

# พุกชา โฮลดิ้ง

บริษัท พุกชา โฮลดิ้ง  
จำกัด (มหาชน)

PSH

Bloomberg  
Reuters

PSH TB  
PSH.BK



## ปี 2562 อ่อนแอ, ปี 2563 เผชิญความท้าทาย

ยอดขายที่อ่อนแอใน 4Q62 (ส่วนหนึ่งเกิดจากการเลื่อนเปิดตัวโครงการใหม่ และอีกส่วนหนึ่งเกิดจากการยกเลิกจำนวนมาก) ส่งผลกระทบทำให้ยอดขายของ PSH ลดลงทำจุดต่ำสุดใหม่ที่ติดลบ 2 พันลบ. และส่งผลทำให้ยอดขายในปี 2562 มีจำนวน 3.56 หมื่นลบ. -30% YoY ต่ำกว่าเป้าของบริษัทและสร้างความผิดหวังแก่ตลาด เราเชื่อว่า PSH จะเผชิญกับความท้าทายในการทำรายได้ให้ถึงระดับที่เราคาดการณ์ไว้ในปี 2563 เนื่องจากยอดขายคอนโดมิเนียมรายได้อาจมีจำนวนเพียง 1.0 หมื่นลบ. เทียบกับประมาณการของเราที่ 1.5 หมื่นลบ. ความพยายามในการขายสต็อกที่สร้างเสร็จแล้วจะส่งผลทำให้เกิดการตัดราคาและอัตรากำไรหดตัวลง เราจะทบทวนประมาณการของเราอีกครั้ง ราคาหุ้น PSH ปรับตัวลดลง 38% ในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา สอดคล้องกับปัจจัยพื้นฐานที่อ่อนแอของบริษัท ทั้งนี้ในระยะสั้น ผลตอบแทนจากเงินปันผลงวดสุดท้ายของปี 2562 ที่ดีในระดับ 4.5% จะเป็นปัจจัยบวกกระตุ้นราคาหุ้น คงคำแนะนำ "Neutral"

ยอดขายทำจุดต่ำสุดใหม่ใน 4Q62, ต่ำกว่าเป้าปี 2562 ยอดขายของ PSH ทำจุดต่ำสุดใหม่ที่ติดลบ 2 พันลบ. ใน 4Q62 โดยมีสาเหตุมาจาก: 1) การเลื่อนเปิดตัวโครงการใหม่ 3 โครงการ (มูลค่า >4 พันลบ.) ได้แก่ คอนโด 2 โครงการ (The Tree Victory และ The Tree พระราม 4) และบ้านเดี่ยว 1 โครงการ ออกไป เพราะสภาวะตลาดไม่เอื้ออำนวย และ 2) การยกเลิกจำนวนมาก ส่งผลทำให้ยอดขายทาวน์เฮ้าส์และคอนโดปรับตัวลดลงสู่ระดับติดลบที่ 457 ลบ. และ 2.0 พันลบ. ตามลำดับ ยอดขายบ้านเดี่ยวต่ำเพียง 460 ลบ. โดยมีสาเหตุส่วนหนึ่งมาจากวิธีทำการตลาดที่วางเงินจองต่ำเพียง 100-1,000 บาท/ยูนิต และส่วนหนึ่งเกิดจากลูกค้าขอสินเชื่อได้ยากขึ้นเพราะเกณฑ์อัตราส่วนเงินให้สินเชื่อต่อมูลค่าหลักประกัน (LTV) เข้มงวดมากขึ้น การยกเลิกส่วนใหญ่เกิดจากโครงการ Chapter 1 Eco รัชดา, The Privacy จตุจักร, Chapter 1 Shine บางโพ, The Reserve พลพ-ประดิพัทธ์, The Tree สุขุมวิท 71 (เอกมัย) และ Plum Condo รวมค่าแห่ง 60 อินเทอร์เน็ตจอยยอดขายในปี 2562 อยู่ที่ 3.56 หมื่นลบ. ลดลง 30% YoY แย่ที่สุดนับตั้งแต่ปี 2556 และต่ำกว่าเป้าของบริษัทและประมาณการของเรา ทั้งนี้ยอดขายในปี 2562 แบ่งเป็นยอดขายทาวน์เฮ้าส์ 1.6 หมื่นลบ. (-34% YoY), บ้านเดี่ยว 7.9 พันลบ. (-34%) และคอนโด 1.32 หมื่นลบ. (-24%)

เผชิญความท้าทายในปี 2563 ณ เดือนธ.ค. 2562 เราประเมินยอดขายรอรับรายได้ของ PSH ได้ที่ 2.9 หมื่นลบ. ลดลงอย่างมากจาก 4.25 หมื่นลบ. ในเดือนก.ย. 2562 เราคาดว่า PSH จะโอนยอดขายรอรับรายได้จำนวน 1.2 หมื่นลบ. ในปีนี้ คิดเป็นสัดส่วน 30% ของประมาณการของเรา โดย 2 พันลบ. เป็นบ้านแนวราบ และ 1.0 หมื่นลบ. เป็นคอนโด ซึ่งค่อนข้างต่ำเมื่อเทียบกับประมาณการรายได้คอนโดของเราที่ 1.5 หมื่นลบ. ดังนั้น PSH จะเผชิญกับความท้าทายในการทำรายได้ให้ถึงระดับที่เราคาดการณ์ไว้ในปี 2563 นอกจากนี้การแพร่ระบาดของไวรัสโคโรนาสายพันธุ์ใหม่อาจจะส่งผลกระทบทำให้ลูกค้าชาวจีนบางส่วนโอนกรรมสิทธิ์ล่าช้า เราประเมินได้ว่า PSH มียอดขายรอรับรายได้จากลูกค้าต่างชาติจำนวน 5 พันลบ. คิดเป็นสัดส่วน 20% ของยอดขายรอรับรายได้ทั้งหมด ซึ่งมีกำหนดโอนในระหว่างปี 2563-2565 โดยส่วนใหญ่เป็นลูกค้าชาวจีน เราจะทบทวนประมาณการของเราอีกครั้งหลังงานประชุมนักวิเคราะห์วันที่ 21 ก.พ.

คาดการณ์ 4Q62 และผลตอบแทนจากเงินปันผลงวดสุดท้ายของปี 2562 ดี เราคาดการณ์กำไรสุทธิ 4Q62 ของ PSH ที่ 1.8 พันลบ. -8% YoY แต่เพิ่มขึ้นเป็นสองเท่า QoQ โดยเกิดจากการโอนกรรมสิทธิ์ผลิตภัณฑ์ทุกประเภทเพิ่มขึ้น และรายได้อื่นที่สูงขึ้น ซึ่งจะส่งผลทำให้บริษัทมีกำไรสุทธิ 5.4 พันลบ. ในปี 2562 -11% YoY เป็นไปตามการคาดการณ์ของเราและ consensus เราคาดการณ์เงินปันผลงวดสุดท้ายของปี 2562 ที่ 0.63 บาท/หุ้น คิดเป็นผลตอบแทนจากเงินปันผล 4.5% PSH จะประกาศผลประกอบการวันที่ 20 ก.พ.

### Forecasts and valuation

| Year to 31 Dec    | Unit   | 2017   | 2018   | 2019F  | 2020F  | 2021F  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Revenue           | (Btmn) | 43,935 | 44,901 | 39,948 | 40,855 | 42,865 |
| EBITDA            | (Btmn) | 7,821  | 8,323  | 7,681  | 7,962  | 8,180  |
| Core profit       | (Btmn) | 5,456  | 6,022  | 5,382  | 5,564  | 5,704  |
| Reported profit   | (Btmn) | 5,456  | 6,022  | 5,382  | 5,564  | 5,704  |
| Core EPS          | (Bt)   | 2.50   | 2.75   | 2.46   | 2.54   | 2.61   |
| DPS               | (Bt)   | 1.29   | 1.55   | 1.23   | 1.27   | 1.30   |
| P/E, core         | (x)    | 5.6    | 5.1    | 5.7    | 5.5    | 5.4    |
| EPS growth, core  | (%)    | (8.2)  | 10.3   | (10.6) | 3.4    | 2.5    |
| P/BV, core        | (x)    | 0.8    | 0.8    | 0.7    | 0.7    | 0.6    |
| ROE               | (%)    | 14.9   | 15.2   | 12.8   | 12.5   | 12.0   |
| Dividend yield    | (%)    | 9.2    | 11.1   | 8.8    | 9.1    | 9.3    |
| FCF yield         | (%)    | 1.8    | (2.7)  | (9.3)  | (5.7)  | (9.7)  |
| EV/EBIT           | (x)    | 7.3    | 7.2    | 8.0    | 7.8    | 7.6    |
| EBIT growth, core | (%)    | (6.1)  | 6.4    | (8.8)  | 3.4    | 2.4    |
| EV/CE             | (x)    | 0.8    | 0.7    | 0.7    | 0.7    | 0.7    |
| ROCE              | (%)    | 8.2    | 7.8    | 6.9    | 6.9    | 6.8    |
| EV/EBITDA         | (x)    | 6.9    | 6.8    | 7.4    | 7.2    | 7.0    |
| EBITDA growth     | (%)    | (5.6)  | 6.4    | (7.7)  | 3.7    | 2.7    |

Source: SCBS Investment Research

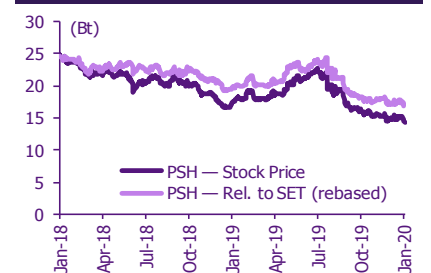
## NEUTRAL

### Stock data

|                             |       |
|-----------------------------|-------|
| Last close (Jan 27) (Bt)    | 14.00 |
| 12-m target price (Bt)      | 15.50 |
| Upside (Downside) to TP (%) | 10.71 |
| Mkt cap (Btmn)              | 30.64 |
| Mkt cap (US\$mn)            | 998   |

|                            |             |
|----------------------------|-------------|
| Risk rating                | H           |
| Mkt cap (%) SET            | 0.18        |
| Sector % SET               | 6.51        |
| Shares issued (mn)         | 2,189       |
| Par value (Bt)             | 1.00        |
| 12-m high / low (Bt)       | 22.6 / 13.9 |
| Avg. daily 6m (US\$mn)     | 1.27        |
| Foreign limit / actual (%) | 40 / 5      |
| Free float (%)             | 28.4        |
| Dividend policy (%)        | ≥ 50        |

### Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

### Share performance

| (%)             | 1M    | 3M     | 12M    |
|-----------------|-------|--------|--------|
| Absolute        | (5.4) | (10.3) | (20.0) |
| Relative to SET | (2.0) | (6.0)  | (14.7) |

Source: SET, SCBS Investment Research

### Expected total return (ETR)

|                   |      |       |
|-------------------|------|-------|
| Target price      | (Bt) | 15.50 |
| 12-month dividend | (Bt) | 1.27  |
| Capital gain      | (%)  | 10.71 |
| Dividend yield    | (%)  | 9.08  |
| Total return      | (%)  | 19.79 |

Source: SET, SCBS Investment Research

### นักวิเคราะห์

#### สิริการย์ ฤกษ์ภูมิพันธ์

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1020

sirikarn.krisnipat@scb.co.th

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

| FY December 31        | Unit          | 2014          | 2015          | 2016          | 2017          | 2018          | 2019F         | 2020F         | 2021F         |
|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Total revenue         | (Btmn)        | 42,781        | 51,240        | 46,926        | 43,935        | 44,901        | 39,948        | 40,855        | 42,865        |
| Cost of goods sold    | (Btmn)        | 27,095        | 33,984        | 31,184        | 28,222        | 28,815        | 25,720        | 26,384        | 27,762        |
| <b>Gross profit</b>   | <b>(Btmn)</b> | <b>15,686</b> | <b>17,256</b> | <b>15,742</b> | <b>15,713</b> | <b>16,086</b> | <b>14,227</b> | <b>14,470</b> | <b>15,103</b> |
| SG&A                  | (Btmn)        | 7,091         | 7,661         | 8,153         | 8,537         | 8,430         | 7,208         | 7,209         | 7,665         |
| Other income          | (Btmn)        | 246           | 198           | 247           | 178           | 170           | 120           | 120           | 120           |
| Interest expense      | (Btmn)        | 376           | 328           | 287           | 197           | 140           | 291           | 301           | 300           |
| <b>Pre-tax profit</b> | <b>(Btmn)</b> | <b>8,466</b>  | <b>9,465</b>  | <b>7,548</b>  | <b>7,157</b>  | <b>7,686</b>  | <b>6,849</b>  | <b>7,080</b>  | <b>7,258</b>  |
| Corporate tax         | (Btmn)        | 1,812         | 1,799         | 1,478         | 1,582         | 1,556         | 1,370         | 1,416         | 1,452         |
| Equity a/c profits    | (Btmn)        | 0             | 3             | (2)           | (0)           | (0)           | 0             | 0             | 0             |
| Minority interests    | (Btmn)        | 0             | 10            | (128)         | (118)         | (108)         | (97)          | (100)         | (103)         |
| <b>Core profit</b>    | <b>(Btmn)</b> | <b>6,654</b>  | <b>7,680</b>  | <b>5,940</b>  | <b>5,456</b>  | <b>6,022</b>  | <b>5,382</b>  | <b>5,564</b>  | <b>5,704</b>  |
| Extra-ordinary items  | (Btmn)        | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>Net Profit</b>     | <b>(Btmn)</b> | <b>6,654</b>  | <b>7,680</b>  | <b>5,940</b>  | <b>5,456</b>  | <b>6,022</b>  | <b>5,382</b>  | <b>5,564</b>  | <b>5,704</b>  |
| EBITDA                | (Btmn)        | 9,190         | 10,222        | 8,288         | 7,821         | 8,323         | 7,681         | 7,962         | 8,180         |
| <b>Core EPS</b>       | <b>(Bt)</b>   | <b>2.99</b>   | <b>3.44</b>   | <b>2.72</b>   | <b>2.50</b>   | <b>2.75</b>   | <b>2.46</b>   | <b>2.54</b>   | <b>2.61</b>   |
| Net EPS               | (Bt)          | 2.99          | 3.44          | 2.72          | 2.50          | 2.75          | 2.46          | 2.54          | 2.61          |
| DPS                   | (Bt)          | 1.00          | 1.75          | 1.40          | 1.29          | 1.55          | 1.23          | 1.27          | 1.30          |

### Balance Sheet

| FY December 31              | Unit          | 2014          | 2015          | 2016          | 2017          | 2018          | 2019F         | 2020F         | 2021F         |
|-----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Total current assets        | (Btmn)        | 55,950        | 60,509        | 61,705        | 66,228        | 75,668        | 77,364        | 81,204        | 84,023        |
| Total fixed assets          | (Btmn)        | 5,101         | 4,800         | 4,638         | 6,015         | 6,178         | 6,130         | 6,149         | 6,127         |
| <b>Total assets</b>         | <b>(Btmn)</b> | <b>61,051</b> | <b>65,309</b> | <b>66,344</b> | <b>72,244</b> | <b>81,845</b> | <b>83,495</b> | <b>87,353</b> | <b>90,150</b> |
| Total loans                 | (Btmn)        | 22,295        | 20,000        | 19,898        | 24,300        | 27,100        | 27,600        | 28,500        | 28,250        |
| Total current liabilities   | (Btmn)        | 13,976        | 16,209        | 17,527        | 17,639        | 24,374        | 31,599        | 39,286        | 39,111        |
| Total long-term liabilities | (Btmn)        | 17,346        | 14,882        | 12,653        | 15,945        | 15,597        | 7,997         | 1,247         | 1,247         |
| <b>Total liabilities</b>    | <b>(Btmn)</b> | <b>31,321</b> | <b>31,091</b> | <b>30,180</b> | <b>33,584</b> | <b>39,971</b> | <b>39,596</b> | <b>40,533</b> | <b>40,358</b> |
| Paid-up capital             | (Btmn)        | 2,227         | 2,231         | 2,186         | 2,187         | 2,189         | 2,189         | 2,189         | 2,189         |
| <b>Total equity</b>         | <b>(Btmn)</b> | <b>29,728</b> | <b>34,227</b> | <b>35,413</b> | <b>37,909</b> | <b>41,171</b> | <b>43,161</b> | <b>46,033</b> | <b>48,955</b> |
| <b>BVPS</b>                 | <b>(Bt)</b>   | <b>13.35</b>  | <b>15.35</b>  | <b>15.86</b>  | <b>16.99</b>  | <b>18.49</b>  | <b>19.38</b>  | <b>20.67</b>  | <b>21.99</b>  |

### Cash Flow Statement

| FY December 31                | Unit          | 2014         | 2015       | 2016         | 2017       | 2018      | 2019F        | 2020F      | 2021F       |
|-------------------------------|---------------|--------------|------------|--------------|------------|-----------|--------------|------------|-------------|
| Core Profit                   | (Btmn)        | 6,654        | 7,680      | 5,940        | 5,456      | 6,022     | 5,382        | 5,564      | 5,704       |
| Depreciation and amortization | (Btmn)        | 348          | 426        | 454          | 467        | 497       | 541          | 581        | 622         |
| Operating cash flow           | (Btmn)        | 2,027        | 7,815      | 4,431        | 1,391      | 1,525     | 2,958        | 2,757      | 3,496       |
| Investing cash flow           | (Btmn)        | (963)        | (341)      | (171)        | (1,190)    | (596)     | (493)        | (600)      | (600)       |
| Financing cash flow           | (Btmn)        | (1,579)      | (6,603)    | (5,009)      | 562        | (832)     | (2,858)      | (1,742)    | (2,982)     |
| <b>Net cash flow</b>          | <b>(Btmn)</b> | <b>(515)</b> | <b>871</b> | <b>(750)</b> | <b>762</b> | <b>97</b> | <b>(393)</b> | <b>415</b> | <b>(86)</b> |

### Key Financial Ratios

| FY December 31        | Unit | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
|-----------------------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| Gross margin          | (%)  | 36.7 | 33.7 | 33.5 | 35.8 | 35.8 | 35.6  | 35.4  | 35.2  |
| Operating margin      | (%)  | 20.1 | 18.7 | 16.2 | 16.3 | 17.1 | 17.6  | 17.8  | 17.4  |
| EBITDA margin         | (%)  | 21.5 | 19.9 | 17.7 | 17.8 | 18.5 | 19.2  | 19.5  | 19.1  |
| EBIT margin           | (%)  | 20.7 | 19.1 | 16.7 | 16.7 | 17.4 | 17.9  | 18.1  | 17.6  |
| Net profit margin     | (%)  | 15.6 | 15.0 | 12.7 | 12.4 | 13.4 | 13.5  | 13.6  | 13.3  |
| ROE                   | (%)  | 24.3 | 24.0 | 17.1 | 14.9 | 15.2 | 12.8  | 12.5  | 12.0  |
| ROA                   | (%)  | 11.4 | 12.2 | 9.0  | 7.9  | 7.8  | 6.5   | 6.5   | 6.4   |
| Net gearing           | (x)  | 0.7  | 0.5  | 0.5  | 0.6  | 0.6  | 0.6   | 0.6   | 0.5   |
| Debt service coverage | (x)  | 6.5  | 6.5  | 4.1  | 3.5  | 2.7  | 1.5   | 1.1   | 1.2   |
| Payout Ratio          | (%)  | 33.5 | 50.8 | 51.5 | 51.7 | 56.3 | 50.0  | 50.0  | 50.0  |

### Main Assumptions

| FY December 31  | Unit   | 2014   | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   | 2019F  | 2020F  | 2021F  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Revenue - TH    | (Btmn) | 22,791 | 23,023 | 23,529 | 22,694 | 22,566 | 17,829 | 18,386 | 19,137 |
| - SDH           | (Btmn) | 9,776  | 10,135 | 9,413  | 9,159  | 8,924  | 7,203  | 7,554  | 8,960  |
| - Condo         | (Btmn) | 9,694  | 17,236 | 13,850 | 12,068 | 13,411 | 14,916 | 14,915 | 14,768 |
| Presales - TH   | (Btmn) | 18,630 | 23,075 | 23,202 | 21,751 | 24,118 | 21,700 | 20,692 | 20,303 |
| - SDH           | (Btmn) | 10,038 | 10,119 | 9,627  | 7,693  | 9,756  | 8,165  | 8,235  | 8,289  |
| - Condo         | (Btmn) | 10,190 | 8,951  | 11,497 | 18,093 | 17,228 | 16,036 | 17,473 | 19,118 |
| Backlog - TH    | (Btmn) | 3,392  | 3,445  | 3,119  | 2,099  | 3,651  | n.a.   | n.a.   | n.a.   |
| - SDH           | (Btmn) | 2,725  | 2,709  | 2,939  | 1,473  | 2,305  | n.a.   | n.a.   | n.a.   |
| - Condo         | (Btmn) | 27,999 | 19,713 | 17,374 | 23,461 | 27,278 | n.a.   | n.a.   | n.a.   |
| New launch - TH | (Btmn) | 21,926 | 22,156 | 33,720 | 28,400 | 21,318 | n.a.   | n.a.   | n.a.   |
| - SDH           | (Btmn) | 17,508 | 10,903 | 9,745  | 10,600 | 10,297 | n.a.   | n.a.   | n.a.   |
| - Condo         | (Btmn) | 17,481 | 9,606  | 16,297 | 20,200 | 22,738 | 17,971 | n.a.   | n.a.   |

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

| FY December 31        | Unit          | 4Q17         | 1Q18         | 2Q18         | 3Q18         | 4Q18         | 1Q19         | 2Q19         | 3Q19         |
|-----------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Total revenue         | (Btmn)        | 13,322       | 8,352        | 10,930       | 11,198       | 14,420       | 11,881       | 7,781        | 8,517        |
| Cost of goods sold    | (Btmn)        | 8,546        | 5,374        | 6,980        | 7,233        | 9,227        | 7,780        | 5,007        | 5,525        |
| <b>Gross profit</b>   | <b>(Btmn)</b> | <b>4,776</b> | <b>2,978</b> | <b>3,950</b> | <b>3,965</b> | <b>5,193</b> | <b>4,102</b> | <b>2,774</b> | <b>2,992</b> |
| SG&A                  | (Btmn)        | 2,542        | 1,853        | 1,980        | 1,942        | 2,654        | 1,855        | 1,487        | 1,752        |
| Other income          | (Btmn)        | 75           | 16           | 48           | 31           | 74           | 28           | 25           | 34           |
| Interest expense      | (Btmn)        | 43           | 38           | 41           | 28           | 33           | 56           | 79           | 82           |
| <b>Pre-tax profit</b> | <b>(Btmn)</b> | <b>2,267</b> | <b>1,104</b> | <b>1,977</b> | <b>2,026</b> | <b>2,580</b> | <b>2,218</b> | <b>1,232</b> | <b>1,193</b> |
| Corporate tax         | (Btmn)        | 489          | 225          | 385          | 407          | 539          | 501          | 282          | 260          |
| Equity a/c profits    | (Btmn)        | (0)          | (0)          | (0)          | (0)          | (0)          | (0)          | (0)          | (0)          |
| Minority interests    | (Btmn)        | (37)         | (16)         | (28)         | (28)         | (36)         | (31)         | (18)         | (17)         |
| <b>Core profit</b>    | <b>(Btmn)</b> | <b>1,740</b> | <b>862</b>   | <b>1,563</b> | <b>1,591</b> | <b>2,006</b> | <b>1,686</b> | <b>933</b>   | <b>916</b>   |
| Extra-ordinary items  | (Btmn)        | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>Net Profit</b>     | <b>(Btmn)</b> | <b>1,740</b> | <b>862</b>   | <b>1,563</b> | <b>1,591</b> | <b>2,006</b> | <b>1,686</b> | <b>933</b>   | <b>916</b>   |
| EBITDA                | (Btmn)        | 2,430        | 1,269        | 2,143        | 2,177        | 2,734        | 2,396        | 1,411        | 1,389        |
| <b>Core EPS</b>       | <b>(Bt)</b>   | <b>0.80</b>  | <b>0.39</b>  | <b>0.71</b>  | <b>0.73</b>  | <b>0.92</b>  | <b>0.77</b>  | <b>0.43</b>  | <b>0.42</b>  |
| Net EPS               | (Bt)          | 0.80         | 0.39         | 0.71         | 0.73         | 0.92         | 0.77         | 0.43         | 0.42         |

### Balance Sheet

| FY December 31              | Unit          | 4Q17          | 1Q18          | 2Q18          | 3Q18          | 4Q18          | 1Q19          | 2Q19          | 3Q19          |
|-----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Total current assets        | (Btmn)        | 66,228        | 71,058        | 71,487        | 74,290        | 75,668        | 77,143        | 77,895        | 78,245        |
| Total fixed assets          | (Btmn)        | 6,015         | 6,003         | 6,010         | 6,019         | 6,178         | 6,410         | 6,543         | 7,075         |
| <b>Total assets</b>         | <b>(Btmn)</b> | <b>72,244</b> | <b>77,061</b> | <b>77,497</b> | <b>80,309</b> | <b>81,845</b> | <b>83,553</b> | <b>84,438</b> | <b>85,320</b> |
| Total Loans                 | (Btmn)        | 24,300        | 27,260        | 27,300        | 28,905        | 27,100        | 26,700        | 29,650        | 31,700        |
| Total current liabilities   | (Btmn)        | 17,639        | 23,959        | 18,373        | 22,499        | 24,374        | 20,871        | 25,053        | 28,914        |
| Total long-term liabilities | (Btmn)        | 15,945        | 13,654        | 19,677        | 17,988        | 15,597        | 19,098        | 17,014        | 14,449        |
| <b>Total liabilities</b>    | <b>(Btmn)</b> | <b>33,584</b> | <b>37,613</b> | <b>38,050</b> | <b>40,487</b> | <b>39,971</b> | <b>39,969</b> | <b>42,067</b> | <b>43,363</b> |
| Paid-up capital             | (Btmn)        | 2,187         | 2,189         | 2,189         | 2,189         | 2,189         | 2,189         | 2,189         | 2,189         |
| <b>Total equity</b>         | <b>(Btmn)</b> | <b>37,909</b> | <b>38,801</b> | <b>38,786</b> | <b>39,155</b> | <b>41,171</b> | <b>42,849</b> | <b>41,662</b> | <b>41,255</b> |
| <b>BVPS</b>                 | <b>(Bt)</b>   | <b>16.99</b>  | <b>17.43</b>  | <b>17.42</b>  | <b>17.59</b>  | <b>18.49</b>  | <b>19.24</b>  | <b>18.71</b>  | <b>18.53</b>  |

### Cash Flow Statement

| FY December 31                | Unit          | 4Q17       | 1Q18       | 2Q18       | 3Q18           | 4Q18       | 1Q19         | 2Q19           | 3Q19       |
|-------------------------------|---------------|------------|------------|------------|----------------|------------|--------------|----------------|------------|
| Core Profit                   | (Btmn)        | 1,740      | 862        | 1,563      | 1,591          | 2,006      | 1,686        | 933            | 916        |
| Depreciation and amortization | (Btmn)        | 121        | 128        | 126        | 123            | 121        | 122          | 99             | 115        |
| Operating cash flow           | (Btmn)        | 2,192      | (2,328)    | 2,546      | (1,130)        | 2,437      | 2,083        | (1,403)        | (555)      |
| Investing cash flow           | (Btmn)        | (122)      | (219)      | (159)      | (134)          | (85)       | (232)        | (129)          | (403)      |
| Financing cash flow           | (Btmn)        | (1,384)    | 2,806      | (1,740)    | 236            | (2,134)    | (551)        | (141)          | 1,174      |
| <b>Net cash flow</b>          | <b>(Btmn)</b> | <b>686</b> | <b>259</b> | <b>647</b> | <b>(1,028)</b> | <b>218</b> | <b>1,300</b> | <b>(1,673)</b> | <b>216</b> |

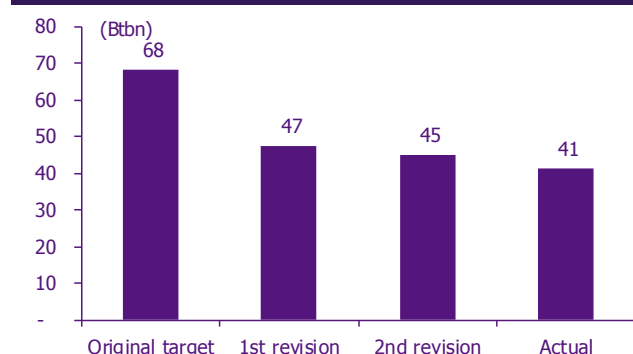
### Key Financial Ratios

| FY December 31        | Unit | 4Q17 | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 |
|-----------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Gross margin          | (%)  | 35.9 | 35.7 | 36.1 | 35.4 | 36.0 | 34.5 | 35.6 | 35.1 |
| Operating margin      | (%)  | 16.8 | 13.5 | 18.0 | 18.1 | 17.6 | 18.9 | 16.5 | 14.6 |
| EBITDA margin         | (%)  | 18.2 | 15.2 | 19.6 | 19.4 | 19.0 | 20.2 | 18.1 | 16.3 |
| EBIT margin           | (%)  | 17.3 | 13.7 | 18.5 | 18.3 | 18.1 | 19.1 | 16.9 | 15.0 |
| Net profit margin     | (%)  | 13.1 | 10.3 | 14.3 | 14.2 | 13.9 | 14.2 | 12.0 | 10.7 |
| ROE                   | (%)  | 18.8 | 9.0  | 16.1 | 16.3 | 20.0 | 16.0 | 8.8  | 8.8  |
| ROA                   | (%)  | 9.7  | 4.6  | 8.1  | 8.1  | 9.9  | 8.2  | 4.4  | 4.3  |
| Net gearing           | (x)  | 0.6  | 0.7  | 0.6  | 0.7  | 0.6  | 0.6  | 0.7  | 0.7  |
| Debt service coverage | (x)  | 1.1  | 0.4  | 1.0  | 0.8  | 0.9  | 1.2  | 0.4  | 0.3  |

### Main Assumptions

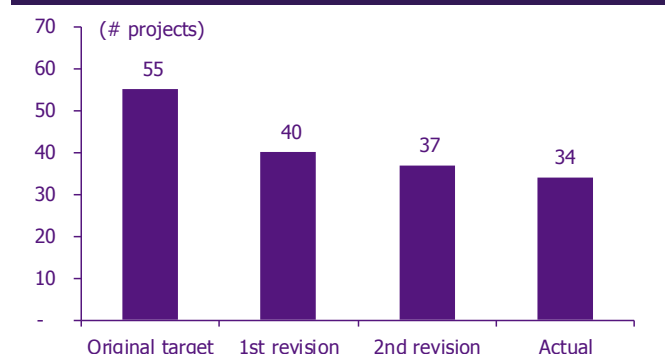
| FY December 31 | Unit   | 4Q17   | 1Q18   | 2Q18   | 3Q18   | 4Q18   | 1Q19   | 2Q19   | 3Q19   |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Revenue        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| - TH           | (Btmn) | 6,453  | 4,547  | 5,876  | 5,319  | 6,824  | 5,456  | 3,691  | 3,932  |
| - SDH          | (Btmn) | 2,656  | 1,988  | 2,226  | 1,969  | 2,741  | 2,176  | 1,461  | 1,776  |
| - Condo        | (Btmn) | 4,205  | 1,817  | 2,828  | 3,910  | 4,856  | 4,249  | 2,629  | 15,975 |
| Presales       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| - TH           | (Btmn) | 5,106  | 4,787  | 6,153  | 6,836  | 6,341  | 5,428  | 5,539  | 5,480  |
| - SDH          | (Btmn) | 1,634  | 2,459  | 2,350  | 2,234  | 2,713  | 1,792  | 2,299  | 1,899  |
| - Condo        | (Btmn) | 2,729  | 5,450  | 3,176  | 5,750  | 2,852  | 3,958  | 4,438  | 6,734  |
| Backlog        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| - TH           | (Btmn) | 2,099  | 2,339  | 2,646  | 3,716  | 3,724  | 3,640  | 4,894  | 5,527  |
| - SDH          | (Btmn) | 1,473  | 1,944  | 2,027  | 1,942  | 2,304  | 1,914  | 2,245  | 2,333  |
| - Condo        | (Btmn) | 23,461 | 27,094 | 27,454 | 30,091 | 26,163 | 26,888 | 29,799 | 34,674 |
| New launch     |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| - TH           | (Btmn) | 5,219  | 4,334  | 5,066  | 6,255  | 5,663  | 2,200  | 3,975  | 7,678  |
| - SDH          | (Btmn) | -      | 5,038  | 2,209  | 2,326  | 724    | -      | 3,709  | 3,340  |
| - Condo        | (Btmn) | 3,876  | 509    | 2,773  | 9,905  | 9,551  | 4,000  | 6,493  | 4,378  |

**Figure 1: 2019: New launches cut 40% from original plan**



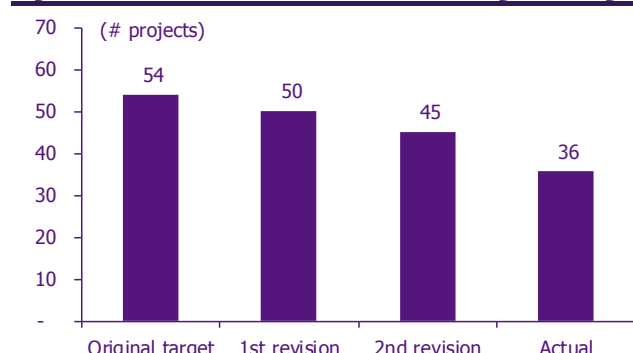
Source: PSH, SCBS Investment Research

**Figure 2: 2019: Planned new launches (# of projects) cut 38% from original plan**



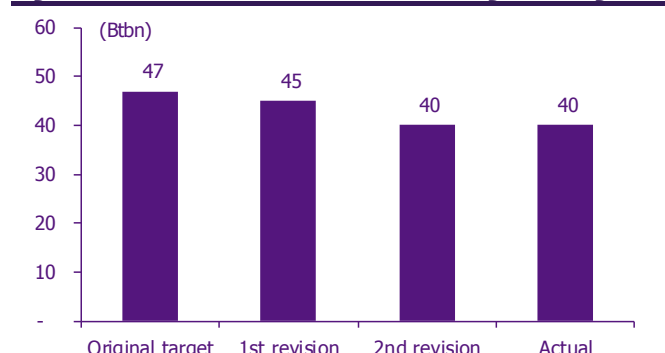
Source: PSH, SCBS Investment Research

**Figure 3: 2019: Presales were 66% of original target**



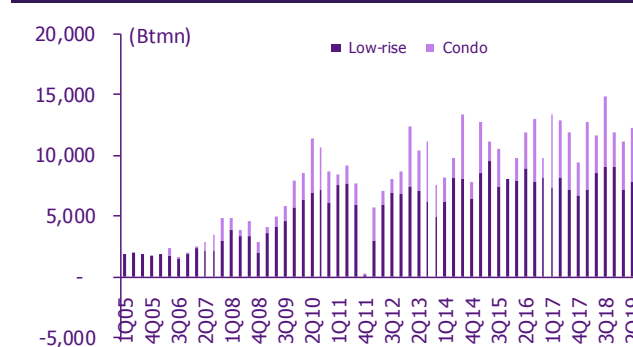
Source: PSH, SCBS Investment Research

**Figure 4: 2019: Revenue was 85% of original target**



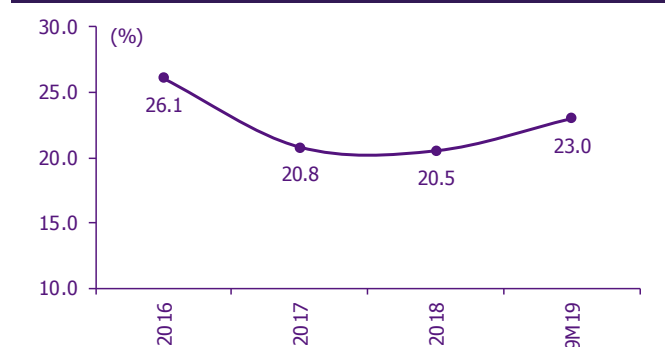
Source: PSH, SCBS Investment Research

**Figure 5: First ever negative presales in 4Q19**



Source: PSH, SCBS Investment Research

**Figure 6: Rising cancellation and rejection rates**



Source: PSH, SCBS Investment Research

**Figure 7: Valuation summary** (price as of Jan 27, 2020)

|                | Rating  | Price<br>(Bt/Sh) | Target<br>(Bt/Sh) | ETR<br>(%) | P/E (x)    |            |            | EPS growth (%) |            |          | P/BV (x)   |            |            | ROE (%)   |           |           | Div. Yield (%) |            |            | EV/EBITDA (x) |             |            |
|----------------|---------|------------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|----------------|------------|----------|------------|------------|------------|-----------|-----------|-----------|----------------|------------|------------|---------------|-------------|------------|
|                |         |                  |                   |            | 18A        | 19F        | 20F        | 18A            | 19F        | 20F      | 18A        | 19F        | 20F        | 18A       | 19F       | 20F       | 18A            | 19F        | 20F        | 18A           | 19F         | 20F        |
| AP             | Buy     | 7.00             | 9.0               | 33.4       | 5.7        | 7.3        | 6.7        | 25             | (21)       | 8        | 0.9        | 0.8        | 0.8        | 17        | 12        | 12        | 5.7            | 4.6        | 4.9        | 8.6           | 10.1        | 9.3        |
| LH             | Buy     | 9.50             | 13.0              | 44.8       | 12.1       | 12.6       | 12.0       | 5              | (4)        | 6        | 2.3        | 2.3        | 2.3        | 19        | 18        | 19        | 7.9            | 7.5        | 7.9        | 11.8          | 13.4        | 12.8       |
| LPN            | Neutral | 4.72             | 5.0               | 15.5       | 5.1        | 5.1        | 5.2        | 28             | 0          | (2)      | 0.5        | 0.5        | 0.5        | 11        | 10        | 10        | 12.7           | 9.8        | 9.6        | 6.5           | 7.1         | 7.7        |
| PSH            | Neutral | 14.00            | 15.5              | 19.8       | 5.1        | 5.7        | 5.5        | 10             | (11)       | 3        | 0.8        | 0.7        | 0.7        | 15        | 13        | 12        | 11.1           | 8.8        | 9.1        | 6.8           | 7.4         | 7.2        |
| QH             | Buy     | 2.48             | 3.5               | 48.5       | 6.9        | 8.9        | 8.3        | 17             | (23)       | 7        | 1.0        | 1.0        | 0.9        | 15        | 11        | 12        | 8.9            | 7.0        | 7.4        | 9.3           | 12.1        | 11.0       |
| SIRI           | Neutral | 0.98             | 1.5               | 67.9       | 6.9        | 6.9        | 5.9        | (29)           | 1          | 18       | 0.5        | 0.5        | 0.5        | 7         | 7         | 8         | 8.2            | 12.7       | 14.8       | 16.0          | 16.8        | 15.2       |
| SPALI          | Buy     | 15.90            | 20.0              | 32.1       | 5.9        | 6.2        | 5.9        | (15)           | (5)        | 6        | 1.0        | 0.9        | 0.8        | 19        | 15        | 15        | 6.3            | 6.0        | 6.3        | 6.2           | 6.1         | 5.5        |
| <b>Average</b> |         |                  |                   |            | <b>6.8</b> | <b>7.5</b> | <b>7.1</b> | <b>6</b>       | <b>(9)</b> | <b>7</b> | <b>1.0</b> | <b>1.0</b> | <b>0.9</b> | <b>15</b> | <b>12</b> | <b>12</b> | <b>8.7</b>     | <b>8.1</b> | <b>8.6</b> | <b>9.3</b>    | <b>10.4</b> | <b>9.8</b> |

Source: SCBS Investment Research

## ข้อสงวนสิทธิ์:

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าจะเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด ("บริษัท") มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณะชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทุกกรณี ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องกับผลประโยชน์ใดๆ กับบริษัทใดๆ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (SCBS) เป็นบริษัทย่อยที่ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (SCB) ถือหุ้นทั้งหมด ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวข้องกับ SCB มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) ในหุ้นสามัญของ ADVANC, BEM, BJC, INTUCH, MINT, TOP

นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวอย่างรอบคอบก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ ความเห็น ข่าว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจนำไปตีความว่า เป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน ลูกจ้าง และตัวแทนของ SCBS จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใด ๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการตัดสินใจ ความเสียหายพิเศษ หรือความเสียหายที่เป็นผลสืบเนื่อง อันมีเหตุมาจากการใช้หรือการเชื่อถือในข้อมูลดังกล่าว ซึ่งรวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบร่วมกับข้อมูลและความเห็นอื่น ๆ รวมถึงพิจารณาของคณะกรรมการในตลาดหลักทรัพย์ โดยข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ได้รับมาจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ ซึ่ง SCBS ไม่สามารถรับรองถึงความถูกต้อง ความสมบูรณ์ และ/หรือ ความครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าวได้

SCBS สงวนสิทธิในการใช้ดุลพินิจแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว ทั้งนี้ เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลตามที่กำหนดไว้เท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ตัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใด ๆ เว้นแต่จะได้รับความยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคาร") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงิน Lead Arranger ของ บริษัท โกลบอล เพาเวอร์ ซินเนอร์ยี จำกัด (มหาชน) ความเห็น ข่าว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการตัดสินใจ หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการซื้อขายข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของคณะกรรมการในตลาดหลักทรัพย์ โดยข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคาร") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBAM") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคาร") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินของ กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโทรคมนาคม ดิจิทัล SCBAM ได้ทำหน้าที่เป็นผู้จัดการกองทุนของ กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโทรคมนาคม ดิจิทัล ความเห็น ข่าว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการตัดสินใจ หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการซื้อขายข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของคณะกรรมการในตลาดหลักทรัพย์ โดยข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

การซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น (Futures and Options) มีความเสี่ยงสูงที่อาจก่อให้เกิดผลขาดทุนอย่างมีนัยสำคัญ จึงไม่เหมาะสมกับบุคคลทุกคน ทั้งนี้ ก่อนการตัดสินใจซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น ท่านควรพิจารณาถึงฐานะทางการเงิน วัตถุประสงค์ในการลงทุน ประสบการณ์ในการลงทุนของท่าน ตลอดจนความเสี่ยงที่ท่านสามารถยอมรับได้อย่างรอบคอบ เนื่องจากมีความเป็นไปได้ที่ท่านอาจสูญเสียเงินลงทุนมากกว่าเงินลงทุนเริ่มแรก ท่านควรพิจารณาถึงความเสี่ยงทั้งหมดที่อาจเกิดขึ้นจากการซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น และท่านควรตัดสินใจลงทุนด้วยตนเอง และ/หรือ ในกรณีที่มีข้อสงสัย ท่านควรขอคำแนะนำจากที่ปรึกษาทางการเงินลงทุน

เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้อื่นนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขาย จำหน่าย คัดลอก นำออกแสดง หรือนำไปแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ ไม่ว่าด้วยวิธีการใด ๆ โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS เป็นการล่วงหน้า

Copyright©2012 บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด สงวนลิขสิทธิ์

## CG Rating 2019 Companies with CG Rating

★★★★★

AAV, ADVANC, AIRA, AKP, AKR, AMA, AMATA, AMATAV, ANAN, AOT, AP, ARROW, BAFS, BANPU, BAY, BCP, BCPG, BOL, BRR, BTS, BTW, BWG, CFRESH, CHEWA, CHO, CK, CKP, CM, CNT, COL, COMAN, CPALL, CPF, CPI, CPN, CSS, DELTA, DEMCO, DRT, DTAC, DTC, EA, EASTW, ECF, EGCO, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GOLD, GPSC, GRAMMY, GUNKUL, HANA, HARN, HMPRO, ICC, ICHI, III, ILINK, INTUCH, IRPC, IVL, JKN, JSP, K, KBANK, KCE, KKP, KSL, KTB, KTC, KTIS, LH, LHFG, LIT, LPN, MAKRO, MALEE, MBK, MBKET, MC, MCOT, MFEC, MINT, MONO\*, MTC, NCH, NCL, NKI, NSI, NVD, NYT, OISHI, OTO, PAP, PCSGH, PDJ, PG, PHOL, PJW, PLANB, PLANET, PORT, PPS, PR9, PREB, PRG, PRM, PSH, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QTC, RATCH, ROBINS, RS, S, S & J, SABINA, SAMART, SAMTEL, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCN, SDC, SEAFCO, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SIS, SITHAI, SNC, SORKON, SPALI, SPI, SPRC, SSSC, STA, STEC, SVI, SYNTec, TASCO, TCAP, THAI, THANA, THANI, THCOM, THIP, THREL, TIP, TISCO, TK, TKT, TMB, TMILL, TNDT, TOA, TOP, TRC, TRU, TRUE, TSC, TSR, TSTH, TTA, TTCL, TTW, TU, TVD, TVO, U, UAC, UV, VGI, VIH, WACOAL, WAVE, WHA, WHAUP, WICE, WINNER

★★★★

2S, ABM, ADB, AF, AGE, AH, AHC, AIT, ALLA, ALT, AMANAH, AMARIN, APCO, APCS, AQUA, ARIP, ASAP, ASIA, ASIAN, ASIMAR, ASK, ASN, ASP, ATP30, AUCT, AYUD, B, BA, BBL, BDMS, BEC, BEM, BFIT, BGC, BGRIM, BIZ, BJC, BJCHI, BLA, BPP, BROOK, CBG, CEN, CENTEL, CGH, CHG, CHOTI, CHOW, CI, CIMBT, CNS, COLOR, COM7, COTTO, CRD, CSC, CSP, DCC, DCON, DDD, DOD, EASON, ECL, EE, EPG, ERW, ESTAR, ETE, FLOYD, FN, FNS, FORTH, FPI, FPT, FSMART, FSS, FVC, GENCO, GJS, GL, GLOBAL, GLOW, GULF, HPT, HTC, HYDRO, ICN, IFS, INET, INSURE, IRC, IRCP, IT, ITD\*, ITEL, J, JAS\*, JCK, JCKH, JMART, JMT, JWD, KBS, KCAR, KGI, KIAT, KOOL, KWC, KWM, L&E, LALIN, LANNA, LDC, LHK, LOXLEY, LRH, LST, M, MACO, MAJOR, MBAX, MEGA, METCO, MFC, MK, MODERN, MOONG, MPG, MSC, MTI, NEP, NETBAY, NEX, NINE, NOBLE, NOK, NTV, NWR, OCC, OGC, ORI, OSP, PATO, PB, PDG, PDI, PL, PLAT, PM, PPP, PRECHA, PRIN, PRINC, PSTC, PT, QLT, RCL, RICHY, RML, RWI, S11, SAAM, SALEE, SAMCO, SANKO, SAPPE, SAWAD, SCG, SCI, SCP, SE, SFP, SIAM, SINGER, SIRI, SKE, SKR, SKY, SMIT, SMK, SMP, SMT, SPC, SONIC, SPA, SPG, SPCG, SPVI, SR, SRICHA, SSC, SSF, SST, STANLY, STPI, SUC, SUN, SUSCO, SUTHA, SWC, SYMC, SYNEX, T, TACC, TAE, TAKUNI, TBSP, TCC, TCMC, TEAM, TEAMG, TFG, TFMAMA, THG, THRE, TIPCO, TITL, TIW, TKN, TKS, TM, TMC, TMD, TMI, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TPA, TPAC, TPBI, TPCORP, TPOLY, TRITN, TRT, TSE, TSTE, TVI, TVT, TWP, TWPC, UBIS, UEC, UMI, UOBKH, UP, UPF, UPOIC, UT, UWC, VNT, WIIC, XO, YUASA, ZEN, ZMICO

★★★

A, ABICO, ACAP\*, AEC, AEONTS, AJ, ALUCON, AMC, APURE, AS, ASEFA, AU, B52, BCH, BEAUTY, BGT, BH, BIG, BLAND, BM, BR, BROCK, BSBM, BTNC, CCET, CCP, CGD, CHARAN, CHAYO, CITY, CMAN, CMC, CMO, CMR, CPL, CSR, CTW, CWT, D, DIMET, EKH, EMC, EPCO, ESSO, FE, FTE, GIFT, GLAND, GLOCON, GPI, GREEN, GTB, GYT, HTECH, HUMAN, IHL, INGRS, INOX, JTS, JUBILE, KASET, KCM, KKC, KWG, KYE, LEE, LPH, MATCH, MATI, M-CHAI, MCS, MDX, META, MGT, MJD, MM, MVP, NC, NDR, NER, NNCL, NPK, NUSA, OCEAN, PAF, PF, PICO, PIMO, PK, PLE, PMTA, POST, PPM, PROUD, PTL, RCI, RJH, ROJNA, RPC, RPH, SF, SGF, SGP, SKN, SLP, SMART, SOLAR, SPG, SQ, SSP, STI, SUPER, SVOA, TCCC, THE, THMUI, TIC, TIGER, TNH, TOPP, TPCH, TPIPP, TPLAS, TQM, TTI, TYCN, UTP, VCOM, VIBHA, VPO, WIN, WORK, WP, WPH, ZIGA

### Corporate Governance Report

The material contained in this publication is for general information only and is not intended as advice on any of the matters discussed herein. Readers and others should perform their own independent analysis as to the accuracy or completeness or legality of such information. The Thai Institute of Directors, its officers, the authors and editor make no representation or warranty as to the accuracy, completeness or legality of any of the information contained herein. By accepting this document, each recipient agrees that the Thai Institute of Directors Association, its officers, the authors and editor shall not have any liability for any information contained in, or for any omission from, this publication.

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. SCB Securities Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

To recognize well performers, the list of companies attaining "Good", "Very Good" and "Excellent" levels of recognition

(Not including listed companies qualified in the "no announcement of the results" clause from 1 January 2018 to 25 October 2019) is publicized.

\* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีส่วนดำเนินการเกี่ยวกับดูแลกิจการ เช่น การกระทำความผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรตระหนักถึงข้อจำกัดกล่าวประกอบด้วย

### Anti-corruption Progress Indicator

#### Certified (ได้รับการรับรอง)

ADVANC, AIE, AKP, AMANAH, AP, APCS, AQUA, ARROW, ASK, ASP, AYUD, BAFS, BANPU, BAY, BBL, BCH, BCP, BCPG, BGRIM, BJCHI, BKI, BLA, BROOK, BRR, BSBM, BTS, BWG, CEN, CENTEL, CFRESH, CGH, CHEWA, CIG, CIMBT, CM, CNS, COM7, CPALL, CPF, CPI, CPN, CSC, DCC, DEMCO, DIMET, DRT, DTAC, DTC, EASTW, ECL, EGCO, FE, FNS, FSS, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GJS, GOLD, GPSC, GSTEEL, GUNKUL, HANA, HARN, HMPRO, HTC, ICC, IFS, INET, INSURE, INTUCH, IRPC, IVL, K, KASET, KBANK, KBS, KCAR, KCE, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, KWC, L&E, LANNA, LHK, LPN, LRH, M, MAKRO, MALEE, MBAX, MBK, MBKET, MC, MCOT, MFC, MINT, MONO, MOONG, MSC, MTI, NBC, NINE, NIK, NMG, NNCL, NSI, OCC, OCEAN, OGC, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDI, PDJ, PE, PG, PHOL, PL, PLANB, PLANET, PLAT, PM, PPP, PPS, PREB, PRG, PRINC, PSH, PSTC, PT, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QLT, QTC, RATCH, RML, ROBINS, S & J, SABINA, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCN, SE-ED, SELIC, SENA, SGP, SIRI, SIS, SITHAI, SMIT, SMK, SMP, SNC, SNP, SORKON, SPACK, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSI, SSSC, SST, STA, SUSCO, SVI, SYNTec, TASCO, TCAP, TFG, TFI, TFMAMA, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIP, TIPCO, TISCO, TKT, TMB, TMD, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TOP, TPA, TPCORP, TRU, TRUE, TSC, TSTH, TTCL, TU, TVD, TVI, TWPC, U, UBIS, UEC, UKEM, UOBKH, VGI, VIH, VNT, WACOAL, WHA, WICE, WIIC

#### Declared (ประกาศเจตนารมณ์)

2S, ABICO, AF, AI, AIRA, ALT, AM, AMARIN, AMATA, ANAN, B, BM, BPP, BUI, CHG, CHO, CHOTI, CHOW, CI, CMC, COL, DDD, DELTA, EFORL, EPCO, ESTAR, ETE, FPI, FTE, ICHI, INOX, IRC, ITEL, JAS, JSP, JTS, KWG, LDC, LIT, META, MFEC, MPG, NEP, NOK, NWR, ORI, PRM, PSL, ROJNA, RWI, SAAM, SAPPE, SCI, SEAOL, SHANG, SKR, SPALI, STANLY, SYNEX, TAE, TAKUNI, TMC, TOPP, TPP, TRITN, TVO, UV, UWC, WHAUP, XO

N/A

7UP, A, A5, AAV, ABM, ACAP, ACC, ACE, ACG, ADB, AEC, AEONTS, AFC, AGE, AH, AHC, AIT, AJ, AJA, AKR, ALL, ALLA, ALUCON, AMATAV, AMC, AOT, APCO, APEX, APP, APURE, AQ, ARIN, ARIP, AS, ASAP, ASEFA, ASIA, ASIAN, ASIMAR, ASN, ATP30, AU, AUCT, AWC, B52, BA, BAM, BAT-3K, BC, BCT, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BFIT, BGC, BGT, BH, BIG, BIZ, BJC, BKD, BLAND, BLISS, BOL, BR, BROCK, BSM, BTNC, BTW, CAZ, CBG, CCET, CCP, CGD, CHARAN, CHAYO, CHUO, CITY, CK, CKP, CMAN, CMO, CMR, CNT, COLOR, COMAN, COTTO, CPH, CPL, CPR, CPT, CPW, CRANE, CRD, CSP, CSR, CSS, CTW, CWT, D, DCON, DCORP, DOD, DOHOME, DTICI, EA, EASON, ECF, EE, EIC, EKH, EMC, EPG, ERW, ESSO, EVER, F&D, FANCY, FLOYD, FMT, FN, FORTH, FPT, FSMART, FVC, GENCO, GIFT, GL, GLAND, GLOBAL, GLOCON, GPI, GRAMMY, GRAND, GREEN, GSC, GTB, GULF, GYT, HFT, HPT, HTECH, HUMAN, HYDRO, ICN, IFEC, IHL, III, ILINK, ILM, IMH, INGRS, INSET, IP, IRCP, IT, ITD, J, JCK, JCKH, JCT, JKN, JMART, JMT, JUBILE, JUTHA, JWD, KAMART, KC, KCM, KDH, KIAT, KKC, KOOL, KTECH, KTIS, KUMWEL, KUN, KWM, KYE, LALIN, LEE, LH, LHFG, LOXLEY, LPH, LST, MACO, MAJOR, MANRIN, MATCH, MATI, MAX, M-CHAI, MCS, MDX, MEGA, METCO, MGT, MIDA, MILL, MITSIB, MJD, MK, ML, MM, MODERN, MORE, MPIC, MTC, MVP, NC, NCH, NCL, NDR, NER, NETBAY, NEW, NEWS, NEX, NFC, NOBLE, NPK, NTV, NUSA, NVD, NYT, OHTL, OISHI, OSP, OTO, PACE, PAE, PAF, PERM, PF, PICO, PIMO, PJW, PK, PLE, PMTA, POLAR, POMPU, PORT, POST, PPM, PPPM, PR9, PRAKIT, PRECHA, PRIME, PRIN, PRO, PROUD, PTL, RAM, RBF, RCI, RCL, RICH, RICHY, RJH, ROCK, ROH, RP, RPC, RPH, RS, RSP, S, S11, SAFARI, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SANKO, SAUCE, SAWAD, SAWANG, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SEG, SF, SFLEX, SFP, SGF, SHR, SIAM, SIMAT, SINGER, SISB, SKE, SKN, SKY, SLP, SMART, SMT, SOLAR, SONIC, SPA, SPCG, SPG, SPORT, SPVI, SQ, SR, SSC, SSP, STAR, STARK, STC, STEC, STHAI, STI, STPI, SUC, SUN, SUPER, SUTHA, SVH, SVOA, SWC, SYMC, T, TACC, TPAC, TBSP, TC, TCC, TCCC, TCJ, TCMC, TCOAT, TEAM, TEAMG, TGPRO, TH, THAI, THANA, THE, THG, THL, THMUI, TIGER, TITL, TIW, TK, TKN, TKS, TM, TMI, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPAC, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPLAS, TPOLY, TPS, TQM, TR, TRC, TRT, TRUBB, TSE, TSF, TSI, TSR, TSTE, TTA, TTI, TTT, TTW, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UMI, UMS, UNIQ, UP, UPA, UPF, UPOIC, UREKA, UT, UTP, UVAN, VARO, VCOM, VI, VIBHA, VL, VNG, VPO, VRANDA, WAVE, WG, WIN, WINNER, WORK, WORLD, WP, WPH, WR, YCI, YGG, ZIGA, ZMICO

### Explanations

Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of November 30, 2018) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.