

BUY (Unchanged)

TP: Bt 29.00

(From: Bt 25.00)

Change in Numbers

Upside : 20.3%

25 NOVEMBER 2022

Ch. Karnchang Pcl (CK TB)

เติบโตอย่างน้อยไปอีก 4 ปีข้างหน้า

ด้วยงานในมือที่สูงเป็นประวัติการณ์ถึง 2.49 แสนลบ. และส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมที่สูงเป็นประวัติการณ์จากการเติบโตของกำไรที่แข็งแกร่งของบริษัทร่วม กำไรของ CK จึงน่าจะเติบโตอย่างน้อยไปอีก 4 ปีข้างหน้า โดยคาดว่าจะเติบโตเฉลี่ยที่ 22% ในปี 2023-26F CK มีมูลค่าที่ไม่แพง ซื้อขายหุ้นที่ส่วนลด 37% จากมูลค่าตลาดของบริษัทร่วม แนะนำ "ซื้อ"



SAKSID PHADTHANARAK

662 – 779 9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

ปัจจัยหนุนกำไรทุกตัวทำงาน คงคำแนะนำ "ซื้อ"

เราได้เข้าร่วมการประชุมนักวิเคราะห์ของ CK และผู้บริหารมีมุมมองที่เป็นบวกอย่างมากต่อแนวโน้มการเติบโตของกำไรอย่างน้อยในอีกสี่ปีข้างหน้า โดยได้แรงหนุนจาก 1) ธุรกิจรับเหมาก่อสร้างที่มีมูลค่างานในมือที่สูงเป็นประวัติการณ์ที่ 2.49 แสนลบ. และ 2) ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมที่สูงเป็นประวัติการณ์ จากการเติบโตของกำไรที่แข็งแกร่งของบริษัทร่วม เนื่องจากกำไรที่สูงกว่าคาดใน 9M22 เราจึงปรับเพิ่มประมาณการกำไรของ CK ขึ้น 9-63% ในปี 2022-24F และด้วยปรับมาใช้ฐาน 2023F ราคาเป้าหมายของเราจึงเพิ่มขึ้นเป็น 29 บาท/หุ้น จาก 25 บาท และเรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" CK และยังคงเป็น Top Sector Pick ของเรา

รอบการเติบโตใหม่ของธุรกิจรับเหมาก่อสร้าง

งานในมือของ CK อยู่ที่ 6 หมื่นลบ. ณ สิ้น 3Q22 และคาดว่าจะลงนามในสัญญาก่อสร้างรถไฟฟ้าสายสีส้มตะวันตกมูลค่า 1.09 แสนลบ. และโรงไฟฟ้าพลังน้ำหลวงพระบาง 8 หมื่นลบ. ภายในสิ้นปีหรือต้นปีหน้า ดังนั้นงานในมือที่มีมูลค่ารวม 2.49 แสนลบ. จะช่วยรักษาการเติบโตของรายได้จากการก่อสร้างอย่างน้อยในอีก 5 ปีข้างหน้า โดยคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ยจะอยู่ที่ 7-8% และอัตรากำไรสุทธิที่ 3-4% บริษัทฯ ยังมีโครงการที่มีศักยภาพสูงอีก 2 โครงการ ได้แก่ งาน M&E สำหรับรถไฟฟ้าสายสีม่วงใต้มูลค่า 2.7 หมื่นลบ. และงานก่อสร้างทางด่วน 2 ชั้น มูลค่า 3.5 หมื่นลบ. เนื่องจากโครงการเหล่านี้มีแนวโน้มสูงที่จะดำเนินการโดย บมจ. ทางด่วนและรถไฟฟ้ากรุงเทพ (BEM "ซื้อ") ที่บริษัทถือหุ้น 32%

กำไรของบริษัทร่วมสูงเป็นประวัติการณ์

กลยุทธ์การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานของ CK ได้ผลเช่นกัน แม้จะต้องใช้เงินลงทุนจำนวนมาก ซึ่งส่งผลให้ CK มีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนที่สูงในต้นแรก แต่ปัจจุบัน CK ไม่เพียงแต่ได้เงินปันผลรับและส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมที่มั่นคงเท่านั้น แต่ยังเพิ่มโอกาสของ CK ในการชนะงานรับเหมาก่อสร้างใหม่ผ่านการขยายงานของบริษัทร่วมอีกด้วย เนื่องจากเราคาดว่า CKP (ถือหุ้น 30%) จะมีกำไรสูงเป็นประวัติการณ์ในปีนี้ และ BEM จะมีกำไรสูงเป็นประวัติการณ์ในปีหน้า เราจึงคาดว่าเงินปันผลรับและส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมของ CK จะเพิ่มขึ้นเป็น 2.2-2.4 พันลบ. ในปี 2022-24F จาก 1.3-1.6 พันลบ. ในปี 2019-21

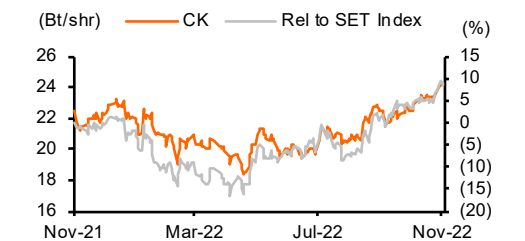
ยังคงไม่แพงในมุมมองของเรา

แม้ว่าราคาหุ้นจะปรับเพิ่มขึ้น 31% จากระดับต่ำสุดในปีนี้ แต่เรายังคงมองว่า valuation ของ CK น่าสนใจ ด้วยกำไรที่เติบโตเฉลี่ยที่ 22% ในปี 2023-26F PE ของบริษัทฯ จะลดลงเหลือ 33 เท่า ในปี 2023F และ 26/22/19 เท่า ในปี 2024-26 เทียบกับค่าเฉลี่ยในอดีตก่อนเกิดโควิดที่ 35 เท่า ในปี 2015-19 หุ้นยังซื้อขายที่ส่วนลด 37% จากมูลค่าตลาดของบริษัทร่วม กล่าวอีกนัยหนึ่ง นักลงทุนที่ซื้อ CK จะได้รับส่วนลด 37% จากมูลค่าตลาดของพอร์ตการลงทุนและธุรกิจรับเหมาก่อสร้างฟรี

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	12,389	18,076	24,141	31,923
Net profit	906	996	1,250	1,552
Consensus NP	—	973	1,661	2,211
Diff frm cons (%)	—	2.3	(24.7)	(29.8)
Norm profit	100	996	1,250	1,552
Prev. Norm profit	—	612	1,144	1,369
Chg frm prev (%)	—	62.6	9.3	13.3
Norm EPS (Bt)	0.06	0.59	0.74	0.92
Norm EPS grw (%)	(70.4)	897.1	25.6	24.1
Norm PE (x)	408.8	41.0	32.7	26.3
EV/EBITDA (x)	na	322.4	112.1	71.5
P/BV (x)	1.6	1.6	1.5	1.5
Div yield (%)	1.0	1.0	1.2	1.5
ROE (%)	0.4	3.8	4.7	5.6
Net D/E (%)	139.0	128.4	122.8	106.8

PRICE PERFORMANCE



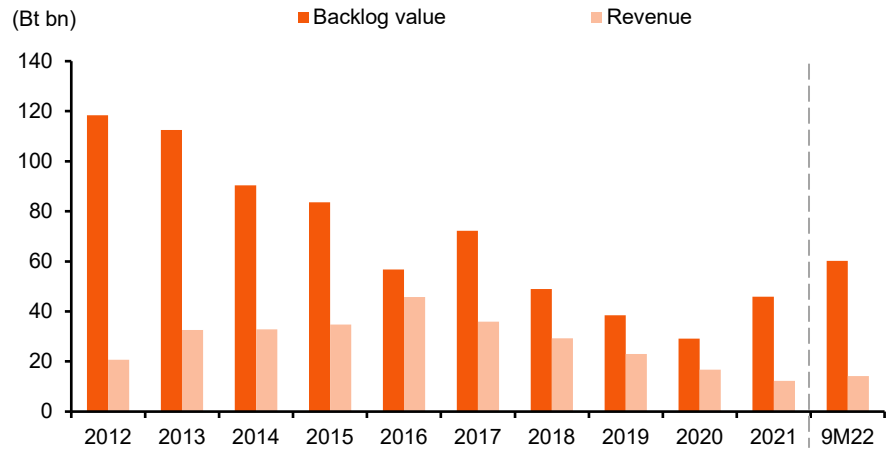
COMPANY INFORMATION

Price as of 25-Nov-22 (Bt)	24.10
Market Cap (US\$ m)	1,139.6
Listed Shares (m shares)	1,693.9
Free Float (%)	65.5
Avg Daily Turnover (US\$ m)	3.2
12M Price H/L (Bt)	24.30/18.40
Sector	Construction
Major Shareholder	Trivisvavet group 38.5%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates



Ex 1: CK's Backlog And Revenue



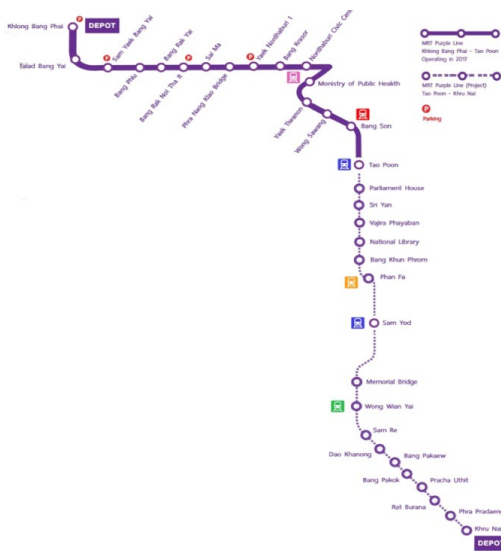
Source: Company data

Ex 2: Major Projects' Revenue Recognition Period

Project	Contract value (Bt m)	Revenue Recognition period								
		2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
MRT Purple Line (Southern Extension), Contract 1	9,987	[Bar from 2022 to 2028]								
MRT Purple Line (Southern Extension), Contract 2	8,161	[Bar from 2022 to 2028]								
Double Track : Denchai - Chiang Khong, Contract 2	13,571	[Bar from 2022 to 2027]								
Double Track : Denchai - Chiang Khong, Contract 3	9,240	[Bar from 2022 to 2027]								
MRT Orange Line (Western Extension), M&E*	26,714	[Bar from 2023 to 2030]								
MRT Orange Line (Western Extension), Civil work*	82,502	[Bar from 2023 to 2030]								
Luang Prabang Hydroelectric Power*	80,000	[Bar from 2023 to 2030]								

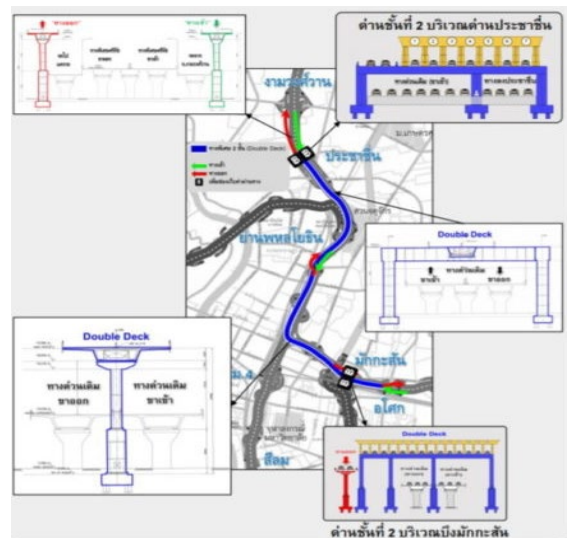
Sources: Company data, Thanachart estimates
Note: * Upcoming projects

Ex 3: The South Purple Line



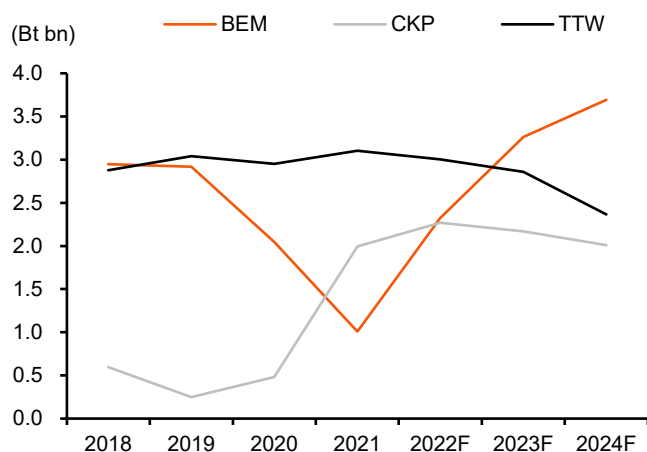
Source: Company data

Ex 4: The Double Deck Expressway



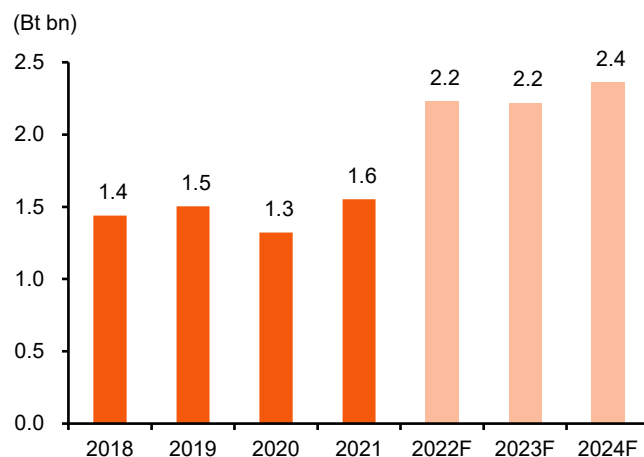
Source: Company data

Ex 5: BEM, CKP & TTW's Normalized Earnings



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: CK's Dividend And Equity Income



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Key Assumption Changes

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Backlog value (Bt bn)					
New	29.1	45.8	56.5	221.8	215.0
Old			226.0	234.0	228.9
Change (%)			(75.0)	(5.3)	(6.0)
Normalized profit (Bt m)					
New	337	100	996	1,250	1,552
Old			612	1,144	1,369
Change (%)			62.6	9.3	13.3
Gross margin (%)					
New	9.4	9.3	8.3	8.3	8.3
Old			9.2	9.2	9.2
Change (pp)			(0.9)	(0.9)	(0.9)
Equity & dividend income (Bt m)					
New	1,321	1,553	2,231	2,221	2,363
Old			1,825	2,148	2,315
Change (pp)			22.2	3.4	2.1

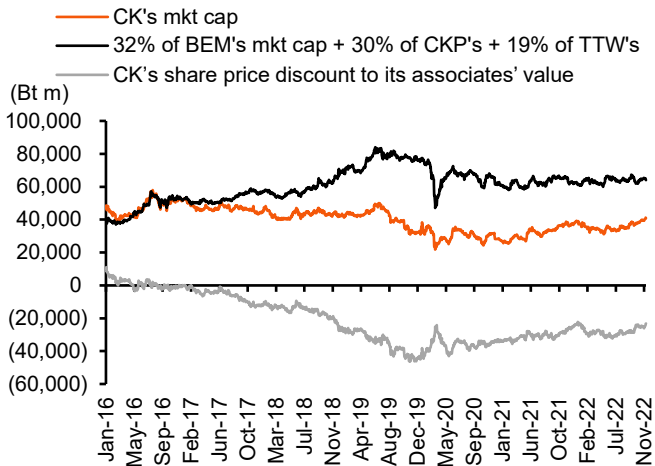
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: CK's SOTP Value

	% holding	Our TP	Fair value (Bt m)	30% discount* (Bt m)	Share price (Bt/share)	Market value (Bt m)
TTW	19.4%	10.00	7,741	5,418	8.70	6,734
BEM	32.4%	11.00	54,425	38,098	9.25	45,767
CKP	30.0%	6.50	15,852	11,097	4.84	11,804
Total			78,018	54,613		64,305
Per CK share (Bt)				32.2		38.0
Construction business value (Bt)				(3.5)		
Our TP (Bt)				28.7		

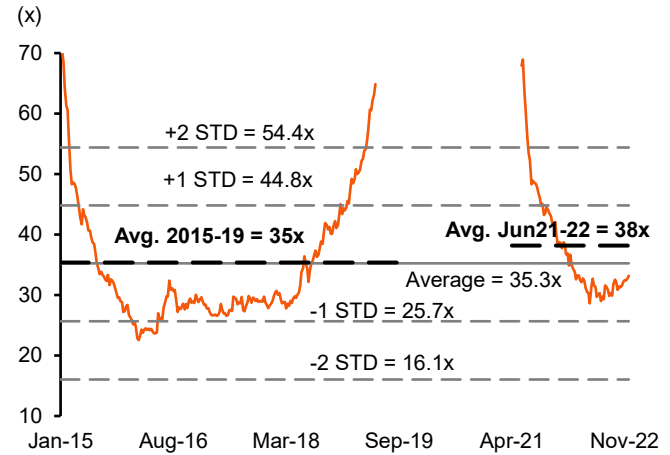
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: CK's Market Cap Vs. Its Associates' Market Cap



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: CK's PE Standard Deviation



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 11: Peer Valuation Comparison

Name	BBG code	Current	EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div yield	
		Price (Bt)	22F (%)	23F (%)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (%)	23F (%)
Italian-Thai Devel.	ITD TB	1.86	(758.7)	65.6	na	na	0.9	0.9	10.6	9.2	0.0	0.0
Sriracha Construction	SRICHA TB	9.75	na	na	na	6.9	1.7	1.7	29.1	4.2	na	11.6
CH Karnchang*	CK TB	24.10	897.1	25.6	41.0	32.7	1.6	1.5	322.4	112.1	1.0	1.2
Pylon Pcl*	PYLON TB	4.68	312.5	41.2	22.2	15.7	3.2	2.8	10.6	7.8	2.2	4.8
Seafco Pcl*	SEAFKO TB	3.72	na	na	na	16.7	1.8	1.6	22.7	8.1	0.0	0.0
Sino Thai Eng. & Cons*	STEC TB	11.70	5.1	21.1	24.5	20.2	1.0	1.0	6.7	5.7	1.2	1.7
Average			114.0	38.4	29.2	18.4	1.7	1.6	67.0	24.5	0.9	3.2

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates using normalized EPS growth

Based on 25-Nov-22 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

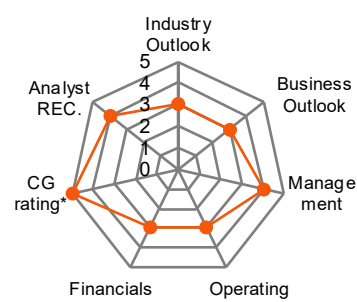
S — Strength

- เป็นหนึ่งในผู้รับเหมารายใหญ่ของไทย ซึ่งมีคุณสมบัติที่จะสามารถประมูลโครงการก่อสร้างขนาดใหญ่ได้
- การกระจายการลงทุนไปยังโครงสร้างสาธารณูปโภคพื้นฐานทำให้กำไรมีเสถียรภาพในระยะยาว

O — Opportunity

- ประเทศไทยอยู่ในรอบการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน
- มีโอกาสได้โครงการต่างประเทศสูง โดยเฉพาะงานน้ำในประเทศลาว

COMPANY RATING



Rating Scale

Excellent	5
Good	4
Fair	3
Weak	2
Very Weak	1
None	0

Source: Thanachart; * CG Rating

W — Weakness

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

T — Threat

- ผลกระทบจากโควิด-19 และการใช้เวลาในการดำเนินงานของภาครัฐ ทำให้การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานล่าช้าออกไป
- ราคาวัดุดก่อสร้างที่ผันผวนเป็นอีกหนึ่งความเสี่ยง

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	27.28	29.00	6%
Net profit 22F (Bt m)	973	996	2%
Net profit 23F (Bt m)	1,661	1,250	-25%
Consensus REC	BUY: 13	HOLD: 1	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- คาดการณ์กำไรของเราปี 2023F ต่ำกว่าตลาด 25% เนื่องจากเรามีมุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อรายได้และอัตรากำไรขั้นต้นของเรา
- แต่อย่างไรก็ตาม ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าตลาด เนื่องจากเรามองบวกมากขึ้นต่อแนวโน้มธุรกิจของบริษัทที่รวมมากขึ้น

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

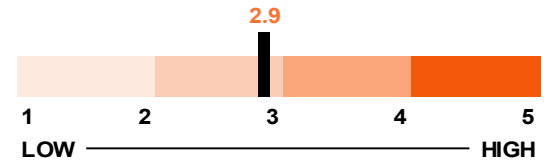
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

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

Source: Thanachart

CK เป็นบริษัทรับเหมาก่อสร้างอันดับ 3 ของประเทศไทยที่ดำเนินงานด้านโยธาและเครื่องกลในโครงการโครงสร้างพื้นฐาน อาคาร และโรงไฟฟ้า งานของบริษัทฯ ปล่อยมลพิษ ด้วยมาตรการลดผลกระทบตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง เราให้คะแนน ESG ที่ 2.92 ซึ่งเป็นระดับปานกลางเพื่อสะท้อนถึงแนวทางที่เป็นมาตรฐานในการจัดการสิ่งแวดล้อมและความมุ่งมั่นต่อประเด็น ESG ของบริษัทฯ

Thanachart ESG Rating



	SETTHSI Index	THSI Index	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	Arabesque S-Ray (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
CK	YES	-	-	BB	47.17	45.99	17.98	-	5.0

Sources: SETTRADE, SETTHSI Index, Thailand Sustainability Investment (THSI), The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, Arabesque S-Ray®, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
 Note: Please see third party on "term of use" toward the back of this report.

Factors	Our Comments
<p>ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)</p> <ul style="list-style-type: none"> นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก การบริหารจัดการน้ำ การบริหารจัดการของเสีย 	<ul style="list-style-type: none"> นโยบายด้านสิ่งแวดล้อมและการจัดการของ CK เป็นไปตามกฎหมายและข้อบังคับที่เกี่ยวข้อง บริษัทฯ ดำเนินการตามมาตรการควบคุมฝุ่นละอองตามพระราชบัญญัติส่งเสริมและรักษาคุณภาพสิ่งแวดล้อมแห่งชาติ พ.ศ. 2535 และแนวปฏิบัติของกรมควบคุมมลพิษกำหนดให้โครงการมีปริมาณฝุ่นละอองต่ำกว่า 0.33 มิลลิกรัม/ลบ.ม. และมีค่าฝุ่นละอองน้อยกว่า 0.12 มิลลิกรัม/ลบ.ม. โดยเฉลี่ย 24 ชั่วโมง มีการติดตามและตรวจสอบระดับเสียงจากการก่อสร้างให้ต่ำกว่า 115 dBA ตลอดเวลา และ 70 dBA เฉลี่ยต่อวัน การจัดการน้ำเสียและของเสียเป็นไปตามพระราชบัญญัติส่งเสริมและรักษาคุณภาพสิ่งแวดล้อมแห่งชาติ พ.ศ. 2535 ปริมาณการใช้ไฟฟ้าในปี 2021 คือ 10m Mega joules ซึ่งหมายถึงการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) จำนวน 1,629 ตัน CO2e CK เดินหน้ามาตรการลดการใช้ไฟฟ้า เช่น เปลี่ยนหลอดฟลูออเรสเซนต์เป็นหลอด LED ในปี 2021 บริษัทฯ ได้รับรางวัลการปฏิบัติตามมาตรฐานสิ่งแวดล้อมจากการรถไฟฟ้าขนส่งมวลชนแห่งประเทศไทย
<p>ด้านสังคม (SOCIAL)</p> <ul style="list-style-type: none"> การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน การดูแลพนักงาน สุขอนามัยและความปลอดภัย ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม 	<ul style="list-style-type: none"> CK ใช้หลักสิทธิมนุษยชน การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการปฏิบัติด้วยความเป็นธรรมตามพระราชบัญญัติคุ้มครองแรงงานและพระราชบัญญัติแรงงานสัมพันธ์ นอกจากนี้ยังถือว่านโยบายการรักษาความปลอดภัยเป็นมาตรฐานสูงสุดโดยมุ่งมั่นที่จะดำเนินการอย่างปลอดภัยภายใต้กฎหมายความปลอดภัยและอาชีวอนามัย ในปี 2021, 72% ของพนักงานเป็นชาย และ 28% เป็นหญิง โดยมีชั่วโมงฝึกอบรม 6.49 ชั่วโมงต่อคนต่อปี และอัตราการบาดเจ็บจากการทำงาน 0.04% บริษัทฯ ได้รับรางวัลดีเด่นด้านการจัดการอาชีวอนามัยจากการรถไฟฟ้าขนส่งมวลชนแห่งประเทศไทย CK มีกิจกรรม CSR เช่น สมทบทุนสร้างหอผู้ป่วยสำหรับโรงพยาบาลสนามเร่งด่วน จัดทำโครงการ "BioSafe Sampling Trucks" และสนับสนุนทุนสร้างนวัตกรรมชุมชน
<p>ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)</p> <ul style="list-style-type: none"> โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท จริยธรรมและความโปร่งใส ความยั่งยืนของธุรกิจ การบริหารความเสี่ยง นวัตกรรม 	<ul style="list-style-type: none"> CK มีคณะกรรมการ 10 คน (BOD) โดย 4 คนเป็นกรรมการอิสระ มีกรรมการหญิง 1 คน สมาชิก 5 คน เป็นกรรมการบริหาร ในปี 2021 ได้รับรางวัล Thailand Sustainability Investment จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อีกทั้งยังได้รับการประเมินระดับ "ดีเลิศ" ในการประเมินการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย บริษัทฯ ได้แต่งตั้ง EY Office Limited เป็นผู้สอบบัญชีอิสระของกลุ่มบริษัท

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	16,941	12,389	18,076	24,141	31,923
Cost of sales	15,341	11,235	16,583	22,147	29,286
Gross profit	1,601	1,153	1,493	1,994	2,637
% gross margin	9.4%	9.3%	8.3%	8.3%	8.3%
Selling & administration expenses	2,027	1,915	1,952	2,052	2,394
Operating profit	(427)	(761)	(459)	(58)	243
% operating margin	-2.5%	-6.1%	-2.5%	-0.2%	0.8%
Depreciation & amortization	726	695	692	724	756
EBITDA	299	(67)	233	666	999
% EBITDA margin	1.8%	-0.5%	1.3%	2.8%	3.1%
Non-operating income	1,226	1,225	1,120	1,056	996
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1,276)	(1,386)	(1,427)	(1,497)	(1,566)
Pre-tax profit	(477)	(922)	(766)	(499)	(327)
Income tax	28	38	0	0	0
After-tax profit	(505)	(960)	(766)	(499)	(327)
% net margin	-3.0%	-7.8%	-4.2%	-2.1%	-1.0%
Shares in affiliates' Earnings	857	1,088	1,767	1,756	1,888
Minority interests	(15)	(28)	(5)	(7)	(9)
Extraordinary items	275	806	0	0	0
NET PROFIT	612	906	996	1,250	1,552
Normalized profit	337	100	996	1,250	1,552
EPS (Bt)	0.4	0.5	0.6	0.7	0.9
Normalized EPS (Bt)	0.2	0.1	0.6	0.7	0.9

We forecast CK to enjoy strong earnings for at least the next four years...

...driven by its construction business's record high-backlog...

...and record-high equity income from its associates' strong earnings growth

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	19,834	20,069	25,248	30,867	38,078
Cash & cash equivalent	7,767	6,973	8,500	8,500	8,500
Account receivables	3,659	2,273	4,705	6,283	8,309
Inventories	2,436	2,988	4,543	6,068	8,024
Others	5,972	7,835	7,500	10,017	13,245
Investments & loans	50,366	50,826	48,326	49,826	47,326
Net fixed assets	11,194	10,927	11,035	11,111	11,155
Other assets	1,381	1,598	2,304	3,056	4,020
Total assets	82,774	83,421	86,913	94,861	100,579
LIABILITIES:					
Current liabilities:	14,758	17,748	17,016	23,066	28,857
Account payables	2,636	2,174	2,272	3,337	5,215
Bank overdraft & ST loans	147	82	0	0	0
Current LT debt	3,670	6,590	3,848	3,808	3,514
Others current liabilities	8,305	8,902	10,897	15,921	20,127
Total LT debt	38,586	36,598	38,905	38,507	35,531
Others LT liabilities	3,160	2,966	4,307	5,744	7,588
Total liabilities	56,503	57,313	60,228	67,317	71,975
Minority interest	424	439	444	451	460
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	4,572	3,736	3,736	3,736	3,736
Retained earnings	14,711	15,370	15,942	16,794	17,846
Shareholders' equity	25,847	25,669	26,241	27,093	28,145
Liabilities & equity	82,774	83,421	86,913	94,861	100,579

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	(477)	(922)	(766)	(499)	(327)
Tax paid	(51)	(44)	3	(1)	2
Depreciation & amortization	726	695	692	724	756
Chg In working capital	(213)	372	(3,889)	(2,037)	(2,103)
Chg In other CA & CL / minorities	(4,668)	(146)	4,093	4,265	2,864
Cash flow from operations	(4,683)	(46)	133	2,451	1,191
Capex	(756)	(428)	(800)	(800)	(800)
Right of use	(121)	49	(5)	(5)	(5)
ST loans & investments	(8)	62	0	0	0
LT loans & investments	889	(460)	2,500	(1,500)	2,500
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	45	245	640	690	884
Cash flow from investments	49	(531)	2,335	(1,615)	2,579
Debt financing	5,399	867	(518)	(437)	(3,270)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(339)	(332)	(423)	(398)	(500)
Warrants & other surplus	(1,819)	(752)	0	0	0
Cash flow from financing	3,241	(216)	(941)	(836)	(3,771)
Free cash flow	(5,439)	(474)	(667)	1,651	391

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	121.1	408.8	41.0	32.7	26.3
Normalized PE - at target price (x)	145.8	491.9	49.3	39.3	31.7
PE (x)	66.7	45.1	41.0	32.7	26.3
PE - at target price (x)	80.2	54.2	49.3	39.3	31.7
EV/EBITDA (x)	252.0	na	322.4	112.1	71.5
EV/EBITDA - at target price (x)	279.7	na	358.1	124.5	79.8
P/BV (x)	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5
P/BV - at target price (x)	1.9	1.9	1.9	1.8	1.7
P/CFO (x)	(8.7)	(893.6)	307.7	16.7	34.3
Price/sales (x)	2.4	3.3	2.3	1.7	1.3
Dividend yield (%)	0.8	1.0	1.0	1.2	1.5
FCF Yield (%)	(13.3)	(1.2)	(1.6)	4.0	1.0
(Bt)					
Normalized EPS	0.2	0.1	0.6	0.7	0.9
EPS	0.4	0.5	0.6	0.7	0.9
DPS	0.2	0.3	0.2	0.3	0.4
BV/share	15.3	15.2	15.5	16.0	16.6
CFO/share	(2.8)	(0.0)	0.1	1.4	0.7
FCF/share	(3.2)	(0.3)	(0.4)	1.0	0.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

*CK now trades 37%
below its associates'
market value...*

*...which we believe is
unjustified*

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(26.9)	(26.9)	45.9	33.6	32.2
Net profit (%)	(65.6)	48.0	9.9	25.6	24.1
EPS (%)	(65.6)	48.0	9.9	25.6	24.1
Normalized profit (%)	(65.0)	(70.4)	897.1	25.6	24.1
Normalized EPS (%)	(65.0)	(70.4)	897.1	25.6	24.1
Dividend payout ratio (%)	55.3	46.8	40.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	9.4	9.3	8.3	8.3	8.3
Operating margin (%)	(2.5)	(6.1)	(2.5)	(0.2)	0.8
EBITDA margin (%)	1.8	(0.5)	1.3	2.8	3.1
Net margin (%)	(3.0)	(7.8)	(4.2)	(2.1)	(1.0)
D/E (incl. minor) (x)	1.6	1.7	1.6	1.5	1.4
Net D/E (incl. minor) (x)	1.3	1.4	1.3	1.2	1.1
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	na	na	0.2
Interest coverage - EBITDA (x)	0.2	na	0.2	0.4	0.6
ROA - using norm profit (%)	0.4	0.1	1.2	1.4	1.6
ROE - using norm profit (%)	1.3	0.4	3.8	4.7	5.6
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	na	na	na
- asset turnover (x)	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3
- operating margin (%)	na	na	na	na	na
- leverage (x)	3.1	3.2	3.3	3.4	3.5
- interest burden (%)	(59.6)	(199.1)	(115.9)	(50.0)	(26.4)
- tax burden (%)	na	na	na	na	na
WACC (%)	7.3	7.3	7.3	7.3	7.3
ROIC (%)	(0.8)	(1.3)	(0.6)	(0.1)	0.3
NOPAT (Bt m)	(427)	(761)	(367)	(46)	194
invested capital (Bt m)	60,483	61,966	60,494	60,908	58,689

Sources: Company data, Thanachart estimates

ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

SETTRADE: You acknowledge that the use of data, information or service displayed and/or contained in this website may require third party's data, content or software which is subject to the terms of third party provider. By accessing and/or using of such certain data, you acknowledge and agree to comply with and be bound by the applicable third party terms specified below.

ESG Scores by Third Party data from www.SETTRADE.com

1. MSCI (CCC- AAA)
2. Arabesque S-Ray (0-100)
3. Refinitiv (0-100)
4. S&P Global (0-100)
5. Moody's ESG Solutions (0-100)

SET THSI Index (SETTHSI)

Nowadays, long-term investment tends to be more focused on sustainable companies. The financial statement performance and the consideration in environmental, social and governance (ESG) perspective are keys aspects for analysis.

SET has created a Thailand Sustainability Investment (THSI) list since 2015 for using as an alternative investment in the high performance ESG stocks for investors while, supporting the sustainable Thai companies. SET defines the sustainable companies as the companies that embrace risk management, supply chain management and innovations together with responsibility for environmental, social and governance aspects

As a result, SET has created the SETTHSI for the purpose of indicating the price of these sustainable companies that pass the market capital size and liquidity criteria.

Arabesque S-Ray®

The S-Ray data here is published with a 3 month delay. For the latest data, please contact sray@arabesque.com

Arabesque S-Ray® is a service (the "Service") provided by Arabesque S-Ray GmbH ("Arabesque S-Ray") and its branch and subsidiary companies. Arabesque S-Ray is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organized under the laws of Germany with registered number HRB 113087 in the commercial register of the local court with its seat and business address at Zeppelinallee 15, 60325 Frankfurt am Main, Germany. The Service is unconnected to any of the asset management activities conducted within the wider group of Arabesque companies, and is not investment advice or a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in investment services. RELIANCE - Arabesque S-Ray makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein, and accepts no liability for any loss, of whatever kind, howsoever arising, in relation thereto, and nothing contained herein should be relied upon. ENQUIRIES - Any enquiries in respect of this document should be addressed to Arabesque S-Ray.

Arabesque S-Ray® - The ESG Score, ranging from 0 to 100, identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long run, based on the principles of financial materiality. That is, when computing the ESG Score of a company, the algorithm will only use information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by overweighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis to stay up-to-date

MSCI ESG Research LLC

"Certain information @2021 MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission"

"Although [User ENTITY NAME's] information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, non of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

Score range	Description
CCC - B	LAGGARD: A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	AVERAGE : A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	LEADER: A company leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) are a family of best-in-class benchmarks for investors who have recognized that sustainable business practices are critical to generating long-term shareholder value and who wish to reflect their sustainability convictions in their investment portfolios. The family was launched in 1999 as the first global sustainability benchmark and tracks the stock performance of the world's leading companies in terms of economic, environmental and social criteria. Created jointly by S&P Dow Jones Indices and SAM, the DJSI combine the experience of an established index provider with the expertise of a specialist in Sustainable Investing to select the most sustainable companies from across 61 industries. The indices serve as benchmarks for investors who integrate sustainability considerations into their portfolios, and provide an effective engagement platform for investors who wish to encourage companies to improve their corporate sustainability practices.

S&P Global Market Intelligence

Copyright © 2021, S&P Global Market Intelligence (and its affiliates as applicable). Reproduction of any information, opinions, views, data or material, including ratings ("Content") in any form is prohibited except with the prior written permission of the relevant party. Such party, its affiliates and suppliers ("Content Providers") do not guarantee the accuracy, adequacy, completeness, timeliness or availability of any Content and are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, or for the results obtained from the use of such Content. In no event shall Content Providers be liable for any damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including lost income or lost profit and opportunity costs) in connection with any use of the Content. A reference to a particular investment or security, a rating or any observation concerning an investment that is part of the Content is not a recommendation to buy, sell or hold such investment or security, does not address the suitability of an investment or security and should not be relied on as investment advice. Credit ratings are statements of opinions and are not statements of fact.

ESG risk combines the concepts of management and exposure to arrive at an absolute assessment of ESG risk. We identify five categories of ESG risk severity that could impact a company's enterprise value

Moody's ESG Solutions

© 2022 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. and/or their licensors and affiliates (collectively, "MOODY'S"). All rights reserved.

CREDIT RATINGS ISSUED BY MOODY'S CREDIT RATINGS AFFILIATES ARE THEIR CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES, AND MATERIALS, PRODUCTS, SERVICES AND INFORMATION PUBLISHED BY MOODY'S (COLLECTIVELY, "PUBLICATIONS") MAY INCLUDE SUCH CURRENT OPINIONS. MOODY'S DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT OR IMPAIRMENT. SEE APPLICABLE MOODY'S RATING SYMBOLS AND DEFINITIONS PUBLICATION FOR INFORMATION ON THE TYPES OF CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS ADDRESSED BY MOODY'S CREDIT RATINGS. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS, NON-CREDIT ASSESSMENTS ("ASSESSMENTS"), AND OTHER OPINIONS INCLUDED IN MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. MOODY'S PUBLICATIONS MAY ALSO INCLUDE QUANTITATIVE MODEL-BASED ESTIMATES OF CREDIT RISK AND RELATED OPINIONS OR COMMENTARY PUBLISHED BY MOODY'S ANALYTICS, INC. AND/OR ITS AFFILIATES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT CONSTITUTE OR PROVIDE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT AND DO NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MOODY'S ISSUES ITS CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS AND OTHER OPINIONS AND PUBLISHES ITS PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS, AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS OR PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT MOODY'S PRIOR WRITTEN CONSENT.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY ANY PERSON AS A BENCHMARK AS THAT TERM IS DEFINED FOR REGULATORY PURPOSES AND MUST NOT BE USED IN ANY WAY THAT COULD RESULT IN THEM BEING CONSIDERED A BENCHMARK.

All information contained herein is obtained by MOODY'S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. MOODY'S adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources MOODY'S considers to be reliable including, when appropriate, independent third-party sources. However, MOODY'S is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the rating process or in preparing its Publications.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability to any person or entity for any indirect, special, consequential, or incidental losses or damages whatsoever arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information, even if MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers is advised in advance of the possibility of such losses or damages, including but not limited to: (a) any loss of present or prospective profits or (b) any loss or damage arising where the relevant financial instrument is not the subject of a particular credit rating assigned by MOODY'S.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability for any direct or compensatory losses or damages caused to any person or entity, including but not limited to by any negligence (but excluding fraud, willful misconduct or any other type of liability that, for the avoidance of doubt, by law cannot be excluded) on the part of, or any contingency within or beyond the control of, MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers, arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information.

NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY CREDIT RATING, ASSESSMENT, OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY'S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.

Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc. have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc. for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from \$1,000 to approximately \$5,000,000. MCO and Moody's Investors Service also maintain policies and procedures to address the independence of Moody's Investors Service credit ratings and credit rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold credit ratings from Moody's Investors Service and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is stated annually at www.moody.com under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy." Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors.

Additional terms for Japan only: Moody's Japan K.K. ("MJJK") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Group Japan G.K., which is wholly-owned by Moody's Overseas Holdings Inc., a wholly-owned subsidiary of MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of MJJK. MSFJ is not a Nationally Recognized Statistical Rating Organization ("NRSRO"). Therefore, credit ratings assigned by MSFJ are Non-NRSRO Credit Ratings. Non-NRSRO Credit Ratings are assigned by an entity that is not a NRSRO and, consequently, the rated obligation will not qualify for certain types of treatment under U.S. laws. MJJK and MSFJ are credit rating agencies registered with the Japan Financial Services Agency and their registration numbers are FSA Commissioner (Ratings) No. 2 and 3 respectively.

Additional terms for Hong Kong only: Any Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the Hong Kong Securities and Futures Ordinance ("SFO") is issued by Vigeo Eiris Hong Kong Limited, a company licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission to carry out the regulated activity of advising on securities in Hong Kong. This Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the SFO is intended for distribution only to "professional investors" as defined in the SFO and the Hong Kong Securities and Futures (Professional Investors) Rules. This Second Party Opinion or other opinion must not be distributed to or used by persons who are not professional investors.

MJJK or MSFJ (as applicable) hereby disclose that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MJJK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to MJJK or MSFJ (as applicable) for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY125,000 to approximately JPY550,000,000.

MJJK and MSFJ also maintain policies and procedures to address Japanese regulatory requirements.

Refinitiv ESG

These Terms of Use govern your access or use of the ESG information and materials on the Refinitiv website and any AI powered voice assistance software ("Refinitiv ESG Information"). 2020© Refinitiv. All rights reserved. Refinitiv ESG Information is proprietary to Refinitiv Limited and/or its affiliates ("Refinitiv").

The Refinitiv ESG Information is for general informational and non-commercial purposes only. Reproduction, redistribution or any other form of copying or transmission of the Refinitiv ESG Information is prohibited without Refinitiv's prior written consent.

All warranties, conditions and other terms implied by statute or common law including, without limitation, warranties or other terms as to suitability, merchantability, satisfactory quality and fitness for a particular purpose, are excluded to the maximum extent permitted by applicable laws. The Refinitiv ESG Information is provided "as is" and Refinitiv makes no express or implied warranties, representations or guarantees concerning the accuracy, completeness or currency of the information in this service or the underlying Third Party Sources (as defined below). You assume sole responsibility and entire risk as to the suitability and results obtained from your use of the Refinitiv ESG Information.

The Refinitiv ESG Information does not amount to financial, legal or other professional advice, nor does it constitute: (a) an offer to purchase shares in the funds referred to; or (b) a recommendation relating to the sale and purchase of instruments; or (c) a recommendation to take any particular legal, compliance and/or risk management decision. Investors should remember that past performance is not a guarantee of future results.

The Refinitiv ESG Information will not be used to construct or calculate an index or a benchmark, used to create any derivative works or used for commercial purposes. Refinitiv's disclaimer in respect of Benchmark Regulations applies to the Refinitiv ESG Information.

No responsibility or liability is accepted by Refinitiv its affiliates, officers, employees or agents (whether for negligence or otherwise) in respect of the Refinitiv ESG Information, or for any inaccuracies, omissions, mistakes, delays or errors in the computation and compilation of the Refinitiv ESG Information (and Refinitiv shall not be obliged to advise any person of any error therein). For the avoidance of doubt, in no event will Refinitiv have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) relating to any use of the Refinitiv ESG Information.

You agree to indemnify, defend and hold harmless Refinitiv from and against any claims, losses, damages, liabilities, costs and expenses, including, without limitation, reasonable legal and experts' fees and costs, as incurred, arising in any manner out of your use of, or inability to use, any Information contained on the Refinitiv web site or obtained via any AI powered voice assistance software.

You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.

By accepting these Terms of Use you are also expressly agreeing to the following Refinitiv's website Terms of Use.

Refinitiv ESG scores are derived from third party publicly available sources ("Third Party Sources") and are formulated on the basis of Refinitiv own transparent and objectively applied methodology. Refinitiv's ESG Information methodology can be accessed here.

Score range	Description	
0 to 25	First Quartile	Scores within this range indicates poor relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 25 to 50	Second Quartile	Scores within this range indicates satisfactory relative ESG performance and moderate degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 50 to 75	Third Quartile	Scores within this range indicates good relative ESG performance and above average degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 75 to 100	Fourth Quartile	Score within this range indicates excellent relative ESG performance and high degree of transparency in reporting material ESG data publicly.

CG Report : by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD), Established in December 1999, the Thai IOD is a membership organization that strives to promote professionalism in directorship. The Thai IOD offers directors certification and professional development courses, provides a variety of seminars, forums and networking events, and conducts research on board governance issues and practices. Membership comprises board members from companies ranging from large publicly listed companies to small private firms.

90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
80-89	▲▲▲▲	Very Good
70-79	▲▲▲	Good
60-69	▲▲	Satisfactory
50-59	▲	Pass
Below		N/A

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) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ถือและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 94 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2211A, ADVANC16C2301A, ADVANC16C2302A, AMATA16C2212A, AOT16C2212A, AOT16C2302A, BANPU16C2303A, BANPU16C2212A, BANPU16C2302A, BBL16C2212A, BCH16C2211A, BGRIM16C2212A, BGRIM16C2302A, BH16C2303A, BH16C2212A, BH16C2212B, BLA16C2212A, BLA16C2302A, BTS16C2301A, CBG16C2301A, CBG16C2301B, CBG16C2302A, COM716C2211A, COM716C2211B, COM716C2211C, COM716C2302A, CPALL16C2211A, CPN16C2301A, CRC16C2303A, DOHOME16C2301A, DOHOME16C2303A, DTAC16C2212A, EA16C2211A, EA16C2303A, ESSO16C2303A, ESSO16C2302A, FORTH16C2211A, GPSC16C2301A, GPSC16C2302A, GULF16C2301A, GULF16C2302A, GULF16C2302B, GUNKUL16C2301A, GUNKUL16C2302A, HANA16C2211A, HANA16C2301A, HANA16C2303A, IVL16C2211A, IVL16C2212A, IVL16C2301A, JMART16C2211A, JMART16C2303A, JMT16C2211A, JMT16C2302A, KBANK16C2211A, KBANK16C2301A, KBANK16C2302A, KCE16C2211A, KCE16C2301A, KCE16C2301B, KCE16C2302A, KTB16C2303A, KTC16C2211A, MINT16C2211A, MINT16C2301A, MINT16C2302A, MTC16C2212A, MTC16C2301A, PSL16C2212A, PTG16C2211A, PTTEP16C2212A, PTTEP16C2303A, RCL16C2303A, SAWAD16C2211A, SAWAD16C2302A, SCB16C2211A, SCB16C2301A, SCGP16C2212A, SCGP16C2303A, SET5016P2303A, SET5016C2303A, SET5016C2212A, SET5016C2212B, SET5016C2212C, SET5016P2212A, SET5016P2212B, SINGER16C2212A, SPRC16C2212A, TIDLOR16C2212A, TOP16C2211A, TRUE16C2212A, TTA16C2211A, VGI16C2301A (underlying securities are (ADVANC, AMATA, AOT, BANPU, BBL, BCH, BGRIM, BH, BLA, BTS, CBG, COM7, CPALL, CPN, CRC, DOHOME, DTAC, EA, ESSO, FORTH, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTB, KTC, MINT, MTC, PSL, PTG, PTTEP, RCL, SAWAD, SCB, SCGP, SET50, SINGER, SPRC, TIDLOR, TOP, TTA, VGI, TRUE)) และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 89.96 โดย ธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.33 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอติวีณี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สกทลอติคิวิเปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สกทลอติคิวิเปเมนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

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

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิจารุณ, CFA

Tel: 662-779-9199

pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

Strategy, ประกัน, กระดาษ

จักร เรื่องสิทธิสัญญา

Tel: 662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์

Tel: 662-483-8296

nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ

พัทธดนย์ บุณนาค

Tel: 662-483-8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์

Tel: 662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ

Tel: 662-483-8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

สรชดา ศรทรง

Tel: 662-779-9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์

Tel: 662-779-9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุโณทัย

Tel: 662-779-9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

พลังงาน, ปิโตรเคมี

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ

Tel: 662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพล

ลาภินี ทิพยมณฑล

Tel: 662-779-9115

lapinee.dib@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA

Tel: 662-779-9120

adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ

Tel: 662-779-9105

pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ชรรคมป่ารุง

Tel: 662-779-9123

witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล

Tel: 662-483-8304

thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์

Tel: 662-483-8303

sittichet.run@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน

นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์

Tel: 662-779-9107

nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล

Tel: 662-779-9108

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล

Tel: 662-779-9118

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

Tel: 662-779-9114

varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต

Tel: 662-779-9117

sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี

Tel: 662-779-9116

suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สถาพร

Tel: 662-779-9198

sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team

18 Floor, MBK Tower

444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330

Tel: 662 -779-9119

Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th
