

BUY (Unchanged)
Company Update

TP: Bt 26.00
Upside : 27.5%

(Unchanged)
16 OCTOBER 2024

Small Cap Research

Ch. Karnchang Pcl (CK TB)

อยู่ในเส้นทางกำเริบโต

งานในมือมูลค่า 2.23 แสนลบ., โครงการที่มีศักยภาพสูง 6.2 หมื่นลบ. และการเติบโตอย่างต่อเนื่องของส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมของ CK หนุนคาดการณ์การเติบโตของกำไรเฉลี่ยของเราที่ 11% ในปี 2024-26F ด้วยราคาหุ้นที่ซื้อขายอยู่ที่ส่วนลด 44% ของมูลค่าตลาดของบริษัทในเครือและได้ธุรกิจรับเหมาฟรี CK จึงเป็น Top Pick ของเราในกลุ่มฯ



SAKSID PHADTHANARAK
662-779-9119
saksid.pha@thanachartsec.co.th

คงคำแนะนำ “ซื้อ”

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มรับเหมาก่อสร้าง “รอบการเติบโตใหม่” วันที่ 16 ตุลาคม 2024 เราได้ปรับประมาณการกำไรของ CK และปรับมาใช้ฐาน 2025F อย่างไรก็ตาม เนื่องจากเราได้เพิ่มอัตราคิดลดขึ้น 0.5ppts เป็น 7.7-8.7% เพื่อสะท้อนถึงเบต้าที่สูงขึ้น ราคาเป้าหมายของเราจึงยังคงอยู่ที่ 26 บาท/หุ้น เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” CK หนุนโดย 1) การเติบโตของกำไรเฉลี่ยที่ 11% ในปี 2024-26F จากงานในมือที่สูงเป็นประวัติการณ์ และส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมที่สูงขึ้น 2) เป็นหนึ่งในตัวเลือกที่ดีที่สุดสำหรับการดำเนินการโครงการโครงสร้างพื้นฐานใหม่ของรัฐบาลมูลค่า 4.3 แสนลบ. ในปี 2025-27F และมีโครงการที่มีศักยภาพสูงมูลค่า 6.2 หมื่นลบ. และ 3) เรามองว่ามีมูลค่าที่ถูกที่สุด

คาดการณ์กำไรเติบโตเฉลี่ยที่ 11% ในปี 2024-26F

CK กำลังได้ประโยชน์จากการเติบโตของกำไรในธุรกิจรับเหมาก่อสร้าง รวมถึงผลตอบแทนจากบริษัทโครงสร้างพื้นฐาน บริษัทฯ มีงานในมือมูลค่า 2.23 แสนลบ. และโครงการที่มีศักยภาพสูงมูลค่า 6.2 หมื่นลบ. ซึ่งคิดเป็น 8 เท่า ของรายได้ปี 2024F เราคาดว่าโครงการเหล่านี้จะช่วยหนุนให้รายได้จากรับเหมาก่อสร้างเติบโตที่ 3/5/7% y-y ในปี 2024-26F แม้เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นของ CK จะลดลงเหลือ 7.8% ในปี 2024F (เทียบกับ 8% ใน 1H24) และเหลือ 7.5% ในปี 2025-27F เนื่องจากมีสัดส่วนของโครงการเมกะโปรเจกต์ที่มีอัตรากำไรต่ำมากขึ้น และการปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำ 5/10% ในปี 2024-25F แต่เราคาดว่าส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมที่เติบโต 11/13/10% y-y ในปี 2024-26F จากกำไรที่สูงเป็นประวัติการณ์ของ บมจ.ทางด่วนและรถไฟฟ้ากรุงเทพ (BEM, “ซื้อ”) ที่ถือหุ้น 34% และการฟื้นตัวของกำไรจากบมจ. ซีเค พาวเวอร์ (CKP, “ซื้อ”) ที่ถือหุ้น 30% จะทำให้กำไรของ CK เติบโต 6/12/14% y-y ในปี 2024-26F

ถูกที่สุดในมุมมองของเรา

เรามองว่า CK มีมูลค่าที่น่าสนใจ เนื่องจากคาดว่ากำไรจะเติบโตเฉลี่ยที่ 11% ในปี 2024-26F ทำให้ PE ของบริษัทฯ ลดลงจาก 22 เท่า ในปี 2024F เป็น 20 เท่า และ 18 เท่าในปี 2025-26F นอกจากนี้ หันยังซื้อขายในระดับที่มีส่วนลด 44% จากมูลค่าตลาดของพอร์ตการลงทุนของบริษัท กล่าวอีกนัยหนึ่ง นักลงทุนที่ซื้อ CK จะได้รับส่วนลด 44% จากมูลค่าตลาดของ BEM, CKP และ TTW (TTW, not rated) (ถือหุ้น 19%) พร้อมกับธุรกิจรับเหมาก่อสร้างฟรี

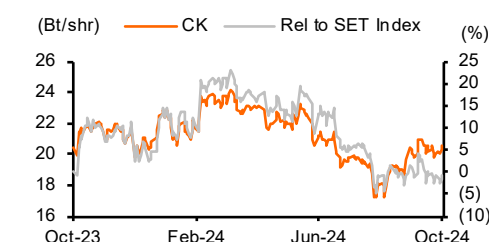
อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนที่สูงไม่ใช่ปัจจัยกังวล

อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนของผู้ถือหุ้นของ CK อยู่ในระดับสูงถึง 2 เท่า ณ สิ้นสุด 2Q24 แต่เราไม่กังวลมากนักในเรื่องของข้อจำกัดทางการเงินของบริษัทฯ นอกจากอัตราส่วน debt/covenant ratio ที่อยู่ที่ 3 เท่าแล้ว มูลค่าพอร์ตการลงทุนที่ 6.2 หมื่นลบ. ตามราคาตลาดปัจจุบันยังสูงกว่าหนี้สินที่ 5.1 หมื่นลบ. ณ สิ้น 2Q24 อีกด้วย ที่จริงแล้ว เนื่องจากอันดับเครดิต A- จาก TRIS Rating CK ประสบความสำเร็จในการออกหุ้นกู้มูลค่า 5.5 พันลบ. อัตราดอกเบี้ยหน้าตัว 3.4-4.1% ต่อปี เพื่อรีไฟแนนซ์หนี้ที่มีอยู่และใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนได้สำเร็จ

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	36,725	37,696	39,548	42,384
Net profit	1,501	1,540	1,723	1,965
Consensus NP	—	1,796	2,111	2,464
Diff frm cons (%)	—	(14.2)	(18.3)	(20.2)
Norm profit	1,452	1,540	1,723	1,965
Prev. Norm profit	—	1,554	1,818	1,996
Chg frm prev (%)	—	(0.9)	(5.2)	(1.6)
Norm EPS (Bt)	0.86	0.91	1.02	1.16
Norm EPS grw (%)	64.6	6.1	11.9	14.0
Norm PE (x)	23.8	22.4	20.1	17.6
EV/EBITDA (x)	43.9	55.6	55.3	50.3
P/BV (x)	1.4	1.3	1.3	1.2
Div yield (%)	1.5	1.8	2.0	2.3
ROE (%)	5.9	5.9	6.4	7.0
Net D/E (%)	183.6	192.3	183.2	172.0

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 15-Oct-24 (Bt)	20.40
Market Cap (US\$ m)	1,036.3
Listed Shares (m shares)	1,693.9
Free Float (%)	67.7
Avg Daily Turnover (US\$ m)	2.9
12M Price H/L (Bt)	24.20/17.20
Sector	Construction
Major Shareholder	Trivisvavet group 30.2%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P13

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

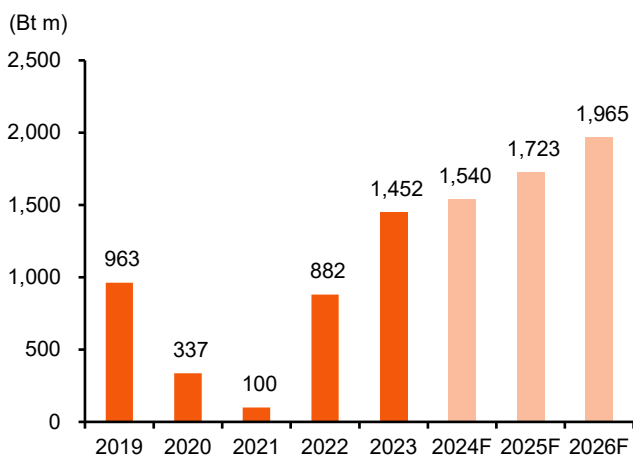
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ฯ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไม่ซ้ำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: CK's SOTP Value

	% holding	Our TP	Fair value (Bt m)	15% discount (Bt m)	Share price (Bt/share)	Market value (Bt m)
TTW	19.4%	10.0	7,741	6,580	9.3	7,160
BEM	36.4%	11.5	63,983	54,386	8.2	45,334
CKP	30.0%	5.0	12,194	10,365	3.9	9,560
Total			83,918	71,330		62,065
Per CK share (Bt)				42.1		36.6
Construction business value (Bt)				(16.2)		
Our TP (Bt)				26.0		

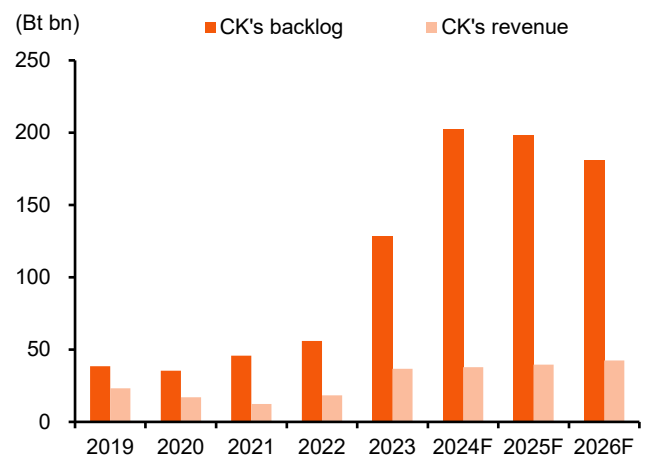
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: CK's Secured Earnings Growth Driven By...



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: ...Its Record-high Backlog...



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: ...Its High-potential Projects...

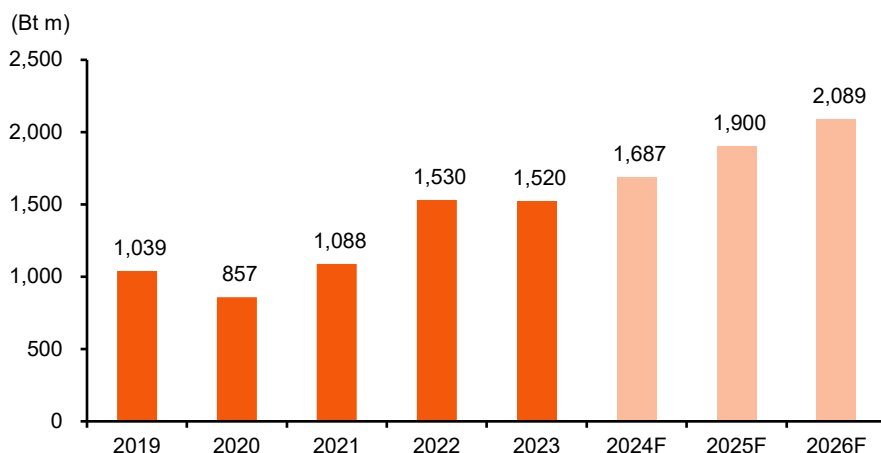
High-potential projects	Bt bn
Double-deck expressway	35.0
M&E work for the South Purple Line	27.0
Total	62.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

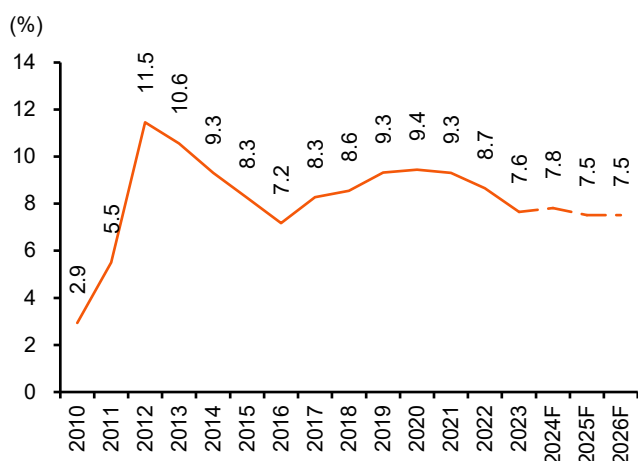
Ex 5: ...The Government's Infra. Investment Plan, And...

Projects	Bt bn
Mass transit	65.9
Double-track railways	245.8
Motorways	71.0
Airports	46.8
Total	429.5

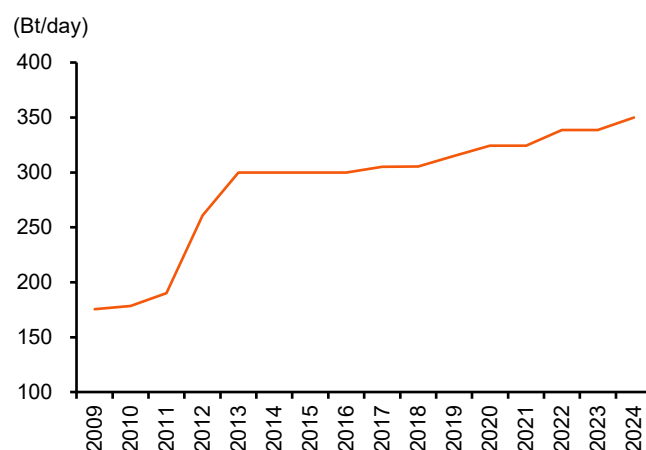
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: ...Equity Income Growth

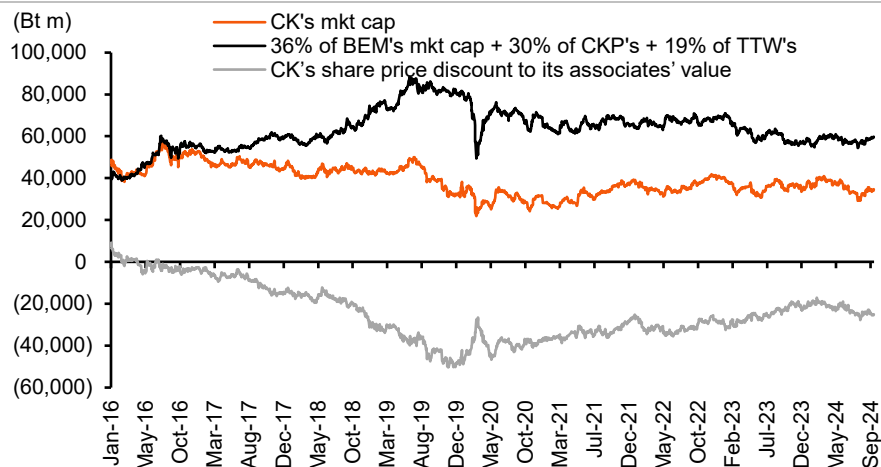
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: CK's Gross Margin

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: Thailand's Average Minimum Wage

Sources: Ministry of Labour, Today Bizview, Thanachart compilation

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

Sources: Company data, Thanachart estimates

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

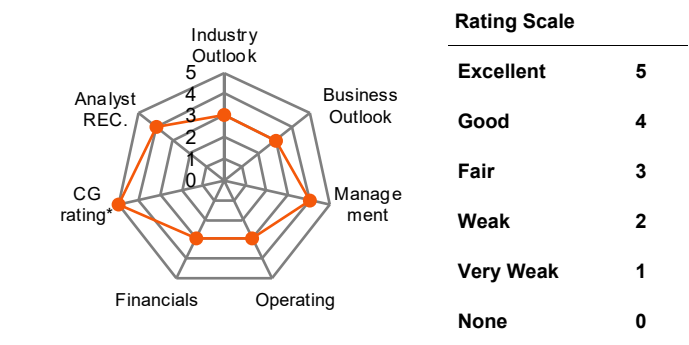
S — Strength

- เป็นหนึ่งในผู้รับเหมารายใหญ่ของไทย ซึ่งมีคุณสมบัติที่จะสามารถประมูลโครงการก่อสร้างขนาดใหญ่ได้
- การกระจายการลงทุนไปยังโครงสร้างสาธารณูปโภคพื้นฐานทำให้กำไรมีเสถียรภาพในระยะยาว

O — Opportunity

- ประเทศไทยอยู่ในรอบการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน
- มีโอกาสได้โครงการต่างประเทศสูง โดยเฉพาะงานน้ำในประเทศลาว

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG 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)	26.27	26.00	-1%
Net profit 24F (Bt m)	1,796	1,540	-14%
Net profit 25F (Bt m)	2,111	1,723	-18%
Consensus REC	BUY: 14	HOLD: 1	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- คาดการณ์กำไรของเราปี 2024-25F ต่ำกว่าตลาด 14-18% เนื่องจากเรามีมุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อสมมติฐานส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม
- แต่อย่างไรก็ตาม ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าตลาดเพียง 1% เนื่องจากเรามองบวกมากขึ้นต่อแนวโน้มธุรกิจของบริษัทร่วมมากขึ้น

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากโครงการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานของรัฐบาลไม่สามารถดำเนินการได้ จะทำให้เราต้องปรับลดสมมติฐานงานใหม่ของเราลง
- ต้นทุนวัสดุก่อสร้างมีสัดส่วนราว 20% 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

2.9

1

2

3

4

5

LOW HIGH

	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
CK	YES	YES	-	B	53.01	49.64	22.00	-	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
 Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- CK ตั้งเป้าที่จะบรรลุการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์สุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2026 เทียบกับการปล่อยก๊าซเรือนกระจกที่ 236,152 ตัน CO2eq นอกจากนี้บริษัทฯ ยังดำเนินการตามมาตรการควบคุมฝุ่นละอองตามพระราชบัญญัติส่งเสริมและรักษาคุณภาพสิ่งแวดล้อมแห่งชาติ 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 - ในปี 2023 CK ได้พัฒนาการออกแบบระบบสายพานลำเลียงเพื่อลำเลียงหินจากโรงโม่ ซึ่งช่วยลดการปล่อย CO2 ได้ 343 ตัน CO2eq และลดการใช้น้ำมันดีเซลได้ 387,919 ลิตร การใช้ถ่านล้อยางบางส่วนเป็นทางเลือกแทนซีเมนต์ไฮดรอลิกในโครงการยังช่วยลดการปล่อย CO2 ได้ 1,919 ตัน CO2eq นอกจากนี้ การเปลี่ยนหลอดไฟธรรมดาเป็นหลอด LED ยังช่วยลดการใช้ไฟฟ้าได้ 15,595 กิโลวัตต์-ชั่วโมงต่อปี ด้วย
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- CK ใช้หลักสิทธิมนุษยชน การกำกับดูแลกิจการที่ดี และการปฏิบัติด้วยความเป็นธรรมตามพระราชบัญญัติคุ้มครองแรงงานและพระราชบัญญัติแรงงานสัมพันธ์ นอกจากนี้ยังถือว่านโยบายการรักษาความปลอดภัยเป็นมาตรฐานสูงสุดโดยมุ่งมั่นที่จะดำเนินการอย่างปลอดภัยภายใต้กฎหมายความปลอดภัยและอาชีวอนามัย - ในปี 2023 CK ตั้งเป้าหมายต่อเนื่อง 300,000 ชั่วโมงโดยไม่มีอุบัติเหตุที่ทำให้ต้องหยุดงาน และสามารถทำงานได้ 10,809,239 ชั่วโมงโดยไม่มีอุบัติเหตุที่ทำให้ต้องหยุดงาน อัตราการบาดเจ็บอยู่ที่ 0.09% และอัตราการเสียชีวิตเป็นศูนย์ - CK ได้ดำเนินกิจกรรมที่เกี่ยวข้องกับชุมชนหลายอย่าง เช่น โครงการนวัตกรรมช่างฝีมือในชุมชน การสนับสนุนการปรับปรุงห้องเรียนที่ศูนย์พัฒนาเด็กเล็ก และการเปิดโอกาสให้ครูและนักเรียนเยี่ยมชมและสังเกตโครงการก่อสร้าง
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- CK มีคณะกรรมการ 10 คน (BOD) โดย 4 คนเป็นกรรมการอิสระ มีกรรมการหญิง 1 คน - ในปี 2023 CK ได้รับการจัดอันดับระดับ A จากการประเมินความยั่งยืนที่ครอบคลุมด้านเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อมจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นอกจากนี้ยังได้รับระดับ “ยอดเยี่ยม” ในการประเมินการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยจากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย - บริษัทฯ ได้แต่งตั้ง EY Office Limited เป็นผู้สอบบัญชีอิสระของกลุ่มบริษัท

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	18,293	36,725	37,696	39,548	42,384
Cost of sales	16,711	33,917	34,748	36,576	39,199
Gross profit	1,583	2,808	2,948	2,972	3,185
% gross margin	8.7%	7.6%	7.8%	7.5%	7.5%
Selling & administration expenses	1,927	2,051	2,149	2,215	2,331
Operating profit	(344)	757	799	757	854
% operating margin	-1.9%	2.1%	2.1%	1.9%	2.0%
Depreciation & amortization	638	1,117	761	806	851
EBITDA	294	1,874	1,560	1,563	1,705
% EBITDA margin	1.6%	5.1%	4.1%	4.0%	4.0%
Non-operating income	1,145	1,182	1,078	1,036	990
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1,411)	(1,830)	(1,774)	(1,662)	(1,566)
Pre-tax profit	(610)	109	103	131	279
Income tax	21	83	154	207	295
After-tax profit	(631)	26	(51)	(76)	(16)
% net margin	-3.5%	0.1%	-0.1%	-0.2%	0.0%
Shares in affiliates' Earnings	1,530	1,520	1,687	1,900	2,089
Minority interests	(16)	(93)	(96)	(101)	(108)
Extraordinary items	222	49	0	0	0
NET PROFIT	1,105	1,501	1,540	1,723	1,965
Normalized profit	882	1,452	1,540	1,723	1,965
EPS (Bt)	0.7	0.9	0.9	1.0	1.2
Normalized EPS (Bt)	0.5	0.9	0.9	1.0	1.2

We forecast CK to secure its earnings growth in 2024-26F, driven by...

...higher revenue recognition from its record-high backlog...

...and higher earnings contributions from its associates

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	23,057	32,666	35,054	36,523	38,709
Cash & cash equivalent	7,061	7,784	6,000	6,000	6,000
Account receivables	2,549	4,215	4,647	4,876	5,225
Inventories	5,639	8,954	12,376	13,027	13,961
Others	7,807	11,713	12,030	12,620	13,522
Investments & loans	49,757	51,490	52,990	54,490	55,990
Net fixed assets	10,116	10,287	10,526	10,721	10,870
Other assets	2,221	2,302	2,601	2,729	2,922
Total assets	85,151	96,745	101,171	104,462	108,490
LIABILITIES:					
Current liabilities:	20,043	27,258	26,042	28,151	31,132
Account payables	2,850	4,058	3,808	5,511	8,055
Bank overdraft & ST loans	2,705	6,801	5,818	5,792	5,714
Current LT debt	5,439	8,000	7,855	7,820	7,714
Others current liabilities	9,049	8,400	8,562	9,027	9,649
Total LT debt	37,945	40,724	44,509	44,312	43,715
Others LT liabilities	2,696	2,755	3,483	3,654	3,915
Total liabilities	60,684	70,737	74,034	76,117	78,762
Minority interest	440	526	622	723	831
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	1,704	2,023	2,023	2,023	2,023
Retained earnings	15,759	16,896	17,929	19,036	20,312
Shareholders' equity	24,026	25,482	26,515	27,622	28,898
Liabilities & equity	85,151	96,745	101,171	104,462	108,490

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	(610)	109	103	131	279
Tax paid	(21)	(82)	(155)	(206)	(295)
Depreciation & amortization	638	1,117	761	806	851
Chg In working capital	(2,252)	(3,773)	(4,104)	824	1,259
Chg In other CA & CL / minorities	1,759	(2,708)	1,533	1,775	1,809
Cash flow from operations	(486)	(5,336)	(1,862)	3,330	3,902
Capex	173	(1,288)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
Right of use	(98)	74	(5)	(5)	(5)
ST loans & investments	0	(30)	0	0	0
LT loans & investments	1,069	(1,732)	(1,500)	(1,500)	(1,500)
Adj for asset revaluation	0	107	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(643)	(354)	434	48	73
Cash flow from investments	501	(3,224)	(2,071)	(2,457)	(2,432)
Debt financing	2,819	9,435	2,657	(257)	(781)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(663)	(421)	(508)	(616)	(689)
Warrants & other surplus	(2,084)	269	0	0	0
Cash flow from financing	72	9,283	2,149	(873)	(1,470)
Free cash flow	(313)	(6,624)	(2,862)	2,330	2,902

VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	39.2	23.8	22.4	20.1	17.6
Normalized PE - at target price (x)	49.9	30.3	28.6	25.6	22.4
PE (x)	31.3	23.0	22.4	20.1	17.6
PE - at target price (x)	39.9	29.3	28.6	25.6	22.4
EV/EBITDA (x)	250.6	43.9	55.6	55.3	50.3
EV/EBITDA - at target price (x)	282.9	49.0	61.7	61.4	55.8
P/BV (x)	1.4	1.4	1.3	1.3	1.2
P/BV - at target price (x)	1.8	1.7	1.7	1.6	1.5
P/CFO (x)	(71.1)	(6.5)	(18.6)	10.4	8.9
Price/sales (x)	1.9	0.9	0.9	0.9	0.8
Dividend yield (%)	1.2	1.5	1.8	2.0	2.3
FCF Yield (%)	(0.9)	(19.2)	(8.3)	6.7	8.4
(Bt)					
Normalized EPS	0.5	0.9	0.9	1.0	1.2
EPS	0.7	0.9	0.9	1.0	1.2
DPS	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5
BV/share	14.2	15.0	15.7	16.3	17.1
CFO/share	(0.3)	(3.2)	(1.1)	2.0	2.3
FCF/share	(0.2)	(3.9)	(1.7)	1.4	1.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

*CK now trades 44%
below its associates'
market value...*

*...which we believe is
unjustified*

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	47.7	100.8	2.6	4.9	7.2
Net profit (%)	22.0	35.9	2.6	11.9	14.0
EPS (%)	22.0	35.9	2.6	11.9	14.0
Normalized profit (%)	783.4	64.6	6.1	11.9	14.0
Normalized EPS (%)	783.4	64.6	6.1	11.9	14.0
Dividend payout ratio (%)	38.3	33.9	40.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	8.7	7.6	7.8	7.5	7.5
Operating margin (%)	(1.9)	2.1	2.1	1.9	2.0
EBITDA margin (%)	1.6	5.1	4.1	4.0	4.0
Net margin (%)	(3.5)	0.1	(0.1)	(0.2)	(0.0)
D/E (incl. minor) (x)	1.9	2.1	2.1	2.0	1.9
Net D/E (incl. minor) (x)	1.6	1.8	1.9	1.8	1.7
Interest coverage - EBIT (x)	na	0.4	0.5	0.5	0.5
Interest coverage - EBITDA (x)	0.2	1.0	0.9	0.9	1.1
ROA - using norm profit (%)	1.0	1.6	1.6	1.7	1.8
ROE - using norm profit (%)	3.6	5.9	5.9	6.4	7.0
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	0.1	na	na	na
- asset turnover (x)	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4
- operating margin (%)	na	5.3	5.0	4.5	4.4
- leverage (x)	3.4	3.7	3.8	3.8	3.8
- interest burden (%)	(76.3)	5.6	5.5	7.3	15.1
- tax burden (%)	na	23.7	na	na	na
WACC (%)	7.7	7.7	7.7	8.2	8.2
ROIC (%)	(0.6)	0.3	1.0	0.8	0.9
NOPAT (Bt m)	(344)	179	719	666	726
invested capital (Bt m)	63,055	73,223	78,696	79,547	80,042

Sources: Company data, Thanachart estimates

We expect its earnings growth to cause net D/E ratio to fall from 2.1x in 2023 to 1.7x in 2026F

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. ESG Book (0-100)
3. Refinitiv (0-100)
4. S&P Global (0-100)
5. Moody's ESG Solutions (0-100)
6. SET ESG Rating (BBB-AAA)

SETESG Index (SETESG)

The SETESG Index reflects the price movement of stock of companies that have sustainable business practices which consider environmental, social and governance (ESG) aspect.

SET Index, SET50 Index, SET100 Index and all indices calculated by the Stock Exchange of Thailand ("SET") (collectively called "SET Index Series") are the registered trademarks/service marks solely owned by, and proprietary to SET. Any unauthorized use of SET Index Series is strictly prohibited. All information provided is for information purposes only and no warranty is made as to its fitness for purpose, satisfactory quality or otherwise. Every effort has been made to ensure that all information given is accurate, but no responsibility or liability (including in negligence) can be accepted by SET for errors or omissions or for any losses arising from the use of this information.

SET ESG Index (SET ESG)

Currently, long-term investment guidelines abroad are beginning to focus on investing in companies that have sustainable business practices. which considers environmental, social and governance factors (Environmental, Social and Governance or ESG) of the company in making investment decisions along with analyzing the company's financial data.

Stock Exchange Has prepared the results of evaluating sustainable stocks which are stocks of listed companies (SETESG Rating) as an alternative for investors who want to invest in stocks of listed companies that are outstanding in ESG, including to support listed companies with operations. sustainable business Taking into account all stakeholders in both social and environmental aspects. There is a management process to create sustainability for the organization, such as risk management. Supply chain management and innovation development. Therefore, the SETESG index was created to be an index that reflects the price movement of a group of securities. of companies with sustainable business operations that meet the required size and liquidity criteria

ESG Book's Disclaimer

Arabesque S-Ray GmbH, also trading as "ESG Book", is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organised 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 (hereinafter "ESG Book"). ESG Book, with its UK branch and local subsidiaries, is a provider of sustainability data and advisory services and operates the sustainability data platform ESG Book. ESG Book does not offer any regulated financial services nor products. This document is provided on a confidential basis by ESG Book and is for information purposes only; accordingly, it is not a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in any trading activities nor should it be construed as a recommendation or advice on the merits of investing in any financial product. THIRD PARTY INFORMATION. Certain information contained in this document has been obtained from sources outside ESG Book. While such information is believed to be reliable for the purposes used herein, no representations are made as to the accuracy or completeness thereof and neither ESG Book nor its affiliates take any responsibility for such information. To the extent this document contains any links to third party websites, such links are provided as a convenience and for informational purposes only; they do not constitute an endorsement or an approval by ESG Book of any of the products, services or opinions of the corporations or organization or individual operating such third party websites. ESG Book bears no responsibility for the accuracy, legality or content of the external site or for that of subsequent links. RELIANCE – ESG Book 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. CONFIDENTIALITY. This document contains highly confidential information regarding ESG Book's strategy and organization. Your acceptance of this document constitutes your agreement to keep confidential all the information contained in this document, as well as any information derived by you from the information contained in this document and not disclose any such information to any other person. This document may not be copied, reproduced, in any way used or disclosed or transmitted, in whole or in part, to any other person.

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 redisseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none 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 posted 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. ("MJKK") 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 MJKK. 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. MJKK 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.

MJKK 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 MJKK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to MJKK or MSFJ (as applicable) for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY125,000 to approximately JPY550,000,000.

MJKK 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 and 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.

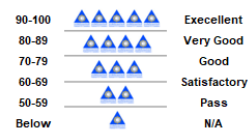
You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.

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.



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 และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TCAP) ถือหุ้น 89.96% ในบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP ยังเป็นผู้ถือหุ้น 100% ในบริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดย TCAP และ Thanachart SPV1 Co. Ltd ถือหุ้นรวมกันทั้งทางตรงและทางอ้อมใน บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) อยู่ในสัดส่วนร้อยละ 60

หมายเหตุ: บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.35 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง 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 ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีการรวมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุติริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น Joint Lead Underwriter ให้กับบริษัท บริษัท ยูโรเอเชีย โทเทิล โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) Euroasia Total Logistics Pcl (ETL) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: * "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท ศรีสวัสดิ์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 4/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2570-72 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: * "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 7/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2569-71 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy พิมพ์ภา นิการุณ, CFA pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ pattarawan.wan@thanachartsec.co.th
สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์ nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th	อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ พัทธดนย์ บุณนาค pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ phannarai.von@thanachartsec.co.th
ยานยนต์, หินคมฯ, Property Fund, REITs, บันทึ รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ rata.lim@thanachartsec.co.th	ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน สรัชดา ศรทรง sarachada.sor@thanachartsec.co.th	ขนส่ง, รับเหมา ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์ saksid.pha@thanachartsec.co.th
Small Cap, การแพทย์, โรงแรม ศิริพร อรุโณทัย siriporn.aru@thanachartsec.co.th	พลังงาน , วิโตรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล lapinee.dib@thanachartsec.co.th
วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง witchanan.tam@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์ sittichet.run@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA nariporn.kla@thanachartsec.co.th		

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต sunset.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราชญ์ suksawat.lim@thanachartsec.co.th	สุจินตนา สภาพร 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