

RBF

(RBF.BK/RBF TB)*

Neutral Maintained

Price as of 24 Feb 2023	15.00
12M target price (Bt/shr)	13.50
Unchanged/Revised up(down)(%)	(10.0)
Upside/downside (%)	3.8

Key messages

กำไรสุทธิของ RBF ใน 4Q65 อยู่ที่ 94 ล้านบาท (-10% YoY, -15% QoQ) ต่ำกว่าประมาณการของเรา 30% และต่ำกว่า consensus 24% เพราะทั้งรายได้และ GPM ต่ำเกินคาดทั้งคู่ โดยรายได้เพิ่มขึ้น 8% YoY แต่ทรงตัว QoQ ในขณะที่ GPM เพิ่มขึ้น YoY เพราะยอดขายเพิ่มขึ้น และ product mix ดีขึ้น แต่ทรงตัว QoQ เราคาดว่ากำไรสุทธิของ RBF จะฟื้นตัวขึ้นอย่างแข็งแกร่งทั้ง YoY และ QoQ ใน 1Q66 รวมถึงในปี 2566F ด้วยจากการฟื้นตัวของบริโภคนในประเทศ และการเติบโตอย่างต่อเนื่องในต่างประเทศ อย่างไรก็ตาม ผลการดำเนินงานที่อ่อนแอเกินคาดในปี 2565 ทำให้เราปรับลดประมาณการกำไรสุทธิลง 10% เหลือ 737 ล้านบาท ปี 2566F และเหลือ 914 ล้านบาทปี 2567F เรายังคงคำแนะนำถือ RBF แต่ปรับลดราคาเป้าหมายลงเหลือ 13.50 บาท จากเดิมที่ 15 บาท โดยอิงจาก PER ที่ 36.7x

Trading data

Mkt cap (Btmn/US\$m)	26,000/650		
Outstanding shares (mn)	2,000		
Foreign ownership (mn)	120		
3M avg. daily trading (mn)	5		
52-week trading range (Bt)	11.9-18.3		
Performance (%)	3M	6M	12M
Absolute	1.6	-5.8	-18.2
Relative	0.8	-5.1	-15.9

Quarterly EPS

EPS	Q1	Q2	Q3	Q4
2020	0.07	0.05	0.07	0.06
2021	0.04	0.05	0.07	0.05
2022	0.08	0.06	0.06	0.05

Share price chart



Source: SET

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

ผลประกอบการ 4Q65: แย่กว่าที่คาด

Event

ผลประกอบการ 4Q65 และปรับประมาณการ

Impact

กำไรสุทธิใน 4Q65 ลดลง 10% YoY และ 15% QoQ

กำไรสุทธิของ RBF ใน 4Q65 อยู่ที่ 94 ล้านบาท (-10% YoY, -15% QoQ) ต่ำกว่าประมาณการของเรา 30% และต่ำกว่า consensus 24% ทำให้กำไรสุทธิเพิ่มปีอยู่ที่ 482 ล้านบาท (+15% YoY) โดยกำไรที่ต่ำเกินคาดเป็นผลจากทั้งรายได้ และ GPM ทั้งนี้ รายได้เพิ่มขึ้น 8% YoY เป็น 1.0 พันล้านบาท เนื่องจากยอดขายของกลุ่มวัตถุแต่งสีกลิ่นรสฟื้นตัวขึ้น (+19%) ยอดขายของกลุ่มแป้งชูบอดยังคงเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง (+15%) และยอดขายกลุ่มสินค้าอบแห้งเพิ่มขึ้น (+12%) ซึ่งรายได้จากสามกลุ่มนี้คิดเป็น 84% ของยอดขายรวมใน 4Q65 ทั้งนี้ ยอดขายทรงตัว QoQ เพราะการฟื้นตัวของกลุ่มวัตถุแต่งสีกลิ่นรส (+19%) หักล้างไปกับยอดขายในกลุ่มอื่น ๆ ที่ชะลอตัวลง เราคาดว่ารายได้จากต่างประเทศจะคิดเป็น 21% ของยอดขายใน 4Q65 (+8% YoY) และในปี 2565 (+38% YoY)

GPM ทรงตัว QoQ แต่เพิ่มขึ้น 30bps YoY เป็น 32.1% เนื่องจากการประหยัดต่อขนาด และการขยายตัวของกลุ่มวัตถุแต่งสีกลิ่นรส ซึ่งเป็นกลุ่มที่มี margin สูงที่สุด นอกจากนี้ สัดส่วน SG&A ต่อยอดขายยังลดลงทั้ง QoQ และ YoY เหลือ 19.2% เนื่องจากการประหยัดต่อขนาด และต้นทุนค่าระวางขนส่งลดลง ทั้งนี้ ใน 4Q65 RBF เริ่มรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจาก JVs ที่ถือหุ้นในอินเดีย 20,000 บาท

ปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2566F และ 2567F ลง 10%

เราคาดว่ากำไรสุทธิใน 1Q66 จะฟื้นตัวขึ้นทั้ง YoY และ QoQ และยังคงมองว่ากำไรของ RBF จะฟื้นตัวได้อย่างแข็งแกร่งในปี 2566F จากการฟื้นตัวของบริโภคนในประเทศ และการเติบโตอย่างต่อเนื่องในต่างประเทศ ในขณะที่เดียวกัน เราคาดว่า GPM จะเพิ่มขึ้นเช่นกันเนื่องจากต้นทุนข้าวสาลีลดลง นอกจากนี้ เรายังเพิ่มส่วนแบ่งกำไรจาก JVs เข้ามาในประมาณการกำไรปี 2566F อีก 10 ล้านบาท และปี 2567F อีก 15 ล้านบาท อย่างไรก็ตาม ผลการดำเนินงานที่อ่อนแอเกินคาดในปี 2565 ทำให้เราปรับลดประมาณการกำไรสุทธิลง 10% เหลือ 737 ล้านบาท ปี 2566F และเหลือ 914 ล้านบาทปี 2567F เนื่องจาก i) เราปรับลดรายได้ทั้งปีลง 3% และ ii) เราปรับลด GPM ปี 2566F ลง 160bps เหลือ 36.7% และปี 2567F ลง 180bps เหลือ 37.2%

Valuation & action

เรายังคงคำแนะนำถือ RBF แต่ปรับลดราคาเป้าหมายลงเหลือ 13.50 บาท จากเดิมที่ 15 บาท โดยอิงจาก PER ที่ 36.7x (adjusted PER เฉลี่ยระยะยาว) ทั้งนี้ RBF ประกาศจ่ายเงินปันผล 0.10 บาท/หุ้น คิดเป็นอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ 0.8% กำหนดขึ้น XD วันที่ 27 เมษายน

Risks

ต้นทุนวัตถุดิบสูงขึ้น, ต้นทุนค่าขนส่งสูงขึ้น, เศรษฐกิจถดถอย

Key financials and valuations

	Dec - 20A	Dec - 21A	Dec-22	Dec - 23F	Dec - 24F
Revenue (Btmn)	14,471	13,781	18,222	18,505	18,979
Gross Profit (Btmn)	2,110	1,073	2,868	2,698	2,593
SG&A (Btmn)	1,323	1,338	1,559	1,610	1,651
Net Profit (Btmn)	1,352	209	2,044	1,769	1,478
Normalized Profit (Btmn)	1,352	209	2,027	1,769	1,478
EPS (Bt)	1.08	0.17	1.64	1.41	1.18
DPS (Bt)	0.20	0.10	0.20	0.28	0.24
EPS Growth (%)	13.1	-84.5	884.9	-14.2	-16.5
P/E (X)	13.2	76.7	7.8	8.9	10.7
P/B (X)	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA (X)	9.3	20.9	7.1	7.1	7.7
Net Debt to Equity (%)	30.7	38.0	33.4	30.8	26.3
Dividend Yield (%)	1.4	0.8	1.6	2.2	1.9
Return on Average Equity (%)	9.6	1.4	13.5	10.3	7.9

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 1: RBF's 4Q22 earnings review

Bt mn	4Q22	4Q21	YoY %	3Q22	QoQ %	2022	2021	YoY %	Comment
Revenue	1,005	928	8.3	994	1.1	3,961	3,384	17.1	8% below estimate
Cost of Goods Sold	(682)	(633)	7.8	(675)	1.1	(2,615)	(2,126)	23.0	
SG&A	(193)	(179)	8.1	(195)	(1.2)	(763)	(663)	15.1	
Operating Profit	131	119	10.0	124	5.3	590	603	(2.0)	34% below estimate
FX gain (loss)	(13)	9	(242.8)	19	(168.6)	20	10	91.6	
Share of profit	0	-	NM	-	MN	0	-	MN	
Current Taxation	(19)	(23)	(18.4)	(29)	(33.9)	(113)	(116)	(2.5)	
Extraordinary items	-	(1)	(100.0)	-	NM	-	(59)	NM	
Net Profit	94	103	(9.2)	110	(14.7)	482	420	14.8	30% below estimate
Normalized Profit	94	105	(10.3)	110	(14.7)	482	479	0.6	30% below estimate
EPS (Bt)	0.05	0.05	(9.2)	0.06	(14.7)	0.24	0.21	14.8	
Percent	4Q22	4Q21	YoY %	3Q22	QoQ %	2022	2021	YoY %	
Gross margin	32.1	31.8	0.3	32.1	0.0	34.0	37.2	(3.2)	250bps below estimate
SG&A/sales	19.2	19.2	(0.0)	19.7	(0.5)	19.3	19.6	(0.3)	90bps above estimate
Net profit margin	9.4	11.2	(1.8)	11.1	(1.7)	12.2	12.4	(0.2)	

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 2: Earnings revisions

	2023F			2024F		
	Revised	Previous	Change	Revised	Previous	Change
Financials (Btmn)	Percent			Percent		
Sales	4,932	5,103	(3.3)	5,762	5,922	(2.7)
COGS	(3,123)	(3,149)	(0.9)	(3,619)	(3,614)	0.1
SG&A	(908)	(944)	(3.9)	(1,026)	(1,054)	(2.7)
Operating profit	917	1,024	(10.5)	1,132	1,269	(10.8)
Share of profit	10	0	NM	15	0	NM
Tax	(185)	(204)	(9.5)	(229)	(253)	(9.6)
Net profit	737	815	(9.5)	914	1,011	(9.6)
Normalized profit	737	815	(9.5)	914	1,011	(9.6)
EPS (Bt/shr)	0.37	0.41	(9.5)	0.46	0.51	(9.6)
Key financial ratio (%)	ppts			ppts		
GPM	36.7	38.3	(1.6)	37.2	39.0	(1.8)
SG&A/Sale	18.4	18.5	(0.1)	17.8	17.8	0.0
Net profit margin	15.0	16.0	(1.0)	15.9	17.1	(1.2)

Source: Company data, KGI Research estimates

Figure 3: Key assumption

Our assumptions	2019	2020	2021	2022	New		Previous		Change (%)	
					2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
Revenue breakdown by product										
Flavoring and Food Coloring	1,039	1,185	1,194	1,292	1,615	1,857	1,752	1,985	(8)	(6)
Food Coating	1,026	1,147	1,335	1,757	2,232	2,678	2,256	2,708	(1)	(1)
Dried Product	172	178	214	272	326	391	259	311	26	26
Frozen Product	99	88	68	66	73	80	82	90	(11)	(11)
Plastic Packaging	41	24	24	25	28	30	29	32	(5)	(5)
Trading Product	400	493	549	550	660	726	725	797	(9)	(9)
Share of profit from JV	-	-	-	-	10	15	-	-	NM	NM
Gross profit margin (%)	39.9	41.9	37.2	34.0	36.7	37.2	38.3	39.0	(1.6)	(1.8)
SG&A to sale (%)	22.3	19.2	19.6	19.3	18.4	17.8	18.5	17.8	(0.1)	-

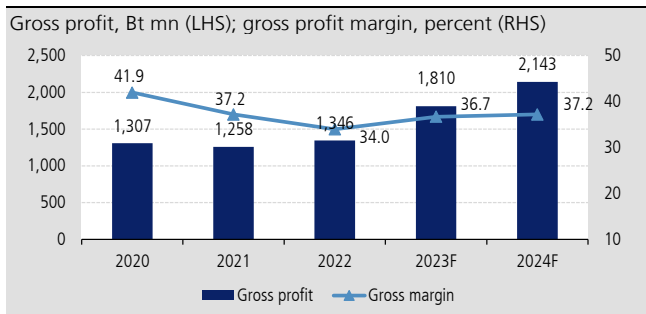
Source: Company data, KGI Research estimates

Figure 4: Company profile

R&B Food Supply (RBF) engages in the production and distribution of food ingredients on the basis of made-to-order to industrial entrepreneurs and large retail customers and also produces products under its own brands. RBF's products can be divided into several groups including i) flavor agents and food coloring, ii) flour and sauces, iii) dehydrated products, iv) frozen food products, v) plastic packaging, and vi) purchased products for sales.

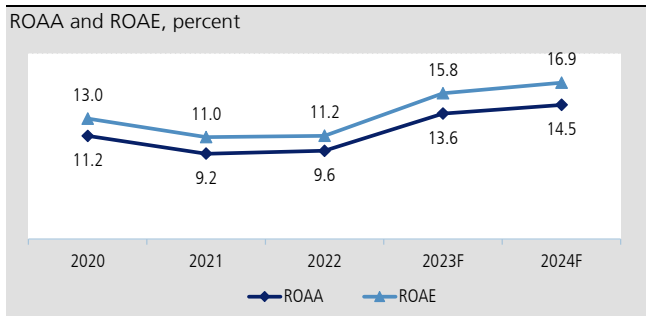
Source: Company data

Figure 6: Gross profit



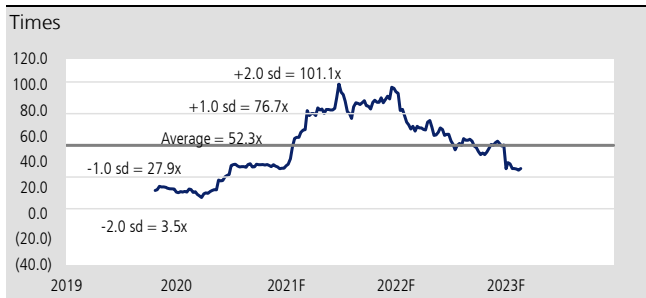
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 8: Company ROAA and ROAE



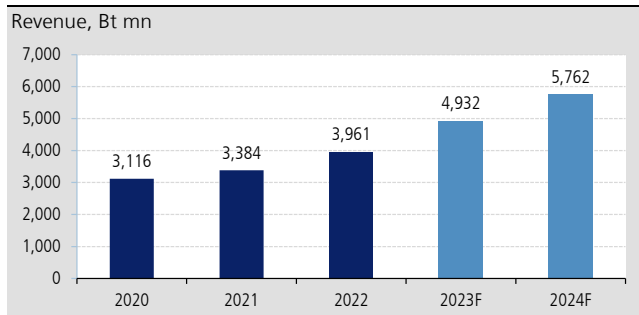
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 10: PER



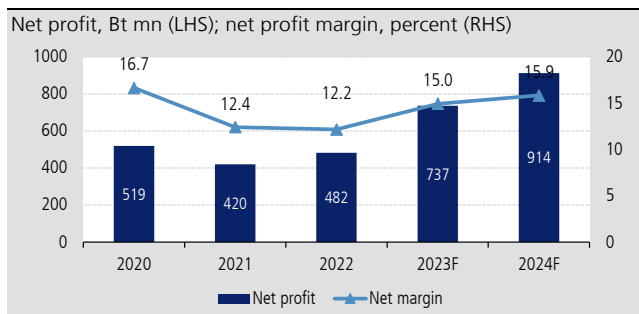
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 5: Revenue



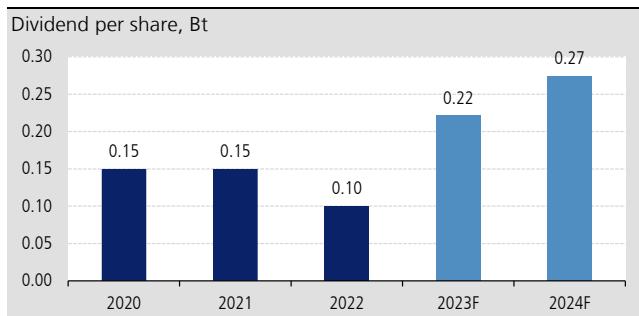
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 7: Net profit



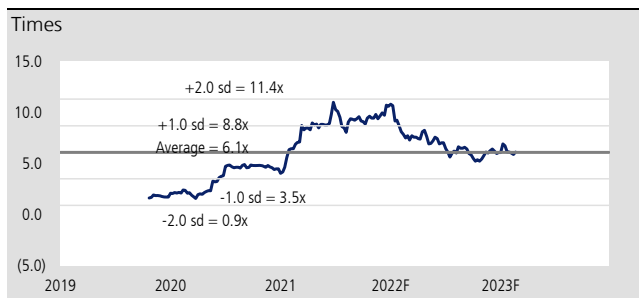
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 9: Dividend



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 11: PBV



Source: Company data, KGI Securities Research

Quarterly Income Statement

Bt mn	MAR-21A	JUN-21A	SEP-21A	DEC-21A	MAR-22A	JUN-22A	SEP-22A	DEC-22A
Income Statement (Bt mn)								
Revenue	844.9	788.3	822.4	928.2	984.2	978.4	993.6	1,005.0
Cost of Good Sold	(500.2)	(489.2)	(503.4)	(632.9)	(614.7)	(643.4)	(674.9)	(682.4)
Gross Profit	344.8	299.1	319.0	295.3	369.5	334.9	318.7	322.6
Operating Expenses	(166.1)	(158.4)	(159.6)	(178.6)	(184.4)	(189.8)	(195.4)	(193.1)
Other incomes	1.4	0.4	3.1	2.2	4.2	0.8	0.8	1.3
Operating Profit	180.1	141.1	162.5	118.8	189.4	145.9	124.1	130.8
Depretiation of Fixed assets	55.4	44.5	54.3	52.7	51.5	53.3	57.2	61.3
Operating EBITDA	235.5	185.6	216.7	171.6	241.0	199.2	181.3	192.0
Non-Operating Income	(2.2)	1.4	2.2	9.0	12.1	2.1	18.8	(12.9)
Interest Income	-	-	-	-	-	-	-	-
Other Non-op Income	(2.2)	1.4	2.2	9.0	12.1	2.1	18.8	(12.9)
Non-Operating Expenses	(4.0)	(10.3)	(1.1)	0.1	(1.3)	(0.8)	(0.9)	(3.3)
Interest Expenses	(1.7)	(1.8)	(2.5)	(2.8)	(2.3)	(2.3)	(2.1)	(2.5)
Other Non-Op Expenses	(2.3)	(8.5)	1.4	2.9	1.0	1.6	1.1	(0.8)
Net investment income/(loss)	-	-	-	-	-	-	-	0.0
Pre-tax Profit	173.9	132.2	163.6	128.0	200.2	147.3	142.0	114.6
Current Taxation	(35.2)	(27.7)	(29.9)	(23.1)	(34.5)	(31.0)	(28.5)	(18.9)
Minorities	(1.1)	(0.5)	(0.9)	(0.2)	(2.9)	(1.0)	(3.4)	(1.7)
Extraordinary items	(62.6)	3.9	0.8	(1.2)	-	-	-	-
Net Profit	75.0	108.0	133.6	103.5	162.9	115.3	110.1	94.0
EPS (Bt)	0.04	0.05	0.07	0.05	0.08	0.06	0.06	0.05
Margins (%)								
Gross Profit Margin	40.8	37.9	38.8	31.8	37.5	34.2	32.1	32.1
Operating EBIT Margin	21.3	17.9	19.8	12.8	19.2	14.9	12.5	13.0
Operating EBITDA Margin	27.9	23.5	26.4	18.5	24.5	20.4	18.2	19.1
Net Profit Margin	8.9	13.7	16.2	11.2	16.5	11.8	11.1	9.4
Growth (% YoY)								
Revenue Growth	4.6	12.5	(1.1)	11.6	16.5	24.1	20.8	8.3
Operating EBIT Growth	(6.4)	3.7	(12.6)	(21.9)	5.2	3.4	(23.6)	10.0
Operating EBITDA Growth	(2.2)	(0.1)	(7.5)	(0.0)	2.3	7.3	(16.3)	11.9
Net Profit Growth	(49.1)	(0.9)	(4.9)	(27.1)	117.1	6.8	(17.6)	(9.2)

Source: Company data, KGI Securities Research

Balance Sheet

As of 31 Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023F	2024F
Total Asset	4,883	5,006	5,204	5,729	6,767
Current Asset	2,628	3,039	2,927	3,362	4,329
Cash and ST Investment	1,014	1,176	668	805	1,342
Inventories	757	989	1,217	1,198	1,400
Account Receivable	842	850	998	1,332	1,556
Others	15	21	42	24	28
Non-Current Assets	2,256	1,967	2,278	2,367	2,438
Net Fixed Assets	2,134	1,848	2,047	2,109	2,163
Others	52	50	51	78	95
Total Liabilities	795	769	808	794	916
Current Liabilities	437	552	593	666	782
Account Payable	366	487	528	577	674
ST Borrowings	-	-	-	-	-
LT Liabilities	358	217	215	128	134
Long-term Debts	-	-	-	-	-
Others	358	217	215	128	134
Sharholder's Equity	4,089	4,237	4,397	4,935	5,851
Common Stock	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
Capital Surplus	1,344	1,344	1,344	1,344	1,344
Retained Earnings	750	870	1,058	1,595	2,508
Others components	(5)	23	(5)	(3)	(1)

Source: KGI Securities Research

Key Ratios

Year to 31 Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023F	2024F
Forecast Drivers					
Growth (% YoY)					
Sales	8.8	8.6	17.1	24.5	16.8
OP	51.8	(15.3)	(2.0)	55.4	23.5
EBITDA	32.7	(7.7)	0.5	42.7	19.2
NP	47.1	(19.1)	14.8	52.9	23.9
EPS	16.4	(19.1)	14.8	52.9	23.9
Profitability (%)					
Gross Profit Margin	41.9	37.2	34.0	36.7	37.2
Operating Margin	22.8	17.8	14.9	18.6	19.7
Operating EBITDA Margin	28.2	23.9	20.5	23.5	24.0
Net Profit Margin	16.7	12.4	12.2	14.9	15.9
ROAA	11.2	9.2	9.4	13.5	14.6
ROAE	13.0	11.0	11.2	15.9	17.0
Stability					
Gross Debt/Equity (%)	19.4	18.2	18.4	16.1	15.7
Net Debt/Equity (%)	(5.4)	(9.6)	3.2	(0.2)	(7.3)
Interest coverage (x)	88.7	68.4	67.0	260.8	340.5
Interest & ST Debt Coverage (x)	88.7	68.4	67.0	260.8	340.5
Cash Flow Interest Coverage (x)	81.5	62.3	34.2	209.9	251.2
Cash Flow/Interest & ST Debt (x)	81.5	62.3	34.2	209.9	251.2
Current Ratio (x)	6.0	5.5	4.9	5.1	5.5
Quick Ratio (x)	4.2	3.7	2.8	3.2	3.7
Net Debt (Bt mn)	(219)	(407)	140	(11)	(426)
Per Share Data (bt)					
EPS	0.26	0.21	0.24	0.37	0.46
CFPS	0.32	0.28	0.16	0.37	0.42
BVPS	1.94	2.05	2.11	2.19	2.46
SPS	1.56	1.69	1.98	2.47	2.88
EBITDA/Share	0.43	0.41	0.42	0.59	0.70
DPS	0.15	0.15	0.10	0.22	0.27
Activity					
Asset Turnover (x)	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9
Day Receivables	91.9	91.2	85.2	86.2	91.5
Day Inventories	145.2	149.9	153.9	141.1	131.0
Day Payable	65.7	66.0	65.2	65.0	59.8
Cash Cycle	171.4	175.1	173.9	162.4	162.7

Source: KGI Securities Research

Profit & Loss

Year to 31 Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023F	2024F
Revenue	3,116	3,384	3,961	4,932	5,762
Cost of Goods Sold	(1,809)	(2,126)	(2,615)	(3,123)	(3,619)
Gross Profit	1,307	1,258	1,346	1,810	2,143
Operating Expenses	(600)	(663)	(763)	(908)	(1,026)
Other Income	4	7	7	15	15
Operating Profit	712	603	590	917	1,132
Depreciation of Fixed Asset	166	207	220	244	252
Operating EBITDA	877	809	810	1,161	1,384
Non-Operating Income	10	10	20	0	0
Interest Income	0	0	0	0	0
Other Non-op Income	10	10	20	0	0
Non-Operating Expenses	(28)	(15)	(6)	(4)	(3)
Interest Expenses	(8)	(9)	(9)	(4)	(3)
Other Non-Op Expenses	(20)	(6)	3	0	0
Net investment income/(loss)	0	0	0	10	15
Pre-tax Profit	694	598	604	924	1,144
Current Taxation	(129)	(116)	(113)	(185)	(229)
Minorities	2	(3)	(9)	(1)	(2)
Extraordinary items	(48)	(59)	0	0	0
Net Profit	519	420	482	737	913
EPS (Bt)	0.26	0.21	0.24	0.37	0.46

Source: KGI Securities Research

Cash Flow

Year to 31 Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023F	2024F
Operating Cash Flow	2,550	805	2,075	2,114	2,474
Profit for the period	1,357	211	2,047	1,773	1,481
Depreciation and Amortization	760	731	720	960	975
Change in Working Capital	(107)	(474)	(789)	(1,331)	(640)
Others	540	337	97	712	659
Investment Cash Flow	(2,068)	(1,607)	(1,717)	(1,850)	(1,985)
Net CAPEX	(1,560)	(1,177)	(1,182)	(1,205)	(1,505)
Change in LT Investment	84	102	51	(645)	(480)
Change in Other Assets	(592)	(532)	(586)	0	0
Free Cash Flow	989	(372)	893	909	969
Financial Cash Flow	(381)	577	(62)	(282)	(19)
Change in Share Capital	(259)	(251)	(125)	(251)	0
Net Change in Debt	(11)	878	170	0	0
Change in other LT Liab.	(111)	(90)	(106)	(31)	(19)
Net Cash Flow	100	(225)	296	(18)	471

Source: KGI Securities Research

Rates of Return on Invested Capital

Year	1- $\frac{\text{Cost of Goods Sold}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Depreciation}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Op. Expenses}}{\text{Revenue}}$	= Operating Margin
2020	58.0%	0.0%	19.2%	22.8%
2021	62.7%	0.0%	19.5%	17.8%
2022	65.9%	0.0%	19.2%	14.9%
2023F	63.1%	0.0%	18.3%	18.5%
2024F	62.6%	0.0%	17.8%	19.6%
Year	1/ $\frac{\text{Working Capital}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Net PPE}}{\text{Revenue}}$	+ $\frac{\text{Other Assets}}{\text{Revenue}}$	= Capital Turnover
2020	0.70	0.68	0.04	0.70
2021	0.73	0.54	0.04	0.76
2022	0.59	0.52	0.06	0.86
2023F	0.54	0.43	0.05	0.98
2024F	0.61	0.37	0.05	0.97
Year	$\frac{\text{Operating Margin}}{\text{X}}$	$\times \frac{\text{Capital Turnover}}{\text{X}}$	$\times \frac{\text{Cash Tax Rate}}{\text{X}}$	= Afer-tax Return on Inv. Capital
2020	22.8%	0.7	18.5%	3.0
2021	17.8%	0.8	19.4	2.6
2022	14.9%	0.9	20.0	2.6
2023F	18.5%	1.0	20.0	3.6
2024F	19.6%	1.0	20.0	3.8

Source: KGI Securities Research

RBF - Recommendation & target price history



Source: 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	KASIKORNBANK	SEAFCO	SEAFCO
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
CENTEL	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	SRISAWAD 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	KASIKORNBANK	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	KRUNGTHAI BANK	TCAP	THANACHART CAPITAL
DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND)	LPH	LADPRAO GENERAL HOSPITAL	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
DRT	DIAMOND ROOFING TILES	PACE	PACE DEVELOPMENT CORPORATION	TMT	THAI METAL TRADE
EGCO	ELECTRICITY GENERATING	PTT	PTT	TOP	THAI OIL
GFPT	GFPT	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL		

Level 4: Certified

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AAV	ASIA AVIATION	ERW	THE ERAWAN GROUP	SAPPE	SAPPE
AP	ASIAN PROPERTY DEVELOPMENT	GLOW	GLOW ENERGY	SAWAD	SRI SAWAD 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	SEAFSCO	SEAFSCO
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. <i>Excess return = 12M target price/current price-</i>
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.