักถึงข่าวดังกล่าวประกอบด้วย

**Anti-corruption Progress Indicator**

**Certified (ได้รับการรับรอง)**

ADVANC, AKP, AMANAH, AP, APCS, ASK, ASP, AYUD, BAFS, BANPU, BAY, BBL, BCH, BCP, BCPG, BGRIM, BJCHI, BKI, BLA, BROOK, BRR, BSBM, BTS, BWG, CENTEL, CFRESH, CHEWA, CIG, CM, CNS, COM7, CPALL, CPF, CPI, CPN, CSC, DCC, DEMCO, DIMET, DRT, DTAC, DTC, EASTW, ECL, EGCO, EPCO, FE, FNS, FPT, FSS, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GJS, GLOW, GOLD, GPSC, GSTEL, GUNKUL, HANA, HARN, HMPRO, HTC, ICC, IFEC, IFS, INET, INTUCH, IRPC, IVL, K, KASET, KBANK, KBS, KCAR, KCE, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, KWC, L&E, LANNA, LHFG, LHK, LPN, M, MAKRO, MALEE, MBAX, MBK, MBKET, MC, MCOT, MFC, MINT, MONO, MOONG, MSC, MTI, NBC, NINE, NKI, NMG, NNCL, NSI, OCC, OCEAN, OGC, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDI, PDJ, PE, PG, PHOL, PL, PLANET, PLAT, PM, PPP, PPPM, PPS, PREB, PRG, PRINC, PSH, PSTC, PT, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, Q-CON, QH, QLT, RATCH, RML, ROBINS, S & J, SABINA, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCN, SE-ED, SELIC, SENA, SGP, SINGER, SIRI, SIS, SITHAI, SMIT, SMK, SMP, SNC, SNP, SORKON, SPACK, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSS, SSI, SSSC, STA, SUSCO, SVI, SYNTEC, TAE, TASCOC, TCAP, TCMC, TFG, TFI, TFMAMA, THANI, THCOM, THRE, THREL, TIP, TIPCO, TISCO, TKT, TMB, TMD, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TOG, TOP, TPA, TPCORP, TRU, TRUE, TSC, TSTH, TTCL, TU, TVD, TVI, TWPC, U, UBIS, UOBKH, VGI, VNT, WACOAL, WHA, WICE, WIIK

**Declared (ประกาศเจตนารมณ์)**

A, ABICO, AIE, AJ, AMATA, AMATAV, ANAN, AOT, APCO, ARROW, ASIAN, B, BJC, BLAND, BLISS, BM, BPP, BR, BUI, CEN, CGH, CHG, CHO, CHOTI, CI, CIMBT, CITY, COL, CPR, DDD, EFORL, EKH, ESTAR, ETE, FLOYD, FN, FPI, FTE, GPI, YFT, ICHI, ILINK, INSURE, IRC, ITEL, JAS, JTS, KWG, LDC, LEE, LIT, LRH, MATCH, MATI, META, MFEC, MILL, MTC, NCL, NEP, NWR, ORI, PAP, PK, PLANB, POST, PRM, PRO, PSL, PYLON, QTC, ROJNA, RWI, SAPPE, SCI, SHANG, SPALI, SST, STANLY, SUPER, SWC, SYMC, SYNEX, TAKUNI, THE, THIP, TKN, TMC, TNR, TOPP, TPP, TRITN, TTI, TVO, UEC, UKEM, UP, UREKA, UV, UWC, VIH, XO, YUASA

**N/A**

2S, 7UP, AAV, ABM, ACAP, ACC, ADAM, ADB, AEC, AEONTS, AF, AFC, AGE, AH, AHC, AI, AIRA, AIT, AJA, AKR, ALLA, ALT, ALUCON, AMA, AMARIN, AMC, APEX, APURE, AQ, AQUA, ARIP, AS, ASAP, ASEFA, ASIA, ASIMAR, ASN, ATP30, AU, AUCT, BA, BAT-3K, BCT, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BFIT, BGC, BGT, BH, BIG, BIZ, BKD, BOL, BROCK, BSM, BTNC, BTW, CAZ, CBG, CCET, CCP, CGD, CHARAN, CHAYO, CHOW, CHUO, CK, CKP, CMAN, CMC, CMO, CMR, CNT, COLOR, COMAN, COTTO, CPH, CPL, CPT, CRANE, CRD, CAS, CSR, CSS, CTW, CWT, D, DCON, DCORP, DELTA, DIGI, DOD, DTCL, EA, EARTH, EASON, ECF, EE, EIC, EMC, EPG, ERW, ESSO, EVER, F&D, FANCY, FC, FMT, FOCUS, FORTH, FSMART, FVC, GENCO, GIFT, GL, GLAND, GLOBAL, GRAMMY, GRAND, GREEN, GSC, GTB, GULF, HFT, HPT, HTECH, HUMAN, HYDRO, ICN, IEC, IHL, III, INGRS, INOX, IRCP, IT, ITD, J, JCK, JCKH, JCT, JKN, JMART, JMT, JSP, JUBILE, JUTHA, JWD, KAMART, KC, KCM, KDH, KIAT, KKC, KOOL, KTECH, KTIS, KWM, KYE, LALIN, LH, LOXLEY, LPH, LST, LTX, LVT, MACO, MAJOR, MANRIN, MAX, M-CHAI, MCS, MDX, MEGA, METCO, MGT, MIDA, MJD, MK, ML, MM, MODERN, MORE, MPG, MPIC, MVP, NC, NCH, NDR, NER, NETBAY, NEW, NEWS, NFC, NOBLE, NOK, NPK, NPPG, NTV, NUSA, NVD, NYT, OHTL, OISHI, OSP, OTO, PACE, PAE, PAF, PERM, PF, PICO, PIMO, PJW, PLE, PMTA, POLAR, POMPI, PORT, PPM, PR9, PRAKIT, PRECHA, PRIN, PTL, RAM, RCI, RCL, RICH, RICHY, RJH, ROCK, ROH, RP, RPC, RPH, RS, RSP, S, S11, SAAM, SAFARI, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SANKO, SAUCE, SAWAD, SAWANG, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SEAOL, SF, SFP, SGF, SIAM, SIMAT, SISB, SKE, SKN, SKR, SKY, SLP, SMART, SMM, SMT, SOLAR, SONIC, SPA, SPCG, SPG, SPORT, SPPT, SPVI, SQ, SR, SSC, SSP, STAR, STEC, STHAI, STI, STPI, SUC, SUN, SUTHA, SVH, SVOA, T, TACC, TAPAC, TBSP, TC, TCC, TCCC, TCJ, TCOAT, TEAM, TEAMG, TGPRO, TH, THAI, THANA, THG, THL, THMUI, TIC, TIGER, TITL, TIW, TK, TKS, TM, TMI, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPAC, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPLAS, TPOLY, TQM, TR, TRC, TRT, TRUBB, TSE, TSF, TSI, TSR, TSTE, TTA, TTL, TTMM, TTW, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UMI, UMS, UNIQ, UP, UPF, UPOIC, UT, UTP, UVAN, VARO, VCOM, VI, VIBHA, VNG, VPO, WAVE, WG, WHAUP, WIN, WINNER, WORK, WORLD, WP, WPH, WR, YCI, YNP, ZEN, ZIGA, ZMICO

**Explanations**

Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of November 30, 2018) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.