

KCG CORPORATION

THAILAND / FOOD & BEVERAGE

KCG TB

BUY

ผู้นำตลาดเนยและชีสที่แข็งแกร่งที่สุดในไทย

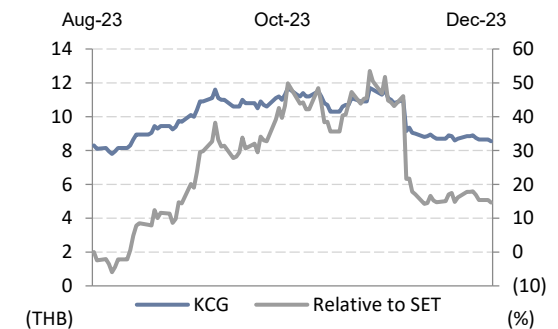
- KCG เจ้าตลาดเนยและชีสที่กำลังเข้าสู่โหมดการเติบโตรอบใหม่ จากการขยายกำลังผลิตใหม่และเน้นออกสินค้าที่ง่ายต่อการบริโภคและ margin สูง
- คาดกำไร 4Q23 โตโดดเด่น และแนวโน้มกำไรสุทธิปี 2023-25 เติบโตเฉลี่ย 19%
- ราคาเป้าหมาย 12 บาท อิง PE 18.8 เท่า เทียบเท่ากับค่าเฉลี่ยกลุ่มอาหารและเครื่องดื่ม

TARGET PRICE	THB12.00
CLOSE	THB8.55
UP/DOWNSIDE	+40.4%
TP vs CONSENSUS	+0.8%

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	6,157	7,080	8,143	9,364
Net profit	241	303	349	403
EPS (THB)	0.62	0.56	0.64	0.74
vs Consensus (%)	-	(2.6)	0.8	5.7
EBITDA	476	578	651	734
Recurring net profit	199	288	334	388
Core EPS (THB)	0.51	0.53	0.61	0.71
EPS growth (%)	(34.2)	3.3	16.3	16.1

Core P/E (x)	16.7	16.2	13.9	12.0
Dividend yield (%)	16.5	2.6	3.2	3.7
EV/EBITDA (x)	12.5	10.2	9.0	7.9
Price/book (x)	2.8	1.8	1.6	1.5
Net debt/Equity (%)	219.2	46.6	42.5	36.8
ROE (%)	14.9	15.0	12.1	13.1



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	(20.8)	(26.3)	n/a
Relative to country (%)	(19.9)	(17.3)	n/a
Mkt cap (USD m)	131		
3m avg. daily turnover (USD m)	1.1		
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

KCG แปรพันธ์ที่แข็งแกร่งและเป็นเจ้าตลาดเนยและชีสในไทย

KCG ถือเป็นหุ้น Defensive จากการเป็นผู้ผลิตเนยและชีสที่มีส่วนแบ่งตลาดราว 55% และ 31.6% ตามลำดับ โดยเป็นทั้ง Manufacturing และ Trading และเป็นแบรนด์ที่แข็งแกร่งที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่มของไทยมานานกว่า 60 ปี โครงสร้างรายได้ ประกอบด้วย (1) ผลิตภัณฑ์ที่ทำจากนม (Dairy) 59.6% (2) ผลิตภัณฑ์สำหรับการประกอบ อาหารและเบเกอรี่ และผลิตภัณฑ์อื่นๆ (FBI) 30.0% และ (3) ผลิตภัณฑ์บิสกิต (Biscuits) 10.4% นอกจากนี้หากแยกตาม Operation จะแบ่งเป็น รายได้จากการนำเข้าผลิตภัณฑ์มาขาย ราว 26.5% และผลิตเองประมาณ 73.5% โดยขายผ่านช่องทาง B2C 53.3%, B2B 42.2% และ Export 4.5% ของรายได้

ความต้องการเนยและชีสเติบโตเฉลี่ยปีละ 5-7%

ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมาตลาดเนยและชีสมีอัตราการเติบโตเฉลี่ยปีละ 5-7% และ Euromonitor ได้คาดว่าตลาดเนยจะเติบโต 7% ในปี 2022-26 จากความสนใจของผู้บริโภคต่อขนมอบสดใหม่ เช่น ครีพชอร์ตและขนมอบที่ขายในร้านเบเกอรี่และคาเฟ่ที่คาดว่าจะยังคงเติบโตอย่างแข็งแกร่ง ส่วนตลาดชีสคาดว่าจะมีการเติบโตอย่างเด่นชัด CAGR ประมาณ 7.4% ในปี 2022-26 จากความชอบของผู้บริโภคที่หันมาบริโภคอาหารตะวันตกเพิ่มขึ้น และออกผลิตภัณฑ์ใหม่อย่าง IWS ที่มีขนาดเล็กและง่ายต่อการบริโภคเพื่อสร้างความต้องการตลาดให้มากขึ้น

คาดการณ์ 4Q23 โตโดดเด่น และแนวโน้มปี 2023-25 เติบโตเฉลี่ย 19%

เรคาดกำไร 4Q23 ที่ 138 ลบ. เพิ่มขึ้น 150% q-q และ 21% y-y จากรายได้ที่จะเพิ่มขึ้นตาม Festive season ของทุกปี และโครงการขยายกำลังผลิต IWS ที่เริ่มผลิตตั้งแต่เดือน ต.ค. 2023 หนุนให้ยอดขายเติบโตอย่างแข็งแกร่ง สำหรับช่วงปี 2023-25 คาดกำไรสุทธิเติบโตเฉลี่ยปีละ 19% จากความต้องการเนยและชีสที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง การออกสินค้าใหม่ที่มี Margin สูง รวมถึงการขยายกำลังการผลิตสายการผลิต IWS และเนย อีกหนึ่งเท่าตัว และยังมี Catalyst ระยะสั้นจากแนวโน้มราคาวัตถุดิบที่ปรับลงและภาวะดอกเบี้ยจ่ายที่ลดลงหลังจากคืบหน้า

แนะนำ ซื้อ ราคาเป้าหมาย 12 บาท อิง PE 18.8 เท่า

เราประเมินมูลค่าหุ้นโดยอิง PE ปี 2024 ที่ 18.8 เท่า เทียบกับค่าเฉลี่ยกลุ่มอาหารและเครื่องดื่ม ได้ราคาเหมาะสมปี 2024 ที่ 12 บาท ประกอบกับราคาหุ้นปัจจุบันเทรดกันที่ระดับ P/E ปี 2024 เพียง 13.5 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยกลุ่มอาหารและเครื่องดื่ม ประกอบด้วย NSL SNNP XO TKN TU M RBF ZEN TACC CBG OSP SAPPE และ ICHI ถือว่าน่าสนใจลงทุน และมี upside gain สูงถึง 38.7% Dividend Yield 2.5-3.7% ต่อปี เริ่มต้นบทวิเคราะห์ด้วยคำแนะนำ "ซื้อ"



Songklod Wongchai

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

Investment thesis

KCG ถือเป็นหุ้น Defensive จากการเป็นผู้ผลิตตาลดเนยและชีสที่มีส่วนแบ่งตลาดราว 55% และ 31.6% ตามลำดับ เป็นทั้ง Manufacturing และ trading และเป็นแบรนด์ที่แข็งแกร่งที่อยู่ในตลาดมายาวนานกว่า 60 ปี ผลการดำเนินงานที่ผ่านมาค่อนข้างมีเสถียรภาพแม้จะได้รับผลกระทบจากโควิดในช่วงที่ผ่านมา แนวโน้มอัตราการเติบโตของตาลดเนยและชีสต่อเนื่องเฉลี่ยปีละ 5-7% เราคาดกำไรสุทธิปี 2023-25 เติบโตเฉลี่ยปีละ 19% จากความต้องการที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง การออกสินค้าใหม่ที่ทำให้ Margin สูง รวมถึง การขยายกำลังการผลิตสายการผลิต IWS และเนย อีกหนึ่งเท่าตัว

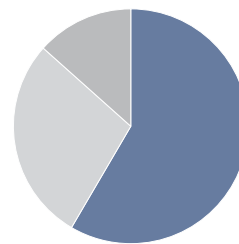
Company profile

KCG ผลิตและจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์เพื่อการบริโภค ซึ่งเน้นผลิตภัณฑ์ประเภทอาหารและขนมตะวันตก (Western food) โดยมี 3 กลุ่มผลิตภัณฑ์หลัก ได้แก่ กลุ่มผลิตภัณฑ์ที่ทำจากนม (Dairy Products) กลุ่มผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการประกอบอาหารและเบเกอรี่ (Food and Bakery Ingredients) และผลิตภัณฑ์อื่นๆ และกลุ่มผลิตภัณฑ์บิสกิต (Biscuits)

www.kcgcorporation.com

Principal activities (revenue, 2022)

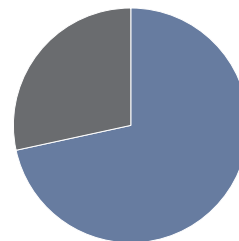
- Daily products - 58.4 %
- Food and bakery ingredients - 28.2 %
- Biscuits - 13.4 %



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- ปีข้างหน้า 5 และมีแผนขยายกำลังผลิตเนยอีกหนึ่งเท่าตัวเริ่มปลายปี 2024
- 2) การออกสินค้าใหม่ และตาลดเนยมีอัตราการเติบโตต่อเนื่องปีละ 7%
- 3) ต้นทุนวัตถุดิบที่มีแนวโน้มปรับลงและค่าเงินบาทแข็งค่า

Risks to our call

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

Event calendar

Date	Event
March 24	2023 results announcement

Key assumptions

	2022	2023E	2024E	2025E
Sales Growth	17.4%	15.0%	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)	35.50	34.00	33.50	33.00

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

เจ้าตลาดผลิตภัณฑ์เนยและชีส

บริษัท เคซีจี คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) เป็นผู้ประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์เพื่อการบริโภค ซึ่งเน้นผลิตภัณฑ์ประเภทอาหารและขนนตะวันตก ปัจจุบันบริษัทมีการจัดหาผลิตภัณฑ์ 2 รูปแบบ คือ การผลิตสินค้าเอง ซึ่งปัจจุบันมีโรงงานผลิตภัณฑ์ 3 แห่ง ตั้งอยู่ที่ ถนนเทพารักษ์ และ บางพลี จังหวัดสมุทรปราการ และอีกแห่งที่บางนา กทม. โดยเครื่องจักรมีการนำเข้าจากประเทศ ในแถบทวีปยุโรป ซึ่งสายการผลิตผลิตภัณฑ์กลุ่มนี้จำเป็นต้องควบคุมอุณหภูมิตลอดกระบวนการผลิต จนถึงคลังสินค้า (Cold Chain) และควบคุมความสะอาดและป้องกันการปนเปื้อนอย่างเข้มงวด เนื่องด้วยอุณหภูมิและความสะอาดของสภาพแวดล้อมในการผลิตมีผลโดยตรงกับคุณภาพของสินค้า นอกจากนี้ บริษัทฯ ยังเป็นผู้นำเข้าผลิตภัณฑ์ชั้นนำจากต่างประเทศเข้ามาจัดจำหน่ายในประเทศไทย โดยผลิตภัณฑ์ของบริษัทฯ แบ่งออกเป็น 3 กลุ่มผลิตภัณฑ์หลัก ได้แก่

- กลุ่มผลิตภัณฑ์ที่ทำจากนม (Dairy Products) ประกอบด้วย ผลิตภัณฑ์เนย (Butter) และเนยแข็ง (Cheese) และผลิตภัณฑ์อื่นๆ ที่แปรรูปมาจากนม เช่น นมพร้อมดื่ม ครีมที่พร้อมจะเอามาตีครีม ครีมชีส และนมเปรี้ยว (Yoghurt)

Exhibit 1: เนย (Butter)



Source: KCG

Exhibit 2: ชีสธรรมชาติ (Natural Cheese)



Source: KCG

- กลุ่มผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการประกอบอาหารและเบเกอรี่ (Food and Bakery Ingredients: FBI) และผลิตภัณฑ์อื่นๆ

Exhibit 3: Food

ตัวอย่างผลิตภัณฑ์ - อาหาร (Food)			

Source: KCG

Exhibit 4: Bakery Ingredients และเครื่องดื่มน้ำผลไม้เข้มข้น

ตัวอย่างผลิตภัณฑ์ - ผลิตภัณฑ์เครื่องดื่มน้ำผลไม้เข้มข้น			
ตัวอย่างผลิตภัณฑ์ - ส่วนประกอบในการทำเบเกอรี่ (Bakery Ingredients)			

Source: KCG

- กลุ่มผลิตภัณฑ์บิสกิต (Biscuits) ประกอบด้วย 1) ผลิตภัณฑ์คุกกี้ 2) ผลิตภัณฑ์แครกเกอร์ และ 3) ผลิตภัณฑ์เวเฟอร์

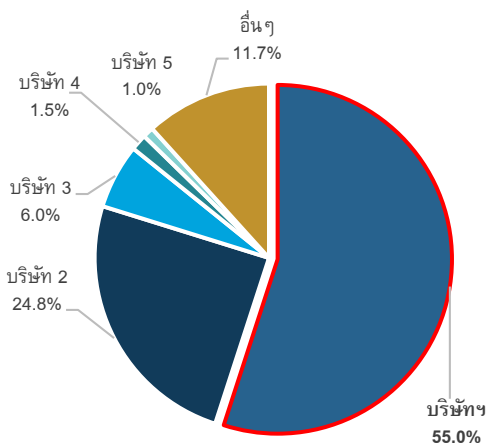
Exhibit 5: Cookies



Source: KCG

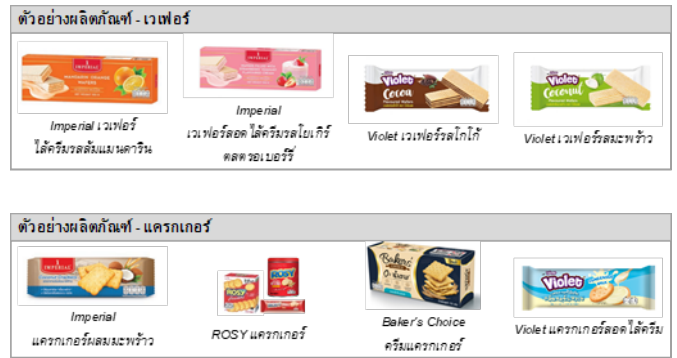
ทั้งนี้ อ้างอิงตามรายงานของ Euromonitor ซึ่งเป็นที่ปรึกษาด้านการตลาดอิสระ (Independent Market Researcher: IMR) ของบริษัท พบว่า ในปี 2564 บริษัท มีส่วนแบ่งการตลาดผลิตภัณฑ์ที่ทำจากนมเป็นอันดับ 1 ในประเทศไทย โดยมีส่วนแบ่งการตลาด สำหรับผลิตภัณฑ์เนยและชีส คิดเป็น 55% และ 31.6% ตามลำดับ

Exhibit 7: ส่วนแบ่งทางการตลาดของผลิตภัณฑ์เนยในประเทศไทยปี 2024



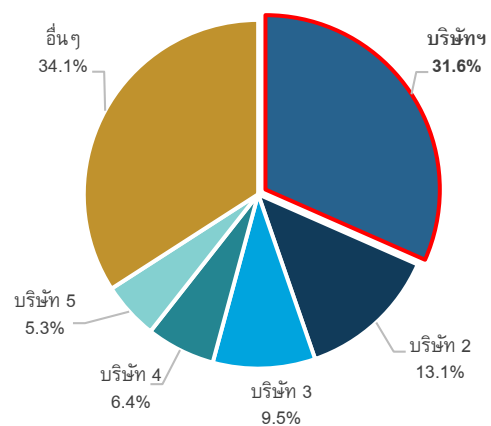
Source: KCG

Exhibit 6: Cracker และ เวเฟอร์



Source: KCG

Exhibit 8: ส่วนแบ่งทางการตลาดของผลิตภัณฑ์ชีสในประเทศไทยปี 2024

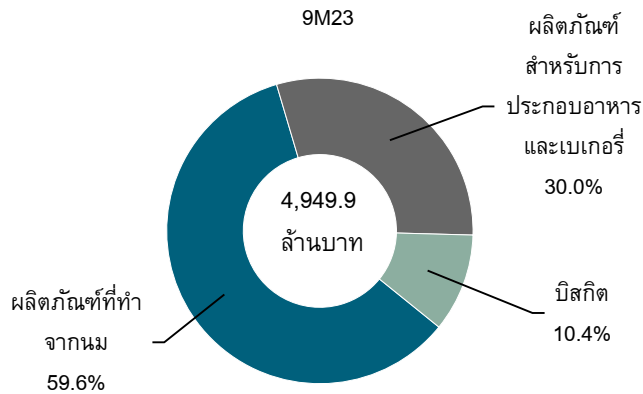


Source: KCG

โครงสร้างรายได้

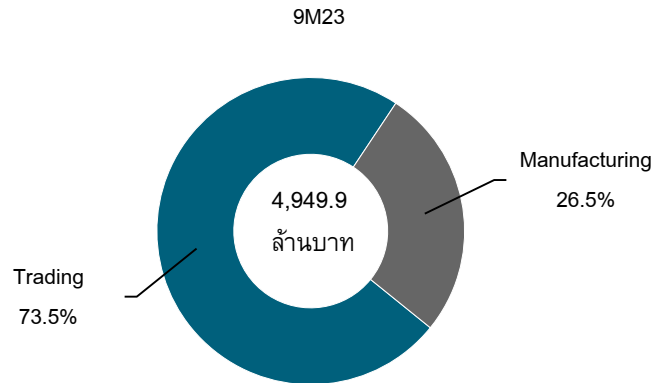
รายได้ 9M23 แยกตามประเภทของผลิตภัณฑ์ ประกอบด้วย (1) รายได้จากการขายผลิตภัณฑ์ ที่ทำจากนม (Dairy) 59.6% ของรายได้รวม (2) รายได้จากการขายผลิตภัณฑ์สำหรับการประกอบ อาหารและเบเกอรี่ และผลิตภัณฑ์อื่นๆ (FBI) คิดเป็น 30.0% ของรายได้รวม และ (3) รายได้จากการ ขายผลิตภัณฑ์ บิสกิต (Biscuits) คิดเป็น 10.4% ของรายได้รวม นอกจากนี้หากแยกตาม Operation จะแบ่งเป็น รายได้จาก การนำเข้าผลิตภัณฑ์มาขายรวม 26.5% และผลิตเองประมาณ 73.5%

Exhibit 9: โครงสร้างรายได้แยกตาม Category



Source: KCG

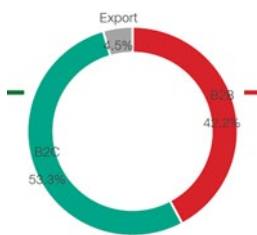
Exhibit 10: โครงสร้างรายได้แยกตาม Operation



Source: KCG

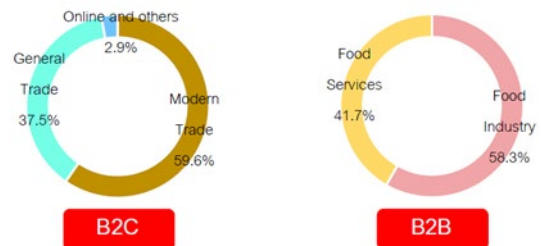
บริษัทฯ มีการจำหน่ายผลิตภัณฑ์ผ่าน 3 ช่องทางหลัก ได้แก่ ช่องทางการขายให้กลุ่มลูกค้าผู้บริโภคปลายทาง (B2C) ช่องทางการขายให้กลุ่มลูกค้าผู้ประกอบการ (B2B) และช่องทางส่งออก (Export) โดยในงวดปี 2020 - 2022 และงวด 9M23 บริษัทฯ มีรายได้จากการขายผลิตภัณฑ์ผ่านช่องทาง B2C B2B และ Export คิดเป็นสัดส่วน 53.3%, 42.2% และ 4.5% ของรายได้จากการขาย ตามลำดับ

Exhibit 11: ช่องทางการจัดจำหน่าย (9M23)



Source: KCG

Exhibit 12: สัดส่วนรายได้ของ B2C และ B2B (9M23)



Source: KCG

Exhibit 13: Sales Channel



Source: KCG

ผลิตภัณฑ์หลักของบริษัท แยกตาม Category

Exhibit 14: Products by Category

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

Source: KCG

Exhibit 15: Brand Positioning

	1 Dairy Products	2 Food and Bakery Ingredients (FBI)	3 Biscuits
Premium			
Standard			
Economy			

Source: KCG

แนวโน้มการเติบโตของอุตสาหกรรมเนยและชีสเติบโตต่อเนื่องเฉลี่ยปีละ 5-7%

ปัจจัยที่ส่งผลต่อการเติบโตและข้อจำกัดสำหรับตลาดผลิตภัณฑ์ที่ทำจากนมในประเทศไทย

- ความนิยมอาหารตะวันตกที่เพิ่มขึ้น เช่น พาสต้าและพิซซ่า เป็นปัจจัยหลักสำหรับการบริโภคชีสโดยธุรกิจผู้ให้บริการด้านอาหารและธุรกิจผลิตอาหาร
- ความต้องการของผู้บริโภคที่เพิ่มขึ้นสำหรับขนมอบสนับสนุนให้เกิดความต้องการใช้น้ำมันเนื่องจากเนยถูกใช้เป็นวัตถุดิบสำหรับช่องทางผู้ให้บริการด้านอาหาร
- การขาดการรับรู้ของผู้บริโภคและการหยุดชะงักของห่วงโซ่อุปทาน (Supply Chain) เนื่องจากสถานการณ์โควิด-19 เป็นข้อจำกัดส่วนหนึ่งของตลาดชีส
- เนยเป็นสินค้าที่มีราคาสูงจึงทำให้ผู้ประกอบการธุรกิจและผู้บริโภคบางส่วนเลือกที่จะไม่ใช้เนย

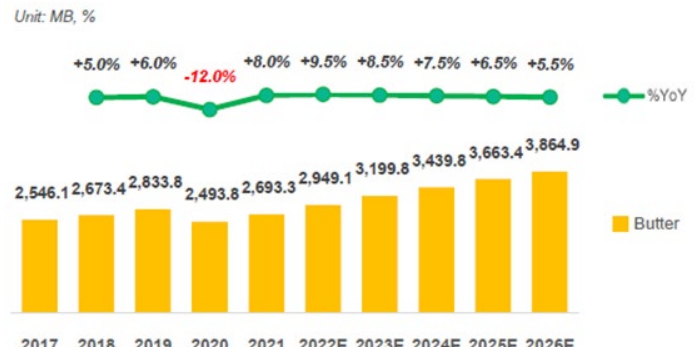
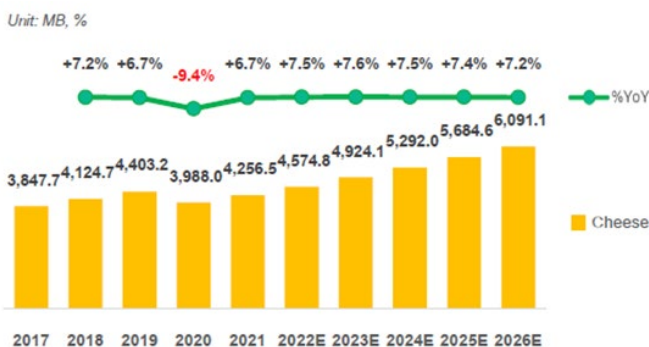
แนวโน้มตลาดผลิตภัณฑ์ที่ทำจากนมในประเทศไทย

ข้อมูลคาดการณ์ของ Euromonitor จากการค้นคว้าข้อมูลอ้างอิงและการสัมภาษณ์กลุ่มการค้ากับ ผู้มีส่วนเกี่ยวข้องในกลุ่มอุตสาหกรรมของไทย คาดตลาดเนยจะมีการเติบโตประมาณ (CAGR) อยู่ที่ 7% ระหว่างปี 2022 ถึง 2026 ซึ่งส่วนหนึ่งมาจากการฟื้นตัวของกลุ่มอุตสาหกรรมหลังผลกระทบของการแพร่ระบาดของโรค COVID-19 โดยคาดว่าจะมีขนาดตลาดมากถึง 3,900 ล้านบาทในปี 2026 ซึ่งเพิ่มจาก 2,900 ล้านบาทในปี 2022 โดยปัจจัยขับเคลื่อนการเติบโตที่สำคัญในระหว่างปี 2017 ถึง 2021 คือความสนใจของผู้บริโภคต่อขนมอบสดใหม่ เช่น ครีวซอว์ตและขนมอบที่ขายในร้านเบเกอรี่ ที่คาดว่าจะยังคงเติบโตอย่างแข็งแกร่ง และ คาดว่าการเปิดร้านเบเกอรี่และคาเฟ่จะเติบโตขึ้นอย่างต่อเนื่องในประเทศไทยด้วยเช่นกัน ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของการขยายตัวของเมืองและการปรับตัวสู่การให้บริการด้านอาหารที่หลากหลาย ด้วยเหตุนี้ จึงคาดว่ายอดขายเนยจะเติบโตอย่างมากเช่นกัน นอกจากนี้ การเปลี่ยนแปลงวิถีชีวิตของผู้บริโภคที่ชอบความสะดวกสบายมากขึ้นคาดว่าจะเป็นการ กระตุ้นการบริโภคเนยที่บ้าน โดยผู้บริโภคจะเลือกขนมปังเป็นตัวเลือกอาหารเช้าหรืออาหารว่างมากขึ้น

ส่วนตลาดชีสคาดว่าจะมีการเติบโตอย่างเด่นชัด CAGR ประมาณ 7.4% ระหว่างปี 2022 ถึง 2026 และมีมูลค่าถึง 6,100 ล้านบาทในปี 2026 โดยการเติบโตดังกล่าวมีปัจจัยขับเคลื่อนมาจากความชอบของผู้บริโภคที่เปลี่ยนแปลงไป โดยเฉพาะอย่างยิ่งความสนใจในอาหารตะวันตกที่เพิ่มขึ้น เช่น พาสต้าและพิซซ่า ซึ่งดึงดูดผู้บริโภคที่อายุน้อยและผู้ปกครองเนื่องจากความสะดวกสบายในการ จัดเตรียมอาหาร ทั้งนี้ การขยายตัวของร้านอาหารตะวันตกในประเทศไทยอย่างต่อเนื่อง และแนวโน้ม การขยายตัวของความเป็นเมือง (Urbanization) ในวงกว้าง จะช่วยผลักดันให้ความต้องการชีสเพิ่มขึ้น ในช่องทางผู้ให้บริการด้านอาหารด้วย อย่างไรก็ตาม ในระยะสั้น อัตราเงินเฟ้อและต้นทุนที่สูงขึ้น เช่น ต้นทุนการผลิตและการขนส่ง อาจเป็นอุปสรรคต่อการเติบโตในอนาคต เนื่องจากผู้ผลิตอาจต้องขึ้นราคา เพื่อชดเชยต้นทุนที่สูงขึ้น และราคาที่สูงขึ้นอาจเป็นอุปสรรคต่อผู้บริโภคในการบริโภคชีส แล้วหันไปเลือกทานอาหารที่มีราคาที่ถูกกว่าแทน

Exhibit 16: คาดการณ์มูลค่ายอดขายของตลาดเนยและการเติบโตของไทย

Exhibit 17: คาดการณ์มูลค่ายอดขายของตลาดชีสและการเติบโตของไทย



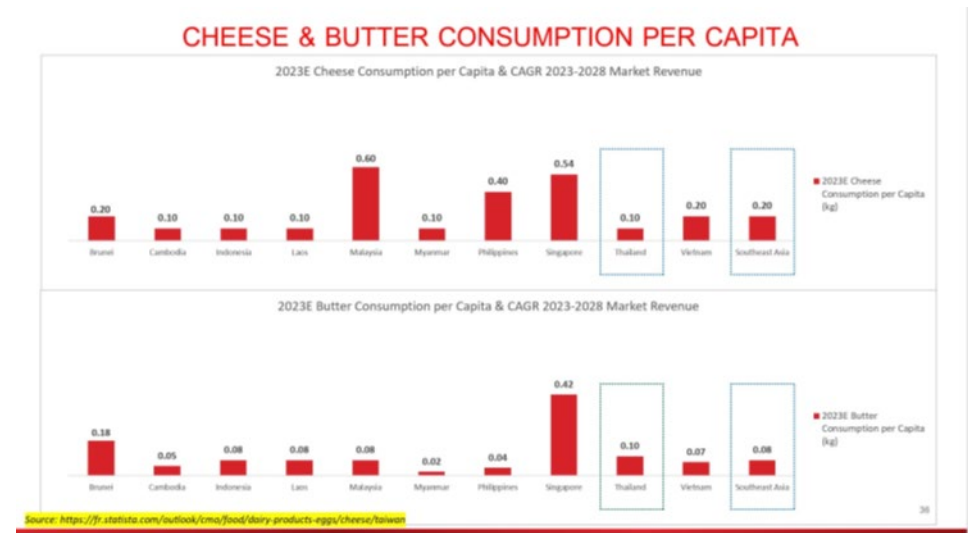
Sources: Euromonitor, KCG

Sources: Euromonitor, KCG

ประเด็นสำคัญในการลงทุน

- แนวโน้มตลาดผลิตภัณฑ์ที่ทำจากนมมีอัตราการเติบโตต่อเนื่อง ประกอบกับอัตราการบริโภคเนยและชีสต่อคนของไทยยังอยู่ในระดับต่ำทำให้มีโอกาสการเติบโตสูง นอกจากนี้ความนิยมในการบริโภคอาหารตะวันตกมีเพิ่มมากขึ้นในกลุ่มคนรุ่นใหม่ และจำนวนนักท่องเที่ยวตะวันตกที่เข้ามาเที่ยวไทยมากขึ้นจะหนุนความต้องการเพิ่มขึ้นในอนาคต

Exhibit 18: เปรียบเทียบอัตราการบริโภคชีสและเนยต่อคนต่อปีของไทยกับประเทศอื่น



Source: KCG

- บริษัทเป็นผู้ผลิตทั้งเนยและชีสในประเทศไทยและเป็นแบรนด์ที่แข็งแกร่ง ซึ่งเป็นที่รู้จักและได้รับความไว้วางใจจากผู้บริโภคมาอย่างยาวนานกว่า 60 ปี ด้วยส่วนแบ่งการตลาดทั้งสองผลิตภัณฑ์ไม่ต่ำกว่า 50% ทำให้เชื่อว่าความสำเร็จของบริษัทในอดีตจนถึงปัจจุบัน เป็นเครื่องยืนยันความยั่งยืนของบริษัทอย่างชัดเจน นอกจากนี้บริษัทไม่มีคู่แข่งโดยตรงที่นำเสนอผลิตภัณฑ์ที่ทำจากนมรวมถึงผลิตภัณฑ์อาหารที่หลากหลายที่เทียบเคียงได้กับบริษัทฯ ซึ่งการที่บริษัทฯ นำเสนอผลิตภัณฑ์ที่ครอบคลุมทั้งผลิตภัณฑ์ที่ทำจากนม ผลิตภัณฑ์บิสกิต ผลิตภัณฑ์สำหรับการประกอบอาหารและเบเกอรี่ ทำให้มีความได้เปรียบทางการแข่งขัน อย่างมีนัยสำคัญ
- บริษัทมุ่งเน้นการขยายธุรกิจปลายน้ำมากขึ้นเพื่อเพิ่ม margin ให้กับสินค้าและสร้างความต้องการในสินค้าที่ง่ายต่อการบริโภค และยังสามารถนำไปเป็นส่วนผสมกับอาหารชนิดอื่นมากขึ้น โดยเฉพาะผลิตภัณฑ์ IWS (ชีสแผ่น) ที่มียอดขายเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง เพราะเป็นสินค้าที่มีขนาดเล็กเป็น pack ๑ ละ 2 ชิ้น ซึ่งหลังจากขยายกำลังผลิตตั้งแต่เดือนตุลาคม 2023 เป็นต้นมามียอดจำหน่ายเพิ่มขึ้นอย่างก้าวกระโดดจาก 1 แสนแพคต่อเดือน เป็น 5-6 แสนแพคต่อเดือนในเดือน พฤศจิกายน 2023 นอกจากนี้บริษัทไม่ได้เป็นเพียงผู้ผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์อาหารเท่านั้น แต่ยังให้การสนับสนุนในด้านอื่นๆ แก่ลูกค้า โดยนำเสนอบริการแบบครบวงจรทั้งด้านผลิตภัณฑ์และบริการที่ตอบสนองความต้องการของลูกค้า และยังมีโรงเรียนสอนทำเบเกอรี่และอาหาร ภายใต้ชื่อ IBAF ซึ่งจะทำให้บริษัทมีฐานลูกค้าที่มั่นคงและยั่งยืนในระยะยาว

Exhibit 19: B2C Innovation/Health/Convenience



Source: KCG

Exhibit 20: B2B Products: Solution Provider



Source: KCG

- คาดกำไร 4Q23 เติบโตแข็งแกร่ง จากรายได้ที่จะเพิ่มขึ้นตาม Festive season ของทุกปี และกำลังผลิต IWS เริ่มผลิตตั้งแต่เดือน ตุลาคม 2023 หนุนให้ยอดขายเติบโตอย่างแข็งแกร่ง โดยเรคาดกำไรสุทธิ 4Q23 จะอยู่ที่ประมาณ 138 ลบ. เพิ่มขึ้น 150% q-q และ 21% y-y
- คาดกำไรสุทธิปี 2023-25 เติบโตเฉลี่ยปีละ 19% CAGR โดยกำไรสุทธิปี 2023 คาดว่าจะเติบโต 26% y-y จากการฟื้นตัวของอุตสาหกรรมอาหารหลังโควิด และเชื่อว่ารายได้จะกลับมาสูงกว่าระดับก่อนโควิด ขณะที่ปี 2024 คาดว่ากำไรสุทธิอยู่ที่ 349 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 15% y-y ส่วนใหญ่เป็นผลมาจากการขยายกำลังผลิต IWS ที่เริ่มผลิตมาตั้งแต่เดือน ตุลาคม 2023 ทำให้มีสามารถรับรู้รายได้เต็มปี ประกอบกับต้นทุนราคาวัตถุดิบมีแนวโน้มปรับตัวลดลงใน 4Q23 และน่าจะทรงตัวในปี 2024 ขณะเดียวกันโครงการ KCG logistic Park ซึ่งใช้เงินลงทุนราว 350 ล้านบาท เพื่อลดต้นทุนการขนส่ง เนื่องจากระบบคลังสินค้าแบบแช่แข็ง และรถขนส่งแบบเย็นและแช่แข็ง พร้อมทั้งจะเปิดบางส่วนตั้งแต่ 1Q24 และคาดว่าจะเปิดเต็มที่ใน 2Q24 ซึ่งบริษัทคาดว่าจะช่วยให้ประหยัดต้นทุนในการเก็บและขนส่งสินค้าลดลงประมาณ 50 ล้านบาทต่อปี นอกจากนี้ภาระดอกเบี้ยจ่ายปี 2024 จะลดลงอย่างนัยสำคัญเพราะสิ้นงวด 3Q23 บริษัทได้นำเงินที่ได้จาก IPO และเงินสดในการดำเนินงานไปชำระหนี้บางส่วนราว 1,130 ล้านบาท ทำให้มีหนี้สินรวมลดลงเหลือ 1,700 ล้านบาท

ผลประกอบการในอดีตและประมาณการกำไรสุทธิปี 2023-25

- ในช่วงปี 2020-2022 KCG มีผลการดำเนินงานที่ชะลอตัวลงจากผลกระทบของการระบาดของ COVID ส่งผลให้รายได้ปรับตัวลดลง 12% y-y ในปี 2020 แต่เริ่มฟื้นตัวได้ 6% y-y ในปี 2021 ทำให้ปี 2021 มีกำไรสุทธิ 303 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 24.2% y-y สาเหตุหลักมาจากการฟื้นตัวของความต้องการซื้อผลิตภัณฑ์ของบริษัทฯ จากการผ่อนคลายมาตรการต่างๆ ในการควบคุมการแพร่ระบาดของ COVID โดยมีอัตรากำไรสุทธิเพิ่มขึ้นจากการบริหารจัดการ ค่าใช้จ่ายในการขายและจัดจำหน่ายได้มีประสิทธิภาพมากขึ้น ต้นทุนทางการเงินลดลงจากการทยอยชำระคืนเงินกู้ ส่วนปี 2022 แม้รายได้ปรับตัวเพิ่มขึ้น 17% ในปี 2022 จากการแพร่ระบาดของ COVID เริ่มผ่อนคลายและมีการปรับราคาขายเพิ่มสูงขึ้นตามราคาวัตถุดิบที่ปรับตัวสูงขึ้น ทำให้มีกำไรสุทธิ 303 ล้านบาท ลดลง 20.5% y-y จากการปรับขึ้นของราคาวัตถุดิบที่นำเข้าเนื่องจากการขาดแคลนวัตถุดิบในตลาดโลก ภาวะสงครามรัสเซีย-ยูเครน และค่าขนส่งที่เพิ่มขึ้น
- ผลการดำเนินงาน 3Q23 บริษัทมีกำไรสุทธิ 55 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 8.9% q-q, 10.5% y-y จากรายได้ที่เพิ่มขึ้นหลังผ่านช่วง low season ใน 2Q23 และอัตรากำไรขั้นต้นที่เพิ่มขึ้นเป็น 29.9% จากต้นทุนวัตถุดิบที่ลดลง รวมถึงการใช้กำลังผลิตที่เพิ่มขึ้นทำให้เกิดประสิทธิภาพในการผลิตสูงขึ้น ส่วนงวด 9M23 มีกำไรสุทธิ 164 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 29% y-y โดยมีรายได้ที่เติบโตทุก Category และทุกช่องทางจากการจัดจำหน่าย จากความต้องการสินค้าที่เพิ่มขึ้น การออกสินค้าใหม่ และยอดขายที่เพิ่มขึ้นจากการซื้อกิจการ IDG หรือ อินโดกานา โดยประกอบธุรกิจนำเข้าและจัดจำหน่ายสินค้าประเภทอาหารแช่แข็ง เช่น เนื้อ ลีอบสเตอร์ และโคลคัท ตั้งแต่เดือนมีนาคม 2023 ขณะเดียวกันอัตรากำไรขั้นต้นได้ปรับตัวเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 28.8% จากการปรับขึ้นราคาสินค้า ตั้งแต่ 2H22 รวมถึงการบริหารจัดการต้นทุนการผลิตได้อย่างมีประสิทธิภาพ
- แนวโน้ม 4Q23 เราคาดมีกำไรสุทธิ 138 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 150% q-q, 21% y-y เนื่องจากเป็นช่วง High Season ของธุรกิจ ประกอบกับโครงการขยายกำลังการผลิต Individually Wrapped Processed Cheese Slice (IWS) จาก 2,106 ตันต่อปี เป็น 4,212 ตันต่อปี ได้เริ่มเปิดดำเนินการในเชิงพาณิชย์แล้วบางส่วนตั้งแต่เดือน ตุลาคม 2023 เป็นต้นมา และคาดว่าจะสามารถผลิตได้เต็มที่ในอีก 3-5 ปีข้างหน้า นอกจากนี้อัตรากำไรขั้นต้นจะปรับเพิ่มขึ้นแต่ละระดับ 32.3% ตามรายได้ที่ปรับเพิ่มขึ้น และต้นทุนวัตถุดิบที่ลดลง ทำให้เราคาดว่าทั้งปี 2023 จะมีอัตรากำไรขั้นต้นอยู่ที่ 30% ซึ่งเป็นระดับปกติเดียวกับช่วงก่อนโควิด

Exhibit 21: 3Q23 Earnings results

Profit & Loss Statement	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	---- Change ----		----- 9M23 -----		
Year to Dec 31	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(q-q %)	(y-y %)	(THB m)	(y-y%)	(%23E)
Revenue	1,297	1,356	1,573	1,931	1,708	1,561	1,681	7.7	6.9	4,950	17	70
Gross profit	398	381	421	566	461	463	502	8.5	19.4	1,426	19	67
Operating costs	367	335	374	398	379	383	424	10.7	13.3	1,186	10	68
Operating profit	31	46	47	168	82	80	78	(2.0)	67.5	240	94	62
Other income	23	23	32	(2)	15	10	13	31.9	(60.4)	38	(51)	48
Interest expense	11	12	13	18	23	23	18	(19.7)	44.2	64	84	86
Profit before tax	43	57	66	149	74	67	73	8.9	9.9	213	28	59
Tax	11	12	16	35	16	16	17	8.9	8.3	49	26	68
Reported net profit	32	45	50	114	58	51	55	8.9	10.5	164	29	54
Key Ratios (%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(ppt)	(ppt)	(%)	(ppt)	
Gross margin	30.7	28.1	26.7	29.3	27.0	29.6	29.9	0.2	3.1	28.8	0.4	
Recurring net margin	4.1	5.1	5.2	9.5	5.3	5.3	5.3	0.0	0.1	5.3	0.4	
SG&A / Sales	28.3	24.7	23.8	20.6	22.2	24.5	25.2	0.7	1.4	24.0	(1.5)	
Effective tax rate	24.7	21.6	24.2	23.4	21.2	23.8	23.8	0.0	(0.4)	22.9	(0.5)	

Source: KCG

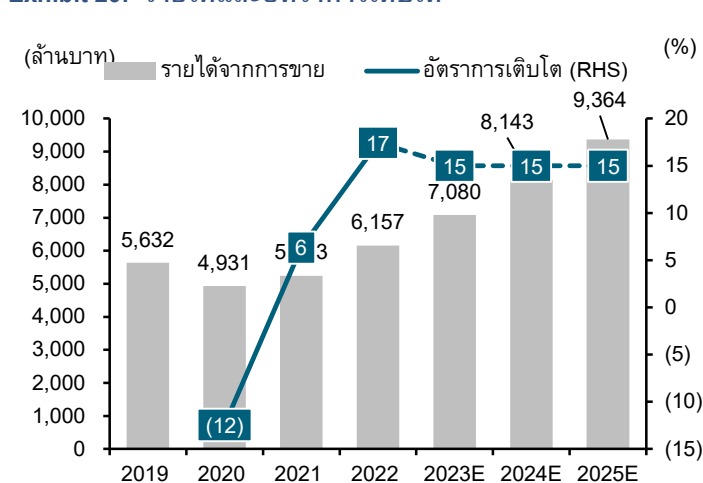
- เราคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2023-25 เติบโตเฉลี่ย 18.7% ต่อปี ภายใต้สมมติฐานตามตารางล่างนี้ โดยปี 2023 เราคาดการณ์รายได้จะอยู่ที่ 7,080 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 17.4% y-y หลักๆ มาจากยอดขายเพิ่มขึ้นทุกผลิตภัณฑ์ และทุกช่องทางการจัดจำหน่าย รวมถึงมีรายได้เพิ่มจากการซื้อกิจการ IDG ที่ซื้อมาตั้งแต่เดือนมีนาคม 2023 ประกอบกับโครงการขยายกำลังผลิตของผลิตภัณฑ์ IWS เพิ่มขึ้นจาก 2,106 ตันต่อปี เป็น 4,212 ตันต่อปี ได้เริ่มเปิดดำเนินการในเชิงพาณิชย์ แล้วบางส่วนตั้งแต่เดือนตุลาคม 2023 เป็นต้นมา ใช้อัตรากำไรขั้นต้นปรับขึ้นเป็น 30% จากต้นทุนวัตถุดิบที่มีแนวโน้มลดลงสู่ระดับปกติ และค่าเงินบาทที่มีแนวโน้มแข็งค่าจะทำให้ราคานำเข้าวัตถุดิบปรับลง ขณะที่ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารปรับขึ้นเล็กน้อยอยู่ที่ระดับ 24.5% จากค่าใช้จ่ายในการทำตลาดสินค้าใหม่เพิ่มขึ้น โดยรวมจึงทำให้มีกำไรสุทธิ 303 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 26% y-y
- สำหรับปี 2024 คาดมีกำไรสุทธิ 349 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 15% y-y จากรายได้ที่เพิ่มขึ้นตามความต้องการสินค้าที่เพิ่มขึ้นทุกช่องทางการจัดจำหน่าย การออกสินค้าใหม่ บวกกับรับรู้รายได้เต็มปีจากการขยายการผลิตของโรงงานผลิต IWS ขณะที่อัตรากำไรขั้นต้นที่คาดว่าจะทรงตัวอยู่ในระดับปกติของบริษัทที่ 30% หรืออาจดีขึ้นมากกว่านี้เนื่องจากบริษัทมีโครงการ KCG Logistics Park เงินลงทุน 350 ล้านบาท ที่จะเป็นศูนย์กระจายสินค้าและคลังสินค้าบนพื้นที่ 11,500 ตารางเมตร เพื่อจัดเก็บสินค้าและวัตถุดิบ คาดว่าแล้วเสร็จประมาณ 2Q24 ซึ่งจะช่วยลดค่าเช่าได้ปีละ 50 ล้านบาท จากปัจจุบันที่ต้องเช่าคลังสินค้าที่อื่นและจะช่วยให้การกระจายสินค้าและคลังสินค้าประเภทอาหารที่มีมาตรฐานสูงและมีประสิทธิภาพ นอกจากนี้ภาระดอกเบี้ยจ่ายปี 2024 จะลดลงอย่างน้อยสำคัญ เพราะบริษัทได้นำเงินที่ได้จาก IPO และเงินสด ในการดำเนินงานไปชำระหนี้บางส่วนราว 1,130 ล้านบาท ทำให้มีหนี้สินรวมลดลงเหลือ 1,700 ล้านบาท ณ สิ้น 3Q23

Exhibit 22: Key Assumption

	2022	2023E	2024E	2025E
Net Sales Growth	17.4%	15.0%	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)	35.50	34.00	33.50	33.00

Sources: KCG, FSSIA estimate

Exhibit 23: รายได้และอัตรากำไรเติบโต



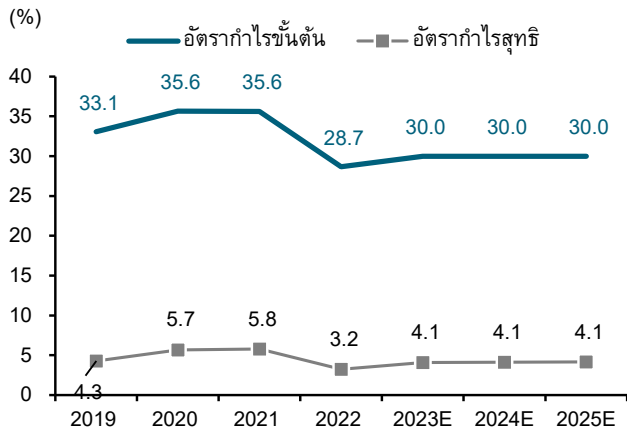
Sources: KCG, FSSIA estimate

Exhibit 24: กำไรสุทธิและอัตรากำไรเติบโต



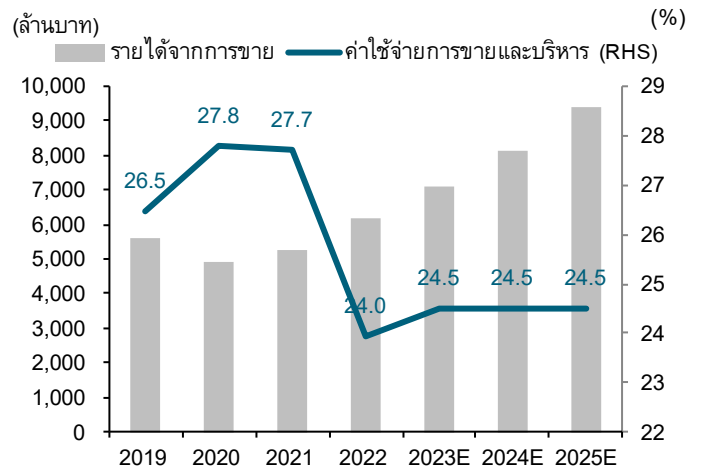
Sources: KCG, FSSIA estimate

Exhibit 25: อัตรากำไรขั้นต้นและอัตรากำไรสุทธิ



Sources: KCG, FSSIA estimate

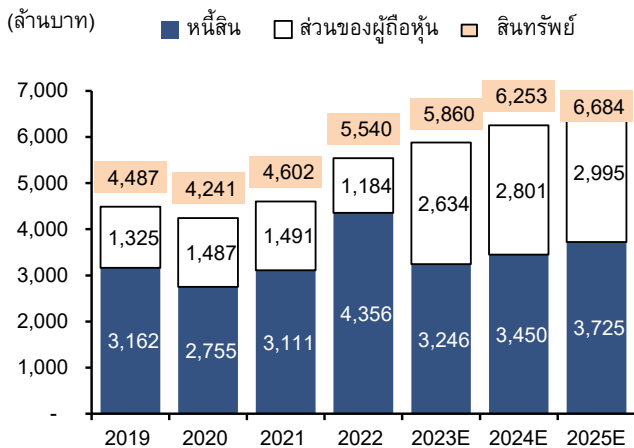
Exhibit 26: ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร



Sources: KCG, FSSIA estimate

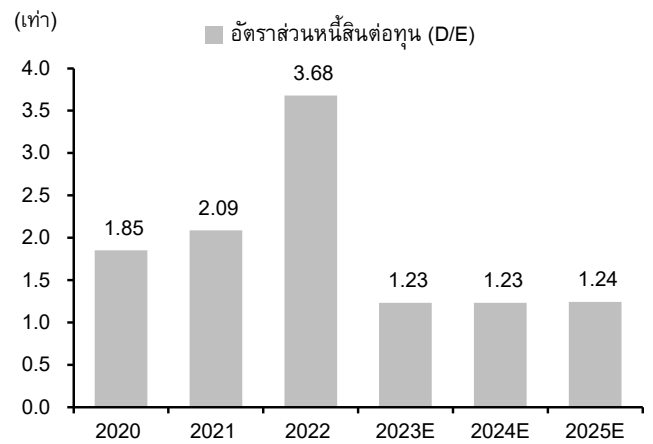
- บริษัทมีฐานะทางการเงินที่แข็งแกร่ง โดยมีอัตราหนี้สินต่อทุนลดลงจาก 3.68 เท่าในปี 2022 เหลือเพียง 1.23 เท่าในปี 2023 จากการนำเงินที่ได้จาก IPO ไปชำระหนี้ราว 1,300 ล้านบาท ในช่วง 3Q23 และคาดว่าจะทรงตัวอยู่ในระดับนี้ในปี 2024-25 โดยบริษัทมี Cost of fund อยู่ที่ ประมาณ 3%

Exhibit 27: สินทรัพย์ หนี้สิน และส่วนของผู้ถือหุ้น



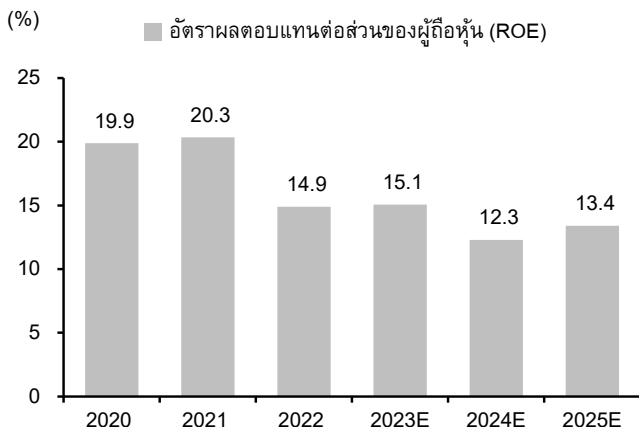
Sources: KCG, FSSIA estimate

Exhibit 28: อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน



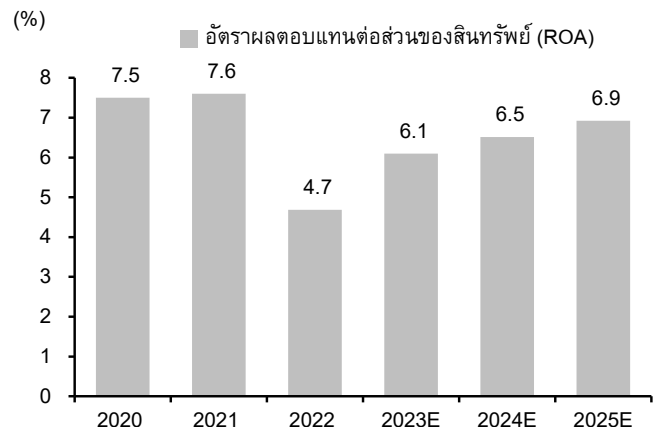
Sources: KCG, FSSIA estimate

Exhibit 29: ROE



Sources: KCG, FSSIA estimate

Exhibit 30: ROA



Sources: KCG, FSSIA estimate

มูลค่าเหมาะสม 12 บาท/หุ้น

เราประเมินมูลค่าหุ้นโดยอิง PE ปี 2024 ที่ 18.8 เท่า เท่ากับค่าเฉลี่ยกลุ่มอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่ม ได้ราคาเหมาะสมปี 2024 ที่ 12 บาท ขณะที่ราคาหุ้น KCG ปัจจุบันที่ 8.65 บาท/หุ้น ซื้อขายกันที่ระดับ P/E ปี 2024 ที่ 13.5 เท่า บนกำไรต่อหุ้นสุทธิปี 2024 ที่ 0.64 บาท/หุ้น ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่ม ประกอบด้วย NSL SNNP XO TKN TU M RBF ZEN TACC CBG OSP SAPPE และ ICHI ที่ราคาหุ้นปัจจุบันซื้อขายกันที่ระดับ P/E ปี 2024 ที่ 18.8 เท่า ถือว่าไม่แพง และมี upside สูงถึง 38.7% จากราคาเป้าหมายปี 2024 ของเราที่ 12 บาท และคาดมีอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล 2.5-3.7% ต่อปี

Exhibit 31: เปรียบเทียบมูลค่าหุ้นในกลุ่มอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่ม

Company	BBG	Market Cap (USD m)	-- EPS growth --		----- PE -----		----- ROE -----		----- PBV -----		---- DivYld ----	
			23E (%)	24E (%)	23E (x)	24E (x)	23E (%)	24E (%)	23E (x)	24E (x)	23E (x)	24E (x)
Beverage												
Carabao Group	CBG TB	2,339	(16.0)	48.0	42.8	28.9	17.4	23.6	7.2	6.5	1.5	2.2
Osotspa	OSP TB	1,939	14.1	20.7	31.2	25.9	12.6	16.2	4.2	4.2	5.3	3.5
Sappe	SAPPE TB	662	78.9	11.7	19.6	17.5	34.9	35.7	6.5	6.0	3.8	4.3
Ichitan Group	ICHI TB	547	53.5	7.2	19.3	18.0	16.2	17.4	3.1	3.1	5.2	5.6
Beverage average		5,488	66.2	9.5	28.2	22.6	20.3	23.2	5.3	4.9	4.0	3.9
Food												
Thai union Group	TU TB	1,957	(37.7)	27.5	17.5	13.7	5.2	6.5	0.9	0.9	3.3	4.0
MK Restaurants Group	M TB	1,048	19.0	16.7	21.5	18.4	12.6	14.4	2.7	2.6	4.0	4.6
R&B Food Supply	RBF TB	757	44.6	16.3	40.1	34.5	14.8	16.3	5.8	5.4	1.5	1.7
Srinanaporn Marketing	SNNP TB	442	25.5	13.3	24.0	21.2	20.9	22.6	5.0	4.6	2.7	3.3
NSL Food	NSL TB	161	7.2	13.6	17.8	15.6	22.2	24.1	3.9	3.7	5.0	5.7
Zen Corp Group	ZEN TB	83	11.9	16.0	17.0	14.6	12.8	13.6	2.1	1.9	1.8	2.0
TAC Consumer	TACC TB	74	(13.0)	22.7	13.0	10.6	26.0	31.0	3.3	3.2	6.9	8.5
Taokaenoi Food&Marketing*	TKN TB	365	64.8	13.3	17.5	15.5	32.7	33.1	5.4	4.9	11.7	10.4
EXOTIC Food*	XO TB	339	107.8	14.6	16.6	14.5	40.9	36.0	6.0	4.9	14.5	12.8
KCG Corporation	KCG TB	136	3.3	16.3	15.6	13.7	15.0	12.1	1.8	1.7	2.5	3.2
Food average		5,360	25.6	16.7	20.0	17.2	19.8	20.7	3.7	3.4	6.2	6.2
Total average		10,848	27.7	18.2	22.4	18.8	20.0	21.4	4.1	3.8	5.6	5.6

Sources: * Bloomberg consensus, FSSIA estimate

Financial Statements

KCG Corporation

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	5,243	6,157	7,080	8,143	9,364
Cost of goods sold	(3,375)	(4,391)	(4,956)	(5,700)	(6,555)
Gross profit	1,868	1,766	2,124	2,443	2,809
Other operating income	0	0	0	0	0
Operating costs	(1,452)	(1,475)	(1,735)	(1,995)	(2,294)
Operating EBITDA	592	476	578	651	734
Depreciation	(176)	(185)	(189)	(203)	(219)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	416	291	389	448	515
Net financing costs	(43)	(53)	(75)	(75)	(75)
Associates	0	0	0	0	0
Recurring non-operating income	14	34	45	45	45
Non-recurring items	0	42	15	15	15
Profit before tax	387	315	374	433	500
Tax	(84)	(74)	(72)	(84)	(97)
Profit after tax	303	241	303	349	403
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	0	0	0	0	0
Other items	0	0	0	0	0
Reported net profit	303	241	303	349	403
Non-recurring items & goodwill (net)	0	(42)	(15)	(15)	(15)
Recurring net profit	303	199	288	334	388
Per share (THB)					
Recurring EPS *	0.78	0.51	0.53	0.61	0.71
Reported EPS	0.78	0.62	0.56	0.64	0.74
DPS	0.90	1.41	0.22	0.28	0.32
Diluted shares (used to calculate per share data)	390	390	545	545	545
Growth					
Revenue (%)	6.3	17.4	15.0	15.0	15.0
Operating EBITDA (%)	6.5	(19.5)	21.5	12.6	12.7
Operating EBIT (%)	7.1	(29.9)	33.6	15.0	15.0
Recurring EPS (%)	(8.3)	(34.2)	3.3	16.3	16.1
Reported EPS (%)	5.1	(20.5)	(10.2)	15.4	15.4
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	35.6	28.7	30.0	30.0	30.0
Gross margin exc. depreciation (%)	39.0	31.7	32.7	32.5	32.3
Operating EBITDA margin (%)	11.3	7.7	8.2	8.0	7.8
Operating EBIT margin (%)	7.9	4.7	5.5	5.5	5.5
Net margin (%)	5.8	3.2	4.1	4.1	4.1
Effective tax rate (%)	21.7	27.0	20.0	20.0	20.0
Dividend payout on recurring profit (%)	115.6	276.1	41.9	45.3	45.0
Interest cover (X)	10.1	6.2	5.8	6.6	7.5
Inventory days	102.2	108.7	117.2	101.7	88.2
Debtor days	75.1	72.5	72.2	72.2	72.2
Creditor days	106.4	97.7	92.6	91.6	91.4
Operating ROIC (%)	11.4	6.6	8.5	9.5	10.5
ROIC (%)	11.0	6.8	8.7	9.4	10.2
ROE (%)	20.3	14.9	15.0	12.1	13.1
ROA (%)	7.6	4.7	6.1	6.5	6.8
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted					
Revenue by Division (THB m)					
Daily products	3,172	3,598	4,248	4,886	5,618
Food and bakery ingredients	1,388	1,734	1,983	2,280	2,622
Biscuits	683	825	850	977	1,124

Sources: KCG Corporation; FSSIA estimates

Financial Statements

KCG Corporation

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Recurring net profit	303	199	288	334	388
Depreciation	176	185	189	203	219
Associates & minorities	0	0	0	0	0
Other non-cash items	0	0	0	0	0
Change in working capital	212	(216)	(33)	(49)	(36)
Cash flow from operations	691	168	444	489	571
Capex - maintenance	(158)	(200)	(250)	(300)	(300)
Capex - new investment	0	0	0	0	0
Net acquisitions & disposals	(175)	(666)	(24)	(27)	(31)
Other investments (net)	0	0	0	0	0
Cash flow from investing	(333)	(867)	(274)	(327)	(331)
Dividends paid	(350)	(550)	(121)	(151)	(175)
Equity finance	51	2	1,292	0	0
Debt finance	(29)	1,227	(1,316)	(22)	(5)
Other financing cash flows	0	0	0	0	0
Cash flow from financing	(328)	679	(145)	(173)	(180)
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	9	42	15	15	15
Net other adjustments	9	42	15	15	15
Movement in cash	38	21	40	3	74
Free cash flow to firm (FCFF)	399.88	(646.65)	244.85	236.31	314.35
Free cash flow to equity (FCFE)	337.26	569.66	(1,131.58)	154.26	248.91

Per share (THB)

FCFF per share	0.73	(1.19)	0.45	0.43	0.58
FCFE per share	0.62	1.05	(2.08)	0.28	0.46
Recurring cash flow per share	1.23	0.98	0.87	0.99	1.11

Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Tangible fixed assets (gross)	3,466	3,525	3,775	4,075	4,375
Less: Accumulated depreciation	(1,600)	(1,643)	(1,832)	(2,035)	(2,254)
Tangible fixed assets (net)	1,866	1,881	1,942	2,039	2,120
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	353	375	414	417	491
A/C receivable	1,143	1,302	1,497	1,722	1,980
Inventories	974	1,531	1,531	1,531	1,531
Other current assets	66	125	143	165	189
Current assets	2,536	3,332	3,586	3,835	4,192
Other assets	200	326	375	431	496
Total assets	4,602	5,540	5,903	6,305	6,808
Common equity	1,491	1,184	2,658	2,856	3,084
Minorities etc.	0	0	0	0	0
Total shareholders' equity	1,491	1,184	2,658	2,856	3,084
Long term debt	339	283	96	74	69
Other long-term liabilities	151	168	193	222	255
Long-term liabilities	491	450	289	296	324
A/C payable	1,114	1,137	1,283	1,476	1,697
Short term debt	1,403	2,686	1,556	1,556	1,556
Other current liabilities	103	83	117	122	148
Current liabilities	2,620	3,906	2,957	3,154	3,401
Total liabilities and shareholders' equity	4,602	5,540	5,904	6,306	6,809
Net working capital	966	1,738	1,771	1,820	1,856
Invested capital	3,031	3,946	4,089	4,290	4,472

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

Per share (THB)

Book value per share	3.82	3.03	4.88	5.24	5.66
Tangible book value per share	3.82	3.03	4.88	5.24	5.66

Financial strength

Net debt/equity (%)	93.2	219.2	46.6	42.5	36.8
Net debt/total assets (%)	30.2	46.8	21.0	19.2	16.7
Current ratio (x)	1.0	0.9	1.2	1.2	1.2
CF interest cover (x)	8.9	11.8	(14.1)	3.1	4.3

Valuation	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Recurring P/E (x) *	11.0	16.7	16.2	13.9	12.0
Recurring P/E @ target price (x) *	15.5	23.5	22.7	19.6	16.9
Reported P/E (x)	11.0	13.8	15.4	13.3	11.6
Dividend yield (%)	10.5	16.5	2.6	3.2	3.7
Price/book (x)	2.2	2.8	1.8	1.6	1.5
Price/tangible book (x)	2.2	2.8	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA (x) **	8.0	12.5	10.2	9.0	7.9
EV/EBITDA @ target price (x) **	10.3	15.3	13.4	11.9	10.5
EV/invested capital (x)	1.6	1.5	1.4	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. <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 & 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 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 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.

Company	Ticker	Price	Rating	Valuation & Risks
KCG Corporation	KCG TB	THB 8.55	BUY	1) ราคาวัตถุดิบปรับขึ้นมากกว่าคาด 2) ค่าเงินบาทอ่อนค่าจะกระทบต่อต้นทุนนำเข้าสินค้าและวัตถุดิบที่สูงขึ้น 3) แผนการขยายกำลังผลิตไม่เป็นไปตามแผน

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 12-Dec-2023 unless otherwise stated.

RECOMMENDATION STRUCTURE

Stock ratings

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

BUY (B). The upside is 10% or more.

HOLD (H). The upside or downside is less than 10%.

REDUCE (R). The downside is 10% or more.

Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on market price and the formal recommendation.

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

Industry Recommendations

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

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

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

Country (Strategy) Recommendations

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

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

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