

KCG CORPORATION
THAILAND / FOOD & BEVERAGE

KCG TB

BUY

UNCHANGED

คาดการณ์ 2Q24 แข็งแกร่ง แม้ Low season

- คาดกำไรสุทธิ 2Q24 +5% q-q, +48% y-y แม้เป็น Low Season และดีกว่าที่เคยคาด แนวโน้มกำไร 2H24 จะดีกว่า 1H24 จาก High Season ของธุรกิจ
- คาดกำไรปี 2024 ที่ 365 ลบ. +18% y-y ทำ Record High
- ราคาหุ้นปัจจุบันเทรด PE เพียง 15 เท่า ต่ำกว่าเฉลี่ยกลุ่มอาหาร&เครื่องดื่มที่ 20 เท่า

คาดการณ์กำไรสุทธิ 2Q24 ยังแกร่ง แม้เป็นช่วง Low Season

เรคาดกำไรสุทธิ 2Q24 ที่ 75 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 5% q-q และ 48% y-y แม้คาดรายได้จะชะลอตัว 7% q-q จาก Low Season ของธุรกิจ แต่เพิ่มขึ้น 7% y-y จากความต้องการเนยชีสที่เพิ่มขึ้นเฉลี่ย 5-7% ต่อปี รวมถึงการออกสินค้าใหม่ ขณะที่อัตรากำไรขั้นต้นยังทำได้ดีกว่าที่เคยคาดที่ 31.7% เพิ่มขึ้นจาก 30.5% ใน 1Q24 และ 29.6% ใน 2Q23 จากแม่ต้นทุนวัตถุดิบเนยชีสปรับขึ้นเล็กน้อย แต่มีการกลับรายการตั้งสำรองสินค้าคงเหลือ เนื่องจากสินค้าคงเหลือดังกล่าวขายได้ดีกว่าที่ตั้งสำรองเอาไว้ ส่วนค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานปรับเพิ่มขึ้นเล็กน้อย ภาวะดอกเบี้ยจ่ายลดลง หากกำไร 2Q24 ออกมาตามคาด จะทำให้กำไร 1H24 คิดเป็น 40% ของประมาณการทั้งปี 2024 นั้นหมายถึงแนวโน้มกำไร 2H24 จะดีกว่า 1H24 เพราะเป็นช่วง High Season ของธุรกิจ ประกอบกับโครงการ Logistic Park จะเปิดดำเนินงานใน 2H24 ซึ่งจะช่วยลดต้นทุนการขนส่งและลดค่าเช่าในการจัดเก็บสต็อกสินค้าสดเทียบกับต้นทุนวัตถุดิบที่ปรับขึ้นได้หมด

บริษัทยังเชื่อมั่นเป้าหมายรายได้ปี 2024 เดิมโต double-digit

บริษัทยังคงตั้งเป้าหมายรายได้ปี 2024 เดิมโต double-digit เน้นขยายลูกค้า B2B และ B2C กลุ่มลูกค้ารายใหญ่ 25 รายแรก และการออกสินค้าใหม่ และคาดหวัง Gross Margin ไม่ต่ำกว่าระดับ 30% ซึ่งเป็นระดับภาวะปกติของบริษัท จากการใช้กำลังผลิตที่เพิ่มขึ้น ขณะที่เรายังคาดการณ์รายได้รวมปี 2024 เดิมโต 13.8% y-y แม้คาดว่ารายได้รวม 1H24 เดิมโต +6% y-y จากการเติบโตของยอดขายในกลุ่มผลิตภัณฑ์ที่ทำจากนมและบิสกิต แต่แนวโน้มยอดขายใน 2H24 จะเร่งขึ้น จากการออกสินค้าใหม่จะเริ่มทยอยออกสู่ตลาดมากขึ้นใน 3Q24 และเข้าสู่ Festive Season ใน 4Q24

เรายังคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2024-26 เดิมโตเฉลี่ย 17% CAGR

โมเมนต์กำไรสุทธิ 1H24 ที่ 147 ล้านบาท เดิมโต 34% y-y ด้วยอัตรากำไรขั้นต้นที่ยืนสูงกว่า 30% และเชื่อว่าแนวโน้มกำไร 2H24 จะดีขึ้นกว่า 1H24 จาก High Season ของธุรกิจ เรายังคงคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2024-26 เดิมโตเฉลี่ยปีละ 17% จากความต้องการเนยและชีสที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่องเฉลี่ย 7% ต่อปี และการออกสินค้าใหม่ที่มี Margin สูง โดยเฉพาะการรับรู้รายได้เต็มปีของการขยายกำลังการผลิตสายการผลิต IWS ที่เริ่มผลิตปลายปี 2023 และมีการเพิ่มอัตรากำลังผลิตอย่างต่อเนื่อง และกำลังขยายกำลังผลิตเนยอีกหนึ่งเท่าตัวเริ่มผลิต 2Q25 บวกกับ SG&A มีแนวโน้มลดลงราว 0.3-0.5% ต่อปี จากโครงการ logistic park ที่จะเริ่มดำเนินงานใน 3Q24 และภาวะดอกเบี้ยจ่ายที่ลดลงหลังจากคืนหนี้เกือบหมด

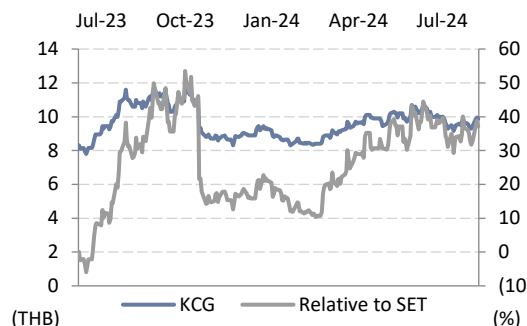
ราคาหุ้นปัจจุบันต่ำกว่าที่ควรจะเป็น ยังแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมาย 12.80 บาท

เรายังแนะนำ ซื้อ ราคาเป้าหมาย 12.80 บาท อิงค่าเฉลี่ย PE ปี 2024 ของกลุ่มอาหารและเครื่องดื่ม ขณะที่ราคาหุ้นปัจจุบันเทรดที่ P/E ปี 2024 เพียง 15 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 19.2 เท่าของกลุ่มอาหารและเครื่องดื่ม และต่ำกว่าราคาเป้าหมายของเรา ทั้งที่ KCG เป็นผู้นำตลาดเนยและชีสของไทยที่มีส่วนแบ่งตลาดกว่า 50% และมีการเติบโตมั่นคงและต่อเนื่อง

TARGET PRICE	THB12.80
CLOSE	THB9.85
UP/DOWNSIDE	+29.9%
PRIOR TP	THB12.80
CHANGE IN TP	UNCHANGED
TP vs CONSENSUS	+2.1%

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	7,157	8,143	9,364	10,768
Net profit	306	365	421	485
EPS (THB)	0.56	0.67	0.77	0.89
vs Consensus (%)	-	(6.0)	(1.3)	0.8
EBITDA	599	665	745	833
Recurring net profit	293	346	402	466
Core EPS (THB)	0.54	0.64	0.74	0.85
Chg. In EPS est. (%)	-	-0	-0	-0
EPS growth (%)	5.3	18.2	16.1	15.8
Core P/E (x)	18.3	15.5	13.3	11.5
Dividend yield (%)	3.0	3.4	3.9	4.5
EV/EBITDA (x)	11.7	10.4	9.1	7.9
Price/book (x)	2.0	1.8	1.7	1.6
Net debt/Equity (%)	59.8	53.7	44.2	34.6
ROE (%)	15.1	12.4	13.3	14.2



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	(1.5)	(1.0)	n/a
Relative to country (%)	(1.9)	5.3	n/a
Mkt cap (USD m)			147
3m avg. daily turnover (USD m)			0.6
Free float (%)			27
Major shareholder		Family of founders (72%)	
12m high/low (THB)			12.30/7.65
Issued shares (m)			545.00

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



Songklod Wongchai

Fundamental Investment Analyst on Securities; License no. 018086
songklod.won@fssia.com, +66 2646 9970

Investment thesis

KCG ถือว่าเป็นหุ้น Defensive จากการเป็นผู้ผลิตตลาดเนยและชีสที่มีส่วนแบ่งตลาดราว 55% และ 31.6% ตามลำดับ เป็นทั้ง Manufacturing และ trading และเป็นแบรนด์ที่แข็งแกร่งที่อยู่ในตลาดมายาวนานกว่า 60 ปี ผลการดำเนินงานที่ผ่านมาค่อนข้างมีเสถียรภาพแม้จะได้รับผลกระทบจากโควิดในช่วงที่ผ่านมา แนวโน้มอัตราการเติบโตของตลาดเนยและชีสต่อเนื่องเฉลี่ยปีละ 5-7% เราคาดกำไรสุทธิปี 2024-26 เติบโตเฉลี่ยปีละ 17% จากความต้องการที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง การออกสินค้าใหม่ที่ทำให้ Margin สูง รวมถึงการขยายกำลังการผลิตสายการผลิต IWS และเนย อีกหนึ่งเท่าตัว

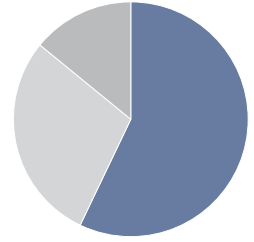
Company profile

KCG ผลิตและจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์เพื่อการบริโภค ซึ่งเน้นผลิตภัณฑ์ประเภทอาหารและขนมตะวันตก โดยมี 3 กลุ่มผลิตภัณฑ์หลัก ได้แก่ กลุ่มผลิตภัณฑ์ที่ทำทุกวัน กลุ่มผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวกับการประกอบอาหารและเบเกอรี่ และผลิตภัณฑ์อื่นๆ และกลุ่มผลิตภัณฑ์บิสกิต

www.kcgcorporation.com

Principal activities (revenue, 2023)

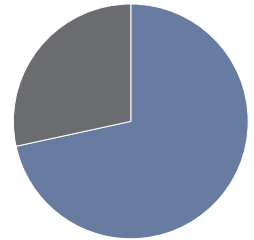
- Daily products - 57.1 %
- Food and bakery ingredients - 28.8 %
- Biscuits - 14.1 %



Source: KCG Corporation

Major shareholders

- Family of founders - 71.6 %
- Others - 28.4 %



Source: KCG Corporation

Catalysts

- 1) การขยายกำลังการผลิตสายการผลิต IWS จาก 2,106 ตัน/ปี เป็น 4,212 ตัน/ปี เริ่มเปิดดำเนินการในเชิงพาณิชย์แล้วบางส่วนตั้งแต่เดือนต.ค 2023 .และคาดว่าจะสามารถผลิตได้เต็มที่ในอีก 3-5 ปี ข้างหน้า และมีแผนขยายกำลังผลิตเนยอีกหนึ่งเท่าตัวเริ่มปลายปี 2024
- 2) การออกสินค้าใหม่ และตลาดเนยมีอัตราการเติบโตต่อเนื่องปีละ 7%
- 3) ต้นทุนวัตถุดิบที่มีแนวโน้มปรับลงและค่าเงินบาทแข็งค่า

Risks to our call

- 1) ราคาวัตถุดิบปรับขึ้นมากกว่าคาด
- 2) ค่าเงินบาทอ่อนค่าจะกระทบต่อต้นทุนนำเข้าสินค้าและวัตถุดิบที่สูงขึ้น
- 3) แผนการขยายกำลังผลิตไม่เป็นไปตามแผน

Event calendar

Date	Event
13 August 2024	2Q24 results announcement

Key assumptions

	2023	2024E	2025E	2026E
Sales Growth	16.2%	13.8%	15.0%	15.0%
Gross Margin	30.0%	30.2%	30.2%	30.2%
SG&A/Net Sales	24.1%	24.4%	24.4%	24.4%
FX (THB/USD)	34.00	34.00	33.50	33.50

Source: FSSIA estimates

Earnings sensitivity

	-1%	2024E	1%
Gross profit margin (%)	29.2	30.2	31.2
Net profits (THB m)	336	365	395
Change (%)	-8%	-	8%

Source: FSSIA estimates

Exhibit 1: KCG - 2Q24E results preview

Profit & Loss Statement Year to Dec 31	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	----- Change -----	
	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(q-q %)	(y-y %)
Revenue	1,297	1,356	1,573	1,931	1,708	1,561	1,681	2,207	1,786	1,667	(7)	7
Gross profit	398	381	421	566	461	463	502	721	545	528	(3)	14
Operating costs	367	335	374	398	379	383	424	543	431	431	0	13
Operating profit	31	46	47	168	82	80	78	178	114	97	(15)	21
Other income	23	23	32	(2)	15	10	13	31	12	9	(26)	(7)
Interest expense	11	12	13	18	23	23	18	16	14	12	(16)	(48)
Profit before tax	43	57	66	149	74	67	73	160	91	94	3	41
Tax	11	12	16	35	16	16	17	31	20	19	(4)	18
Reported net profit	32	45	50	114	58	51	55	141	72	75	5	48
Key Ratios (%)											(ppt)	(ppt)
Gross margin	30.7	28.1	26.7	29.3	27.0	29.6	29.9	32.7	30.5	31.7	1.1	2.0
SG&A / Sales	28.3	24.7	23.8	20.6	22.2	24.5	25.2	24.6	24.1	25.9	1.7	1.3
Effective tax rate	24.7	21.6	24.2	23.4	21.2	23.8	23.8	19.6	21.4	20.0	(1.4)	(3.8)

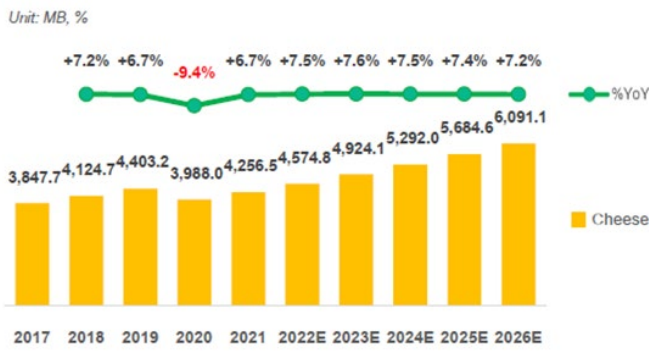
Source: FSSIA estimates

Exhibit 2: Valuation and Peers as of 10 July 2024

Company	BBG	Market Cap (USD m)	--- EPS growth ---		----- PE -----		----- ROE -----		----- PBV -----		--- DivYld ---	
			24E (%)	25E (%)	24E (x)	25E (x)	24E (%)	25E (%)	24E (x)	25E (x)	24E (x)	25E (x)
Beverage												
Carabao Group	CBG TB	1,889	39.5	7.9	25.6	23.7	21.8	20.9	5.2	4.7	2.0	2.1
Osotspa	OSP TB	1,915	20.6	5.6	26.6	25.1	15.6	15.9	4.0	4.0	3.4	3.6
Sappe	SAPPE TB	830	30.5	8.6	21.4	19.7	35.4	35.2	7.2	6.6	3.5	3.8
Ichitan Group	ICHI TB	593	7.4	6.0	18.3	17.2	20.4	22.1	3.8	3.9	6.0	6.4
Beverage average		5,226	29.1	7.8	22.9	21.4	23.3	23.5	5.1	4.8	3.7	4.0
Food												
Thai union Group	TU TB	1,730	(136.2)	10.9	13.7	12.3	8.7	9.5	1.2	1.1	4.0	4.5
MK Restaurants Group	M TB	743	(7.9)	7.4	17.5	16.3	11.1	11.7	1.9	1.9	4.8	4.9
R&B Food Supply	RBF TB	511	14.2	18.1	24.5	20.7	15.3	16.9	3.6	3.4	2.3	2.7
Srinanaporn Marketing	SNNP TB	343	12.6	14.5	17.4	15.2	21.7	23.8	3.7	3.6	4.0	4.6
NSL Food	NSL TB	262	30.2	17.1	21.9	18.7	26.3	27.5	5.5	4.9	2.7	3.1
Zen Corp Group	ZEN TB	50	(47.5)	33.9	21.4	16.0	6.0	7.8	1.3	1.2	2.6	3.4
TAC Consumer	TACC TB	81	3.4	11.9	13.3	11.9	31.2	34.0	4.1	4.0	7.2	7.6
Taokaenoi Food&Marketing*	TKN TB	380	0.6	0.0	17.0	16.9	34.6	33.1	5.7	5.4	12.5	12.0
EXOTIC Food*	XO TB	322	(3.6)	0.0	14.6	14.6	37.7	31.3	5.3	4.4	11.6	11.1
KCG Corporation	KCG TB	147	18.2	16.1	15.5	13.3	12.4	13.3	1.8	1.7	3.4	3.9
Food average		4,568	173.6	13.6	17.7	15.6	20.5	20.9	3.4	3.2	5.5	5.8
Total average		9,794	(49.5)	10.4	19.2	17.3	21.3	21.7	3.9	3.6	5.0	5.3

Sources: Bloomberg, FSSIA estimates

Exhibit 7: คาดการณ์มูลค่ายอดขายของตลาดเนยและการเติบโตของไทย



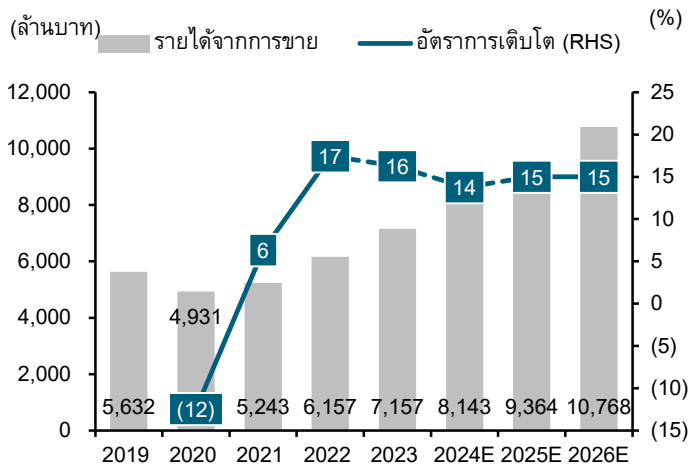
Sources: Euromonitor, KCG

Exhibit 9: B2C Innovation/Health/Convenience



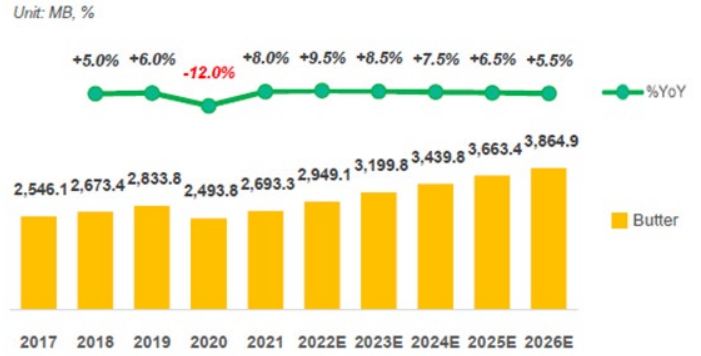
Source: KCG

Exhibit 11: รายได้และอัตราการเติบโต



Sources: KCG, FSSIA estimate

Exhibit 8: คาดการณ์มูลค่ายอดขายของตลาดชีสและการเติบโตของไทย



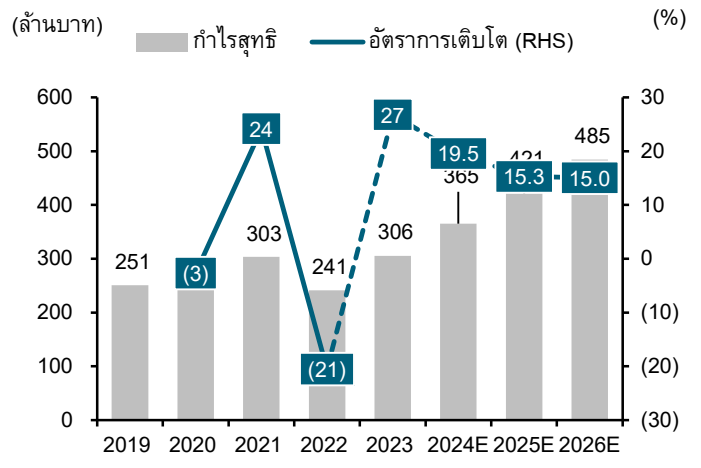
Sources: Euromonitor, KCG

Exhibit 10: B2B Products: Solution Provider



Source: KCG

Exhibit 12: กำไรสุทธิและอัตราการเติบโต



Sources: KCG, FSSIA estimate

Financial Statements

KCG Corporation

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	6,157	7,157	8,143	9,364	10,768
Cost of goods sold	(4,391)	(5,010)	(5,688)	(6,541)	(7,522)
Gross profit	1,766	2,146	2,455	2,823	3,247
Other operating income	0	0	0	0	0
Operating costs	(1,475)	(1,728)	(1,987)	(2,285)	(2,628)
Operating EBITDA	476	599	665	745	833
Depreciation	(185)	(181)	(197)	(207)	(214)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	291	418	468	538	619
Net financing costs	(53)	(80)	(80)	(80)	(80)
Associates	0	0	0	0	0
Recurring non-operating income	34	35	53	54	54
Non-recurring items	42	13	19	19	19
Profit before tax	315	386	460	532	612
Tax	(74)	(80)	(95)	(110)	(128)
Profit after tax	241	306	365	421	485
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	0	0	0	0	0
Other items	0	0	0	0	0
Reported net profit	241	306	365	421	485
Non-recurring items & goodwill (net)	(42)	(13)	(19)	(19)	(19)
Recurring net profit	199	293	346	402	466
Per share (THB)					
Recurring EPS *	0.51	0.54	0.64	0.74	0.85
Reported EPS	0.62	0.56	0.67	0.77	0.89
DPS	1.35	0.30	0.34	0.39	0.44
Diluted shares (used to calculate per share data)	390	545	545	545	545
Growth					
Revenue (%)	17.4	16.2	13.8	15.0	15.0
Operating EBITDA (%)	(19.5)	25.8	11.0	12.1	11.8
Operating EBIT (%)	(29.9)	43.5	12.0	15.0	15.0
Recurring EPS (%)	(34.2)	5.3	18.2	16.1	15.8
Reported EPS (%)	(20.5)	(9.3)	19.5	15.3	15.0
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	28.7	30.0	30.2	30.2	30.2
Gross margin exc. depreciation (%)	31.7	32.5	32.6	32.4	32.1
Operating EBITDA margin (%)	7.7	8.4	8.2	8.0	7.7
Operating EBIT margin (%)	4.7	5.8	5.8	5.8	5.8
Net margin (%)	3.2	4.1	4.3	4.3	4.3
Effective tax rate (%)	27.0	21.5	21.5	21.5	21.5
Dividend payout on recurring profit (%)	263.5	55.8	52.7	52.4	52.0
Interest cover (X)	6.2	5.7	6.5	7.4	8.4
Inventory days	108.7	106.5	85.6	74.2	64.3
Debtor days	72.5	74.6	77.8	77.4	77.4
Creditor days	97.7	79.9	69.3	68.7	68.5
Operating ROIC (%)	6.6	8.3	8.4	9.5	10.7
ROIC (%)	6.8	8.4	8.9	9.8	11.0
ROE (%)	14.9	15.1	12.4	13.3	14.2
ROA (%)	4.7	6.2	6.7	7.2	7.6
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted					
Revenue by Division (THB m)					
Daily products	3,598	4,087	4,886	5,618	6,461
Food and bakery ingredients	1,734	2,061	2,280	2,622	3,015
Biscuits	825	1,009	977	1,124	1,292

Sources: KCG Corporation; FSSIA estimates

Financial Statements

KCG Corporation

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring net profit	199	293	346	402	466
Depreciation	185	181	197	207	214
Associates & minorities	0	0	0	0	0
Other non-cash items	0	0	0	0	0
Change in working capital	(216)	(433)	(74)	(117)	(119)
Cash flow from operations	168	41	469	493	560
Capex - maintenance	(200)	(653)	(275)	(150)	(150)
Capex - new investment	0	0	0	0	0
Net acquisitions & disposals	(666)	379	(3)	(4)	(4)
Other investments (net)	0	0	0	0	0
Cash flow from investing	(867)	(275)	(278)	(154)	(154)
Dividends paid	(525)	(164)	(183)	(211)	(242)
Equity finance	(24)	1,368	25	25	25
Debt finance	1,227	(1,023)	(8)	(3)	(3)
Other financing cash flows	0	0	0	0	0
Cash flow from financing	679	181	(165)	(189)	(220)
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	42	13	19	19	19
Net other adjustments	42	13	19	19	19
Movement in cash	21	(40)	45	169	205
Free cash flow to firm (FCFF)	(646.65)	(153.89)	270.98	418.63	485.96
Free cash flow to equity (FCFE)	569.66	(1,244.50)	202.57	354.43	422.31

Per share (THB)

FCFF per share	(1.19)	(0.28)	0.50	0.77	0.89
FCFE per share	1.05	(2.28)	0.37	0.65	0.77
Recurring cash flow per share	0.98	0.87	1.00	1.12	1.25

Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Tangible fixed assets (gross)	3,525	4,055	4,330	4,480	4,630
Less: Accumulated depreciation	(1,643)	(1,701)	(1,898)	(2,105)	(2,319)
Tangible fixed assets (net)	1,881	2,354	2,432	2,375	2,311
Intangible fixed assets (net)	0	0	0	0	0
Long-term financial assets	0	0	0	0	0
Invest. in associates & subsidiaries	0	0	0	0	0
Cash & equivalents	375	334	379	548	753
A/C receivable	1,302	1,623	1,846	2,123	2,442
Inventories	1,531	1,288	1,288	1,288	1,288
Other current assets	125	61	70	80	92
Current assets	3,332	3,307	3,584	4,040	4,576
Other assets	326	210	239	275	316
Total assets	5,540	5,871	6,255	6,690	7,203
Common equity	1,184	2,695	2,902	3,138	3,405
Minorities etc.	0	0	0	0	0
Total shareholders' equity	1,184	2,695	2,902	3,138	3,405
Long term debt	283	65	58	54	51
Other long-term liabilities	168	188	214	246	283
Long-term liabilities	450	253	271	300	334
A/C payable	1,137	977	1,109	1,275	1,466
Short term debt	2,686	1,881	1,881	1,881	1,881
Other current liabilities	83	67	93	97	117
Current liabilities	3,906	2,924	3,082	3,253	3,464
Total liabilities and shareholders' equity	5,540	5,872	6,256	6,691	7,203
Net working capital	1,738	1,929	2,003	2,120	2,239
Invested capital	3,946	4,493	4,674	4,770	4,866

* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt

Per share (THB)

Book value per share	3.03	4.94	5.33	5.76	6.25
Tangible book value per share	3.03	4.94	5.33	5.76	6.25

Financial strength

Net debt/equity (%)	219.2	59.8	53.7	44.2	34.6
Net debt/total assets (%)	46.8	27.4	24.9	20.7	16.4
Current ratio (x)	0.9	1.1	1.2	1.2	1.3
CF interest cover (x)	11.8	(14.6)	3.5	5.4	6.3

Valuation	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring P/E (x) *	19.3	18.3	15.5	13.3	11.5
Recurring P/E @ target price (x) *	25.1	23.8	20.1	17.3	15.0
Reported P/E (x)	15.9	17.6	14.7	12.7	11.1
Dividend yield (%)	13.7	3.0	3.4	3.9	4.5
Price/book (x)	3.2	2.0	1.8	1.7	1.6
Price/tangible book (x)	3.2	2.0	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA (x) **	13.5	11.7	10.4	9.1	7.9
EV/EBITDA @ target price (x) **	15.9	14.3	12.8	11.2	9.8
EV/invested capital (x)	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3

* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted ** EBITDA includes associate income and recurring non-operating income

Sources: KCG Corporation; 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.																											
Sustainability Investment List (THSI) by The Stock Exchange of Thailand (SET)	THSI 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 THSI 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. SETTHSI Index is extended from the THSI companies whose 1) market capitalization > THB5b (~USD150b); 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%). <i>(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.)</i>	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. <i>(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.)</i>	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. <table border="1" style="margin-left: auto; margin-right: auto;"> <thead> <tr> <th>NEGL</th> <th>Low</th> <th>Medium</th> <th>High</th> <th>Severe</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>0-10</td> <td>10-20</td> <td>20-30</td> <td>30-40</td> <td>40+</td> </tr> </tbody> </table>	NEGL	Low	Medium	High	Severe	0-10	10-20	20-30	30-40	40+																	
NEGL	Low	Medium	High	Severe																									
0-10	10-20	20-30	30-40	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. <table border="0" style="margin-left: 20px;"> <tr> <td>AAA</td> <td>8.571-10.000</td> <td>Leader:</td> <td>leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities</td> </tr> <tr> <td>AA</td> <td>7.143-8.570</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>A</td> <td>5.714-7.142</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>BBB</td> <td>4.286-5.713</td> <td>Average:</td> <td>a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers</td> </tr> <tr> <td>BB</td> <td>2.857-4.285</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>B</td> <td>1.429-2.856</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>CCC</td> <td>0.000-1.428</td> <td>Laggard:</td> <td>lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks</td> </tr> </table>	AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities	AA	7.143-8.570			A	5.714-7.142			BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers	BB	2.857-4.285			B	1.429-2.856			CCC	0.000-1.428	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities																										
AA	7.143-8.570																												
A	5.714-7.142																												
BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers																										
BB	2.857-4.285																												
B	1.429-2.856																												
CCC	0.000-1.428	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. <i>(Score ratings are 0 to 25 = poor; >25 to 50 = satisfactory; >50 to 75 = good; and >75 to 100 = excellent.)</i>																												
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) THSI. 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

Songklod Wongchai FSS International Investment Advisory Securities Co., Ltd

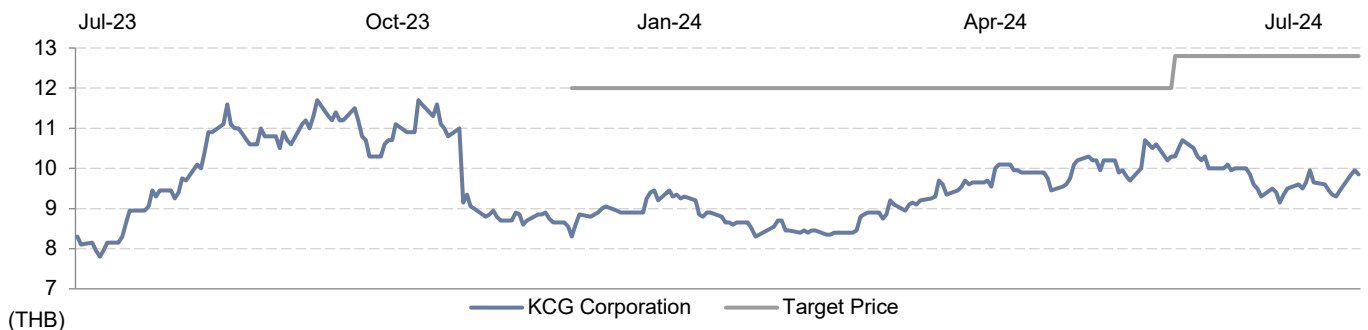
The individual(s) identified above certify(ies) that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and (ii) no part of the compensation of the analyst(s) 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

KCG Corporation (KCG TB)



Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price
12-Dec-2023	BUY	12.00	21-May-2024	BUY	12.80	-	-	-

Songklod Wongchai started covering this stock from 12-Dec-2023

Price and TP are in local currency

Source: FSSIA estimates

Company	Ticker	Price	Rating	Valuation & Risks
KCG Corporation	KCG TB	THB 9.85	BUY	1) ราคาวัตถุดิบปรับขึ้นมากกว่าคาด 2) ค่าเงินบาทอ่อนค่าจะกระทบต่อต้นทุนนำเข้าสินค้าและวัตถุดิบที่สูงขึ้น 3) แผนการขายกำลังผลิตไม่เป็นไปตามแผน

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 10-Jul-2024 unless otherwise stated.

RECOMMENDATION STRUCTURE

Stock ratings

Stock ratings are based on absolute upside or downside, which we define as $(\text{target price}^* - \text{current price}) / \text{current price}$.

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.