FINANSIA
FSS INTERNATIONAL INVESTMENT ADVISORY

Thailand Tourism

International visitors to rebound in 2026

- คาดนักท่องเที่ยวต่างชาติฟื้นตัวเป็น 35 ล้านคนในปี 2026 หนุนรายได้เติบโต 7% y-y จากทั้งปริมาณและการใช้จ่าย โดยอุปสงค์จากจีนทยอยปรับดีขึ้น
- คาดการท่องเที่ยวในประเทศยังเติบโตต่อเนื่อง 4% เป็น 210 ล้านคน-ครั้งในปี 2026 ได้แรงหนุนจากความถี่ในการเดินทางและมาตรการกระตุ้นของภาครัฐ
- การดำเนินงานธุรกิจโรงแรมในประเทศไทยเริ่มเห็นแรงหนุนในปี 2026 ขณะที่มูลค่าหุ้นยังซื้อขายต่ำกว่าค่าเฉลี่ยกลุ่มในภูมิภาค

คาดนักท่องเที่ยวจีน และกลุ่ม non-China ฟื้นตัว

ปริมาณนักท่องเที่ยวต่างชาติในไทยปี 2025 ที่ 32.97 ล้านคน (-7% y-y) ใกล้เคียงกับคาดการณ์ล่าสุดของเราที่ 32.85 ล้านคน โดยชาวจีนลดลง 34% y-y ขณะที่กลุ่มไม่รวมจีน (non-China) ลดลงเล็กน้อย 1% y-y ตัวเลขเดือน ธ.ค. 2025 นับว่าสูงสุดตั้งแต่ ก.พ. 2025 ขณะที่อัตราการลดลงของนักท่องเที่ยวจีนทยอยดีขึ้นจากค่าเฉลี่ยเต็มปี เป็น -30% y-y ในเดือน ธ.ค. 2025 และ -29% y-y ใน 4Q25 สำหรับปี 2026 เราคงประมาณการจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติ 35.00 ล้านคน (+6% y-y) คาดนักท่องเที่ยวชาวจีน 4.78 ล้านคน จะกลับมาเติบโต 6% y-y โดย 1Q26 ยังคงปรับฐานจากช่วงเดียวกันปีก่อน และจะเติบโต y-y ตั้งแต่ 2Q26 เป็นต้นไป คาด Non-China 30.23 ล้านคน (+7% y-y) กลับสู่ระดับก่อนโควิด-19 อีกครั้ง ขับเคลื่อนโดยกลุ่มตลาดต้นทางระยะไกล และอินเดีย จากอุปสงค์ที่แข็งแกร่ง และการทำตลาดของภาครัฐ

การท่องเที่ยวในประเทศยังคงเป็นฐานอุปสงค์สำคัญ

การท่องเที่ยวในประเทศยังเติบโตต่อเนื่องเป็น 202.37 ล้านคน-ครั้ง ในปี 2025 (+3% y-y) และสูงกว่าระดับก่อนโควิด-19 ตั้งแต่ปี 2023 ขับเคลื่อนด้วยพฤติกรรมการท่องเที่ยวที่เน้นทริประยะสั้นแต่มีความถี่สูงขึ้น และมาตรการกระตุ้นการท่องเที่ยวจากภาครัฐ ซึ่งเราคาดว่ารัฐบาลชุดใหม่จะยังคงให้ความสำคัญต่อการกระตุ้นการท่องเที่ยวเช่นกัน ผ่านมาตรการลดหย่อนภาษีและโครงการร่วมจ่าย เพื่อหนุนอุปสงค์ เราประมาณการจำนวนนักท่องเที่ยวในประเทศเติบปี 2026 เติบโต 4% เป็น 210 ล้านคน-ครั้ง

การฟื้นตัวของรายได้ท่องเที่ยวจะขับเคลื่อนด้วยปริมาณและการใช้จ่าย

เราคาดว่ารายได้จากนักท่องเที่ยวต่างชาติจะกลับมาเติบโต 7% y-y เป็น 1.64 ล้าน ลบ. ในปี 2026 (2025: -5%) จากปัจจัยหนุน 1) ปริมาณนักท่องเที่ยวเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะกลุ่มตลาดต้นทางระยะไกลที่มีระยะเวลาพำนักยาวนานกว่า 2) อุปสงค์ชาวจีนซึ่งเป็นกลุ่มนักท่องเที่ยวที่ใช้จ่ายสูง จากอานิสงส์ของประเด็นความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ระหว่างจีน-ญี่ปุ่น คาดหนุนสมมติฐานค่าใช้จ่ายเฉลี่ยต่อหัวแบบระมัดระวังของเราให้เพิ่มขึ้น 1% และ 3) การเติบโตของกลุ่ม Wellness tourism และการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวกลุ่ม MICE ขณะเดียวกัน เราคาดว่ารายได้จากนักท่องเที่ยวในประเทศจะยังเติบโตต่อเนื่อง 4% y-y เป็น 1.21 ล้าน ลบ. ในปี 2026 (2025: +4%) ปัจจัยหลักจากปริมาณการเดินทางที่เพิ่มขึ้น จึงประเมินรายได้รวมจากการท่องเที่ยวของไทยปี 2026 เติบโต 6% y-y เป็น 2.85 ล้าน ลบ. (2025: -1%)

การดำเนินงานโรงแรมเริ่มเห็นแรงหนุน

จากแนวโน้มการท่องเที่ยวฟื้นตัว เราคาดว่าผู้ประกอบการโรงแรมจะได้ประโยชน์จากการดำเนินงานโรงแรมในกรุงเทพฯ ที่ปรับดีขึ้น ทั้งจากอัตราการเข้าพัก และอัตราค่าห้องพัก ขณะที่โรงแรมในต่างจังหวัด และต่างประเทศ มีการดำเนินงานแข็งแกร่งตั้งแต่ปี 2025 ผู้ประกอบการที่เน้นการดำเนินงานโรงแรมในประเทศไทย เช่น ERW (BUY, TP THB3.20) คาดว่าจะมีกำไรปกติเติบโต q-q ใน 4Q25-1Q26 และจะกลับมาเติบโต y-y ตั้งแต่ 2Q26 เป็นต้นไป ตามการฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปของนักท่องเที่ยวจีน เรายังคงมองว่าราคาหุ้นกลุ่มโรงแรมไทยยังอยู่ในระดับน่าสนใจในเชิงการประเมินมูลค่า โดย P/E ปี 2026 ซื้อขายต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของหุ้นกลุ่มเดียวกันในระดับภูมิภาค และระดับโลก

Vatcharut Vacharawongsith
Fundamental Investment Analyst on Securities; License no. 018301
vatcharut.v@fssia.com, +66 2646 9969

PREPARED BY FSS INTERNATIONAL INVESTMENT ADVISORY SECURITIES CO LTD (FSSIA). ANALYST CERTIFICATION AND IMPORTANT DISCLOSURES CAN BE FOUND AT THE END OF THIS REPORT

บทวิเคราะห์ฉบับนี้แปลมาจากต้นฉบับภาษาอังกฤษ ที่ออกรายงานเมื่อวันที่ 5 มกราคม 2026

International visitors to rebound in 2026

The Ministry of Tourism and Sports reported full-year 2025 international arrivals of 32.97m (-7% y-y). The top source markets were Malaysia (4.52m; -9% y-y; 14% mix), China (4.47m; -34% y-y; 14% mix), India (2.49m; +17% y-y; 8% mix), Russia (1.90m; +9% y-y; 6% mix), and South Korea (1.56m; -17% y-y; 5% mix). Arrivals from non-China markets totaled 28.50m, down only 1% y-y, underscoring the resilience of non-China demand.

International arrivals for Dec-2025 reached 3.37m (+16% m-m, -7% y-y), c4% above our estimate of 3.24m. This comprised of 0.37m Chinese visitors (+14% m-m, -30% y-y) and 3.00m non-China visitors (+16% m-m, -3% y-y). For 4Q25, total international arrivals were 8.86m (+19% q-q, -6% y-y), including 1.06m from China (-8% q-q, -29% y-y) and 7.80m from non-China markets (+24% q-q, -2% y-y).

Domestic tourism remained solid, with 202.37m trips in 2025 (+3% y-y). Thailand generated THB2.70t in total tourism receipts for the year (-1% y-y), accounting for c14% of GDP, comprising THB1.54t from foreign tourists (-5% y-y) and THB1.17t from domestic tourists (+4% y-y).

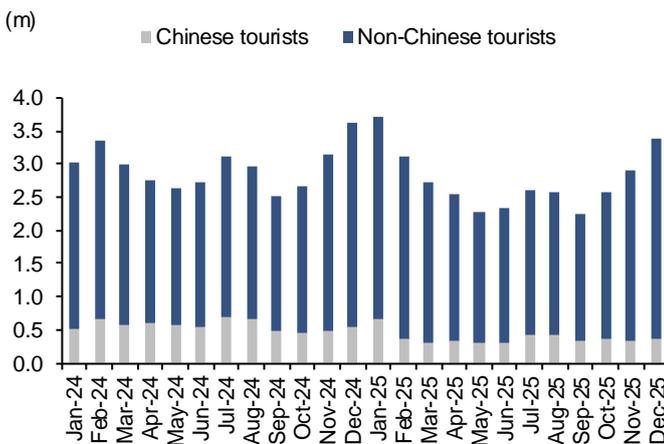**Exhibit 1: Thailand's tourist arrivals by nationality, yearly**
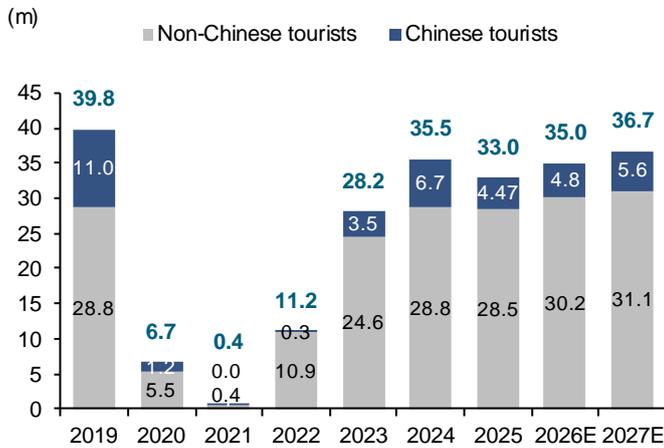
Sources: Ministry of Tourism and Sports (MOTS); FSSIA estimates

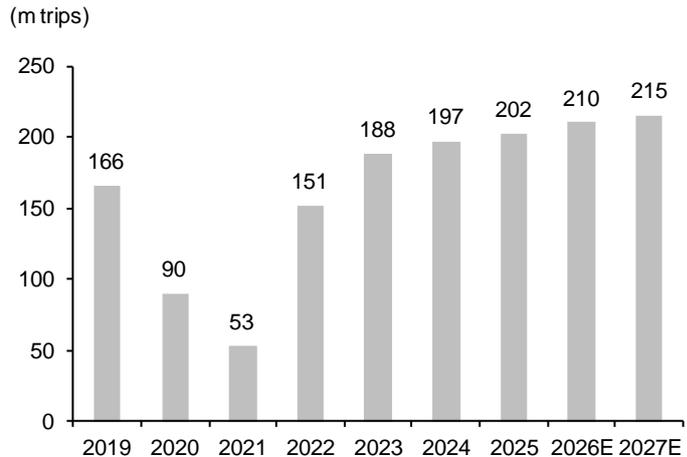**Exhibit 2: % of tourists by source market to 2019 levels**
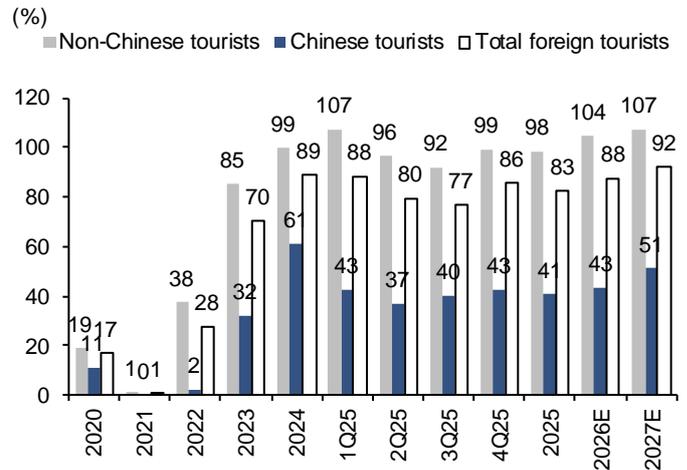
Sources: MOTS; FSSIA estimates

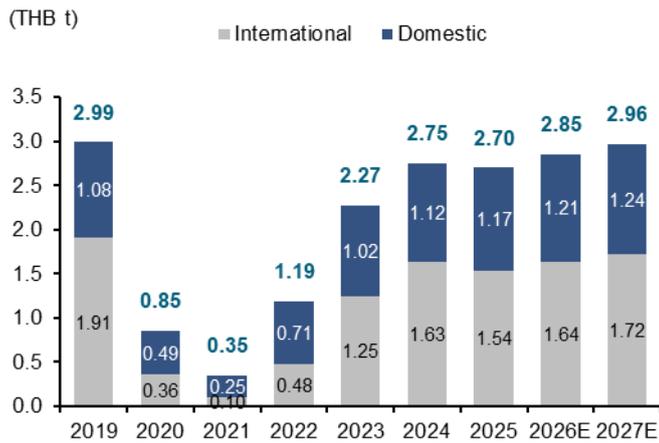**Exhibit 3: Thailand tourist arrivals by nationality, monthly**

Sources: MOTS; FSSIA's compilation

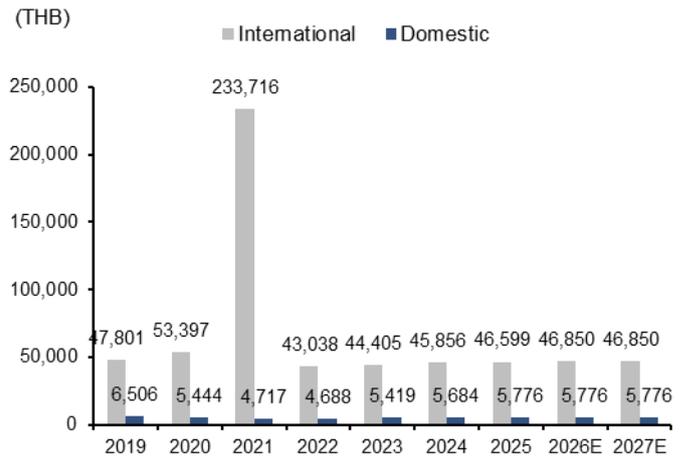**Exhibit 4: Thailand domestic tourists, yearly**

Sources: MOTS; FSSIA estimates

Exhibit 5: Thailand's tourism receipts, yearly

Sources: MOTS; FSSIA estimates

Exhibit 6: Average tourist spending per trip

Sources: MOTS; FSSIA estimates

Exhibit 7: Peer comparisons as of 30 December 2025

Company	BBG	Rec	Market Cap (USD m)	PE 25E (x)	PE 26E (x)	ROE 25E (%)	ROE 26E (%)	PBV 25E (x)	PBV 26E (x)	EV/ EBITDA 25E (x)	EV/ EBITDA 26E (x)
Thailand											
Erawan Group*	ERW TB	BUY	379	15.6	13.8	8.6	9.3	1.3	1.2	10.1	9.3
Asset World Corp	AWC TB	n/a	2,163	35.3	20.4	3.5	3.9	0.7	0.7	23.7	19.9
Minor International	MINT TB	n/a	4,418	16.5	14.5	9.5	10.1	1.5	1.4	8.1	7.9
Central Plaza Hotel	CENTEL TB	n/a	1,430	26.2	22.2	8.0	8.9	2.0	1.9	11.0	10.3
S Hotels & Resorts	SHR TB	n/a	199	13.1	11.4	3.1	3.4	0.4	0.4	4.2	4.0
Thailand average			**8,590**	**21.3**	**16.5**	**6.6**	**7.1**	**1.2**	**1.1**	**11.4**	**10.3**
Regional											
BTG Hotels Group	600258 CH	n/a	2,593	21.2	18.8	7.1	7.5	1.5	1.4	9.9	9.5
SH Jinjiang Intl Hotels	900934 CH	n/a	3,383	10.8	8.7	5.8	7.1	0.6	0.6	13.2	11.8
Huangshan Tourism Develop	900942 CH	n/a	991	11.3	10.1	6.6	6.9	0.7	0.7	7.3	7.0
Genting Bhd	GENT MK	n/a	2,815	16.5	12.1	2.1	2.8	0.4	0.3	6.1	5.8
Huazhu Group	HTHT US	n/a	14,730	23.0	19.9	33.2	33.8	6.9	6.6	12.8	11.6
Indian Hotels	IH IN	n/a	11,700	51.6	43.4	16.4	17.0	8.3	7.2	32.2	27.4
Lemon Tree Hotels	LEMONTRE IN	n/a	1,332	44.7	33.4	19.7	21.7	7.7	6.2	20.0	17.1
Lippo Karawaci	LPKR IJ	n/a	372	14.7	7.3	1.3	2.2	0.2	0.2	9.0	7.4
Regional average			**37,917**	**24.2**	**19.2**	**11.5**	**12.4**	**3.3**	**2.9**	**13.8**	**12.2**
Global											
Melia Hotels International	MEL SM	n/a	2,038	11.4	11.5	18.0	16.2	2.0	1.8	7.7	7.6
Intercontinental Hotels Group	IHG LN	n/a	20,995	27.6	24.4	(30.0)	(31.1)	n/a	n/a	18.3	17.0
Whitbread	WTB LN	n/a	5,760	12.9	12.4	10.5	10.7	1.3	1.3	8.9	8.6
Accor	ACRFF US	n/a	12,827	21.1	18.1	11.5	13.3	2.4	2.5	12.1	11.2
Choice Hotels	CHH US	n/a	4,447	13.8	13.6	559.1	150.4	25.1	12.1	10.1	9.9
Hilton Worldwide Holdings	HLT US	n/a	68,099	36.3	32.1	(43.7)	(39.5)	n/a	n/a	21.2	19.7
Hyatt Hotels Corp	H US	n/a	15,724	115.0	44.7	4.6	11.2	4.5	4.1	18.3	16.7
Marriott International	MAR US	n/a	84,104	31.1	27.7	(82.2)	(86.5)	n/a	n/a	18.5	17.4
Global average			**213,994**	**33.7**	**23.1**	**56.0**	**5.6**	**7.1**	**4.4**	**14.4**	**13.5**
Overall average			**260,500**	**27.1**	**20.0**	**27.3**	**8.5**	**3.8**	**2.8**	**13.5**	**12.3**

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates*

Disclaimer for ESG scoring

ESG score	Methodology	Rating
The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) By S&P Global	The DJSI World applies a transparent, rules-based component selection process based on the companies' Total Sustainability Scores resulting from the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA). Only the top-ranked companies within each industry are selected for inclusion.	Be a member and invited to the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA) for DJSI. Companies with an S&P Global ESG Score of less than 45% of the S&P Global ESG Score of the highest scoring company are disqualified. The constituents of the DJSI indices are selected from the Eligible Universe.
SET ESG Ratings List (SETESG) by The Stock Exchange of Thailand (SET)	SET ESG quantifies responsibility in Environmental and Social issues by managing business with transparency in Governance, updated annually. Candidates must pass the preemptive criteria, with two crucial conditions: 1) no irregular trading of the board members and executives; and 2) free float of >150 shareholders, and combined holding must be >15% of paid-up capital. Some key disqualifying criteria include: 1) CG score of below 70%; 2) independent directors and free float violation; 3) executives' wrongdoing related to CG, social & environmental impacts; 4) equity in negative territory; and 5) earnings in red for > 3 years in the last 5 years.	To be eligible for **SETESG inclusion**, verified data must be scored at a minimum of 50% for each indicator, unless the company is a part of DJSI during the assessment year. The scoring will be fairly weighted against the nature of the relevant industry and materiality. **SETESG Index** is extended from the SET ESG Ratings companies whose 1) market capitalization > THB5b; 2) free float >20%; and 3) liquidity >0.5% of paid-up capital for at least 9 out of 12 months. The SETTHSI Index is a market capitalisation-weighted index, cap 5% quarterly weight at maximum, and no cap for number of stocks.
CG Score by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)	An indicator of CG strength in sustainable development, measured annually by the Thai IOD, with support from the Stock Exchange of Thailand (SET). The results are from the perspective of a third party, not an evaluation of operations.	Scores are rated in six categories: 5 for Excellent (90-100), 4 for Very Good (80-89), 3 for Good (70-79), 2 for Fair (60-69), 1 for Pass (60-69), and not rated for scores below 50. Weightings include: 1) the rights; 2) and equitable treatment of shareholders (weight 25% combined); 3) the role of stakeholders (25%); 4) disclosure & transparency (15%); and 5) board responsibilities (35%).
AGM level By Thai Investors Association (TIA) with support from the SEC	It quantifies the extent to which shareholders' rights and equitable treatment are incorporated into business operations and information is transparent and sufficiently disclosed. All form important elements of two out of five the CG components to be evaluated annually. The assessment criteria cover AGM procedures before the meeting (45%), at the meeting date (45%), and after the meeting (10%). *(The first assesses 1) advance circulation of sufficient information for voting; and 2) facilitating how voting rights can be exercised. The second assesses 1) the ease of attending meetings; 2) transparency and verifiability; and 3) openness for Q&A. The third involves the meeting minutes that should contain discussion issues, resolutions and voting results.)*	The scores are classified into four categories: 5 for Excellent (100), 4 for Very Good (90-99), 3 for Fair (80-89), and not rated for scores below 79.
Thai CAC By Thai Private Sector Collective Action Against Corruption (CAC)	The core elements of the Checklist include corruption risk assessment, establishment of key controls, and the monitoring and developing of policies. The Certification is good for three years. *(Companies deciding to become a CAC certified member start by submitting a Declaration of Intent to kick off an 18-month deadline to submit the CAC Checklist for Certification, including risk assessment, in place of policy and control, training of managers and employees, establishment of whistleblowing channels, and communication of policies to all stakeholders.)*	The document will be reviewed by a committee of nine professionals. A passed Checklist will move for granting certification by the CAC Council approvals whose members are twelve highly respected individuals in professionalism and ethical achievements.
Morningstar Sustainalytics	The Sustainalytics' ESG risk rating provides an overall company score based on an assessment of how much of a company's exposure to ESG risk is unmanaged. *Sources to be reviewed include corporate publications and regulatory filings, news and other media, NGO reports/websites, multi-sector information, company feedback, ESG controversies, issuer feedback on draft ESG reports, and quality & peer reviews.*	A company's ESG risk rating score is the sum of unmanaged risk. The more risk is unmanaged, the higher ESG risk is scored. **NEGL** 0-10 / **Low** 10-20 / **Medium** 20-30 / **High** 30-40 / **Severe** 40+
ESG Book	The ESG score identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long term. The methodology considers the principle of financial materiality including information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by over-weighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis.	The total ESG score is calculated as a weighted sum of the features scores using materiality-based weights. The score is scaled between 0 and 100 with higher scores indicating better performance.
MSCI	MSCI ESG ratings aim to measure a company's management of financially relevant ESG risks and opportunities. It uses a rules-based methodology to identify industry leaders and laggards according to their exposure to ESG risks and how well they manage those risks relative to peers. AAA 8.571-10.000 / AA 7.143-8.570 / A 5.714-7.142 / BBB 4.286-5.713 / BB 2.857-4.285 / B 1.429-2.856 / CCC 0.000-1.428 **Leader:** leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities **Average:** a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers **Laggard:** lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks	
Moody's ESG solutions	Moody's assesses the degree to which companies take into account ESG objectives in the definition and implementation of their strategy policies. It believes that a company integrating ESG factors into its business model and relatively outperforming its peers is better positioned to mitigate risks and create sustainable value for shareholders over the medium to long term.	
Refinitiv ESG rating	Designed to transparently and objectively measure a company's relative ESG performance, commitment and effectiveness across 10 main themes, based on publicly available and auditable data. The score ranges from 0 to 100 on relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly. *(Score ratings are 0 to 25 = poor; >25 to 50 = satisfactory; >50 to 75 = good; and >75 to 100 = excellent.)*	
S&P Global	The S&P Global ESG Score is a relative score measuring a company's performance on and management of ESG risks, opportunities, and impacts compared to its peers within the same industry classification. The score ranges from 0 to 100.	
Bloomberg	ESG Score	Bloomberg score evaluating the company's aggregated Environmental, Social and Governance (ESG) performance. The score is based on Bloomberg's view of ESG financial materiality. The score is a weighted generalized mean (power mean) of Pillar Scores, where the weights are determined by the pillar priority ranking. Values range from 0 to 10; 10 is the best.
Bloomberg	ESG Disclosure Score	Disclosure of a company's ESG used for Bloomberg ESG score. The score ranges from 0 for none to 100 for disclosure of every data point, measuring the amount of ESG data reported publicly, and not the performance on any data point.

Rating regarding the sustainable development of Thai listed companies, both on the SET and MAI, are publicly available on the website of the Securities and Exchange Commission of Thailand (SEC). Currently, ratings available are 1) "**CG Score**"; 2) "**AGM Level**"; 3) "**Thai CAC**"; and 4) ""**SETESG**" The ratings are updated on an annual basis. FSSIA does not confirm nor certify the accuracy of such ratings.

Source: FSSIA's compilation

GENERAL DISCLAIMER

ANALYST(S) CERTIFICATION

Vatcharut Vacharawongsith FSS International Investment Advisory Securities Co., Ltd

Finansia Syrus Securities Public Company Limited and FSS International Investment Advisory Securities Company Limited are subsidiaries of Finansia X Public Company Limited, with shared directors or executives.

The individual(s) identified above certify(ies) that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and (ii) no part of the compensation of the analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed herein.

This report has been prepared by FSS International Investment Advisory Securities Company Limited (FSSIA). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however FSSIA makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. FSSIA has no intention to solicit investors to buy or sell any security in this report. In addition, FSSIA does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making investment decisions. All rights are reserved.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without permission of FSSIA. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making investment decisions.

History of change in investment rating and/or target price

The Erawan Group (ERW TB)
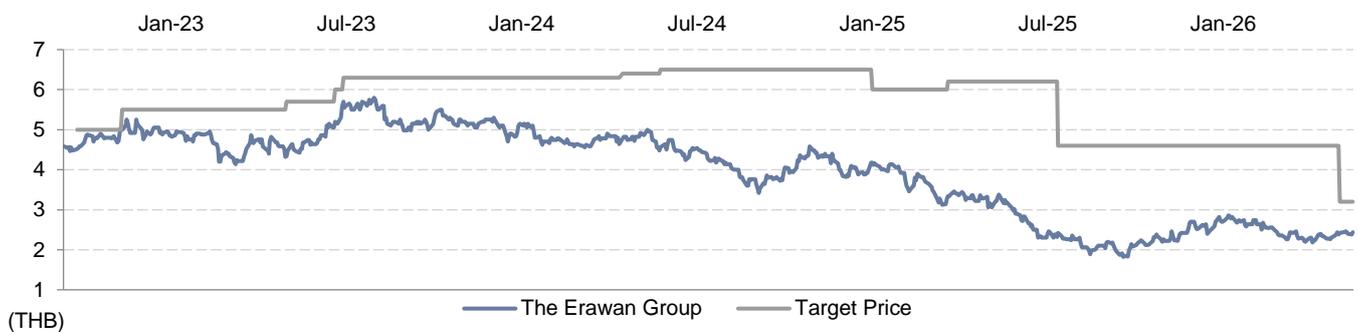
Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price
16-Jan-2023	BUY	5.00	29-Aug-2023	BUY	6.30	21-Jan-2025	BUY	6.20
23-Feb-2023	BUY	5.50	19-Apr-2024	BUY	6.40	24-Apr-2025	BUY	4.60
12-Jul-2023	BUY	5.70	23-May-2024	BUY	6.50	18-Dec-2025	BUY	3.20
22-Aug-2023	BUY	6.00	18-Nov-2024	BUY	6.00			

Vatcharut Vacharawongsith started covering this stock from 18-Dec-2025

Price and TP are in local currency

Source: FSSIA estimates

Company	Ticker	Price	Rating	Valuation & Risks
The Erawan Group	ERW TB	THB 2.44	BUY	Downside risks to our DCF-based target price include 1) extraordinary events such as political turmoil and natural disasters; 2) a higher hotel room supply, which may result in price competition; and 3) the slower-than-expected recovery of international tourist numbers.

Source: FSSIA estimates

Additional Disclosures

Target price history, stock price charts, valuation and risk details, and equity rating histories applicable to each company rated in this report is available in our most recently published reports. You can contact the analyst named on the front of this note or your representative at Finansia Syrus Securities Public Company Limited.

All share prices are as at market close on 30-Dec-2025 unless otherwise stated.

RECOMMENDATION STRUCTURE

Stock ratings

Stock ratings are based on absolute upside or downside, which we define as (target price* - current price) / current price.

BUY (B). The upside is 10% or more.
HOLD (H). The upside or downside is less than 10%.
REDUCE (R). The downside is 10% or more.
Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on market price and the formal recommendation.

* In most cases, the target price will equal the analyst's assessment of the current fair value of the stock. However, if the analyst doesn't think the market will reassess the stock over the specified time horizon due to a lack of events or catalysts, then the target price may differ from fair value. In most cases, therefore, our recommendation is an assessment of the mismatch between current market price and our assessment of current fair value.

Industry Recommendations

Overweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be positive over the next 12 months.
Neutral. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be maintained over the next 12 months.
Underweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be negative over the next 12 months.

Country (Strategy) Recommendations

Overweight (O). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on two or more of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Neutral (N). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on one of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Underweight (U). Over the next 12 months, the analyst does not expect the market to score positively on any of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.