

# Betagro

(BTG.BK/BTG TB)\*

## Neutral · Maintained

Price as of 16 Aug 2024	23.30
12M target price (Bt/shr)	23.00
Unchanged/Revised up(down)(%)	7.0
Upside/downside (%)	(1.3)

### Key messages

เรามองแบบระมัดระวังต่อแผนการลงทุนของ BTG ในธุรกิจไข่ไก่ในสิงคโปร์จากการเข้าซื้อหุ้นบริษัท Eggriculture แม้ว่าธุรกรรมดังกล่าวจะเป็นผลบวกเล็กน้อยในแง่ของกำไรสุทธิที่เพิ่มขึ้นจากการรวมบริษัทใหม่เข้ามา แต่ BTG จะมีภาระหนี้เพิ่มสูงขึ้น อีกว่านั้น เรายังสงสัยต่อแนวโน้มการเติบโตของ Eggriculture ในอนาคต เนื่องจากราคาไข่ไก่ในสิงคโปร์เริ่มทรงตัว และการแข่งขันกันจะสูงขึ้นในอนาคต synergy ที่คาดว่าจะได้จากธุรกิจใหม่ น่าจะใช้เวลาพอสมควรกว่าจะเห็นผลชัดเจน อย่างไรก็ตาม ผลของการรวมงบธุรกิจใหม่เข้ามา เราได้ปรับขึ้นคาดการณ์กำไรสุทธิในปี 2568F ขึ้น 5% มาเป็น 2.97 พันล้านบาท เรากำหนดราคาเป้าหมายที่ 23.00 บาท จากเดิมที่ 21.50 บาท

### Trading data

Mkt cap (Btmn/US\$m)	45,081/1,127		
Outstanding shares (mn)	1,935		
Foreign ownership (mn)	524		
3M avg. daily trading (mn)	2		
52-week trading range (Bt)	20.2-25.5		
Performance (%)	3M	6M	12M
Absolute	-2.1	10.4	1.3
Relative	3.9	17.4	18.9

### Quarterly EPS

EPS	Q1	Q2	Q3	Q4
2022	1.31	1.25	1.54	0.93
2023	0.20	(0.18)	(0.41)	(0.72)
2024	(0.06)	0.32	NA	NA

### Share price chart



Source: SET

Tidarat Palodom  
66.2658.8888 Ext. 8348  
tidaratp@kgi.co.th

## มองการลงทุนใหม่แบบระมัดระวัง

### Event

ประชุมนักวิเคราะห์ และ ปรับประมาณการกำไร

### Impact

#### แจ้งแผนเข้าซื้อกิจการใหม่ในธุรกิจไข่ไก่ในสิงคโปร์

BTG แจ้ง SET วาบริษัทมีแผนจะเข้าซื้อหุ้นของ Eggriculture Foods Limited (Eggriculture) และ ถอนหุ้น Eggriculture ออกจาก Hong Kong Stock Exchange โดยธุรกรรมนี้คิดเป็นมูลค่า HKD444.38 ล้าน (ประมาณ 1,993 ล้านบาท) สำหรับการเข้าซื้อหุ้น 75% โดย Betagro Foods (Singapore) Pte. Ltd. (Betagro Foods) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่ตั้งขึ้นมาใหม่ ทั้งนี้ ราคาหุ้นที่เข้าไปซื้อดังกล่าวคิดเป็น trailing PER ของกำไรจากธุรกิจหลักปี FY2567 ของ Eggriculture ที่ 10x โดยแหล่งเงินทุนจะมาจากเงินกู้ ในขณะที่เดียวกันบริษัทจะจ่ายค่าหุ้นอีก 25% โดย Betagro Foods จะออกหุ้นใหม่มาให้กับผู้ถือหุ้นเดิมของ Eggriculture (Radiant Grand International Limited) ซึ่งคาดว่าจะมีการดำเนินการเสร็จเรียบร้อยใน IQ68

#### เรามองแบบระมัดระวังกับแนวโน้มการเติบโตจากคิลนี้ และ การแข่งขันที่สูงขึ้น

เรามองแบบระมัดระวังกับการลงทุนรอบนี้ แม้จะคาดว่าคิลนี้จะทำให้กำไรสุทธิปี 2568F เพิ่มขึ้นจากเดิม 5% หรือ 132 ล้านบาท ในปี 2568F อย่างไรก็ตาม BTG จะมีภาระหนี้เพิ่มอีก 2.1 พันล้านบาท ทำให้สัดส่วน IBD/ทุน เพิ่มขึ้นเป็น 0.69x จาก 0.61x ในปี 2568F ยิ่งไปกว่านั้น เรายังสงสัยแนวโน้มการเติบโตของกำไร Eggriculture ในระยะต่อไป เพราะราคาไข่ไก่ในสิงคโปร์เริ่มจะทรงตัวหลังจากที่พุ่งขึ้นมาแรงในช่วงปี 2565-2566 นอกจากนี้ เรายังคาดว่าความแข่งขันจะสูงขึ้นในอนาคตตามนโยบายของรัฐบาลสิงคโปร์ที่จะเพิ่มความมั่นคงทางอาหารของประเทศ อย่างไรก็ตาม เมื่อรวมธุรกิจใหม่เข้ามาทำให้เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิปี 2568F ขึ้นอีก 5% เป็น 2.97 พันล้านบาท (+60% YoY) ซึ่งการรวม Eggriculture เข้ามาจะทำให้ยอดขายรวมของ BTG เพิ่มขึ้น 2% และ ทำให้ GPM เพิ่มขึ้น 0.3ppts ในขณะที่ค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยจะเพิ่มขึ้น 14%

ในขณะเดียวกัน BTG คาดว่าจะเกิด synergy จากสามด้าน ได้แก่ i) การวางจำหน่ายสินค้าที่มีมูลค่าเพิ่มผ่าน Eggriculture ii) การใช้ Eggriculture เป็นทางประตูการสร้างความเข้มแข็งของสินค้าแบรนด์ BTG ในสิงคโปร์ และ iii) การใช้ knowhow ของ BTG ในการปรับปรุงประสิทธิภาพการผลิตของ Eggriculture อย่างไรก็ตาม เรายังคิดว่าเราจะต้องใช้เวลาสักระยะกว่าที่จะเห็นผลบวกจากธุรกิจใหม่

### Valuation & action

เรายังคงกำหนดราคาเป้าหมาย BTG เพราะคาดว่าธุรกิจหลักที่ดำเนินการอยู่จะฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องตามราคาหมูในประเทศ เราขยับไปใช้ราคาเป้าหมายปี 2568 ที่ 23.00 บาท (อิงจาก PER ที่ 15x) จากเดิมที่ 21.50 บาท

### Risks

ความผันผวนของต้นทุนอาหารสัตว์ และ ราคาขาย, เศรษฐกิจชะลอตัว

### Key financials and valuations

	Dec - 21A	22-Dec	Dec - 23A	Dec - 24F	Dec - 25F
Revenue (Btmn)	85,424	112,626	108,638	113,667	124,740
Gross Profit (Btmn)	11,164	21,731	10,838	14,380	16,790
SG&A (Btmn)	10,914	12,594	11,579	11,935	12,924
Net Profit (Btmn)	1,011	7,938	(1,398)	1,857	2,969
Normalized Profit (Btmn)	1,011	7,499	(1,412)	1,855	2,974
EPS (Bt)	1.53	4.17	(0.72)	0.96	1.53
DPS (Bt)	10.50	8.00	0.25	0.29	0.46
EPS Growth (%)	(61.0)	172.0	(117.3)	NM	59.9
P/E (X)	26.1	8.2	(33.2)	24.3	15.2
P/B (X)	1.7	2.0	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA (X)	17.8	6.6	18.9	10.3	9.7
Net Debt to Equity (%)	266.8	106.9	140.8	105.5	109.5
Dividend Yield (%)	26.3	23.5	1.0	1.2	2.0
Return on Average Equity (%)	6.2	33.5	(5.2)	6.6	9.2

Source: Company data, KGI Securities Research

### Eggriculture: ผู้ผลิตไข่ระดับแนวหน้าของสิงคโปร์

Eggriculture เป็นบริษัท holding โดยมีเงินลงทุนในบริษัทย่อยที่ดำเนินธุรกิจหลักคือการผลิต และจำหน่ายไข่สด และ ไข่แปรรูปในประเทศสิงคโปร์ ซึ่งจากข้อมูลในเว็บไซต์ของ Eggriculture บริษัทเป็นหนึ่งในกิจการฟาร์มไก่แบบ three-layer ที่ได้รับใบอนุญาตจาก Singapore Food Agency (SFA) ให้ผลิตไข่ไก่สดในประเทศสิงคโปร์ โดยฟาร์มของบริษัทตั้งอยู่บนพื้นที่ 13 เฮกตาร์ ในประเทศสิงคโปร์ โดยมีจำนวนแม่ไก่ประมาณครึ่งล้านตัว ซึ่งผลิตไข่ไก่เฉลี่ยวันละ 500,000 ฟอง (ประมาณ 27% ของผลผลิตไข่ในประเทศสิงคโปร์ปี 2566) บริษัทขายไข่สดภายใต้แบรนด์ “N&N” และ ไข่พาสเจอร์ไรซ์ภายใต้แบรนด์ “Egg Story — ผ่านกระบวนการพาสเจอร์ไรซ์เพื่อฆ่าเชื้อ Salmonella และ ไวรัส ‘ไขหวัดนก’” ทั้งนี้ ยอดขายในปี FY2568 (สิ้นสุดวันที่ 31 มีนาคม) อยู่ที่ SGD108 ล้าน (ประมาณ 2.88 พันล้านบาท) โดย 68% มาจากยอดขายไข่สด, 29% มาจากไข่แปรรูป และ อีก 3% มาจากยอดขายสินค้าอื่น ๆ (ผลไม้, ผัก และ ของชำ)

### แผนเสริมความมั่นคงทางอาหารของประเทศสิงคโปร์

ประมาณ 68% ของปริมาณไข่ 2,161 ล้านฟองที่มีการบริโภคในประเทศสิงคโปร์ในปี 2566 มาจากการนำเข้า โดยส่วนใหญ่มาจากประเทศมาเลเซีย และประเทศไทยเป็นหลัก ประเทศสิงคโปร์มีนโยบายระยะยาวที่เรียกว่า “30 by 30” ซึ่งตั้งเป้าอาหารอย่างน้อย 30% ของการบริโภคมาจากแหล่งผลิตในประเทศภายในปี 2573 (2030) ทั้งนี้ เมื่อปี 2564 SFA ออกใบอนุญาตผู้ผลิตไข่รายที่สี่ให้กับ ISE Foods Holdings (IFH) ซึ่งก่อนหน้านี้มีแผนจะเริ่มเปิดดำเนินการในปี 2567 อย่างไรก็ตาม แผนถูกเลื่อนออกไป เพราะมีการทบทวนมาตรการด้านความปลอดภัยทางชีวภาพ (biosecurity) และ ต้นทุนการพัฒนาโครงการสูงขึ้น แต่เมื่อดำเนินการเสร็จ คาดว่า IFH จะมีกำลังการผลิตไข่ปีละ 360 ล้านฟอง หรือเกือบเท่ากับ 1 ล้านฟองต่อวัน ซึ่งจะทำให้สัดส่วนการผลิตไข่ในประเทศของสิงคโปร์พุ่งขึ้นไปถึงเกือบครึ่งของการบริโภคในประเทศ อย่างไรก็ตาม ในขณะที่การก่อสร้างฟาร์มแห่งใหม่เหมือนจะล่าช้าออกไปอีก นอกจากนี้ ความนโยบายเสริมความมั่นคงทางอาหาร ประเทศสิงคโปร์ได้เพิ่มแหล่งนำเข้าอาหาร และ เพิ่มประเทศที่ได้รับอนุญาตให้นำเข้าอาหารได้เป็น 19 ประเทศในปี 2566 (รวมประเทศไทยด้วย) จาก 17 ประเทศในปี 2565

### ราคาไข่ที่ทรงตัว และการแข่งขันที่เพิ่มขึ้นอาจทำให้แนวโน้มการเติบโตชะลอลง

ราคาไข่ในประเทศสิงคโปร์เพิ่มขึ้นอย่างมากในช่วงปี 2565-2566 เนื่องจากอุปทานขาดแคลนในประเทศมาเลเซีย เพราะการระบาดของโรคไขหวัดนก และ ประเทศสิงคโปร์พยายามจะกระจายแหล่งนำเข้าไข่ไปยังประเทศอื่น ๆ ซึ่งทำให้ต้นทุนค่าขนส่งสูงขึ้น โดยราคาไข่เฉลี่ยในปี 2566 อยู่ที่ SGD3.45/10 ฟอง เพิ่มขึ้นจาก SGD2.49 ในปี 2564 (เพิ่มขึ้น 39% ในช่วงสองปีที่ผ่านมา) อย่างไรก็ตาม ราคาไข่เริ่มมีเสถียรภาพมาตั้งแต่ต้นปีนี้ และ ปัจจุบันยืนอยู่ที่ SGD3.40/10 ฟอง (Figure 6) ดังนั้น เราจึงมองว่าแนวโน้มผลการดำเนินงานของ Eggriculture ไม่น่าจะโตจากราคาไข่ได้เหมือนในสองปีที่ผ่านมา ในขณะที่เดียวกัน ถึงแม้ว่าผู้ผลิตไข่รายที่สี่จะเลื่อนแผนเปิดโรงงานออกไป แต่ยังมีโอกาสที่การแข่งขันจะสูงขึ้นในอนาคตจากนโยบายด้านความมั่นคงทางอาหารของรัฐบาล

Figure 1: Earnings revision

	2024F			2025F		
	Revised	Previous	Change Percent	Revised	Previous	Change Percent
<b>Financials (Btmn)</b>						
Sales	113,667	113,667	0.0	124,740	121,860	2.4
COGS	(99,287)	(99,287)	0.0	(107,950)	(105,834)	2.0
SG&A	(11,935)	(11,935)	0.0	(12,924)	(12,552)	3.0
Biological asset gain (loss)	150	150	0.0	20	20	NM
Interest expenses	(762)	(762)	0.0	(776)	(680)	14.1
<b>Net profit</b>	<b>1,857</b>	<b>1,857</b>	<b>0.0</b>	<b>2,969</b>	<b>2,838</b>	<b>4.7</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>1,855</b>	<b>1,855</b>	<b>0.0</b>	<b>2,974</b>	<b>2,838</b>	<b>4.8</b>
EPS (Bt/shr)	0.96	0.96	0.0	1.53	1.47	4.7
<b>Key financial ratio (%)</b>			<b>ppts</b>			<b>ppts</b>
<b>GPM</b>	<b>12.7</b>	<b>12.7</b>	<b>0.0</b>	<b>13.5</b>	<b>13.2</b>	<b>0.3</b>
SG&A/Sale	10.5	10.5	0.0	10.4	10.3	0.1
Net profit margin	1.6	1.6	0.0	2.4	2.3	0.1

Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 2: Key assumptions**

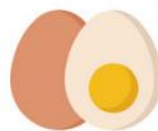
Our assumption	2021	2022	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
<b>Revenue break down by Business (Bt mn)</b>										
Food and Protein Business	54,171	75,758	68,417	71,838	77,585	16,689	16,875	17,059	17,186	17,344
Agro Business	24,795	28,403	32,242	32,887	33,545	7,799	8,171	8,315	7,819	7,885
International Business	4,881	6,236	5,887	6,517	7,820	1,527	1,465	1,453	1,464	1,543
Pet Business	1,491	2,211	2,091	2,426	2,911	475	536	539	555	452
<b>Meat prices</b>										
Broiler (Bt/kg)	32.1	42.8	40.3	43.0	43.0	42.8	40.3	37.8	40.8	44.0
Swine (Bt/kg)	75.5	99.1	75.2	71.0	75.0	79.0	68.2	65.7	66.3	69.3
<b>Feed prices</b>										
Imported soybean meal (Bt/kg)	19.2	22.5	22.5	21.5	21.5	23.1	21.2	22.0	21.4	21.3
Corn (Bt/kg)	10.0	12.3	12.0	11.5	11.5	12.9	11.5	10.4	10.4	10.9
<b>Biological asset gain (loss), Bt mn</b>	178	91	(88)	150	20	(20)	(23)	14	10	15

Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 3: Eggriculture's business summary**


We procure mainly from suppliers of:

- Feeds for growers and layers;
- Day-old chicks;
- Vaccines and medication for poultry;
- Fresh eggs and processed egg products;
- Packaging materials; and
- Consumables for operations.



We are principally involved in the production and sale of fresh eggs and processed egg products in Singapore.



We sell mainly to:

- Supermarkets and minimarts;
- Food and beverage outlets and restaurants;
- Wholesalers and retailers; and
- Online platforms.

Source: Company data

**Figure 4: Eggriculture's shareholders structure before and after transaction**

Name of shareholders	Before the acquisition		After the acquisition	
	No. of shares	Percentage	No. of shares	Percentage
1. Betagro Foods (Singapore) Pte. Ltd. <sup>1/1</sup>	0	0	500,000,000	100.00
2. Radiant Grand International Limited / Mr. Ma Chin Chew	294,800,000	58.96	0 <sup>2/2</sup>	0 <sup>2/2</sup>
3. Elite Ocean Ventures Limited / Mr. Lim Joo Boo	80,200,000	16.04	0	0
4. Other public shareholders	125,000,000	25.00	0	0
<b>Total</b>	<b>500,000,000</b>	<b>100.00</b>	<b>500,000,000</b>	<b>100.00</b>

<sup>1/1</sup> Betagro PCL indirectly hold 75.00% of Eggriculture shares through Betagro Foods

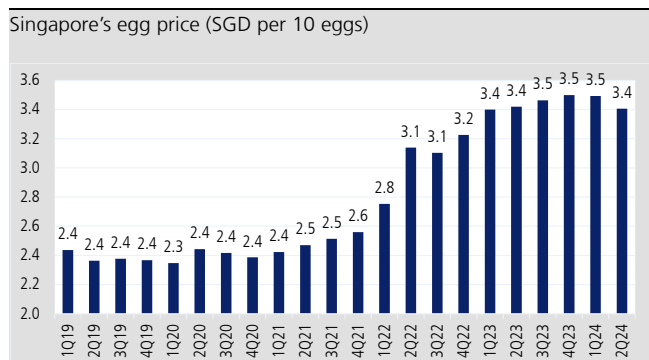
<sup>2/2</sup> RGI and/or Mr. Ma Chin Chew indirectly hold 25.00% of Eggriculture shares through Betagro Foods

Source: Company data

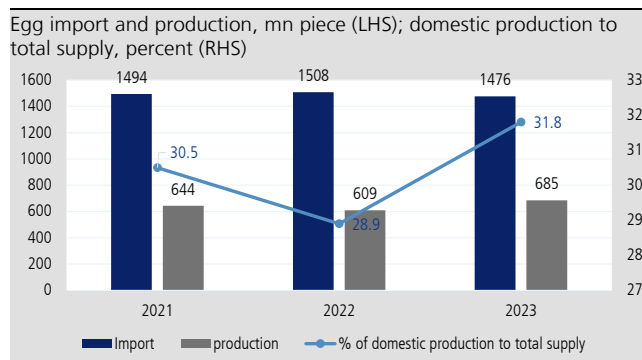
**Figure 5: Eggriculture's financial performance in 2024FY (ended March 31, 2024)**

Core earnings	SGD mn		Bt mn		% YoY
	2024	2023	2024	2023	
<b>Revenue</b>					
Revenue	108.4	95.8	2,879.6	2,543.5	13.2%
Other income	0.5	1.0	13.4	27.8	-51.7%
<b>Total revenue</b>	<b>108.9</b>	<b>96.8</b>	<b>2,893.0</b>	<b>2,571.4</b>	<b>12.5%</b>
<b>Expenses</b>					
Cost of sale	79.7	75.5	2,116.2	2,005.6	5.5%
Selling and distribution expenses	6.9	7.0	183.6	185.4	-1.0%
Administrative expenses	7.1	6.8	189.2	181.0	4.5%
<b>Total expenses</b>	<b>93.7</b>	<b>89.3</b>	<b>2,489.0</b>	<b>2,371.9</b>	<b>4.9%</b>
<b>Profit from operating activities</b>					
Finance costs	-1.2	-0.6	-32.9	-16.1	104.0%
Other losses	-0.2	-0.2	-5.1	-4.2	21.5%
<b>Profit before income tax expense</b>	<b>13.8</b>	<b>6.7</b>	<b>366.0</b>	<b>179.1</b>	<b>104.3%</b>
Tax expense (benefit)	4.0	1.7	106.1	45.1	135.2%
<b>Profit for the period</b>	<b>9.8</b>	<b>5.0</b>	<b>259.9</b>	<b>134.0</b>	<b>94.0%</b>
<b>GPM</b>			<b>26.5%</b>	<b>21.2%</b>	
<b>SG&amp;A to sales</b>			<b>12.9%</b>	<b>14.4%</b>	
<b>NPM</b>			<b>9.0%</b>	<b>5.3%</b>	

Source: Company data, KGI Securities Research  
Core earnings excludes gain/loss from the biological asset

**Figure 6: Singapore's egg price (per 10)**


Source: The Singapore Department of Statistics, KGI Securities Research

**Figure 7: Singapore's egg import and production**


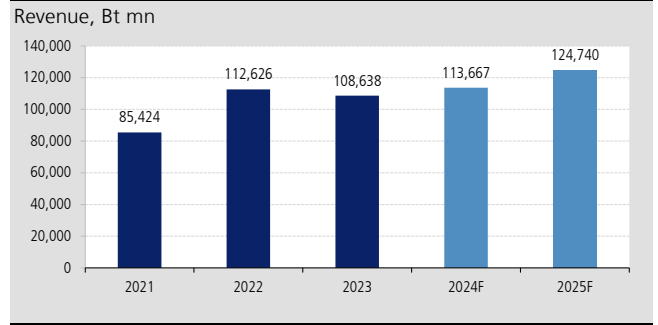
Source: Department of Internal Trade, KGI Securities Research

**Figure 8: Company profile**

Betagro (BTG) is a fully-integrated food producer whose revenue can be divided into five segments: i) food and protein, ii) agro, iii) international, iv) pet, and v) other. BTG has well-known brands, especially for its food and protein business, i.e., S-Pure and Itoham for premium products, Betagro for standard products and Kratak, B Food and B-One for value products. BTG's export market covers over 20 countries with large markets including Japan, Hong Kong, Singapore, EU and UK.

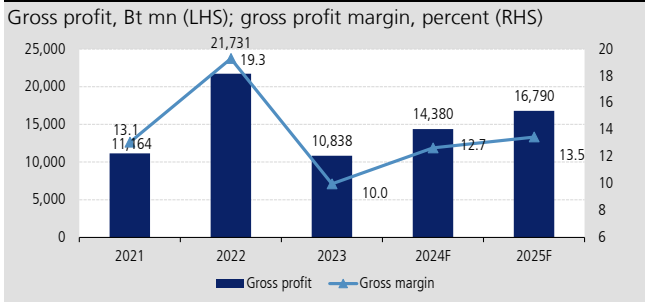
Source: Company data

**Figure 9: Revenue**



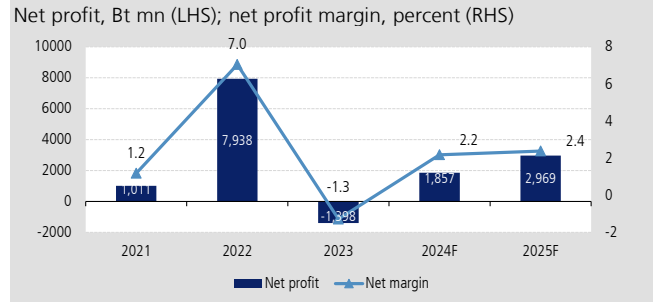
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 10: Gross profit**



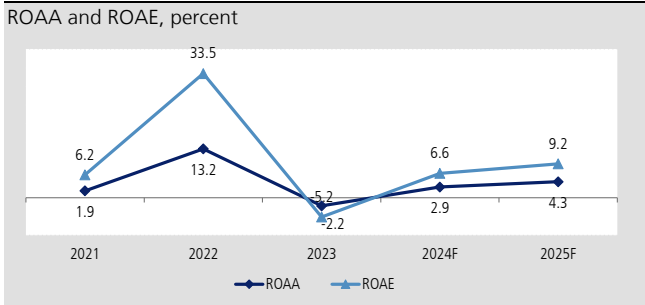
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 11: Net profit**



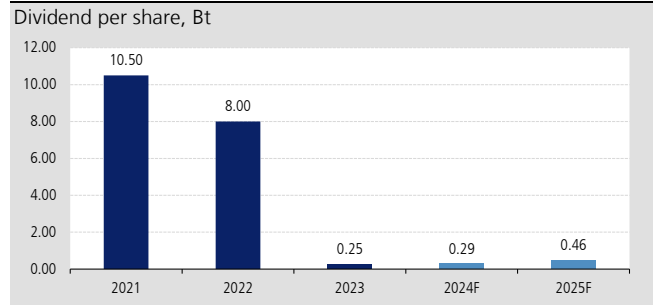
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 12: Company ROAA and ROAE**



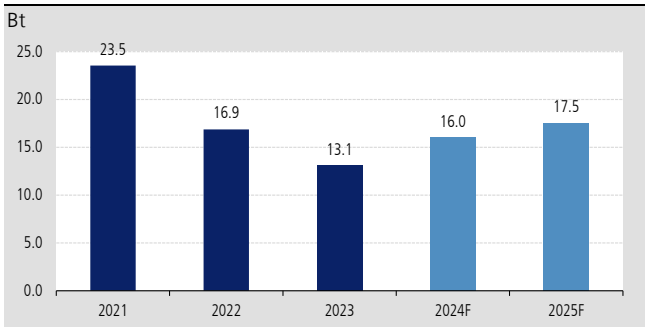
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 13: Dividend**



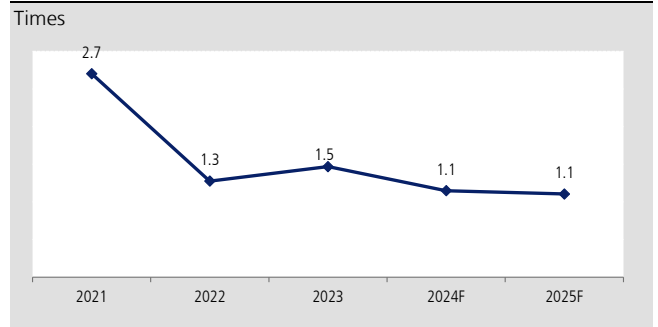
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 14: BVPS**



Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 15: D/E**



Source: Company data, KGI Securities Research

**Quarterly Income Statement**

Bt mn	MAR-22A	JUN-22A	SEP-22A	DEC-22A	MAR-23A	JUN-23A	SEP-23A	DEC-23A	MAR-24A	JUN-24A
Income Statement (Bt mn)										
<b>Revenue</b>	<b>25,311.8</b>	<b>27,972.8</b>	<b>29,491.5</b>	<b>29,849.5</b>	<b>27,735.6</b>	<b>26,490.7</b>	<b>27,046.7</b>	<b>27,365.0</b>	<b>27,024.3</b>	<b>27,224.5</b>
Cost of Good Sold	(20,770.6)	(22,498.3)	(23,232.7)	(24,392.7)	(24,218.6)	(23,713.7)	(24,835.8)	(25,032.3)	(24,102.5)	(23,388.2)
<b>Gross Profit</b>	<b>4,541.2</b>	<b>5,474.5</b>	<b>6,258.9</b>	<b>5,456.8</b>	<b>3,517.0</b>	<b>2,777.0</b>	<b>2,210.9</b>	<b>2,332.6</b>	<b>2,921.8</b>	<b>3,836.3</b>
Operating Expenses	(2,894.8)	(3,007.6)	(3,376.5)	(3,314.6)	(2,954.8)	(3,068.8)	(2,932.2)	(2,622.7)	(2,795.2)	(2,889.1)
Other incomes	155.2	127.6	141.2	173.0	166.4	140.2	117.1	41.0	126.5	112.9
<b>Operating Profit</b>	<b>1,801.6</b>	<b>2,594.5</b>	<b>3,023.6</b>	<b>2,315.2</b>	<b>728.6</b>	<b>(151.6)</b>	<b>(604.2)</b>	<b>(249.0)</b>	<b>253.1</b>	<b>1,060.1</b>
Depretiation of Fixed assets	1,063.7	988.9	1,073.7	1,116.8	1,084.3	1,111.9	1,151.5	1,220.0	1,206.2	1,211.7
<b>Operating EBITDA</b>	<b>2,865.3</b>	<b>3,583.4</b>	<b>4,097.4</b>	<b>3,432.0</b>	<b>1,812.9</b>	<b>960.4</b>	<b>547.3</b>	<b>971.0</b>	<b>1,459.3</b>	<b>2,271.8</b>
<b>Non-Operating Income</b>	<b>(18.9)</b>	<b>(61.3)</b>	<b>(17.1)</b>	<b>(16.5)</b>	<b>56.3</b>	<b>(53.9)</b>	<b>7.4</b>	<b>9.3</b>	<b>(6.3)</b>	<b>(15.0)</b>
Interest Income	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Other Non-op Income	(18.9)	(61.3)	(17.1)	(16.5)	56.3	(53.9)	7.4	9.3	(6.3)	(15.0)
<b>Non-Operating Expenses</b>	<b>31.1</b>	<b>(231.5)</b>	<b>(135.3)</b>	<b>(154.7)</b>	<b>(188.1)</b>	<b>(159.1)</b>	<b>(157.0)</b>	<b>(154.5)</b>	<b>(166.3)</b>	<b>(143.2)</b>
Interest Expenses	(150.2)	(152.1)	(151.4)	(165.2)	(145.9)	(148.3)	(169.7)	(208.7)	(197.8)	(199.2)
Other Non-Op Expenses	177.4	(74.6)	(6.6)	(4.9)	(58.8)	(20.4)	(23.1)	13.9	9.8	14.6
Net investment income/(loss)	3.9	(4.8)	22.7	15.3	16.7	9.6	35.8	40.2	21.6	41.4
<b>Pre-tax Profit</b>	<b>1,813.8</b>	<b>2,301.7</b>	<b>2,871.2</b>	<b>2,143.9</b>	<b>596.8</b>	<b>(364.5)</b>	<b>(753.8)</b>	<b>(394.3)</b>	<b>80.5</b>	<b>901.9</b>
Current Taxation	(361.2)	(372.5)	(467.0)	(348.3)	(195.7)	17.8	(22.8)	(256.3)	(195.4)	(269.1)
Minorities	3.1	(56.7)	(104.3)	(8.9)	(8.3)	(9.2)	(9.0)	(8.2)	(11.3)	(7.0)
Extraordinary items	514.3	(3.6)	2.9	9.3	-	5.3	1.6	2.5	2.1	2.0
<b>Net Profit</b>	<b>1,970.0</b>	<b>1,868.9</b>	<b>2,302.8</b>	<b>1,796.0</b>	<b>392.8</b>	<b>(350.6)</b>	<b>(784.1)</b>	<b>(656.3)</b>	<b>(124.1)</b>	<b>627.8</b>
EPS (Bt)	1.31	1.25	1.54	0.93	0.20	(0.18)	(0.41)	(0.34)	(0.06)	0.32
<b>Margins (%)</b>										
Gross Profit Margin	17.9	19.6	21.2	18.3	12.7	10.5	8.2	8.5	10.8	14.1
Operating EBIT Margin	7.1	9.3	10.3	7.8	2.6	(0.6)	(2.2)	(0.9)	0.9	3.9
Operating EBITDA Margin	11.3	12.8	13.9	11.5	6.5	3.6	2.0	3.5	5.4	8.3
Net Profit Margin	7.8	6.7	7.8	6.0	1.4	(1.3)	(2.9)	(2.4)	(0.5)	2.3
<b>Growth (% YoY)</b>										
Revenue Growth	19.1	30.7	49.9	29.2	9.6	(5.3)	(8.3)	(8.3)	(2.6)	2.8
Operating EBIT Growth	71.6	371.4	NM	186.2	(59.6)	(105.8)	(120.0)	(110.8)	(65.3)	(799.4)
Operating EBITDA Growth	NA	NA	NM	74.7	(36.7)	(73.2)	(86.6)	(71.7)	(19.5)	136.6
Net Profit Growth	145.7	370.1	NM	99.0	(80.1)	(118.8)	(134.0)	(136.5)	(131.6)	(279.1)

Source: Company data, KGI Securities Research

**Balance Sheet**

As of 31 Dec (Bt mn)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>Total Asset</b>	<b>57,475</b>	<b>65,234</b>	<b>62,501</b>	<b>65,609</b>	<b>72,184</b>
<b>Current Asset</b>	<b>28,457</b>	<b>36,781</b>	<b>30,726</b>	<b>32,646</b>	<b>35,448</b>
Cash and ST Investment	542	5,940	1,561	1,916	1,172
Inventories	14,111	14,711	12,115	14,777	16,322
Account Receivable	6,029	6,652	7,480	6,820	7,935
Others	7,775	9,477	9,570	9,133	10,019
<b>Non-Current Assets</b>	<b>29,018</b>	<b>28,453</b>	<b>31,775</b>	<b>32,963</b>	<b>36,736</b>
LT investment	1,452	1,346	1,454	1,352	1,352
Net Fixed Assets	23,828	24,219	27,095	28,416	31,275
Others	3,738	2,888	3,225	3,195	4,109
<b>Total Liabilities</b>	<b>41,953</b>	<b>36,570</b>	<b>37,189</b>	<b>34,610</b>	<b>38,285</b>
<b>Current Liabilities</b>	<b>28,558</b>	<b>25,636</b>	<b>24,494</b>	<b>23,430</b>	<b>24,986</b>
Account Payable	8,276	9,852	9,293	10,230	11,518
ST Borrowings	19,984	15,615	14,878	12,900	13,062
Others	298	168	324	300	406
<b>LT Liabilities</b>	<b>13,395</b>	<b>10,934</b>	<b>12,694</b>	<b>11,180</b>	<b>13,299</b>
Long-term Debts	10,606	8,064	9,690	8,239	10,272
Others	8,654	5,852	3,857	5,740	7,827
<b>Shareholder's Equity</b>	<b>15,522</b>	<b>28,664</b>	<b>25,312</b>	<b>31,000</b>	<b>33,899</b>
Common Stock	7,500	9,674	9,674	9,674	9,674
Capital Surplus	(5)	13,855	13,855	17,495	17,829
Retained Earnings	8,217	4,905	1,583	3,440	5,852
Other Components	(190)	231	201	391	544

Source: KGI Securities Research

**Key Ratios**

Year to 31 Dec (Bt mn)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>Forecast Drivers</b>					
<b>Growth (% YoY)</b>					
Sales	6.6	31.8	(3.5)	4.6	9.7
OP	(57.3)	621.0	(102.8)	(1,202.3)	47.1
EBITDA	(23.3)	99.8	(91.4)	628.5	22.9
NP	(57.2)	685.5	(117.6)	(232.8)	59.9
EPS	(61.0)	172.0	(117.3)	(232.8)	59.9
<b>Profitability (%)</b>					
Gross Profit Margin	13.1	19.3	10.0	12.7	13.5
Operating Margin	1.6	8.6	(0.3)	2.7	3.6
Operating EBITDA Margin	6.3	9.6	0.9	6.0	6.7
Net Profit Margin	1.2	7.0	(1.3)	1.6	2.4
ROAA	1.9	13.2	(2.2)	2.9	4.3
ROAE	6.2	33.5	(5.2)	6.6	9.2
<b>Stability</b>					
Gross Debt/Equity (%)	270.3	127.6	146.9	111.6	112.9
Net Debt/Equity (%)	266.8	106.9	140.8	105.5	109.5
Interest coverage (x)	2.8	15.8	(0.4)	4.3	5.9
Interest & ST Debt Coverage (x)	0.1	0.6	(0.0)	0.2	0.3
Cash Flow Interest Coverage (x)	(2.8)	17.3	4.8	6.5	5.1
Cash Flow/Interest & ST Debt (x)	(0.1)	0.7	0.2	0.4	0.3
Current Ratio (x)	1.0	1.4	1.3	1.4	1.4
Quick Ratio (x)	0.2	0.5	0.4	0.4	0.4
Net Debt (Bt mn)	41,411.1	30,629.5	35,628.0	32,693.7	37,113.4
<b>Per Share Data (bt)</b>					
EPS	1.5	4.2	(0.7)	1.0	1.5
CFPS	(2.4)	5.5	1.7	2.6	2.1
BVPS	23.5	14.8	13.1	16.0	17.5
SPS	129.6	58.2	56.1	58.7	64.5
EBITDA/Share	8.6	7.5	2.2	3.9	4.4
DPS	10.5	8.0	0.3	0.3	0.5
<b>Activity</b>					
Asset Turnover (x)	1.6	1.8	1.7	1.8	1.8
Day Receivables	24.5	20.5	23.7	23.0	21.6
Day Inventories	61.7	57.9	50.1	49.4	52.6
Day Payable	38.2	36.2	36.7	34.9	36.2
Cash Cycle	47.9	42.3	37.1	37.4	37.9

Source: KGI Securities Research

**Profit & Loss**

Year to 31 Dec (Bt mn)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>Revenue</b>	<b>85,424</b>	<b>112,626</b>	<b>108,638</b>	<b>113,667</b>	<b>124,740</b>
Cost of Goods Sold	(74,260)	(90,894)	(97,800)	(99,287)	(107,950)
<b>Gross Profit</b>	<b>11,164</b>	<b>21,731</b>	<b>10,838</b>	<b>14,380</b>	<b>16,790</b>
Operating Expenses	(10,914)	(12,594)	(11,579)	(11,935)	(12,924)
Other Income	1,100	597	465	600	613
<b>Operating Profit</b>	<b>1,350</b>	<b>9,735</b>	<b>(276)</b>	<b>3,045</b>	<b>4,479</b>
Depreciation of Fixed Asset	4,066	1,084	1,206	3,729	3,846
<b>Operating EBITDA</b>	<b>5,416</b>	<b>10,819</b>	<b>930</b>	<b>6,774</b>	<b>8,325</b>
<b>Non-Operating Income</b>	<b>42</b>	<b>(114)</b>	<b>19</b>	<b>(39)</b>	<b>20</b>
Interest Income	0	0	0	0	0
Other Non-op Income	42	(114)	19	(39)	20
<b>Non-Operating Expenses</b>	<b>(345)</b>	<b>(490)</b>	<b>(659)</b>	<b>(522)</b>	<b>(666)</b>
Interest Expenses	(577)	(619)	(673)	(762)	(776)
Other Non-Op Expenses	178	91	(88)	150	20
Net investment income/(loss)	54	37	102	90	90
<b>Pre-tax Profit</b>	<b>1,047</b>	<b>9,131</b>	<b>(916)</b>	<b>2,484</b>	<b>3,833</b>
Current Taxation	(208)	(1,549)	(457)	(572)	(705)
Minorities	172	(167)	(35)	(57)	(153)
Extraordinary items	0	523	9	2	(5)
<b>Net Profit</b>	<b>1,011</b>	<b>7,938</b>	<b>(1,398)</b>	<b>1,857</b>	<b>2,969</b>
EPS (Bt)	1.53	4.17	(0.72)	0.96	1.53

Source: KGI Securities Research

**Cash Flow**

Year to 31 Dec (Bt mn)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>Operating Cash Flow</b>	<b>(1,587)</b>	<b>10,735</b>	<b>3,235</b>	<b>4,958</b>	<b>3,989</b>
Net Profit	1,011	7,938	(1,398)	1,857	2,969
Depreciation and Amortizat	4,066	1,084	1,206	3,729	3,846
Change in Working Capital	(6,675)	(2,670)	(981)	(685)	(2,979)
Others	12	4,382	4,408	57	153
<b>Investment Cash Flow</b>	<b>(1,177)</b>	<b>(2,004)</b>	<b>(4,426)</b>	<b>(4,815)</b>	<b>(7,373)</b>
Net CAPEX	(1,233)	(2,577)	(4,480)	(5,050)	(5,380)
Change in LT Investment	0	389	(96)	102	(1,993)
Change in Other Assets	56	183	150	133	0
<b>Free Cash Flow</b>	<b>(2,820)</b>	<b>8,158</b>	<b>(1,246)</b>	<b>(92)</b>	<b>(1,391)</b>
<b>Financial Cash Flow</b>	<b>2,702</b>	<b>(3,332)</b>	<b>(3,203)</b>	<b>212</b>	<b>2,639</b>
Change in Share Capital	4,500	16,929	0	2,745	0
Net Change in Debt	6,132	(7,907)	(900)	(3,428)	2,195
Change in other LT Liab.	(7,930)	(12,355)	(2,303)	896	445
<b>Net Cash Flow</b>	<b>(61)</b>	<b>5,399</b>	<b>(4,394)</b>	<b>355</b>	<b>(744)</b>

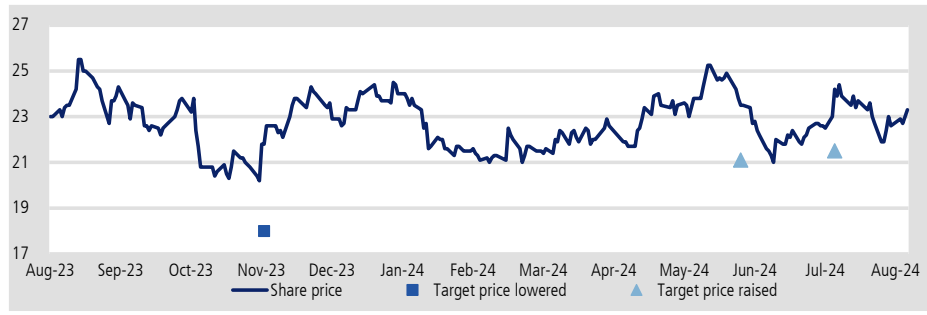
Source: KGI Securities Research

**Rates of Return on Invested Capital**

Year	1 - $\frac{\text{Cost of Goods Sold}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Depreciation}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Op. Expenses}}{\text{Revenue}}$	= <b>Operating Margin</b>	
2021	86.9%	0.0%	12.8%	0.3%	
2022	80.7%	0.0%	11.2%	8.1%	
2023	90.0%	0.0%	10.7%	-0.7%	
2024F	87.3%	0.0%	10.5%	2.2%	
2025F	86.5%	0.0%	10.4%	3.1%	
Year	1/ $\frac{\text{Working Capital}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Net PPE}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Other Assets}}{\text{Revenue}}$	= <b>Capital Turnover</b>	
2021	0.00	0.28	0.06	2.95	
2022	0.10	0.22	0.04	2.84	
2023	0.06	0.25	0.04	2.86	
2024F	0.08	0.25	0.04	2.69	
2025F	0.08	0.25	0.04	2.64	
Year	$\frac{\text{Operating Margin}}{\text{Capital Turnover}}$	X	$\frac{\text{Cash Tax Rate}}{\text{Capital Turnover}}$	X	= <b>After-tax Return on Inv. Capital</b>
2021	0.3%	3.0	19.9		0.2
2022	8.1%	2.8	16.0		3.7
2023	-0.7%	2.9	-50.4		1.0
2024F	2.2%	2.7	23.0		1.3
2025F	3.1%	2.6	17.0		1.4

Source: KGI Securities Research

**Betagro - Recommendation & target price history**



Date	Rating	Target	Price
16-Jul-24	Neutral	21.50	24.20
6-Jun-24	Underperform	21.10	23.50
16-Nov-23	Underperform	18.00	21.80

Source: KGI Securities Research



## Company's ESG details

### Environment

- An air treatment system has been installed and maintained regularly, and the quality of air released from the chimneys continues to be examined to reduce the impact on the environment as well as the health of staff and surrounding communities.
- Three projects have already been implemented to reduce plastic pellet usage by 1,737 tons in 2019-2023, reduce paper usage by 846 tons in 2019-2023 and develop packaging that can be recycled, using monolayer to replace multilayer.
- The company has been in the process of increasing the use of renewable energy such as converting fossil fuels to biomass and increasing the efficiency of biogas systems.
- In 2023, BTG and its subsidiaries controlled the water used per product weight at 2.79 cubic meter per ton of product and reused water by more than 6% of total water withdrawal.

### Social

- BTG puts emphasis on creating a great workplace, an organization of happiness with physical and mental care combined with the company's efficient financial management, employees' opinion focus and employees' potential development to respond to their expectations on the following three areas: stability, progress, and fair welfare and remuneration.
- In 2023, there were a total of 10,121 households benefiting from the four main projects as follows:
  - i) Local Products to Farms & Factories Project: Aims at creating income and reducing home expenses for farmers and families living in the surrounding communities.
  - ii) Organic Waste to Organic Matter Project: Enables farmers to reduce production cost and promoting organic farming through the development of remaining organic matters into soil improver.
  - iii) Health Dimension: Supports products used in patients' home visits and donates necessary medical equipment to public health units in the communities.
  - iv) Environmental and Biological Diversity Dimension: Improves the integration capability of native and indigenous chicken resources with advanced technology for food security through the signing of cooperation with Kasetsart University.

### Governance

- The company received "Very Good" CG scoring From Thai Institute of Directors Association (IOD)

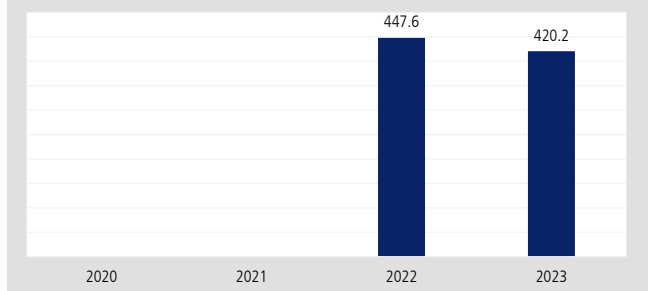
### Climate Management (Subset of Environment)

- In 2023, BTG and its subsidiaries set a target to reduce the amount of direct and indirect greenhouse gas emission (Scope 1&2) by more than 20% by 2030 from the base year 2022 and reach net zero by 2050.
- In 2023, the company and its subsidiaries reduced greenhouse gas emission by 6% from 2022 or approximately 29,000 TonCo2eq was reduced.
- The company and its subsidiaries have utilized solar energy technology to replace electricity in more than 36 operating locations around the country since 2020 as well as biomass to replace fossil fuel, biogas from wastewater treatment system to replace heat and electricity, and various energy management projects to achieve maximum efficiency.
- BTG and its subsidiaries put priority on the management, control and reduction of released pollution such as Nitrogen Oxide (NOx) emission, Sulphur Dioxide (SOx) emission, Total Suspended Particulate (TSP) and Carbon Monoxide (CO), to be within the standard value specified by the laws.
- In 2023, BTG and its subsidiaries received Certification of Carbon Emission Assessments by Thailand Greenhouse Gas Management Organization (Public Organization).

Source: Company data, KGI Securities Research

### Total GHG emissions

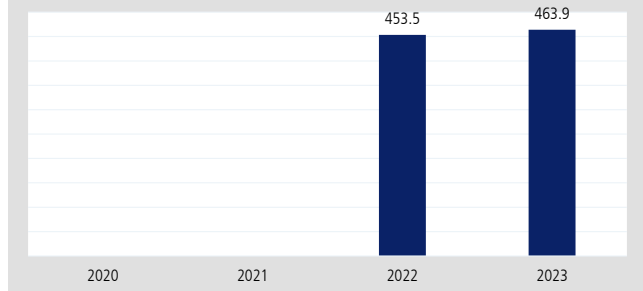
GHG emissions, '000 tons of CO<sub>2</sub>e



Source: Company data, SETSMART, KGI Securities Research

### Total electricity consumption

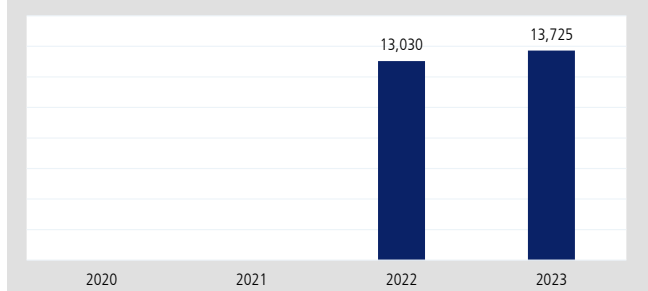
Electricity consumption, GWh



Source: Company data, SETSMART, KGI Securities Research

### Total water withdrawal

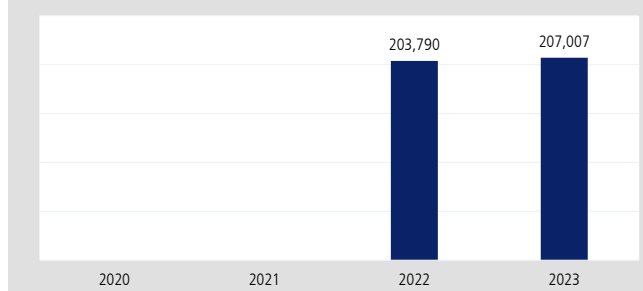
Water withdrawal, '000 m<sup>3</sup>



Source: Company data, SETSMART, KGI Securities Research

### Total waste

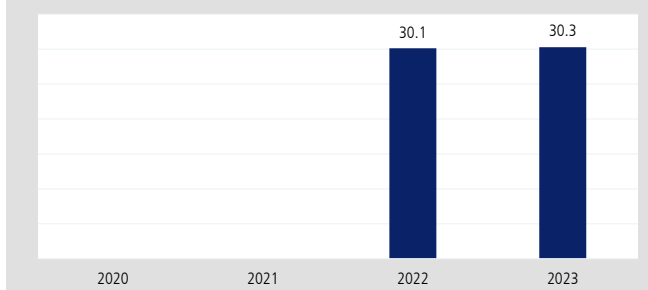
Waste generated, tons



Source: Company data, SETSMART, KGI Securities Research

### Employee turnover

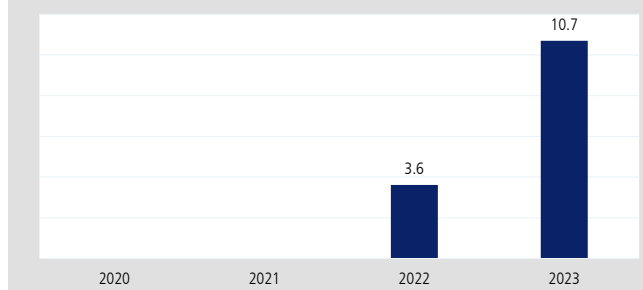
Employee turnover, percent



Source: Company data, SETSMART, KGI Securities Research

### Average employee training hours

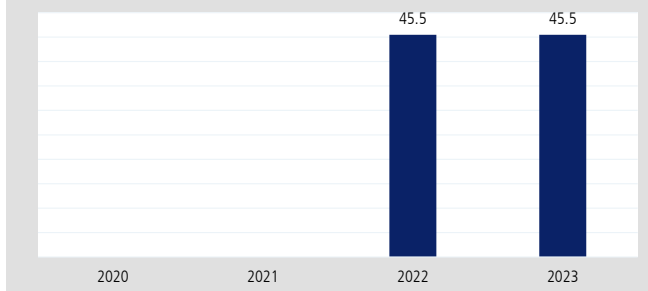
Average employee training hour, hours per person per year



Source: Company data, SETSMART, KGI Securities Research

### Proportion of independent directors

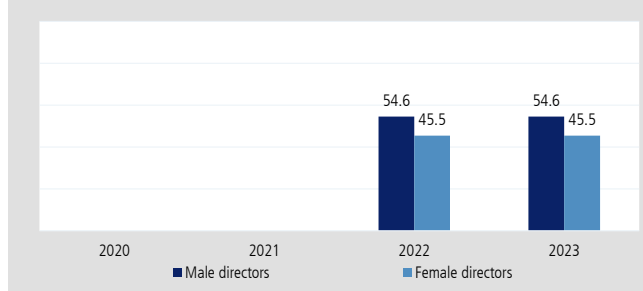
Independent directors, percent



Source: Company data, SETSMART, KGI Securities Research

### Gender diversification of directors

Gender diversification, percent



Source: Company data, SETSMART, KGI Securities Research

# SET ESG Ratings

Stock	Company name	SET ESG Ratings	Stock	Company name	SET ESG Ratings
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	AAA	KTC	KRUNGTHAI CARD	AAA
AMATA	AMATA CORPORATION	AAA	LH	LAND AND HOUSES	A
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	A	MAJOR	MAJOR CINEPLEX GROUP	AA
AP	AP (THAILAND)	AA	MEGA	MEGA LIFESCIENCES	A
BAFS	BANGKOK AVIATION FUEL SERVICES PCL.	AA	MINT	MINOR INTERNATIONAL	AA
BAM	BANGKOK COMMERCIAL ASSET MANAGEMEN	AA	MTC	MUANGTHAI CAPITAL	A
BANPU	BANPU	AAA	OR	PTT OIL AND RETAIL BUSINESS	AAA
BBGI	BBGI	AA	ORI	ORIGIN PROPERTY	AA
BBL	BANGKOK BANK	AA	OSP	OSOTSPA	AA
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	AA	PLANB	PLAN B MEDIA	AA
BCP	BANGCHAK CORPORATION	AAA	PSH	PRUKSA HOLDING	BBB
BCPG	BCPG	AA	PTT	PTT	AAA
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	AA	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION	AAA
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	AA	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL	AAA
BGRIM	B.GRIMM POWER	AAA	RATCH	RATCH GROUP	AA
BPP	BANPU POWER	AAA	RBF	R&B FOOD SUPPLY	BBB
BTS	BTS GROUP HOLDINGS	AA	SAK	SAKSIAAM LEASING	A
CBG	CARABAO GROUP	A	SAPPE	SAPPE	BBB
CENTEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	A	SAT	SOMBOON ADVANCE TECHNOLOGY	AA
CK	CH. KARNCHANG	A	SAWAD	SRISAWAD CORPORATION	BBB
CKP	CK POWER	AAA	SCB	SCB X	AA
COM7	COM7	A	SCC	THE SIAM CEMENT	AAA
CPALL	CP ALL	AAA	SCCC	SIAM CITY CEMENT	AA
CPAXT	CP AXTRA	AAA	SCGP	SCG PACKAGING	AAA
CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS	AAA	SHR	S HOTELS AND RESORTS	A
CPN	CENTRAL PATTANA	AA	SICT	SILICON CRAFT TECHNOLOGY	A
EGCO	ELECTRICITY GENERATING	AA	SMPC	SAHAMITR PRESSURE CONTAINER	AA
ERW	THE ERWAN GROUP	A	SNC	SNC FORMER	A
GFPT	GFPT	BBB	SPALAI	SUPALAI	AA
GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	AA	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION	A
GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	AA	STGT	SRI TRANG GLOVES (THAILAND)	AAA
GULF	GULF ENERGY DEVELOPMENT	AA	TCAP	THANACHART CAPITAL	A
HANA	HANA MICROELECTRONICS	AA	TFG	THAIFOODS GROUP	A
HENG	HENG LEASING AND CAPITAL	A	THCOM	THAICOM	AAA
HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	AA	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP	AAA
INTUCH	INTOUCH HOLDINGS	AA	TOP	THAI OIL	AAA
IRPC	IRPC	AA	TTB	TMBTHANACHART BANK	AA
IVL	INDORAMA VENTURES	AA	UBE	UBON BIO ETHANOL	A
KBANK	KASIKORNBANK	AAA	VGI	VGI	AA
KEX	KERRY EXPRESS (THAILAND)	BBB	WHA	WHA CORPORATION	AAA
KKP	KIATNAKIN PHATRA BANK	BBB	WHAUP	WHA UTILITIES AND POWER	AAA
KTB	KRUNG THAI BANK	AAA	ZEN	ZEN CORPORATION GROUP	AA

Source: www.setsustainability.com

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

# Corporate Governance Report of Thai Listed Companies



## Companies with Excellent CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AAV	ASIA AVIATION	GFPT	GFPT	SAK	SAKSIAM LEASING
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	GGC	GLOBAL GREEN CHEMICALS	SAPPE	SAPPE
AEONTS	AEON THANA SINSAP (THAILAND)	GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	SAT	SOMBOON ADVANCE TECHNOLOGY
AMA	AMA MARINE	GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	SCB	SCB X
AMATA	AMATA CORPORATION	GULF	GULF ENERGY DEVELOPMENT	SCC	THE SIAM CEMENT
ANAN	ANANDA DEVELOPMENT	HANA	HANA MICROELECTRONICS	SCCC	SIAM CITY CEMENT
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	HENG	HENG LEASING AND CAPITAL	SCGP	SCG PACKAGING
AP	AP (THAILAND)	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	SEAFECO	SEAFECO
BAFS	BANGKOK AVIATION FUEL SERVICES PCL.	INTUCH	INTOUCH HOLDINGS	SFT	SHRINKFLEX (THAILAND)
BAM	BANGKOK COMMERCIAL ASSET MANAGEMENT	IRPC	IRPC	SHR	S HOTELS AND RESORTS
BANPU	BANPU	ITC	i-Tail Corporation	SICT	SILICON CRAFT TECHNOLOGY
BBGI	BBGI	IVL	INDORAMA VENTURES	SMPC	SAHAMITR PRESSURE CONTAINER
BBL	BANGKOK BANK	KBANK	KASIKORNBANK	SNC	SNC FORMER
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	KCE	KCE ELECTRONICS	SNNP	SRINANAPORN MARKETING
BCP	BANGCHAK CORPORATION	KEX	KERRY EXPRESS (THAILAND)	SPALI	SUPALAI
BCPG	BCPG	KKP	KIATNAKIN PHATRA BANK	SPRC	STAR PETROLEUM REFINING
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	KTB	KRUNG THAI BANK	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION
BEC	BEC WORLD	KTC	KRUNGTHAI CARD	STGT	SRI TRANG GLOVES (THAILAND)
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	LH	LAND AND HOUSES	SUN	SUNSWEEP
BGRIM	B. GRIMM POWER	LPN	L. P. N. DEVELOPMENT	SVI	SVI
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL	M	MK RESTAURANT GROUP	TACC	T.A.C. CONSUMER
BPP	BANPU POWER	MAJOR	MAJOR CINEPLEX GROUP	TCAP	THANACHART CAPITAL
BTS	BTS GROUP HOLDINGS	MBK	MBK	TFG	THAIFOODS GROUP
CBG	CARABAO GROUP	MEGA	MEGA LIFESCIENCES	THCOM	THAICOM
CENDEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MINT	MINOR INTERNATIONAL	TIDLOR	NGERN TID LOR
CK	CH. KARNCHANG	MTC	MUANGTHAI CAPITAL	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
CKP	CK POWER	OR	PTT OIL AND RETAIL BUSINESS	TKN	TAOKAENOI FOOD & MARKETING
COM7	COM7	ORI	ORIGIN PROPERTY	TOP	THAI OIL
CPALL	CP ALL	OSP	OSOTSPA	TTB	TMBTHANACHART BANK
CPAXT	CP AXTRA	PLANB	PLAN B MEDIA	UBE	UBON BIO ETHANOL
CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS	PSH	PRUKSA HOLDING	VGI	VGI
CPN	CENTRAL PATTANA	PTT	PTT	WHA	WHA CORPORATION
DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND)	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION	WHAUP	WHA UTILITIES AND POWER
DOHOM	DOHOME	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL	ZEN	ZEN CORPORATION GROUP
EGCO	ELECTRICITY GENERATING	QH	QUALITY HOUSES		
ERW	THE ERAWAN GROUP	RATCH	RATCH GROUP		



## Companies with Very Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BSRC	BANGCHAK SRIRACHA	JMART	JAYMART GROUP HOLDINGS	SINGER	SINGER THAILAND
BTG	BETAGRO	NTSC	Nutrition SC	TNP	THANAPIRIYA
EKH	EKACHAI MEDICAL CARE	PQS	Premier Quality Starch	XO	EXOTIC FOOD
HUMAN	HUMANICA	PYLON	PYLON		



## Companies with Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
IIG	I&I GROUP	SAWAD	SRISAWAD CORPORATION	SPA	SIAM WELLNESS GROUP
JMT	JMT NETWORK SERVICES	SMD	SAINTMED		

## Companies classified Not in the three highest score groups

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AU	AFTER YOU	PJW	PANJAWATTANA PLASTIC	TGE	THACHANG GREEN ENERGY
CHG	CHULARAT HOSPITAL	PLT	Pilatus Marine	TPCH	TPC POWER HOLDING
LPH	LADPRAO GENERAL HOSPITAL	PTG	PTG ENERGY	TU	THAI UNION GROUP
MENA	MENA TRANSPORT	SFLEX	STARFLEX		
NETBAY	NETBAY	SISB	SISB		

Source: www.thai-iod.com

**Disclaimer:** The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on inside information. The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, KGI Securities (Thailand) Public Company Limited (KGI) does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of such survey result.

## Anti-corruption Progress Indicator

### Level 5: Extended

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	QH	QUALITY HOUSES
ANAN	ANANDA DEVELOPMENT	GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	RATCH	RATCHABURI ELECTRICITY GENERATING HOLDING
BBL	BANGKOK BANK	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	ROBINS	ROBINSON DEPARTMENT STORE
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	IRPC	IRPC	SCC	THE SIAM CEMENT
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	KBANK	KASIKORN BANK	SIRI	SANSIRI
BIGC	BIG C SUPERCENTER	KCE	KCE ELECTRONICS	SPALI	SUPALAI
CK	CH. KARNCHANG	KKP	KIATNAKIN BANK	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION
DCC	DYNASTY CERAMIC	KTB	KRUNG THAI BANK	TCAP	THANACHART CAPITAL
DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND)	LPH	LADPRAO GENERAL HOSPITAL	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
DRT	DIAMOND ROOFING TILES	PACE	PACE DEVELOPMENT CORPORATION	TMT	THAI METAL TRADE
EGCO	ELECTRICITY GENERATING	PTT	PTT	TOP	THAI OIL
GFPT	GFPT	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL		

### Level 4: Certified

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AAV	ASIA AVIATION	ERW	THE ERAWAN GROUP	SAPPE	SAPPE
AP	ASIAN PROPERTY DEVELOPMENT	GLOW	GLOW ENERGY	SAWAD	SRISAWAD POWER 1979
BA	BANGKOK AIRWAYS	GUNKUL	GUNKUL ENGINEERING	SCB	THE SIAM COMMERCIAL BANK
BANPU	BANPU	ILINK	INTERLINK COMMUNICATION	SCN	SCAN INTER
BCP	THE BANGCHAK PETROLEUM	KTC	KRUNGTHAI CARD	SEAFECO	SEAFECO
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL	LH	LAND AND HOUSES	SVI	SVI
BJCHI	BJC HEAVY INDUSTRIES	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT	TASCO	TIPCO ASPHALT
CBG	CARABAO GROUP	MAKRO	SIAM MAKRO	TKN	TAOKAENOI FOOD & MARKETING
CENDEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MALEE	MALEE SAMPRAN	TMB	TMB BANK
CHG	CHULARAT HOSPITAL	MINT	MINOR INTERNATIONAL	TRT	TIRATHAI
CKP	CK POWER	MODERN	MODERNFORM GROUP	TRUE	TRUE CORPORATION
CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS	NOK	NOK AIRLINES	TVO	THAI VEGETABLE OIL
CPN	CENTRAL PATTANA	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION		
DTAC	TOTAL ACCESS COMMUNICATION	PYLON	PYLON		

### Level 3: Established

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	MTLS	MUANGTHAI LEASING	SPRC	STAR PETROLEUM REFINING
CPALL	CP ALL	SCI	SCI ELECTRIC		

### No progress

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	BPP	BANPU POWER	FN	FN FACTORY OUTLET
BPCG	BPCG	BTS	BTS GROUP HOLDINGS	TPCH	TPC POWER HOLDING

Source: [www.cgthailand.org](http://www.cgthailand.org)

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

**KGI Locations**

<b>China</b>	Shanghai	Room 2703B-2704, Tower A , Shanghai Dawning Centre,500 Hongbaoshi Road Shanghai, PRC 201103
	Shenzhen	Room 24D1, 24/F, A Unit, Zhen Ye Building, 2014 Bao'annan Road, Shenzhen, PRC 518008
<b>Taiwan</b>	Taipei	700 Mingshui Road, Taipei, Taiwan Telephone 886.2.2181.8888 · Facsimile 886.2.8501.1691
<b>Hong Kong</b>		41/F Central Plaza, 18 Harbour Road, Wanchai, Hong Kong Telephone 852.2878.6888 Facsimile 852.2878.6800
<b>Thailand</b>	Bangkok	195 One Bangkok Tower 4 18th - 19th floors Witthayu Road Lumpini, Pathumwan, Bangkok 10330, Thailand Telephone 66.2658.8888 Facsimile 66.2658.8014
<b>Singapore</b>		4 Shenton Way #13-01 SGX Centre 2 Singapore 068807 Telephone 65.6202.1188 Facsimile 65.6534.4826

**KGI's Ratings**

<b>Rating</b>	<b>Definition</b>
Outperform (OP)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the top 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan)..
Neutral (N)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the range between the top 40% and the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan)
Under perform (U)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Not Rated (NR)	The stock is not rated by KGI.
Restricted (R)	KGI policy and/or applicable law regulations preclude certain types of communications, including an investment recommendation, during the course of KGI's engagement in an investment banking transaction and in certain other circumstances.  Excess return = 12M target price/current price-
Note	When an analyst publishes a new report on a covered stock, we rank the stock's excess return with those of other stocks in KGI's coverage universe in the related market. We will assign a rating based on its ranking. If an analyst does not publish a new report on a covered stock, its rating will not be changed automatically.

**Disclaimer**

KGI Securities (Thailand) Plc. ( "The Company" ) disclaims all warranties with regards to all information contained herein. In no event shall the Company be liable for any direct, indirect or any damages whatsoever resulting from loss of income or profits, arising by utilization and reliance on the information herein. All information hereunder does not constitute a solicitation to buy or sell any securities but constitutes our sole judgment as of this date and are subject to change without notice.