

# KCG CORPORATION

THAILAND / FOOD & BEVERAGE

## KCG TB

**BUY**

UNCHANGED

TARGET PRICE	THB12.00
CLOSE	THB9.15
UP/DOWNSIDE	+31.1%
PRIOR TP	THB12.00
CHANGE IN TP	UNCHANGED
TP vs CONSENSUS	+2.6%

### กำไรปี 2024 ล้นทำ Record High, Valuation ถูก

- กำไรปี 2024 ล้นทำสถิติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ จากรายได้ที่คาดโต double-digit เน้นขยายลูกค้า B2B และ B2C การออกสินค้าใหม่ เพิ่มการส่งออกและขายออนไลน์
- แนวโน้มรายได้ 1QTD โต 10-15% y-y, ยังคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2024-26 โตเฉลี่ย 15%
- Valuation ถูก เทต PE เพียง 14 เท่า ขณะที่กำไรทำ Record High แนะนำ ซื้อ

#### KCG ตั้งเป้ารายได้ปี 2024 โต double –digits

KCG ตั้งเป้ารายได้ปี 2024 เติบโต double-digit เน้นขยายลูกค้า B2B และ B2C กลุ่มลูกค้ารายใหญ่ 25 รายแรก การออกสินค้าใหม่ ส่งออก และขายออนไลน์เพิ่มขึ้น อีกทั้งยังคาด Gross Margin ทรงอยู่ที่ระดับ 30% ซึ่งเป็นระดับภาวะปกติของบริษัท จากการใช้กำลังผลิตที่เพิ่มขึ้น แม้ปัจจุบันราคา butter flat และ palm oil จะปรับขึ้น แต่ส่วนใหญ่ล็อกราคาไว้แล้วสำหรับ 1H24 ดังนั้นจึงทำให้ต้นทุนรวมทรงตัว ส่วน SG&A มีแนวโน้มลดลงราว 0.3-0.5% ต่อปี จากโครงการ Logistic Park ที่จะเริ่มดำเนินงานใน 2H24 ทำให้ประหยัดเงินค่าขนส่งและการจัดเก็บสต็อกสินค้า

#### ตลาดความต้องการเนยและชีสเติบโตเฉลี่ยปีละ 7%

ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมาตลาดเนยและชีสมีอัตราการเติบโตเฉลี่ยปีละ 7% ประกอบกับ Euromonitor คาดตลาดเนยจะเติบโตเฉลี่ยปีละ 5-7% ในช่วงปี 2022-26 จากความสนใจของผู้บริโภคต่อขนมอบสดใหม่ เช่น ครัฟฟองต์และขนมอบที่ขายในร้านเบเกอรี่และคาเฟ่ที่คาดว่าจะยังคงเติบโตอย่างแข็งแกร่ง ส่วนตลาดชีสคาดว่าจะมีการเติบโตอย่างเด่นชัด CAGR ประมาณ 7.4% ในปี 2022-26 จากความชอบของผู้บริโภคที่หันมาบริโภคอาหารตะวันตกเพิ่มขึ้น และออกผลิตภัณฑ์ใหม่อย่าง IWS ที่เป็นแผ่นสไลด์ขนาดเล็กและง่ายต่อการบริโภคเพื่อสร้างความต้องการตลาดให้มากขึ้น

#### คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2024-26 โตเฉลี่ยปีละ 15% y-y

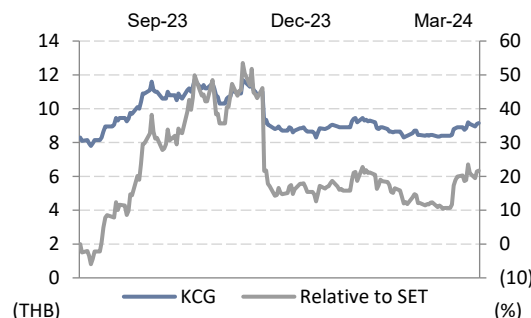
โมเมนต์รายได้ 1QTD ยังเติบโต 10-15% y-y และมี gross margin ยืนสูงกว่า 30% เรายังคงคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2024-26 เติบโตเฉลี่ยปีละ 15% จากความต้องการเนยและชีสที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่องเฉลี่ย 7% ต่อปี และการออกสินค้าใหม่ที่มี Margin สูง รวมถึงการขยายกำลังการผลิตสายการผลิต IWS ที่เริ่มผลิตมาตั้งแต่เดือน ต.ค. 2023 และมีการเพิ่มอัตราการผลิตอย่างต่อเนื่อง และจะขยายกำลังผลิตเนยอีกหนึ่งเท่าตัวเริ่มผลิต 2Q25 บวกกับ SG&A มีแนวโน้มลดลงราว 0.3-0.5% ต่อปี จากโครงการ logistic park ที่จะเริ่มดำเนินงานใน 2H24 และยังมี Catalyst จากภาวะดอกเบี้ยจ่ายที่ลดลงหลังจากคืบหน้าหนี้เกือบหมด

#### Valuation ไม่แพง เทต PE เพียง 14 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยกลุ่มอาหารฯ

ราคาหุ้นปัจจุบันเทตที่ P/E ปี 2024 เพียง 14 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 18.8 เท่า ของกลุ่มอาหารฯ และเครื่องดื่ม และต่ำกว่าราคาเป้าหมายของเราที่ 12 บาท ถือว่าน่าสนใจลงทุนมาก และมี upside gain สูงถึง 32% Div. Yield ราว 3% ต่อปี ยังคงคำแนะนำ "ซื้อ"

#### KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	7,157	8,143	9,364	10,768
Net profit	306	349	403	464
EPS (THB)	0.56	0.64	0.74	0.85
vs Consensus (%)	-	(4.5)	(3.5)	4.9
EBITDA	599	645	722	806
Recurring net profit	293	330	384	445
Core EPS (THB)	0.54	0.61	0.70	0.82
Chg. In EPS est. (%)	-	-	-	0.0
EPS growth (%)	5.3	12.8	16.2	15.8
Core P/E (x)	17.0	15.1	13.0	11.2
Dividend yield (%)	2.5	2.8	3.2	3.7
EV/EBITDA (x)	11.0	10.2	8.9	7.7
Price/book (x)	1.9	1.7	1.6	1.5
Net debt/Equity (%)	59.8	54.3	45.1	35.5
ROE (%)	15.1	11.8	12.8	13.7



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	8.3	10.2	n/a
Relative to country (%)	8.8	8.1	n/a
Mkt cap (USD m)	140		
3m avg. daily turnover (USD m)	0.7		
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

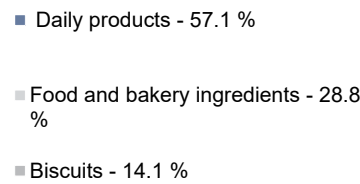
KCG ถือว่าเป็นหุ้น Defensive จากการเป็นผู้นำตลาดถาดเนยและชีสที่มีส่วนแบ่งตลาดราว 55% และ 31.6% ตามลำดับ เป็นทั้ง Manufacturing และ trading และเป็นแบรนด์ที่แข็งแกร่งที่อยู่ในตลาดมายาวนานกว่า 60 ปี ผลการดำเนินงานที่ผ่านมาค่อนข้างมีเสถียรภาพแม้จะได้รับผลกระทบจากโควิดในช่วงที่ผ่านมา แนวโน้มอัตราการเติบโตของตลาดถาดเนยและชีสต่อเนื่องเฉลี่ยปีละ 5-7% เราคาดว่าจะไร้อุปสรรคปี 2024-26 เติบโตเฉลี่ยปีละ 15% จากความต้องการ ที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง การออกสินค้าใหม่ให้ Margin สูง รวมถึงการขยายกำลังการผลิตสายการผลิต IWS และเนย อีกหนึ่งเท่าตัว

## Company profile

KCG ผลิตและจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์เพื่อการบริโภค ซึ่งเน้นผลิตภัณฑ์ประเภทอาหารและขนมตะวันตก โดยมี 3 กลุ่มผลิตภัณฑ์หลัก ได้แก่ กลุ่มผลิตภัณฑ์ที่ทำทุกวัน กลุ่มผลิตภัณฑ์เกี่ยวกับการประกอบอาหารและเบเกอรี่ และผลิตภัณฑ์อื่นๆ และกลุ่มผลิตภัณฑ์บิสกิต

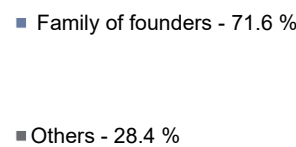
[www.kcgcorporation.com](http://www.kcgcorporation.com)

### Principal activities (revenue, 2023)



Source: KCG Corporation

## Major shareholders



Source: KCG Corporation

## Catalysts

- 1) การขยายกำลังการผลิตสายการผลิต IWS จาก 2,106 ต้นปี เป็น 4,212 ต้นปี เริ่มเปิดดำเนินการในเชิงพาณิชย์แล้วบางส่วนตั้งแต่เดือน ต.ค 2023 และคาดว่าจะสามารถผลิตได้เต็มที่ในอีก ปีข้างหน้า 5-3 และมีแผนขยายกำลังผลิตเนยอีกหนึ่งเท่าตัวเริ่มปลายปี 2024
- 2) การออกสินค้าใหม่ และตลาดเนยมีอัตราการเติบโตต่อเนื่องปีละ 7%
- 3) ต้นทุนวัตถุดิบที่มีแนวโน้มปรับลงและค่าเงินบาทแข็งค่า

## Risks to our call

- 1) ราคาวัตถุดิบปรับขึ้นมากกว่าคาด
- 2) ค่าเงินบาทอ่อนค่าจะกระทบต่อต้นทุนนำเข้าสินค้าและวัตถุดิบที่สูงขึ้น
- 3) แผนการขายกำลังผลิตไม่เป็นไปตามแผน

## Event calendar

Date	Event
May 24	1Q24 results announcement

## Key assumptions

	2023	2024E	2025E	2026E
Sales Growth	16.2%	13.8%	15.0%	15.0%
Gross Margin	28.7%	30.0%	30.0%	30.0%
SG&A/Net Sales	24.0%	24.5%	24.5%	24.5%
FX (THB/USD)	34.00	34.00	33.50	33.50

Source: FSSIA estimates

## Earnings sensitivity

	-1%	2024E	1%
Gross profit margin (%)	29.0	30.0	31.0
Net profits (THB m)	284	349	414
Change (%)	(19)	-	19

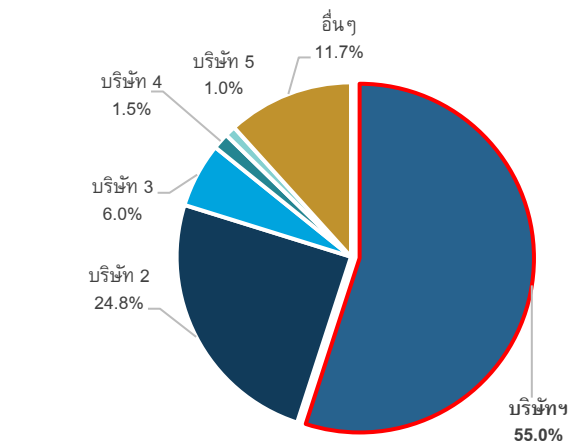
Source: FSSIA estimates.

Exhibit 1: Products by Category

	1Dairy Products	2Food and Bakery Ingredients (FBI)	3Biscuits
Company's Brands	  DAIRY GOLD	  bake masterVariety	   ROSYViolet
Imported Brands	    	  	
Example of Products			

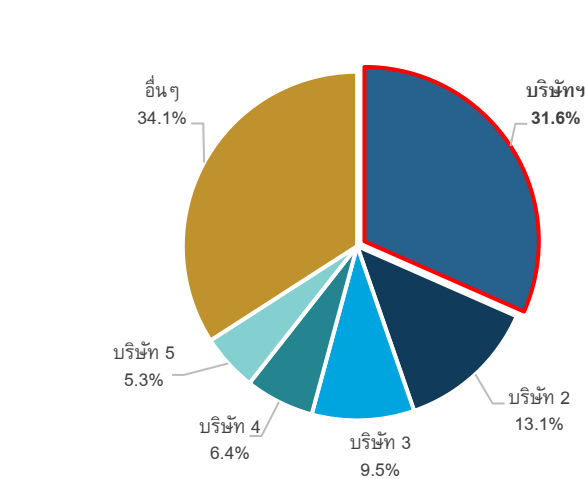
Source: KCG

Exhibit 2:ส่วนแบ่งทางการตลาดของผลิตภัณฑ์เนยในไทยปี 2024



Source: KCG

Exhibit 3: ส่วนแบ่งทางการตลาดของผลิตภัณฑ์ชีสในไทยปี 2024

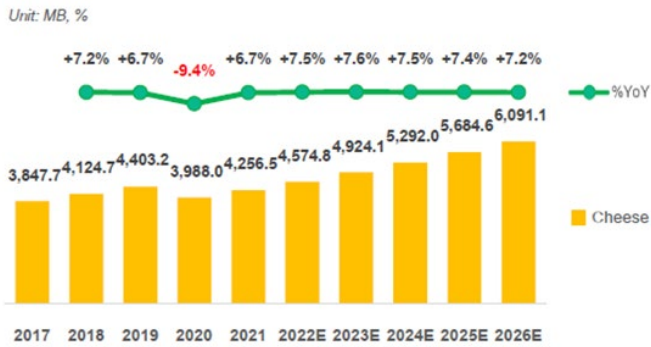


Source: KCG

Exhibit 4: Sales Channel

1B2C			2B2B		3Export
Modern Trade	General Trade	Online and Others	Food Industry	Food Services	
        	     	   	  	  	

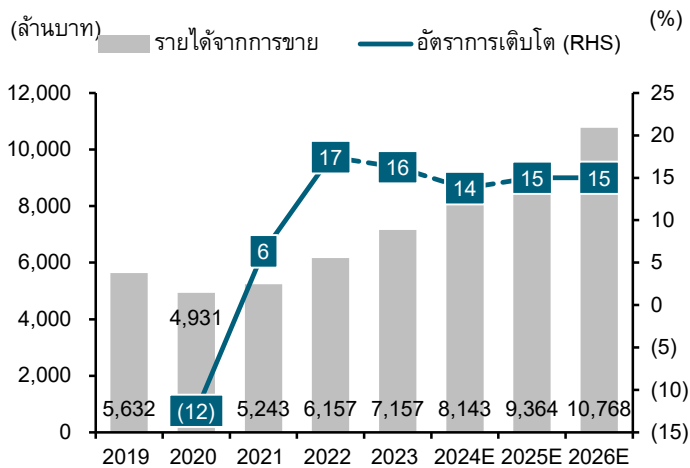
Source: KCG

**Exhibit 5:** คาดการณ์มูลค่ายอดขายของตลาดเนยและการเติบโตของไทย

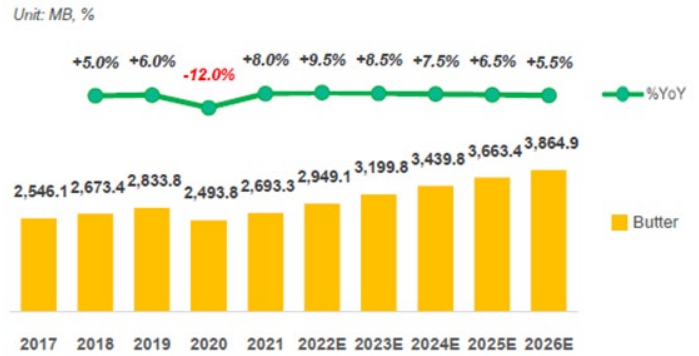
Sources: Euromonitor, KCG

**Exhibit 7: B2C Innovation/Health/Convenience**

Source: KCG

**Exhibit 9:** รายได้และอัตราการเติบโต

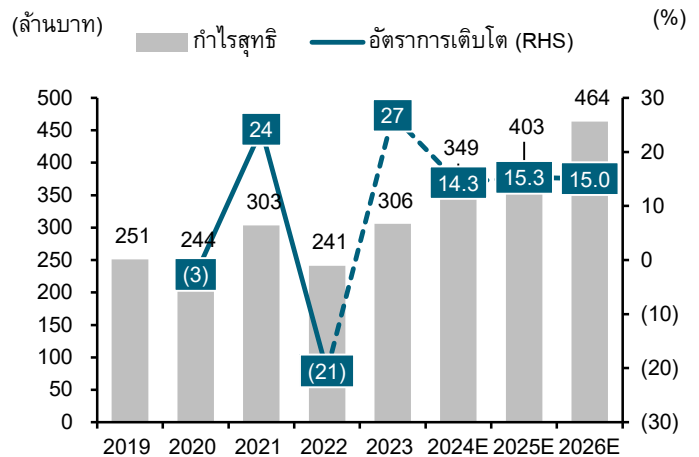
Sources: KCG, FSSIA estimate

**Exhibit 6:** คาดการณ์มูลค่ายอดขายของตลาดชีสและการเติบโตของไทย

Sources: Euromonitor, KCG

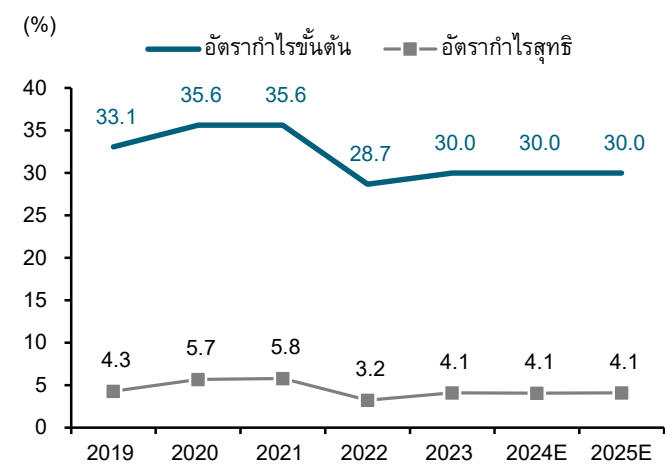
**Exhibit 8: B2B Products: Solution Provider**

Source: KCG

**Exhibit 10:** กำไรสุทธิและอัตราการเติบโต

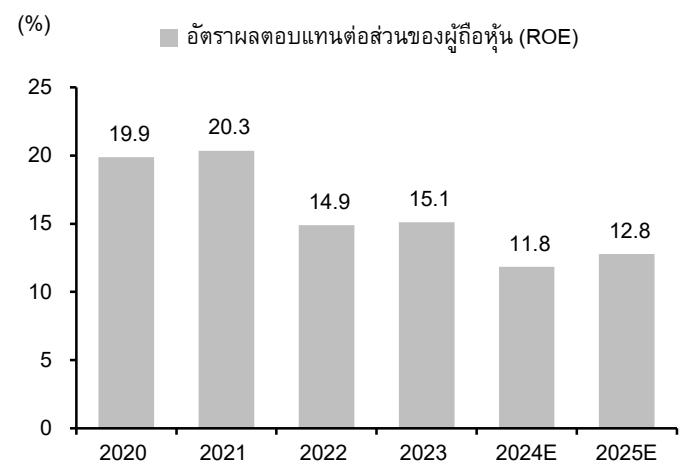
Sources: KCG, FSSIA estimate

Exhibit 11: อัตรากำไรขั้นต้นและอัตรากำไรสุทธิ



Sources: KCG, FSSIA estimate

Exhibit 12: ROE



Sources: KCG, FSSIA estimate

Exhibit 13: เปรียบเทียบมูลค่าหุ้นในกลุ่มอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่ม

Company	BBG	Market	-- EPS growth --		----- PE -----		----- ROE -----		----- PBV -----		---- DivYld ----	
		Cap	24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E
		(USD m)	(%)	(%)	(x)	(x)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)
Beverage												
Carabao Group	CBG TB	1,833	28.9	7.3	26.4	24.6	20.2	19.5	5.0	4.6	1.9	2.0
Osotspa	OSP TB	1,698	20.7	6.2	23.1	21.8	15.6	16.0	3.5	3.4	3.9	4.1
Sappe	SAPPE TB	807	23.1	12.7	21.6	19.2	33.5	34.7	7.0	6.4	3.5	3.9
Ichitan Group	ICHI TB	648	7.4	6.0	19.6	18.5	20.4	22.1	4.0	4.1	5.6	6.0
Beverage average		4,986	15.2	9.3	22.7	21.0	22.5	23.1	4.9	4.6	3.7	4.0
Food												
Thai union Group	TU TB	1,741	(136.2)	10.9	13.0	11.7	8.7	9.5	1.1	1.1	4.2	4.7
MK Restaurants Group	M TB	921	4.3	8.0	18.8	17.4	12.6	13.3	2.3	2.3	4.5	4.6
R&B Food Supply	RBF TB	627	25.7	16.4	26.8	23.0	16.9	18.4	4.4	4.1	2.2	2.6
Srinanaporn Marketing	SNNP TB	459	22.9	12.8	20.9	18.6	24.4	25.7	4.9	4.6	3.3	3.8
NSL Food	NSL TB	183	14.9	11.7	17.1	15.3	23.4	23.8	3.8	3.5	3.5	3.9
Zen Corp Group	ZEN TB	70	6.4	4.4	14.6	13.9	12.0	11.9	1.7	1.6	3.8	3.9
TAC Consumer	TACC TB	81	10.4	11.0	12.2	11.0	33.3	36.0	4.0	3.9	7.8	8.2
Taokaenoi Food&Marketing*	TKN TB	395	n/a	n/a	17.4	17.6	34.7	33.2	5.9	5.5	12.4	11.9
EXOTIC Food*	XO TB	326	2.1	7.4	14.4	13.4	38.2	34.0	5.2	4.3	11.9	11.0
KCG Corporation	KCG TB	140	12.8	16.2	15.1	13.0	11.8	12.8	1.7	1.6	2.8	3.2
Food average		4,943	24.6	7.0	17.0	15.5	21.6	21.8	3.5	3.2	5.6	5.8
Total average		9,929	(48.1)	10.9	18.6	17.1	21.8	22.2	3.9	3.6	5.1	5.3

Sources: \*Bloomberg consensus, 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)	(5,700)	(6,555)	(7,538)
<b>Gross profit</b>	<b>1,766</b>	<b>2,146</b>	<b>2,443</b>	<b>2,809</b>	<b>3,231</b>
Other operating income	0	0	0	0	0
Operating costs	(1,475)	(1,728)	(1,995)	(2,294)	(2,638)
<b>Operating EBITDA</b>	<b>476</b>	<b>599</b>	<b>645</b>	<b>722</b>	<b>806</b>
Depreciation	(185)	(181)	(197)	(207)	(214)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
<b>Operating EBIT</b>	<b>291</b>	<b>418</b>	<b>448</b>	<b>515</b>	<b>592</b>
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
<b>Profit before tax</b>	<b>315</b>	<b>386</b>	<b>440</b>	<b>508</b>	<b>585</b>
Tax	(74)	(80)	(91)	(105)	(122)
<b>Profit after tax</b>	<b>241</b>	<b>306</b>	<b>349</b>	<b>403</b>	<b>464</b>
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	0	0	0	0	0
Other items	0	0	0	0	0
<b>Reported net profit</b>	<b>241</b>	<b>306</b>	<b>349</b>	<b>403</b>	<b>464</b>
<b>Non-recurring items &amp; goodwill (net)</b>	<b>(42)</b>	<b>(13)</b>	<b>(19)</b>	<b>(19)</b>	<b>(19)</b>
<b>Recurring net profit</b>	<b>199</b>	<b>293</b>	<b>330</b>	<b>384</b>	<b>445</b>
<b>Per share (THB)</b>					
Recurring EPS *	0.51	0.54	0.61	0.70	0.82
Reported EPS	0.62	0.56	0.64	0.74	0.85
DPS	1.35	0.23	0.26	0.30	0.34
Diluted shares (used to calculate per share data)	390	545	545	545	545
<b>Growth</b>					
Revenue (%)	17.4	16.2	13.8	15.0	15.0
Operating EBITDA (%)	(19.5)	25.8	7.6	12.0	11.7
Operating EBIT (%)	(29.9)	43.5	7.1	15.0	15.0
Recurring EPS (%)	(34.2)	5.3	12.8	16.2	15.8
Reported EPS (%)	(20.5)	(9.3)	14.3	15.3	15.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin inc. depreciation (%)	28.7	30.0	30.0	30.0	30.0
Gross margin exc. depreciation (%)	31.7	32.5	32.4	32.2	32.0
Operating EBITDA margin (%)	7.7	8.4	7.9	7.7	7.5
Operating EBIT margin (%)	4.7	5.8	5.5	5.5	5.5
Net margin (%)	3.2	4.1	4.1	4.1	4.1
Effective tax rate (%)	27.0	21.5	21.5	21.5	21.5
Dividend payout on recurring profit (%)	263.5	42.3	42.3	42.0	41.7
Interest cover (X)	6.2	5.7	6.3	7.1	8.1
Inventory days	108.7	106.5	85.4	74.1	64.2
Debtor days	72.5	74.6	77.8	77.4	77.4
Creditor days	97.7	79.9	69.2	68.7	68.4
Operating ROIC (%)	6.6	8.3	8.1	9.1	10.3
ROIC (%)	6.8	8.4	8.6	9.5	10.5
ROE (%)	14.9	15.1	11.8	12.8	13.7
ROA (%)	4.7	6.2	6.5	6.9	7.3
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted					
<b>Revenue by Division (THB m)</b>					
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	330	384	445
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)	(72)	(116)	(119)
<b>Cash flow from operations</b>	<b>168</b>	<b>41</b>	<b>456</b>	<b>475</b>	<b>540</b>
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
<b>Cash flow from investing</b>	<b>(867)</b>	<b>(275)</b>	<b>(278)</b>	<b>(154)</b>	<b>(154)</b>
Dividends paid	(525)	(124)	(140)	(161)	(185)
Equity finance	(24)	1,328	(15)	(15)	(15)
Debt finance	1,227	(1,023)	(8)	(3)	(3)
Other financing cash flows	0	0	0	0	1
<b>Cash flow from financing</b>	<b>679</b>	<b>181</b>	<b>(162)</b>	<b>(179)</b>	<b>(202)</b>
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	42	13	19	19	18
<b>Net other adjustments</b>	<b>42</b>	<b>13</b>	<b>19</b>	<b>19</b>	<b>18</b>
<b>Movement in cash</b>	<b>21</b>	<b>(40)</b>	<b>35</b>	<b>161</b>	<b>202</b>
Free cash flow to firm (FCFF)	(646.65)	(153.89)	257.38	400.62	465.24
Free cash flow to equity (FCFE)	569.66	(1,244.50)	188.98	336.41	401.59
<b>Per share (THB)</b>					
FCFF per share	(1.19)	(0.28)	0.47	0.74	0.85
FCFE per share	1.05	(2.28)	0.35	0.62	0.74
Recurring cash flow per share	0.98	0.87	0.97	1.08	1.21
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)
<b>Tangible fixed assets (net)</b>	<b>1,881</b>	<b>2,354</b>	<b>2,432</b>	<b>2,375</b>	<b>2,311</b>
<b>Intangible fixed assets (net)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Long-term financial assets	0	0	0	0	0
Invest. in associates & subsidiaries	0	0	0	0	0
Cash & equivalents	375	334	369	530	732
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
<b>Current assets</b>	<b>3,332</b>	<b>3,307</b>	<b>3,574</b>	<b>4,022</b>	<b>4,555</b>
Other assets	326	210	239	275	316
<b>Total assets</b>	<b>5,540</b>	<b>5,871</b>	<b>6,245</b>	<b>6,672</b>	<b>7,182</b>
Common equity	1,184	2,695	2,890	3,117	3,380
Minorities etc.	0	0	0	0	0
<b>Total shareholders' equity</b>	<b>1,184</b>	<b>2,695</b>	<b>2,890</b>	<b>3,117</b>	<b>3,380</b>
Long term debt	283	65	58	54	51
Other long-term liabilities	168	188	214	246	283
<b>Long-term liabilities</b>	<b>450</b>	<b>253</b>	<b>271</b>	<b>300</b>	<b>334</b>
A/C payable	1,137	977	1,111	1,278	1,469
Short term debt	2,686	1,881	1,881	1,881	1,881
Other current liabilities	83	67	93	97	117
<b>Current liabilities</b>	<b>3,906</b>	<b>2,924</b>	<b>3,084</b>	<b>3,256</b>	<b>3,467</b>
<b>Total liabilities and shareholders' equity</b>	<b>5,540</b>	<b>5,872</b>	<b>6,245</b>	<b>6,672</b>	<b>7,182</b>
Net working capital	1,738	1,929	2,001	2,117	2,236
Invested capital	3,946	4,493	4,672	4,767	4,863
* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt					
<b>Per share (THB)</b>					
Book value per share	3.03	4.94	5.30	5.72	6.20
Tangible book value per share	3.03	4.94	5.30	5.72	6.20
<b>Financial strength</b>					
Net debt/equity (%)	219.2	59.8	54.3	45.1	35.5
Net debt/total assets (%)	46.8	27.4	25.1	21.1	16.7
Current ratio (x)	0.9	1.1	1.2	1.2	1.3
CF interest cover (x)	11.8	(14.6)	3.4	5.2	6.0
Valuation	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Recurring P/E (x) *</b>	<b>17.9</b>	<b>17.0</b>	<b>15.1</b>	<b>13.0</b>	<b>11.2</b>
<b>Recurring P/E @ target price (x) *</b>	<b>23.5</b>	<b>22.3</b>	<b>19.8</b>	<b>17.0</b>	<b>14.7</b>
Reported P/E (x)	14.8	16.3	14.3	12.4	10.8
Dividend yield (%)	14.7	2.5	2.8	3.2	3.7
Price/book (x)	3.0	1.9	1.7	1.6	1.5
Price/tangible book (x)	3.0	1.9	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA (x) **	12.9	11.0	10.2	8.9	7.7
EV/EBITDA @ target price (x) **	15.3	13.6	12.6	11.0	9.6
EV/invested capital (x)	1.6	1.5	1.4	1.3	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 <b>THSI inclusion</b> , 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. <b>SETTHSI Index</b> 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&amp;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 Sustainabilitytics	The Sustainabilitytics' 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. <i>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 &amp; peer reviews.</i>	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><tr><th>NEGL</th><th>Low</th><th>Medium</th><th>High</th><th>Severe</th></tr><tr><td>0-10</td><td>10-20</td><td>20-30</td><td>30-40</td><td>40+</td></tr></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><tr><td>AAA</td><td>8.571-10.000</td><td rowspan="3">Leader:</td><td rowspan="3">leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities</td></tr><tr><td>AA</td><td>7.143-8.570</td></tr><tr><td>A</td><td>5.714-7.142</td></tr><tr><td>BBB</td><td>4.286-5.713</td><td rowspan="3">Average:</td><td rowspan="3">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></tr><tr><td>B</td><td>1.429-2.856</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; &gt;25 to 50 = satisfactory; &gt;50 to 75 = good; and &gt;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

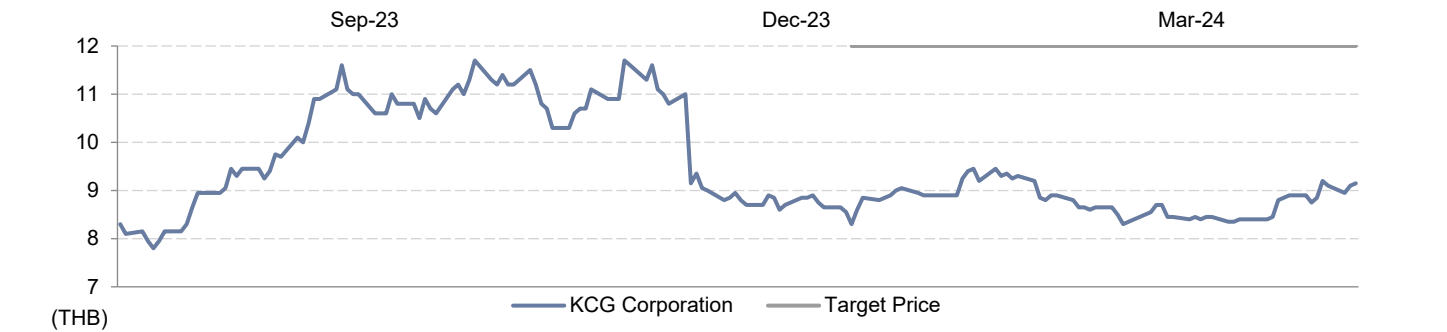
The individual(s) identified above certify(ies) that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and (ii) no part of the compensation of the analyst(s)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

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 9.15	BUY	1) ราคาวัตถุดิบปรับขึ้นมากกว่าคาด 2) ค่าเงินบาทอ่อนค่าจะกระทบต่อต้นทุนนำเข้าสินค้าและวัตถุดิบที่สูงขึ้น 3) แผนการขายยาลำงผลดีไม่เป็นไปตามแผน

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 13-Mar-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.