

Zen Corporation Group

(ZEN.BK/ZEN TB)*

Outperform • Maintained

Price as of 25 May 2023	13.10
12M target price (Bt/shr)	16.70
Unchanged/Revised up(down)(%)	(22.7)
Upside/downside (%)	27.5

Key messages

ผู้บริหาร ZEN คาดธุรกิจร้านอาหารและยอดขายสินค้าปลีกที่ดีขึ้นจะช่วยหนุนรายได้เพิ่มขึ้น QoQ ขณะที่ เราคงมองค่านับต่อแนวโน้มกำไรสุทธิของ ZEN อย่างไรก็ดีตาม ผลจากการปรับลดอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) รายได้และสัดส่วน SG&A/ยอดขายลง ทำให้ ประสิทธิภาพการกำไรสุทธิปี 2566F/2567F เราลดลง 14%/9% นอกจากนี้ เราได้ปรับลดค่า PE ลงมาใหม่ที่ 27x (จากเดิมที่ 30x) เพื่อให้สอดคล้องกับค่าเฉลี่ย PE ของหุ้นในกลุ่มเดียวกันและการประมาณการกำไรใหม่ ใดราคาเป้าหมายสิ้นปี 2566 ใหม่ที่ 16.70 บาท (จากเดิมที่ 21.60 บาท) และยังคงคำแนะนำซื้อ หุ้น ZEN

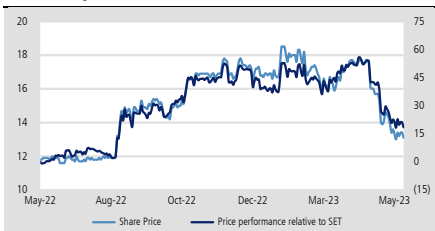
Trading data

Mkt cap (Btmn/US\$m)	3.9/119		
Outstanding shares (mn)	300		
Foreign ownership (mn)	82.7		
3M avg. daily trading (mn)	0.4		
52-week trading range (Bt)	11.6-18.5		
Performance (%)	3M	6M	12M
Absolute	-22.5	-26.4	12.0
Relative	-17.6	-22.3	19.1

Quarterly EPS

	1Q	2Q	3Q	4Q
2021	0.09	(0.22)	(0.20)	0.03
2022	0.03	0.15	0.17	0.18
2023	0.11			

Share price chart



Source: SET

Sumek Chantrasuriyarat
66.2658.8888 Ext. 8840
sumekc@kgi.co.th

Panthip Apai
66.2658.8888 Ext. 8856
panthipa@kgi.co.th

คาดแนวโน้มอัตรากำไรดีขึ้น

Event

ประชุมนักวิเคราะห์และปรับลดประมาณการกำไรสุทธิลง

Impact

คาดแนวโน้มรายได้เติบโตต่อเนื่อง

Guidance จากผู้บริหารคาดการณ์รายได้เพิ่มขึ้น QoQ ขณะที่เราคาดอัตราการเติบโตของรายได้ในสาขาเดิม (Same-store-sale-growth : SSSG) QTD อยู่กลาง ๆ ตัวเลขหลักเดียว (เทียบกับ 12.5% ใน 1Q65) เนื่องจากฐาน 2Q65 สูง ในขณะที่ ZEN รุกขยายสาขาต่อเนื่องใน 2H66 มีทั้งการเปิดร้านใหม่ที่บริษัทเป็นเจ้าของจำนวน 15 ร้าน และร้าน franchise จำนวน 13 ร้าน โดยใน 1Q66 บริษัทได้เปิดสาขาใหม่ที่บริษัทร่วมถือหุ้น ได้แก่ ร้าน AKA ใหม่ 2 ร้านและร้าน franchise อีก 3 ร้าน (แบรนด์คัมภีร์/เวียง อย่างละ 1 ร้านและ 2 ร้าน) นอกจากนี้ ZEN ยังเดินหน้าขายคัสตัมสินค้าและคนแลเนื้อปลา (fish butcher) ตามการเติบโตของธุรกิจปี 2566 โดยบริษัทมีเป้าหมายรายได้ที่ 450-500 ล้านบาท ซึ่งใกล้เคียงกับประมาณการที่เราคาดและมีโอกาสเป็นไปได้ที่ 486 ล้านบาท

คาดแนวโน้มต้นทุนวัตถุดิบลดลงช่วยให้ margin ดีขึ้น

ถึงแม้ว่าต้นทุนวัตถุดิบสูงขึ้น (ราคาปลาแซลมอน) เป็นสาเหตุหลักกดดันให้ GPM ใน 1Q66 ต่ำกว่าเราคาด ขณะที่เราเห็นว่าแนวโน้มการลดลงของราคาปลาแซลมอน QTD (ลดลง 5-10% จากสิ้นเดือนมีนาคม 2566) รวมทั้งราคาหมูลดลง (figure 3) จะทำให้ GPM ใน 2Q66 ดีขึ้น QoQ นอกจากนี้ หากราคาปลาแซลมอนยังคงลดลงต่อเนื่องใน 2H66 เราคาด GPM จะสูงขึ้น อย่างไรก็ดีตาม เรามองว่าประมาณการ GPM ทั้งปีของเราที่ 46.0% อาจจะสูงเกินไป

การปรับลดประมาณการเราลงสะท้อนมุมมองค่อนข้างระมัดระวังด้านอัตรากำไร (margin)

เรายังคงมองเชิงบวกต่อแนวโน้มกำไรสุทธิของ ZEN จะดีขึ้น QoQ แต่อย่างไรก็ตาม ผลการดำเนินงาน 1Q66 ออกมาต่ำกว่าเราคาด เราจึงปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2566F/2567F ลง 14%/9% บนสมมติฐานการปรับลดของ i) GPM ลงมาที่ 44.2%/45.1% (จากเดิม 46.0%/46.3%) ii) รายได้รายปีลดลงปี 2% หลัก ๆ จากการลดลงของร้านที่บริษัทเป็นเจ้าของและร้าน franchise และ iii) สัดส่วน SG&A/ยอดขายลดลงปีละ 1% จากผลการดำเนินงานดีกว่าเราคาด

Valuation & Action

หลังจากเราปรับลดประมาณการใหม่ กำไรสุทธิปี 2566F ของ ZEN ยังคงเติบโตอยู่ที่ 185 ล้านบาท (+21% YoY) จะเป็นเพราะมีรายได้ดีขึ้นเป็นหลัก และปี 2567F อยู่ที่ 227 ล้านบาท (+23% YoY) ทั้งนี้ เพื่อสะท้อนการปรับลดประมาณการกำไรลง เราจึงลดค่า PE ลงเพื่อให้สอดคล้องกับค่าเฉลี่ย PE ของหุ้นในกลุ่มเดียวกันที่ 27x (จากเดิมที่ 30x) ทำให้ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2566 ลดลงใหม่ที่ 16.70 บาท (จากเดิมที่ 21.60 บาท) และยังคงคำแนะนำซื้อ หุ้น ZEN

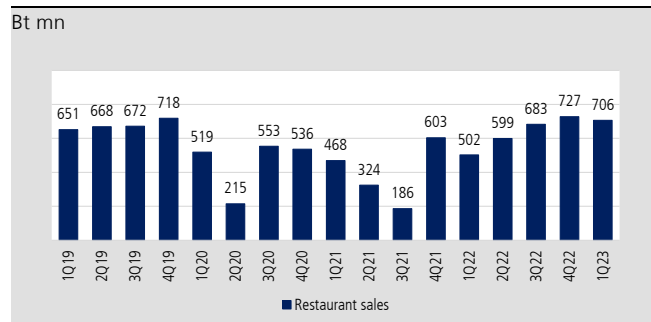
Risks

เศรษฐกิจฟื้นตัวช้าเกินคาด และ การขยายสาขา franchise ได้ช้าเกินคาด

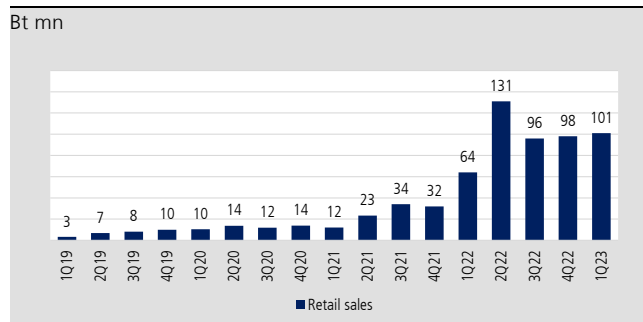
Key financials and valuations

	Dec - 19A	Dec - 20A	Dec - 21A	Dec - 22A	Dec - 23F	Dec - 24F
Revenue from sales of goods (Btmn)	3,027	2,214	2,146	3,306	3,687	3,963
Net Profit (Btmn)	106	(64)	(92)	154	185	227
Normalized Profit (Btmn)	114	(50)	(92)	154	185	227
EPS (Bt)	0.35	(0.21)	(0.31)	0.51	0.62	0.76
DPS (Bt)	0.14	0.00	0.00	0.16	0.25	0.30
EPS Growth (%)	(43.2)	N.A.	N.A.	N.A.	20.5	22.6
P/E (X)	39.3	N.A.	N.A.	25.7	21.4	17.4
P/B (X)	2.9	2.8	3.1	2.9	2.7	2.5
EV/EBITDA (X)	8.0	10.2	12.3	5.9	5.5	4.9
Net Debt to Equity (X)		Net cash	0.6	0.5	0.4	0.5
Dividend Yield (%)	1.0	0.0	0.0	1.2	1.9	2.3
Return on Average Equity (%)	7.4	(5.3)	(7.9)	11.4	12.9	14.5

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 1: Restaurant sales


Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 2: Retail sales


Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 3: Raw material costs

Raw materials	Assume Portion	1Q23	QTD	%Chg in price	%Chg in costs
Meats					
Salmon (Bt/Kg)	20%	104	114	10%	2%
Pork (Bt/Kg)	20%	152	131	-14%	-3%
Chicken (Bt/Kg)	10%	68	70	3%	0%
Shrimp (Bt/Kg)	10%	255	235	-8%	-1%
Egg (unit)	5%	4.0	4.3	6%	0%
Vegetables					
Cabbage (Bt/Kg)	5%	19	20	4%	0%
Water spinach (Bt/Kg)	5%	22	20	-8%	0%
Total	75%			-7%	-1%

 Source: Thai Union Group, MOC, KGI Securities Research
 *Salmon price QTD is the price in April 2023

Figure 4: Earnings revision

	2023F			2024F		
	Revised	Previous	Change Percent	Revised	Previous	Change Percent
Financials (Btmn)						
Sales	3,687	3,779	(2.4)	3,963	4,063	(2.4)
COGS	2,057	2,041	0.8	2,176	2,182	(0.3)
SG&A	1,449	1,527	(5.1)	1,558	1,641	(5.1)
Net profit	185	215	(13.9)	227	251	(9.4)
EPS (Bt/shr)	0.62	0.72	(13.9)	0.76	0.84	(9.4)
Key financial ratio (%)						
GPM	44.2	46.0	(1.8)	45.1	46.3	(1.2)
SG&A/Sale	39.3	40.4	(1.1)	39.3	40.4	(1.1)
Net profit margin	5.0	5.7	(0.7)	5.7	6.2	(0.4)
Key performance driver						
SSSG (%)	7.0	5.0	2.0	3.0	3.0	0.0
Franchise outlets	204	215	(11.0)	205	240	(35.0)
Retail sales (Bt mn)	486	486	0.0	583	583	0.0

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 5: Key assumptions

	Unit	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
Restaurant Revenue	Btmn	2,704	1,823	1,581	2,511	2,798	2,995
Food delivery and catering	Btmn	102	212	321	251	205	200
Franchise-related Revenue	Btmn						
Franchise fee		76	70	62	64	68	61
Raw material sales		192	130	142	173	184	185
Total Franchise Revenue		268	200	205	237	252	246
Retail merchandises	Btmn	28	50	101	389	486	583
Number of branches	Branch						
Equity branches		174	148	147	155	170	185
Franchise branches		171	198	208	190	204	205
Number of branches	Branch						
Zen		48	45	45	49	54	59
AKA		28	28	29	44	49	54
On the Table		24	28	28	32	38	43
Other Japanese foods		13	7	7	5	5	5
Khiang		49	78	109	82	84	85
Other Thai foods		183	160	135	133	144	144
SSSG	%	(4.7)	(30.4)	0.8	25.5	7.0	3.0
Gross profit margin (GPM)	%	46.4	44.5	42.1	44.4	44.2	45.1
SG&A	%	45.7	51.5	50.6	40.2	39.3	39.3

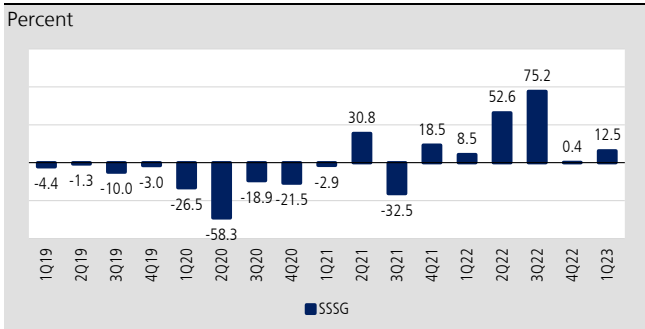
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 6: Company profile

Zen Corporation Group (ZEN) is a food services company. Its business segments consist of i) restaurant business, ii) franchise business, and iii) other food-related businesses (delivery and retail merchandise). As of 2022, ZEN operates 13 different restaurant brands with total 345 branches, accounted for 45% of equity outlets. There are 7 Japanese restaurant brands (e.g., Zen, AKA Yakimiku, On the Table), and 6 Thai foods restaurant brands (e.g., Kiang, Tummour).

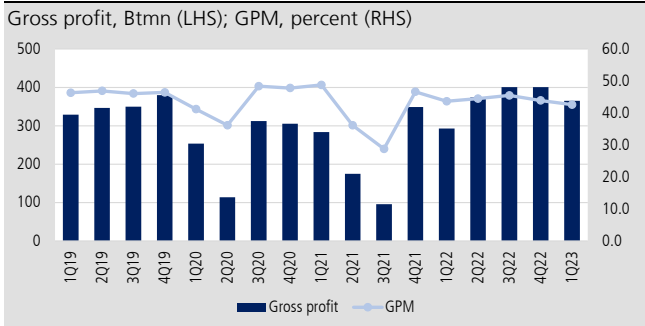
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 8: SSSG



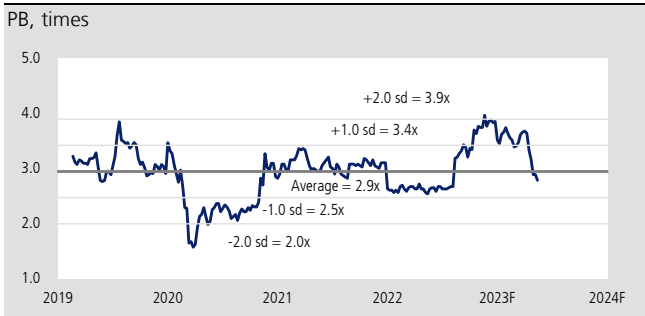
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 10: Gross profits and GPM



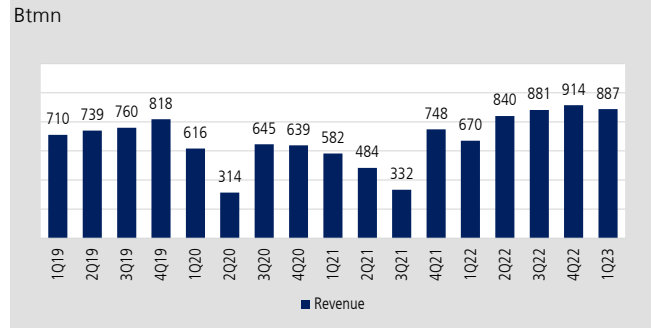
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 12: PB



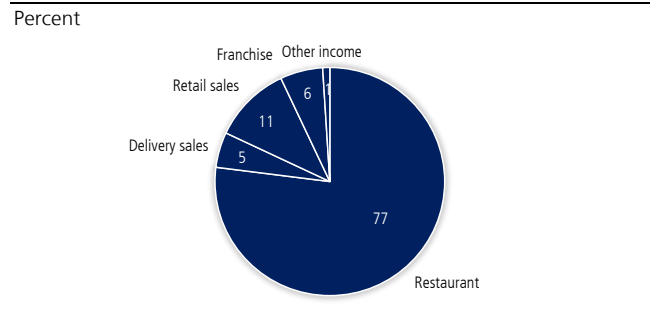
Source: KGI Securities Research

Figure 7: Sales revenue



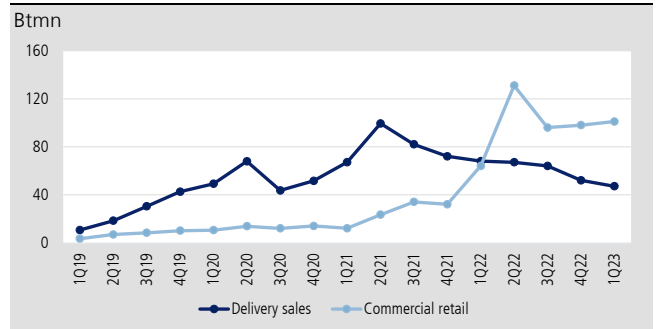
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 9: Revenue breakdown by segment (2022)



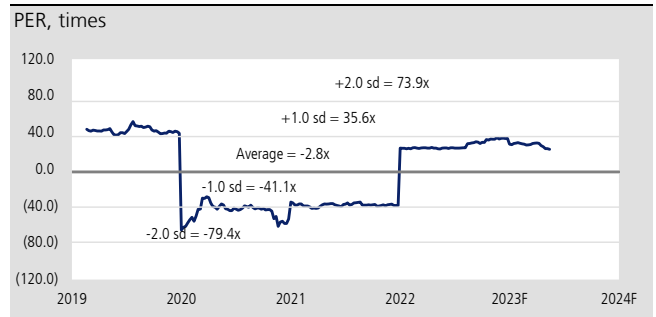
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 11: Delivery and retail sales



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 13: PER



Source: KGI Securities Research

Quarterly Income Statement

	Mar-20A	Jun-20A	Sep-20A	Dec-20A	Mar-21A	Jun-21A	Sep-21A	Dec-21A	Mar-22A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22A	Mar-23A
Income Statement (Btmn)													
Revenue	616	314	645	639	582	484	332	748	670	840	881	914	887
Cost of Goods Sold	(362)	(200)	(333)	(333)	(298)	(309)	(237)	(399)	(378)	(466)	(480)	(513)	(509)
Gross Profit	254	114	312	305	284	175	96	349	293	374	401	401	377
Operating Expenses	(326)	(233)	(278)	(303)	(289)	(272)	(186)	(339)	(295)	(329)	(354)	(351)	(347)
Other incomes	10	11	16	13	8	11	12	15	6	6	11	8	7
Operating Profit	(62)	(109)	49	15	3	(87)	(78)	25	3	50	57	57	37
Depreciation of fixed assets	101	84	112	102	92	94	88	89	89	88	90	81	90
Operating EBITDA	39	(24)	162	117	95	7	10	114	93	138	147	138	127
Non-Operating Income	18	14	19	20	15	17	14	18	16	19	19	24	20
Interest Income	18	14	19	20	15	17	14	18	16	19	19	24	20
Other Non-op Income	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Non-Operating Expenses	(11)	(8)	(8)	(7)	(7)	(11)	(10)	(9)	(9)	(9)	(8)	(7)	(10)
Interest Expenses	(11)	(8)	(8)	(7)	(7)	(11)	(10)	(9)	(9)	(9)	(8)	(7)	(10)
Other Non-op Expenses	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Equity Income/(Loss)	(0)	(0)	(0)	(1)	(0)	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)	(1)	(1)	0
Pre-tax Profit	(56)	(103)	60	28	11	(81)	(75)	33	10	60	68	74	47
Current Taxation	13	23	(9)	(6)	(1)	14	15	(4)	(2)	(11)	(13)	(13)	(8)
Minorities	0	0	0	0	0	1	2	1	4	5	3	6	4
Extraordinary items	(2)	(1)	(5)	(6)	19	0	0	(19)	0	0	0	0	0
Net Profit	(44)	(81)	46	16	28	(67)	(60)	10	4	44	51	55	34
Normalized Profit	(42)	(80)	51	22	9	(68)	(62)	28	4	44	51	55	34
EPS (Bt)	(0.15)	(0.27)	0.15	0.05	0.09	(0.22)	(0.20)	0.03	0.01	0.15	0.17	0.18	0.11
Normalized EPS (Bt)	(0.14)	(0.27)	0.17	0.07	0.03	(0.23)	(0.21)	0.09	0.01	0.15	0.17	0.18	0.11
Margins													
Gross profit margin	41.2	36.2	48.4	47.8	48.8	36.1	28.8	46.6	43.7	44.5	45.5	43.9	42.6
Operating EBIT margin	(10.1)	(34.6)	7.7	2.4	0.5	(17.9)	(23.5)	3.4	0.5	6.0	6.5	6.3	4.1
Operating EBITDA margin	6.3	(7.7)	25.1	18.3	16.4	1.5	3.0	15.2	13.8	16.5	16.7	15.1	14.3
Net profit margin	(7.2)	(25.8)	7.1	2.5	4.9	(13.9)	(18.1)	1.3	0.6	5.3	5.8	6.0	3.8
YoY Growth													
Revenue growth	(13.2)	(57.5)	(15.1)	(21.9)	(5.6)	54.0	(48.5)	17.1	15.2	73.6	165.0	22.3	32.3
Operating EBIT growth	N.A.	N.A.	985.1	13.1	N.A.	N.A.	N.A.	19.7	26.7	50.9	102.8	28.6	34.8
Operating EBITDA growth	N.A.	N.A.	205.3	83.5	146.2	N.A.	N.A.	14.2	3.1	113.8	319.0	15.0	29.0
Net profit growth	N.A.	N.A.	105.6	(14.8)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Normalized profit growth	N.A.	N.A.	128.2	(17.9)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.

Source: Company data, KGI Securities Research

Corporate Governance Report of Thai Listed Companies



Companies with Excellent CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AAV	ASIA AVIATION	EGCO	ELECTRICITY GENERATING	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	GFPT	GFPT	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL
AMA	AMA MARINE	GGC	GLOBAL GREEN CHEMICALS	PYLON	PYLON
AMATA	AMATA CORPORATION	GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	QH	QUALITY HOUSES
ANAN	ANANDA DEVELOPMENT	HANA	HANA MICROELECTRONICS	RATCH	RATCHABURI ELECTRICITY GENERATING HOLDING
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	RS	RS
AP	ASIAN PROPERTY DEVELOPMENT	INTUCH	SHIN CORPORATION	SCB	THE SIAM COMMERCIAL BANK
BANPU	BANPU	IRPC	IRPC	SCC	THE SIAM CEMENT
BCP	THE BANGCHAK PETROLEUM	IVL	INDORAMA VENTURES	SCCC	SIAM CITY CEMENT
BCPG	BCPG	KBANK	KASIKORN BANK	SEAFECO	SEAFECO
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	KCE	KCE ELECTRONICS	SMPC	SAHAMITR PRESSURE CONTAINER
BEC	BEC WORLD	KKP	KIATNAKIN BANK	SPALI	SUPALAI
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	KTB	KRUNG THAI BANK	SPRC	STAR PETROLEUM REFINING
BGRIM	B. GRIMM POWER	KTC	KRUNGTHAI CARD	SVI	SVI
BPP	BANPU POWER	LH	LAND AND HOUSES	TACC	T.A.C. CONSUMER
BTS	BTS GROUP HOLDINGS	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT	TCAP	THANACHART CAPITAL
CENDEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MAKRO	SIAM MAKRO	THCOM	THAICOM
CK	CH. KARNCHANG	MBK	MBK	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
CKP	CK POWER	MINT	MINOR INTERNATIONAL	TOP	THAI OIL
CPALL	CP ALL	MTC	MUANGTHAI CAPITAL	TRUE	TRUE CORPORATION
CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS	PLANB	PLAN B MEDIA	TTB	TMBTHANACHART BANK
CPN	CENTRAL PATTANA	PSH	PRUKSA HOLDING	VGI	VGI GLOBAL MEDIA
DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND)	PTG	PTG ENERGY	WHA	WHA CORPORATION
DTAC	TOTAL ACCESS COMMUNICATION	PTT	PTT	WHAUP	



Companies with Very Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BAM	BANGKOK COMMERCIAL ASSET MANAGEMENT	GULF	GULF ENERGY DEVELOPMENT	SAPPE	SAPPE
BBL	BANGKOK BANK	JMT	JMT NETWORK SERVICES	SAWAD	SRI SAWAD POWER 1979
CBG	CARABAO GROUP	LPH	LADPRAO GENERAL HOSPITAL	SINGER	SINGER THAILAND
CHG	CHULARAT HOSPITAL	M	MK RESTAURANT GROUP	SPA	SIAM WELLNESS GROUP
COM7	COM7	MAJOR	MAJOR CINEPLEX GROUP	TFG	THAIFOODS GROUP
DOHOME	DOHOME	MEGA	MEGA LIFESCIENCES	TKN	TAOKAENOI FOOD & MARKETING
ERW	THE ERAWAN GROUP	NETBAY	NETBAY	ZEN	ZEN CORPORATION GROUP
GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	OSP	OSOTSPA		



Companies with Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	ESSO	ESSO (THAILAND)	SF	SIAM FUTURE DEVELOPMENT
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL	HUMAN	HUMANICA	SISB	SISB
EKH	EKACHAI MEDICAL CARE	RBF	R&B FOOD SUPPLY	TPCH	TPC POWER HOLDING

Companies classified Not in the three highest score groups

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
IIG	I&I GROUP	OR	PTT OIL AND RETAIL BUSINESS	STGT	SRI TRANG GLOVES (THAILAND)
KEX	KERRY EXPRESS (THAILAND)	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION		

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 ERWAN 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	SEAFCO	SEAFCO
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
CENTEL	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
BCPG	BCPG	BTS	BTS GROUP HOLDINGS	TPCH	TPC POWER HOLDING

Source: 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

China	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
Taiwan	Taipei	700 Mingshui Road, Taipei, Taiwan Telephone 886.2.2181.8888 · Facsimile 886.2.8501.1691
Hong Kong		41/F Central Plaza, 18 Harbour Road, Wanchai, Hong Kong Telephone 852.2878.6888 Facsimile 852.2878.6800
Thailand	Bangkok	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand Telephone 66.2658.8888 Facsimile 66.2658.8014
Singapore		4 Shenton Way #13-01 SGX Centre 2 Singapore 068807 Telephone 65.6202.1188 Facsimile 65.6534.4826

KGI's Ratings

Rating	Definition
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.