

**BUY** (Unchanged)  
Change in Numbers

**TP: Bt 23.50**  
Upside : 18.7%

(From: Bt 26.00 )

31 AUGUST 2021

Small Cap Research

## Ch. Karnchang Pcl (CKTB)

### งานในมือฟื้นตัว

CK เป็น Top Pick ของเรา บริษัทฯ อยู่ในช่วงการฟื้นตัวที่สำคัญของงานในมือจากระดับต่ำสุดที่ 2.9 หมื่นลบ. ในปี 2020 มาสูงสุดที่ 2.31 แสนลบ. ในปี 2023F ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมยังเริ่มพลิกฟื้นในปีนี้เช่นกัน ที่ส่วนลด 48% จากมูลค่า SOTP เทียบกับเฉลี่ยก่อนเกิดโควิดที่ 35% CK นั้นไม่แพง คงคำแนะนำ “ซื้อ”



SAKSID PHADTHANARAK

662 - 779 9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

### งานในมือฟื้นตัวอย่างมาก

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มรับเหมาก่อสร้าง - “ยังมีปัจจัยหนุนการเติบโต” วันที่ 31 ส.ค.2021 CK อยู่ในช่วงการฟื้นตัวที่สำคัญของงานในมือ บริษัทฯ มีงานในมือต่ำสุดที่ 2.9 หมื่นลบ. ในปี 2020 และเราคาดว่าแต่ละจุดสูงสุดที่ 2.31 แสนลบ. ในปี 2023F โครงการที่สำคัญได้แก่ 1) รถไฟฟ้ารางคู่ 2.3 หมื่นลบ. 2) โรงไฟฟ้าพลังน้ำหลวงพระบาง 8.1 หมื่นลบ. 3) 2 หมื่นลบ. จากโครงการรถไฟฟ้าสายสีม่วงตอนใต้ มูลค่า 7.9 หมื่นลบ. 4) รถไฟฟ้าสายสีส้มตะวันตก 9.6 หมื่นลบ. และ 5) งาน 1.7 หมื่นลบ. จากส่วนต่อขยายรถไฟฟ้าสายสีแดง 6.7 หมื่นลบ. CK ภายใต้การร่วมทุนของ CK-STEC เป็นผู้เสนอราคาต่ำสุดสำหรับโครงการในข้อ 1) และไม่ต้องเสนอราคาสำหรับโครงการในข้อ 2) ซึ่ง บมจ. ซีเค พาวเวอร์ (CKP) บริษัทในเครือเป็นเจ้าของ เราคาดว่า CKP จะได้ PPA สำหรับ 2) ใน 1H22F นอกจากนี้ CK ยังมีโอกาสเป็นผู้ชนะส่วนหนึ่งของโครงการรถไฟฟ้าสายสีม่วงใต้ซึ่งมีสัญญาแยกกันมากถึง 6 สัญญา และโครงการสายสีส้มตะวันตก เพราะมีประสบการณ์ที่แข็งแกร่งในการสร้างโครงการรถไฟฟ้าใต้ดิน เราสมมติให้ทั้งสองโครงการเปิดประมูลใน 2H22F

### กำไรเติบโตแข็งแกร่งที่สุดในกลุ่มฯ

เราคาดว่ากำไรของ CK จะเติบโตเฉลี่ยที่ 56% ในปี 2022-25F โดยไม่เพียงแต่ได้แรงหนุนจากการฟื้นตัวของกำไรของธุรกิจก่อสร้างเท่านั้น แต่ยังรวมถึงส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมที่เพิ่มขึ้นจากการฟื้นตัวของกำไรของบริษัทในเครืออีกด้วย แม้ว่ากำไรจาก บมจ. ทางด่วนและรถไฟฟ้ากรุงเทพ (ถือหุ้น 31%) (BEM) จะอ่อนแอ แต่เราคาดว่าส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมของ CK จะเพิ่มขึ้น 2% ในปีนี้ โดยได้แรงหนุนจากการเติบโตของกำไรของ CKP (ถือหุ้น 31%) และเติบโตอีก 54% ในปี 2022F และ 24% ในปี 2023F โดยได้แรงหนุนจากการฟื้นตัวของกำไรของ BEM

### ปรับตัวลงมากไปแล้ว

ราคาหุ้นของ CK ซื้อขายในระดับที่มีผลจากราคาตามมูลค่าตลาดของบริษัทฯ ตั้งแต่ปี 2017 เมื่อธุรกิจก่อสร้างอ่อนแอ และมีผลขาดทุนจากมูลค่างานในมือที่ลดลง ส่วนลดเพิ่มขึ้นจาก 10-26% ในปี 2017-18 เป็น 54% ในปี 2020 ที่ส่วนลด 48% ในปัจจุบัน และคาดว่าจะขาดทุนน้อยลงจากธุรกิจรับเหมาก่อสร้าง เนื่องจากงานในมือใหม่เพิ่มขึ้น และการฟื้นตัวของกำไรของบริษัทฯ เราจึงมองว่า CK ไม่แพง และคาดว่าจะส่วนลดจะแคบลง ราคาเป้าหมายของเราอยู่ที่ 23.5 บาท (จาก 26 บาท)

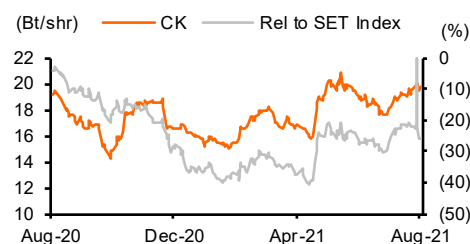
### ผลกระทบจากโควิดไม่ใช่เรื่องใหม่อีกต่อไป

เราปรับลดประมาณการกำไรจาก CK เป็นขาดทุน 335 ลบ. (จากกำไร 518 ลบ.) ในปี 2021F, ปรับลด 48% ในปี 2022F และ 25% ในปี 2023F เพื่อสะท้อนผลกระทบของโควิดที่อธิบายในส่วนบทวิเคราะห์ของกลุ่มรับเหมาก่อสร้าง แต่อย่างไรก็ตาม เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” CK และเป็น Top Pick ของเรา 1) กำไรที่ต่ำสุดในปีนี้เป็นข่าวน่าดี และกำไรน่าจะแตะจุดต่ำสุดใน 4Q21F 2) เราคาดว่า CK จะได้มูลค่างานใหม่สูงสุดในอีกสองปีข้างหน้า และ 3) ด้วยการฟื้นตัวของกำไรของบริษัทฯ เราคาดว่า CK จะมีกำไรที่เติบโตแข็งแกร่งที่สุดใน 4 ปีข้างหน้า

### COMPANY VALUATION

| Y/E Dec (Bt m)    | 2020A  | 2021F  | 2022F  | 2023F  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|
| Sales             | 16,941 | 11,932 | 16,831 | 21,927 |
| Net profit        | 612    | 191    | 564    | 1,054  |
| Consensus NP      | —      | 610    | 1,424  | 1,946  |
| Diff frm cons (%) | —      | (68.7) | (60.4) | (45.9) |
| Norm profit       | 337    | (335)  | 564    | 1,054  |
| Prev. Norm profit | —      | 518    | 1,088  | 1,408  |
| Chg frm prev (%)  | —      | na     | (48.2) | (25.2) |
| Norm EPS (Bt)     | 0.20   | (0.20) | 0.33   | 0.62   |
| Norm EPS grw (%)  | (65.0) | na     | na     | 87.0   |
| Norm PE (x)       | 99.5   | na     | 59.5   | 31.8   |
| EV/EBITDA (x)     | 227.7  | na     | 315.3  | 121.3  |
| P/BV (x)          | 1.3    | 1.3    | 1.3    | 1.2    |
| Div yield (%)     | 1.0    | 0.2    | 0.7    | 1.3    |
| ROE (%)           | 1.3    | na     | 2.2    | 4.0    |
| Net D/E (%)       | 131.8  | 117.7  | 112.3  | 104.4  |

### PRICE PERFORMANCE



### COMPANY INFORMATION

|                             |                         |
|-----------------------------|-------------------------|
| Price as of 30-Aug-21 (Bt)  | 19.80                   |
| Market Cap (US\$ m)         | 1,033.3                 |
| Listed Shares (m shares)    | 1,693.9                 |
| Free Float (%)              | 65.1                    |
| Avg Daily Turnover (US\$ m) | 7.2                     |
| 12M Price H/L (Bt)          | 20.90/14.30             |
| Sector                      | Construction            |
| Major Shareholder           | Trivisvavet group 38.5% |

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

**Ex 1: Key Assumption Changes**

|                                 | 2019 | 2020 | 2021F | 2022F  | 2023F   |
|---------------------------------|------|------|-------|--------|---------|
| <b>New work value (Bt bn)</b>   |      |      |       |        |         |
| New                             | 11.8 | 7.3  | 28.0  | 197.0  | 30.0    |
| Old                             |      |      | 29.0  | 200.0  | 10.0    |
| Change (%)                      |      |      | (3.4) | (1.5)  | (200.0) |
| <b>Normalized profit (Bt m)</b> |      |      |       |        |         |
| New                             | 963  | 337  | (335) | 564    | 1,054   |
| Old                             |      |      | 518   | 1,088  | 1,408   |
| Change (%)                      |      |      | na    | (48.2) | (25.2)  |
| <b>Gross margin (%)</b>         |      |      |       |        |         |
| New                             | 9.3  | 9.4  | 8.2   | 8.9    | 8.9     |
| Old                             |      |      | 7.7   | 8.5    | 8.5     |
| Change (pp)                     |      |      | 0.5   | 0.4    | 0.4     |

Source: Thanachart estimates

**Ex 2: CK's Potential New Work Value**

| Project                                            | Project Value (Bn) | Construction Value (Bn) | Chance (%) | New work in 2021F (Bn) | New work in 2022F (Bn) | New work in 2023F (Bn) |
|----------------------------------------------------|--------------------|-------------------------|------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| <b>Backlog value as of end 2020</b>                |                    |                         |            | <b>26</b>              |                        |                        |
| <b>Newly signed contracts</b>                      |                    |                         |            |                        |                        |                        |
| Water Transmission Tunnel                          |                    |                         |            | 5                      |                        |                        |
| Others                                             |                    |                         |            | 1                      |                        |                        |
| <b>To be signed contracts</b>                      |                    |                         |            |                        |                        |                        |
| Double-track Denchai - Chiang Khong's Contract 2,3 | 46                 | 46                      | 50         | 23                     | -                      | -                      |
| Luang Prabang Hydropower Plant                     | 150                | 81                      | 100        | -                      | 81                     | -                      |
| <b>Potential projects</b>                          |                    |                         |            |                        |                        |                        |
| South Purple Line                                  | 125                | 79                      | 25         | -                      | 20                     | -                      |
| West Orange Line                                   | 129                | 96                      | 100        | -                      | 96                     | -                      |
| Red Line Extension                                 | 103                | 67                      | 25         | -                      | -                      | 17                     |
| Double-track Chira – Ubon                          | 36                 | 36                      | 5          | -                      | -                      | 2                      |
| Double-track Khon Kaen - Nong Khai                 | 25                 | 25                      | 5          | -                      | -                      | 1                      |
| Others                                             | -                  | -                       | -          | -                      | -                      | 10                     |
| <b>Total new work value</b>                        |                    | <b>430</b>              |            | <b>28</b>              | <b>197</b>             | <b>30</b>              |
| <b>Backlog at year end</b>                         |                    |                         |            | <b>45</b>              | <b>226</b>             | <b>231</b>             |

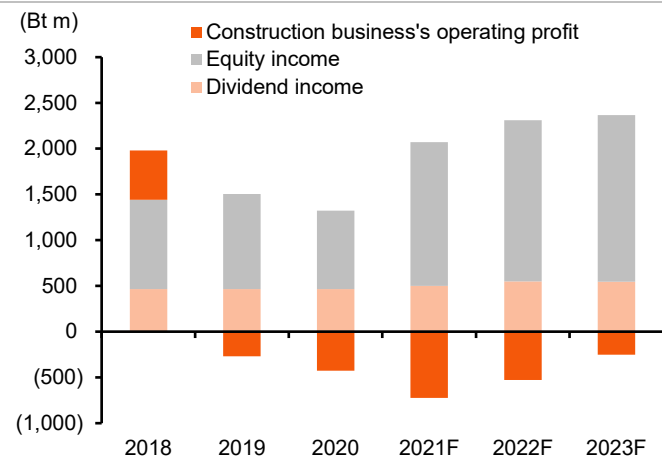
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 3: Our SOTP-Based Investment Equity Valuation Of CK**

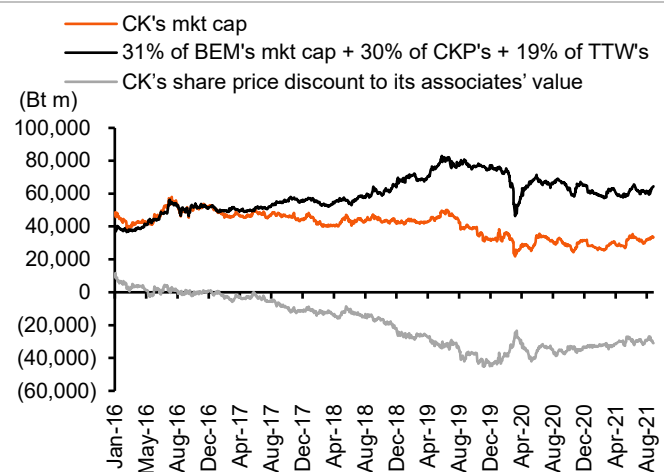
|                                           | % holding | Our TP | Fair value (Bt m) | 30% discount* (Bt m) | Share price (Bt/share) | Market value (Bt m) |
|-------------------------------------------|-----------|--------|-------------------|----------------------|------------------------|---------------------|
| TTW                                       | 19.4%     | 14.00  | 10,837            | 7,586                | 12.00                  | 9,289               |
| BEM                                       | 31.3%     | 10.00  | 47,873            | 33,511               | 8.65                   | 41,410              |
| CKP                                       | 30.0%     | 7.50   | 18,291            | 12,804               | 5.65                   | 13,779              |
| <b>Total</b>                              |           |        | <b>77,001</b>     | <b>53,900</b>        |                        | <b>64,478</b>       |
| <b>Per CK share (Bt)</b>                  |           |        | <b>45.5</b>       | <b>31.8</b>          |                        | <b>38.1</b>         |
| <b>Construction business's value (Bt)</b> |           |        |                   | <b>(8.3)</b>         |                        |                     |
| <b>Our TP (Bt)</b>                        |           |        |                   | <b>23.5</b>          |                        |                     |

Sources: Company data, Thanachart estimates

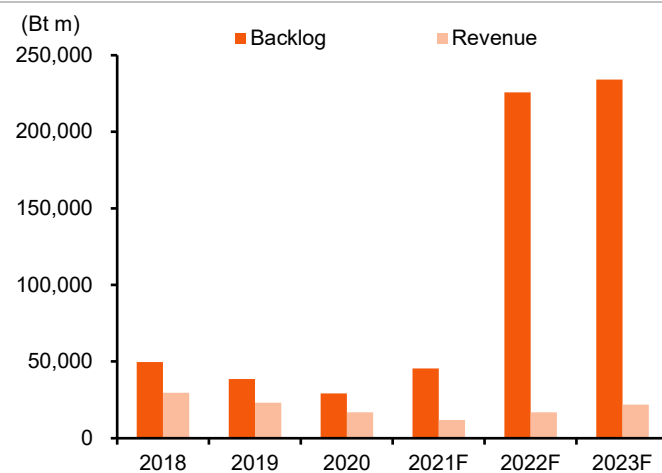
Note: \*We assume a holding company discount of 30% to our fair value of CK's associates.

**Ex 4: CK's Earnings Breakdown**

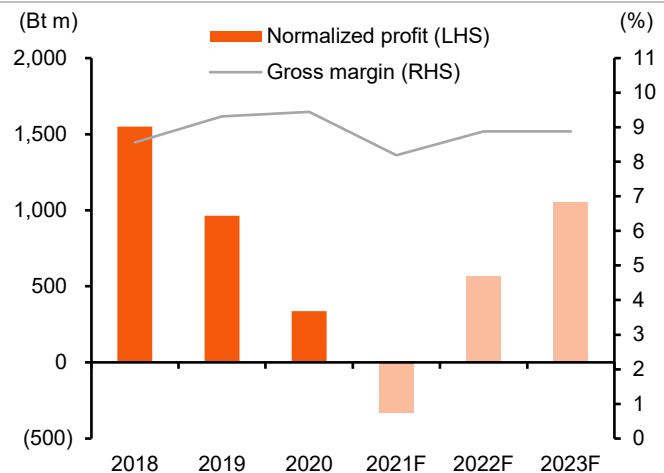
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 5: CK's Market Cap Vs. Its Associates' Market Cap**

Source: Bloomberg

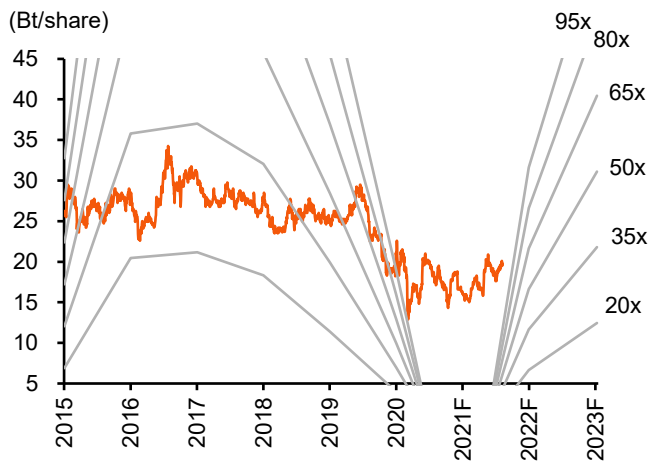
**Ex 6: CK's Backlog Value Vs. Revenue**

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 7: CK's Gross Margin Vs. Earnings**

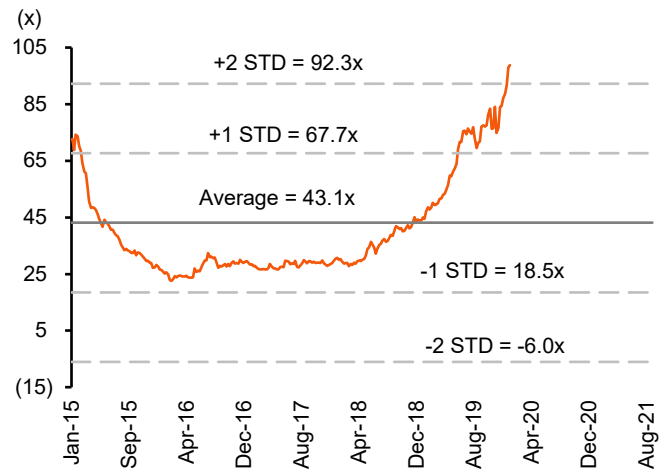
Sources: Company data, Thanachart estimates

## Ex 8: CK's PE Band



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

## Ex 9: CK's PE Standard Deviation



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

## Ex 10: EV Of Construction Business

| (Bt m)                                             | 2022F    | 2023F | 2024F | 2025F | 2026F | 2027F | 2028F | 2029F | 2030F | 2031F | 2032F | Terminal Value |
|----------------------------------------------------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------|
| EBITDA                                             | 201      | 513   | 1,056 | 1,586 | 2,411 | 2,759 | 2,554 | 1,907 | 1,603 | 1,324 | 883   | —              |
| Free cash flow                                     | 84       | 285   | 724   | 993   | 1,532 | 2,160 | 2,715 | 2,528 | 1,996 | 1,855 | 1,118 | 18,458         |
| PV of free cash flow                               | 84       | 248   | 587   | 737   | 1,057 | 1,382 | 1,613 | 1,394 | 1,022 | 845   | 471   | 7,769          |
| Risk-free rate (%)                                 | 2.5      |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Market risk premium (%)                            | 8.0      |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Beta                                               | 1.0      |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| WACC (%)                                           | 7.3      |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Terminal growth (%)                                | 2.0      |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Enterprise value - add investments                 | 17,208   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Net debt (2021F)                                   | 30,765   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Minority interest                                  | 434      |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Equity value                                       | (13,992) |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| # of shares (m)                                    | 1,694    |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Equity value/share (Bt)                            | (8.3)    |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| <b>Sum of the parts</b>                            |          |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       | <b>(Bt m)</b>  |
| <b>Enterprise value from construction business</b> |          |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       | <b>17,208</b>  |
| <b>Investment equity value</b>                     |          |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       | <b>53,900</b>  |
| TTW                                                |          |       |       |       |       |       | 19.4% |       |       |       |       | 7,586          |
| BEM                                                |          |       |       |       |       |       | 31.3% |       |       |       |       | 33,511         |
| CKP                                                |          |       |       |       |       |       | 30.0% |       |       |       |       | 12,804         |
| <b>Total enterprise value</b>                      |          |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       | <b>71,108</b>  |
| (Less) Net debt                                    |          |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       | (30,765)       |
| (Less) Minority interest                           |          |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       | (434)          |
| <b>Total enterprise value</b>                      |          |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       | <b>39,909</b>  |
| # of shares (fully diluted) (m shares)             |          |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       | 1,694          |
| <b>Sum of the parts (Bt/share)</b>                 |          |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       | <b>23.6</b>    |

Sources: Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ช.การช่าง จำกัด (มหาชน) (CK) เป็นหนึ่งในผู้รับเหมารายใหญ่และผู้พัฒนาโครงสร้างสาธารณูปโภคพื้นฐานของประเทศไทย บริษัท มีประสบการณ์ด้านธุรกิจก่อสร้างสาธารณูปโภคขนาดใหญ่ building complex และงานโยธาทั่วไปมากกว่า 30 ปี บริษัท มีความซื่อสัตย์ความสามารถในการดำเนินงานสูง และมีศักยภาพในการปฏิบัติงาน นอกจากนี้บริษัทฯ ยังได้ลงทุนในโครงการสัมปทานของภาครัฐ เพื่อขยายธุรกิจ และสร้างรายได้ที่มั่นคงในระยะยาว

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

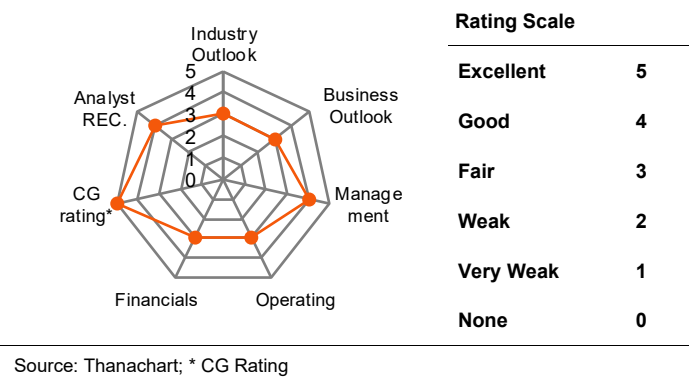
S — Strength

- เป็นหนึ่งในผู้รับเหมารายใหญ่ของไทย ซึ่งมีคุณสมบัติที่จะสามารถประมูลโครงการก่อสร้างขนาดใหญ่ได้
- การกระจายการลงทุนไปยังโครงสร้างสาธารณูปโภคพื้นฐานทำให้กำไรมีเสถียรภาพในระยะยาว

O — Opportunity

- ประเทศไทยอยู่ในรอบการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน
- มีโอกาสได้โครงการต่างประเทศสูง โดยเฉพาะงานน้ำในประเทศลาว

COMPANY RATING



W — Weakness

- เนื่องจากรายได้ส่วนใหญ่ของ CK ขึ้นกับโครงการประมูล และไม่มีอะไรที่จะประกันได้ว่า CK จะชนะการประมูล
- CK มีค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยสูง ทำให้มีโอกาขาดทุนสูงหากรายได้ลดลง
- เนื่องจากเป็นธุรกิจที่ใช้แรงงานสูง จึงมีความเสี่ยงของค่าใช้จ่ายแรงงานที่สูงขึ้น และการขาดแคลนแรงงาน

T — Threat

- ผลกระทบจากโควิด-19 และการใช้เวลาในการดำเนินงานของภาครัฐ ทำให้การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานล่าช้าออกไป
- ราคาวัสดุก่อสร้างที่ผันผวนเป็นอีกหนึ่งความเสี่ยง

CONSENSUS COMPARISON

|                       | Consensus | Thanachart | Diff    |
|-----------------------|-----------|------------|---------|
| Target price (Bt)     | 23.56     | 23.50      | 0%      |
| Net profit 21F (Bt m) | 610       | 191        | -69%    |
| Net profit 22F (Bt m) | 1,424     | 564        | -60%    |
| Consensus REC         | BUY: 16   | HOLD: 0    | SELL: 0 |

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- คาดการณ์กำไรของเราปี 2022F ต่ำกว่าตลาด 60% เนื่องจากเรามีมุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อสมมติฐานรายได้และอัตรากำไรขั้นต้นของเราจากการประมูลโครงการเมกะโปรเจกต์ที่ล่าช้าและการขาดแคลนแรงงาน
- แต่อย่างไรก็ตาม ราคาเป้าหมายของเราใกล้เคียงตลาด เนื่องจากเรามองบวกมากขึ้นต่อแนวโน้มธุรกิจของบริษัทฯ รวมมากขึ้น

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากโครงการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานของรัฐบาลไม่สามารถดำเนินการได้ จะทำให้เราต้องปรับลดสมมติฐานงานใหม่ของเราลง
- ต้นทุนวัสดุก่อสร้างมีสัดส่วนราว 50-60% ของต้นทุนรวมของ CK ดังนั้นความผันผวนของราคา จึงเป็นความเสี่ยงอีกประการต่อประมาณการกำไรของเรา
- เศรษฐกิจที่อ่อนแออาจจะส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของประชาชน และการลงทุนใหม่

Source: Thanachart

## INCOME STATEMENT

| FY ending Dec (Bt m)              | 2019A        | 2020A        | 2021F          | 2022F        | 2023F        |
|-----------------------------------|--------------|--------------|----------------|--------------|--------------|
| Sales                             | 23,189       | 16,941       | 11,932         | 16,831       | 21,927       |
| Cost of sales                     | 21,028       | 15,341       | 10,955         | 15,336       | 19,979       |
| <b>Gross profit</b>               | <b>2,161</b> | <b>1,601</b> | <b>977</b>     | <b>1,495</b> | <b>1,948</b> |
| % gross margin                    | 9.3%         | 9.4%         | 8.2%           | 8.9%         | 8.9%         |
| Selling & administration expenses | 2,430        | 2,027        | 2,028          | 2,020        | 2,193        |
| <b>Operating profit</b>           | <b>(268)</b> | <b>(427)</b> | <b>(1,052)</b> | <b>(524)</b> | <b>(244)</b> |
| % operating margin                | -1.2%        | -2.5%        | -8.8%          | -3.1%        | -1.1%        |
| Depreciation & amortization       | 526          | 726          | 694            | 726          | 758          |
| <b>EBITDA</b>                     | <b>258</b>   | <b>299</b>   | <b>(358)</b>   | <b>201</b>   | <b>513</b>   |
| % EBITDA margin                   | 1.1%         | 1.8%         | -3.0%          | 1.2%         | 2.3%         |
| Non-operating income              | 1,560        | 1,226        | 1,190          | 1,113        | 1,010        |
| Non-operating expenses            | 0            | 0            | 0              | 0            | 0            |
| Interest expense                  | (1,226)      | (1,276)      | (1,338)        | (1,356)      | (1,362)      |
| <b>Pre-tax profit</b>             | <b>65</b>    | <b>(477)</b> | <b>(1,200)</b> | <b>(768)</b> | <b>(596)</b> |
| Income tax                        | 126          | 28           | 0              | 0            | 0            |
| <b>After-tax profit</b>           | <b>(61)</b>  | <b>(505)</b> | <b>(1,200)</b> | <b>(768)</b> | <b>(596)</b> |
| % net margin                      | -0.3%        | -3.0%        | -10.1%         | -4.6%        | -2.7%        |
| Shares in affiliates' Earnings    | 1,039        | 857          | 875            | 1,346        | 1,669        |
| Minority interests                | (15)         | (15)         | (10)           | (15)         | (19)         |
| Extraordinary items               | 815          | 275          | 526            | 0            | 0            |
| <b>NET PROFIT</b>                 | <b>1,778</b> | <b>612</b>   | <b>191</b>     | <b>564</b>   | <b>1,054</b> |
| <b>Normalized profit</b>          | <b>963</b>   | <b>337</b>   | <b>(335)</b>   | <b>564</b>   | <b>1,054</b> |
| EPS (Bt)                          | 1.0          | 0.4          | 0.1            | 0.3          | 0.6          |
| Normalized EPS (Bt)               | 0.6          | 0.2          | (0.2)          | 0.3          | 0.6          |

We forecast CK's earnings to turn around next year...

...driven by higher earnings contributions from its associates

We also expect a recovery in CK's construction business...

...driven by higher backlog value from mega-project bids in 2021-23F

## BALANCE SHEET

| FY ending Dec (Bt m)            | 2019A         | 2020A         | 2021F         | 2022F         | 2023F         |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>ASSETS:</b>                  |               |               |               |               |               |
| Current assets:                 | 18,953        | 19,834        | 18,866        | 22,435        | 25,908        |
| Cash & cash equivalent          | 9,160         | 7,767         | 10,000        | 10,000        | 10,000        |
| Account receivables             | 3,643         | 3,659         | 2,779         | 3,920         | 5,106         |
| Inventories                     | 3,751         | 5,757         | 4,202         | 5,882         | 7,389         |
| Others                          | 2,400         | 2,650         | 1,885         | 2,633         | 3,412         |
| Investments & loans             | 51,255        | 50,366        | 47,866        | 45,366        | 42,866        |
| Net fixed assets                | 11,164        | 11,194        | 11,300        | 11,375        | 11,417        |
| Other assets                    | 1,213         | 1,381         | 1,013         | 1,382         | 1,766         |
| <b>Total assets</b>             | <b>82,586</b> | <b>82,774</b> | <b>79,045</b> | <b>80,559</b> | <b>81,957</b> |
| <b>LIABILITIES:</b>             |               |               |               |               |               |
| Current liabilities:            | 17,909        | 14,758        | 13,577        | 14,454        | 15,176        |
| Account payables                | 13,950        | 10,631        | 9,605         | 10,504        | 11,221        |
| Bank overdraft & ST loans       | 1,874         | 147           | 0             | 0             | 0             |
| Current LT debt                 | 1,525         | 3,670         | 3,669         | 3,593         | 3,483         |
| Others current liabilities      | 559           | 309           | 303           | 356           | 471           |
| <b>Total LT debt</b>            | <b>33,605</b> | <b>38,586</b> | <b>37,096</b> | <b>36,330</b> | <b>35,222</b> |
| Others LT liabilities           | 3,259         | 3,160         | 2,239         | 3,140         | 4,077         |
| <b>Total liabilities</b>        | <b>54,773</b> | <b>56,503</b> | <b>52,912</b> | <b>53,924</b> | <b>54,475</b> |
| Minority interest               | 420           | 424           | 434           | 449           | 468           |
| Preferreds shares               | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Paid-up capital                 | 1,694         | 1,694         | 1,694         | 1,694         | 1,694         |
| Share premium                   | 4,869         | 4,869         | 4,869         | 4,869         | 4,869         |
| Warrants                        | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Surplus                         | 6,341         | 4,572         | 4,572         | 4,572         | 4,572         |
| <b>Retained earnings</b>        | <b>14,488</b> | <b>14,711</b> | <b>14,563</b> | <b>15,050</b> | <b>15,879</b> |
| Shareholders' equity            | 27,393        | 25,847        | 25,699        | 26,186        | 27,014        |
| <b>Liabilities &amp; equity</b> | <b>82,586</b> | <b>82,774</b> | <b>79,045</b> | <b>80,559</b> | <b>81,957</b> |

Sources: Company data, Thanachart estimates

## CASH FLOW STATEMENT

| FY ending Dec (Bt m)              | 2019A          | 2020A          | 2021F          | 2022F          | 2023F          |
|-----------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Earnings before tax               | 65             | (477)          | (1,200)        | (768)          | (596)          |
| Tax paid                          | (121)          | (51)           | 3              | 0              | 5              |
| Depreciation & amortization       | 526            | 726            | 694            | 726            | 758            |
| Chg In working capital            | 2,165          | (5,342)        | 1,409          | (1,922)        | (1,977)        |
| Chg In other CA & CL / minorities | 3,212          | 461            | 1,630          | 651            | 1,000          |
| <b>Cash flow from operations</b>  | <b>5,847</b>   | <b>(4,683)</b> | <b>2,537</b>   | <b>(1,313)</b> | <b>(810)</b>   |
| Capex                             | (1,902)        | (756)          | (800)          | (800)          | (800)          |
| Right of use                      | 0              | (121)          | (5)            | (5)            | (5)            |
| ST loans & investments            | 214            | (8)            | 0              | 0              | 0              |
| LT loans & investments            | (5,165)        | 889            | 2,500          | 2,500          | 2,500          |
| Adj for asset revaluation         | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Chg In other assets & liabilities | 730            | 45             | (22)           | 537            | 558            |
| <b>Cash flow from investments</b> | <b>(6,124)</b> | <b>49</b>      | <b>1,673</b>   | <b>2,232</b>   | <b>2,253</b>   |
| Debt financing                    | 308            | 5,399          | (1,638)        | (842)          | (1,218)        |
| Capital increase                  | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Dividends paid                    | (847)          | (339)          | (339)          | (76)           | (225)          |
| Warrants & other surplus          | 1,041          | (1,819)        | 0              | 0              | 0              |
| <b>Cash flow from financing</b>   | <b>502</b>     | <b>3,241</b>   | <b>(1,977)</b> | <b>(919)</b>   | <b>(1,443)</b> |
| <b>Free cash flow</b>             | <b>3,945</b>   | <b>(5,439)</b> | <b>1,737</b>   | <b>(2,113)</b> | <b>(1,610)</b> |

## VALUATION

| FY ending Dec                       | 2019A | 2020A  | 2021F | 2022F  | 2023F  |
|-------------------------------------|-------|--------|-------|--------|--------|
| Normalized PE (x)                   | 34.8  | 99.5   | na    | 59.5   | 31.8   |
| Normalized PE - at target price (x) | 41.3  | 118.1  | na    | 70.6   | 37.8   |
| PE (x)                              | 18.9  | 54.8   | 175.8 | 59.5   | 31.8   |
| PE - at target price (x)            | 22.4  | 65.0   | 208.7 | 70.6   | 37.8   |
| EV/EBITDA (x)                       | 238.1 | 227.7  | na    | 315.3  | 121.3  |
| EV/EBITDA - at target price (x)     | 262.4 | 248.6  | na    | 346.5  | 133.5  |
| P/BV (x)                            | 1.2   | 1.3    | 1.3   | 1.3    | 1.2    |
| P/BV - at target price (x)          | 1.5   | 1.5    | 1.5   | 1.5    | 1.5    |
| P/CFO (x)                           | 5.7   | (7.2)  | 13.2  | (25.5) | (41.4) |
| Price/sales (x)                     | 1.4   | 2.0    | 2.8   | 2.0    | 1.5    |
| Dividend yield (%)                  | 2.0   | 1.0    | 0.2   | 0.7    | 1.3    |
| FCF Yield (%)                       | 11.8  | (16.2) | 5.2   | (6.3)  | (4.8)  |
| <b>(Bt)</b>                         |       |        |       |        |        |
| Normalized EPS                      | 0.6   | 0.2    | (0.2) | 0.3    | 0.6    |
| EPS                                 | 1.0   | 0.4    | 0.1   | 0.3    | 0.6    |
| DPS                                 | 0.4   | 0.2    | 0.0   | 0.1    | 0.2    |
| BV/share                            | 16.2  | 15.3   | 15.2  | 15.5   | 15.9   |
| CFO/share                           | 3.5   | (2.8)  | 1.5   | (0.8)  | (0.5)  |
| FCF/share                           | 2.3   | (3.2)  | 1.0   | (1.2)  | (1.0)  |

Sources: Company data, Thanachart estimates

CK now trades 48%  
below its associates'  
market value...

...which we believe is  
unjustified

## FINANCIAL RATIOS

| FY ending Dec                    | 2019A  | 2020A  | 2021F   | 2022F   | 2023F  |
|----------------------------------|--------|--------|---------|---------|--------|
| <b>Growth Rate</b>               |        |        |         |         |        |
| Sales (%)                        | (21.4) | (26.9) | (29.6)  | 41.1    | 30.3   |
| Net profit (%)                   | (28.7) | (65.6) | (68.8)  | 195.5   | 87.0   |
| EPS (%)                          | (28.7) | (65.6) | (68.8)  | 195.5   | 87.0   |
| Normalized profit (%)            | (37.9) | (65.0) | na      | na      | 87.0   |
| Normalized EPS (%)               | (37.9) | (65.0) | na      | na      | 87.0   |
| Dividend payout ratio (%)        | 38.1   | 55.3   | 40.0    | 40.0    | 40.0   |
| <b>Operating performance</b>     |        |        |         |         |        |
| Gross margin (%)                 | 9.3    | 9.4    | 8.2     | 8.9     | 8.9    |
| Operating margin (%)             | (1.2)  | (2.5)  | (8.8)   | (3.1)   | (1.1)  |
| EBITDA margin (%)                | 1.1    | 1.8    | (3.0)   | 1.2     | 2.3    |
| Net margin (%)                   | (0.3)  | (3.0)  | (10.1)  | (4.6)   | (2.7)  |
| D/E (incl. minor) (x)            | 1.3    | 1.6    | 1.6     | 1.5     | 1.4    |
| Net D/E (incl. minor) (x)        | 1.0    | 1.3    | 1.2     | 1.1     | 1.0    |
| Interest coverage - EBIT (x)     | na     | na     | na      | na      | na     |
| Interest coverage - EBITDA (x)   | 0.2    | 0.2    | na      | 0.1     | 0.4    |
| ROA - using norm profit (%)      | 1.2    | 0.4    | na      | 0.7     | 1.3    |
| ROE - using norm profit (%)      | 3.6    | 1.3    | na      | 2.2     | 4.0    |
| <b>DuPont</b>                    |        |        |         |         |        |
| ROE - using after tax profit (%) | na     | na     | na      | na      | na     |
| - asset turnover (x)             | 0.3    | 0.2    | 0.1     | 0.2     | 0.3    |
| - operating margin (%)           | 5.6    | na     | na      | na      | na     |
| - leverage (x)                   | 3.1    | 3.1    | 3.1     | 3.1     | 3.1    |
| - interest burden (%)            | 5.1    | (59.6) | (866.8) | (130.5) | (77.9) |
| - tax burden (%)                 | na     | na     | na      | na      | na     |
| WACC (%)                         | 7.3    | 7.3    | 7.3     | 7.3     | 7.3    |
| ROIC (%)                         | 0.5    | (0.8)  | (1.4)   | (0.7)   | (0.3)  |
| NOPAT (Bt m)                     | 250    | (427)  | (841)   | (419)   | (196)  |
| invested capital (Bt m)          | 55,237 | 60,483 | 56,464  | 56,109  | 55,719 |

Sources: Company data, Thanachart estimates

*We expect net D/E ratio to fall further to 1.1x in 2022F and 1x in 2023F from 2.7x in 2011*



## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

### Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. 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 the market price and the formal recommendation.

For sectors, an “Overweight” sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. “Underweight” is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. “Neutral” is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

### Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 110 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ADVA16C2110A, ADVA16C2110A, AEON16C2108A, AEON16C2108A, AMAT16C2112A, AMAT16C2112A, AOT16C2109A, AOT16C2109A, AOT16C2112A, AOT16C2112A, BAM16C2110A, BAM16C2110A, BAM16C2112A, BAM16C2112A, BANP16C2109A, BANP16C2109A, BANP16C2110A, BANP16C2110A, BANP16C2110A, BANP16C2112A, BANP16C2112A, BCH16C2109A, BCH16C2109A, BCH16C2111A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCH16C2111B, BCPG16C2111A, BCPG16C2111A, BDMS16C2109A, BDMS16C2109A, BGRI16C2110A, BGRI16C2110A, BGRI16C2112A, BGRI16C2112A, BH16C2109A, BH16C2109A, CBG16C2108A, CBG16C2108A, CBG16C2109A, CBG16C2109A, CBG16C2109B, CBG16C2109B, CHG16C2111A, CHG16C2111A, CHG16C2112A, CHG16C2112A, COM716C2110A, COM716C2110A, COM716C2112A, COM716C2112A, CPAL16C2109A, CPAL16C2109A, CPAL16C2111A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPAL16C2112A, CPF16C2108A, CPF16C2108A, CPF16C2112A, CPF16C2112A, CPN16C2109A, CPN16C2109A, DELT16C2108A, DELT16C2108A, DELT16C2109A, DELT16C2109A, DELT16C2112A, DELT16C2112A, DOHO16C2111A, DOHO16C2111A, DOHO16C2112A, DOHO16C2112A, DTAC16C2112A, DTAC16C2112A, EA16C2108A, EA16C2108A, EA16C2110A, EA16C2110A, EGCO16C2110A, EGCO16C2110A, EPG16C2109A, EPG16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2110A, GPSC16C2110A, GULF16C2112A, GULF16C2112A, GUNK16C2108A, GUNK16C2108A, GUNK16C2110A, GUNK16C2110A, GUNK16C2112A, GUNK16C2112A, HANA16C2112A, HANA16C2112A, IRPC16C2108A, IRPC16C2108A, IRPC16C2110A, IRPC16C2110A, IRPC16C2112A, IRPC16C2112A, IVL16C2109A, IVL16C2109A, IVL16C2110A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, IVL16C2111A, JMAR16C2111A, JMAR16C2111A, JMT16C2110A, JMT16C2110A, KBAN16C2108A, KBAN16C2108A, KBAN16C2109A, KBAN16C2109A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KBAN16C2111B, KCE16C2109A, KCE16C2109A, KCE16C2110A, KCE16C2110A, KCE16C2110A, KCE16C2110A, KTC16C2110A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, KTC16C2110B, KTC16C2112A, KTC16C2112A, MEGA16C2112A, MEGA16C2112A, MINT16C2109A, MINT16C2109A, MINT16C2112A, MINT16C2112A, MTC16C2108A, MTC16C2108A, MTC16C2109A, MTC16C2109A, MTC16C2112A, MTC16C2112A, MTC16C2112A, OR16C2108A, OR16C2108A, OR16C2109A, OR16C2109A, OR16C2112A, OR16C2112A, PRM16C2109A, PRM16C2109A, PTG16C2109A, PTG16C2109A, PTT16C2109A, PTT16C2109A, PTT16C2112A, PTT16C2112A, PTTE16C2112A, PTTE16C2112A, PTTG16C2108A, PTTG16C2108A, PTTG16C2110A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RBF16C2110A, RBF16C2112A, RBF16C2112A, RS16C2108A, RS16C2108A, RS16C2109A, RS16C2109A, RS16C2112A, RS16C2112A, S5016C2109A, S5016C2109A, S5016C2109B, S5016C2109B, S5016C2109C, S5016C2109C, S5016C2109D, S5016C2109D, S5016C2112A, S5016C2112A, S5016P2109A, S5016P2109A, S5016P2109B, S5016P2109B, S5016P2112A, S5016P2112A, S5016P2112B, S5016P2112B, SAWA16C2112A, SAWA16C2112A, SCB16C2111A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCB16C2112A, SCC16C2112A, SCC16C2112A, SCGP16C2109A, SCGP16C2109A, STA16C2112A, STA16C2112A, STEC16C2110A, STEC16C2110A, STGT16C2111A, STGT16C2111A, TASC16C2109A, TASC16C2109A, TOP16C2112A, TOP16C2112A, TQM16C2108A, TQM16C2108A, TU16C2110A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BCH, BCPG, BDMS, BGRI, BH, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, EPG, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MEGA, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, STA, STEC, STGT, TASC, TOP, TQM, TU). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้นบริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอัครวิณี ไตรลตะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: \*\* “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภที่ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สหกลีปิเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลีปิเมนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

หมายเหตุ: \*\* “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภที่ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566” ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

## Thanachart Research Team

|                                                                                                                                  |                                                                                                                       |                                                                                                                                    |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>หัวหน้าฝ่าย</b><br>พิมพ์ผกา นิजारุณ, CFA<br>Tel: 662-779-9199<br>pimpaka.nic@thanachartsec.co.th                              | <b>พลังงาน , ปิโตรเคมี, กระดาษ</b><br>จักร เรืองสินภิญญา<br>Tel: 662-779-9104<br>chak.reu@thanachartsec.co.th         | <b>สาธารณูปโภค, สื่อสาร</b><br>ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์<br>Tel: 662-483-8296<br>nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th                   |
| <b>อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติ่นเรือ</b><br>พัทธดนย์ บุญนาค<br>Tel: 662-483-8298<br>pattadol.bun@thanachartsec.co.th | <b>อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย</b><br>พรรณารายณ์ ตียะพิทยารัตน์<br>Tel: 662-779-9109<br>phannarai.von@thanachartsec.co.th | <b>ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเช่า</b><br>รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ<br>Tel: 662-483-8297<br>rata.lim@thanachartsec.co.th |
| <b>ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน</b><br>สรัชดา ศรีทรง<br>Tel: 662-779-9106<br>sarachada.sor@thanachartsec.co.th                  | <b>ขนส่ง, รับเหมา</b><br>ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์<br>Tel: 662-779-9112<br>saksid.pha@thanachartsec.co.th             | <b>Small Cap, การแพทย์, โรงแรม</b><br>ศิริพร อรุโณทัย<br>Tel: 662-779-9113<br>siripom.aru@thanachartsec.co.th                      |
| <b>กลยุทธ์การลงทุน</b><br>อดิศักดิ์ ผู้พัฒนาหลักทรัพย์, CFA<br>Tel: 662-779-9120<br>adisak.phu@thanachartsec.co.th               | <b>วิเคราะห์เทคนิค</b><br>ภัทรวลลี้ หวังมิ่งมาศ<br>Tel: 662-779-9105<br>pattarawan.wan@thanachartsec.co.th            | <b>วิเคราะห์ทางเทคนิค</b><br>วิชานันท์ ธรรมบำรุง<br>Tel: 662-779-9123<br>witchanan.tam@thanachartsec.co.th                         |
| <b>กลยุทธ์การลงทุน</b><br>เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล<br>Tel: 662-483-8304<br>thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th                   | <b>วิเคราะห์เชิงปริมาณ</b><br>สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัศมีพัฒน์<br>Tel: 662-483-8303<br>sittichet.run@thanachartsec.co.th     | <b>นักวิเคราะห์, แพล</b><br>ลาภินี ทิพย์มณฑล<br>Tel: 662-779-9115<br>lapinee.dib@thanachartsec.co.th                               |

## Data Support Team

|                                                                                    |                                                                                           |                                                                                         |
|------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>มลฤดี เพชรแสงใสกุล</b><br>Tel: 662-779-9108<br>monrudee.pet@thanachartsec.co.th | <b>เกษมรัตน์ จิตกุล</b><br>Tel: 662-779-9118<br>kasemrat.jit@thanachartsec.co.th          | <b>วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์</b><br>Tel: 662-779-9114<br>varathip.run@thanachartsec.co.th |
| <b>สุนทร รักษาวั</b><br>Tel: 662-779-9117<br>sunet.rak@thanachartsec.co.th         | <b>สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปรางค์</b><br>Tel: 662-779-9116<br>suksawat.lim@thanachartsec.co.th | <b>สุจินตนา สดภาพร</b><br>Tel: 662-779-9198<br>sujintana.sth@thanachartsec.co.th        |

## Thanachart Securities Pcl.

Research Team  
19 Floor, MBK Tower  
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330  
Tel: 662 -779-9119  
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th