

CHIN HUAY CH TB

THAILAND / FOOD & BEVERAGE

BUY

กลับมา Turnaround ในปี 2024

- คาดกำไร 2Q24 นิวไฮ +147% q-q, +294% y-y เพราะ High season
- ปี 2024 Turnaround จากการคงราคาขาย ลูกค้านำเข้าต่างประเทศเพิ่มคำสั่งซื้อ ภัยแล้งคลี่คลาย เราคาดกำไรโตเฉลี่ย 7.1% CAGR (2024-26)
- ประเมินราคาเป้าหมาย 3.50 บาท (P/E 22 เท่า) แนะนำซื้อ

TARGET PRICE	THB3.50
CLOSE	THB2.68
UP/DOWNSIDE	+30.6%
TP vs CONSENSUS	-

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	1,827	2,169	2,456	2,624
Net profit	56	132	142	152
EPS (THB)	0.07	0.17	0.18	0.19
vs Consensus (%)	-	-	-	-
EBITDA	137	228	229	237
Recurring net profit	52	132	142	152
Core EPS (THB)	0.06	0.17	0.18	0.19
Chg. In EPS est. (%)	nm	nm	nm	nm
EPS growth (%)	(47.9)	155.2	7.5	6.8
Core P/E (x)	41.4	16.2	15.1	14.2
Dividend yield (%)	1.5	3.0	3.2	3.4
EV/EBITDA (x)	16.1	9.9	9.7	9.0
Price/book (x)	1.7	1.6	1.5	1.4
Net debt/Equity (%)	4.7	7.9	4.5	(0.3)
ROE (%)	4.1	10.1	10.3	10.4

กำไรที่นำผิตหวังในปี 2023 เริ่มกลับมาฟื้นใน 1Q24

ปี 2023 ผลประกอบการของ CH สร้างความผิดหวังให้กับตลาด โดยรายได้ทำได้เพียง 1,827.1 ล้านบาท (-0.2% y-y) จากการหดตัวของยอดขายในประเทศหลังปรับราคาขายขึ้น และภาวะการแข่งขันที่รุนแรง ประกอบกับภาวะภัยแล้ง ส่งผลกระทบต่อต้นทุนผลไม้ ส่งผลให้กำไรสุทธิในปี 2023 ปรับลงเป็น 51.7 ล้านบาท (-34.9% y-y) คิดเป็นอัตรากำไรสุทธิ 2.8% ต่อรายได้ ลดลงจากปี 2022 ที่อยู่ที่ 4.3% อย่างไรก็ตาม สถานการณ์เริ่มฟื้นกลับมาใน 1Q24 เพราะคงราคาขายเดิม ภัยแล้งคลี่คลาย ส่งผลให้กำไรสุทธิ 23.4 ล้านบาท +214.7% q-q และฟื้นจากขาดทุน 4.8 ล้านบาทใน 1Q23

คาดกำไร 2Q24 สูงเป็นประวัติการณ์เพราะ High season

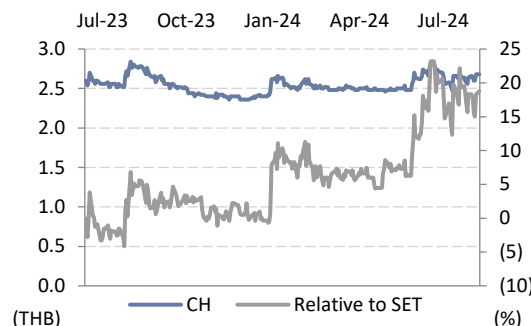
เราคาดรายได้และกำไรใน 2Q24 จะสูงเป็นประวัติการณ์นับตั้งแต่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ หลักๆมาจากคำสั่งซื้อสินค้าในกลุ่มผลไม้อบแห้งจากต่างประเทศที่มีมากต่อเนื่อง เชื่อว่าลูกค้าในสหรัฐอเมริกาจากต้นทุนสินค้าบางส่วนเพราะกังวลสงครามการค้าระหว่างสหรัฐ-จีนอีกครั้ง รวมถึงค่าขนส่งทางเรือที่สูงขึ้นในปัจจุบันอาจทำให้ลูกค้ารีบตัดสินใจนำเข้าสินค้าก่อนที่จะระวางเรืออาจสูงขึ้นไปอีก ขณะที่ต้นทุนผลไม้โดยเฉพาะมะม่วงมีราคาลดต่ำลงเพราะภัยแล้งคลี่คลาย ประกอบกับเป็น High season เราคาดรายได้ +28.0% q-q, +32.6% y-y คาดกำไรสุทธิ 57.6 ล้านบาท +146.5% q-q, +294.3% y-y

คาดปี 2024 Turnaround รวมเป็นกำไรโตเฉลี่ย 7.1% CAGR (2024-26)

ผลประกอบการในปี 2024 คาดว่าจะกลับมา Turnaround โดยเราคาดรายได้ในปี 2024 ที่ 2,168.5 ล้านบาท +18.7% y-y จากการฟื้นตัวของผลิตภัณฑ์ผลไม้อบแห้งส่งออกเป็นหลัก อัตรากำไรขั้นต้นคาดว่าจะดีขึ้นมากเป็น 18.6% จาก 15.6% ในปี 2023 ส่งผลให้เราคาดกำไรสุทธิ 132.1 ล้านบาท +155.2% y-y การเติบโตปี 2025-26 คาดว่าจะมีต่อเนื่อง คิดเป็นกำไรเติบโตเฉลี่ย 7.1% CAGR ในระหว่างปี 2024-26

ประเมินราคาเป้าหมาย 3.50 บาท แนะนำซื้อ

เราประเมินราคาเป้าหมายที่ 3.50 บาท อิง PE 22.0 เท่า อยู่ในกรอบ Target PE ของกลุ่มขนม อาหาร และเครื่องดื่มที่เราให้ 20-25 เท่า ขณะที่การเติบโตของกำไรของ CH ในปี 2024 เชื่อว่าจะกลับมาโดดเด่นจากฐานต่ำในปีก่อน การเติบโตในปีถัดๆไป เชื่อว่าจะขยายตัวต่อเนื่องในอัตราใกล้เคียงกลุ่มที่ระดับ 10% +/- ปัจจุบันหุ้น CH เทรดที่ 2024E P/E 16.2 เท่า และ P/BV 1.6 เท่า ต่ำกว่า P/E เฉลี่ยของกลุ่มที่ 19.0 เท่าและ P/BV เฉลี่ย 4.0 เท่า เราจึงแนะนำซื้อ



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	4.7	8.1	3.9
Relative to country (%)	3.0	13.7	18.8
Mkt cap (USD m)	59		
3m avg. daily turnover (USD m)	0.1		
Free float (%)	47		
Major shareholder	CH Family (33%)		
12m high/low (THB)	3.24/2.34		
Issued shares (m)	800.00		

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



Jitra Amornthum

Fundamental Investment Analyst on Securities; License no. 014530
 jitra.a@fssia.com, +66 2646 9966

Investment thesis

เราคาดรายได้และกำไรใน 2Q24 จะสูงเป็นประวัติการณ์นับตั้งแต่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ หลักๆมาจากคำสั่งซื้อสินค้าในกลุ่มผลไม้อบแห้งจากต่างประเทศที่มีมากต่อเนื่อง เชื่อว่าลูกค้าในสหรัฐอาจกักตุนสินค้าบางส่วน รวมถึงค่าขนส่งทางเรือที่สูงขึ้นในปัจจุบันอาจทำให้ลูกค้ารีบตัดสินใจนำเข้าสินค้าก่อนที่จะลจู่เรืออาจสูงขึ้นไปอีก ขณะที่ต้นทุนผลไม้โดยเฉพาะมะม่วงมีราคาลดต่ำลงเพราะภัยแล้งคลี่คลาย ประกอบกับเป็น High season เราคาดรายได้ +28.0% q-q, +32.6% y-y คาดกำไรปกติ 57.6 ล้านบาท +146.5% q-q, +294.3% y-y

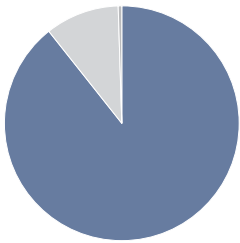
Company profile

CH ประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายผลไม้และอาหารแปรรูป โดยแบ่งเป็น 3 กลุ่มผลิตภัณฑ์ ได้แก่ 1) ผลไม้อบแห้ง 2) ปลากระป๋อง และ 3) ขนมเพื่อสุขภาพ โดยมีผลิตภัณฑ์หลักคือผลไม้อบแห้ง ซึ่งบริษัทเน้นส่งออกสินค้าไปยังต่างประเทศ อาทิ สหรัฐอเมริกา แคนาดา ญี่ปุ่น อิตาลี สาธารณรัฐมอริเชียส จีน สหรัฐอาหรับเอมิเรตส์ ออสเตรเลีย อิสราเอล เป็นต้น โดยในช่วงปี 2021-23 CH มีสัดส่วนส่งออกเท่ากับ 73%-76% ของรายได้จากการขายรวม และผลิตภัณฑ์ส่วนใหญ่มีรูปแบบการผลิตตามคำสั่งซื้อของลูกค้า (OEM) ให้แก่กลุ่มลูกค้าธุรกิจค้าปลีกขนาดใหญ่หรือผู้ประกอบการในอุตสาหกรรม ภายใต้ตราสินค้าของลูกค้า ทั้งนี้ ในช่วงปี 2021-23 รายได้จาก OEM มีสัดส่วน 64%-67% ของรายได้จากการขายรวม

www.chinhuay.com

Principal activities (revenue, 2023)

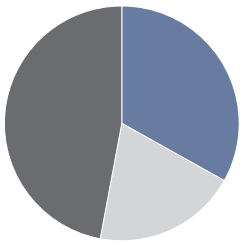
- Dehydrated fruits - 89.3 %
- Canned fish - 10.2 %
- Healthy snacks - 0.5 %



Source: Chin Huay

Major shareholders

- CH Family - 33.1 %
- Si Family and friends - 19.8 %
- Others - 47.1 %



Source: Chin Huay

Catalysts

ปัจจัยหนุนการเติบโต 1) การฟื้นตัวของเศรษฐกิจของประเทศคู่ค้า 2) ผลผลิตผลไม้ที่เป็นไปตามฤดูกาล 3) การออกสินค้าใหม่สู่ตลาดประสบความสำเร็จ

Risks to our call

ปัจจัยเสี่ยงต่อราคาเป้าหมายของเรา ได้แก่ 1) ภัยแล้ง; 2) การกีดกันทางการค้า; 3) การแข่งขันที่รุนแรงมากขึ้น; 4) พฤติกรรมผู้บริโภคที่เปลี่ยนแปลง และ 5) ค่าเงินบาทแข็งค่า

Event calendar

Date	Event
August 2024	2Q24 earnings announcement

Key assumptions

	2024E (%)	2025E (%)	2026E (%)
Sales growth			
Dehydrated fruits	22.0	14.0	7.0
Canned fish	(7.0)	5.0	5.0
Healthy snacks	(50.0)	5.0	3.0
Gross margin			
Dehydrated fruits	19.6	18.8	18.5
Canned fish	7.8	7.5	7.5
Healthy snacks	12.0	10.5	10.2

Source: FSSIA estimates

Earnings sensitivity

- For every 1% change in sales growth of dehydrated fruits, we project CH's 2024 core profit to change by 1.2%, all else being equal.
- For every 0.5% change in gross margin of dehydrated fruits, we project CH's 2024 core profit to change by 6.0%, all else being equal.

Source: FSSIA estimates

สถานการณ์ที่น่าผิดหวังในปี 2023 ได้ผ่านไปแล้ว

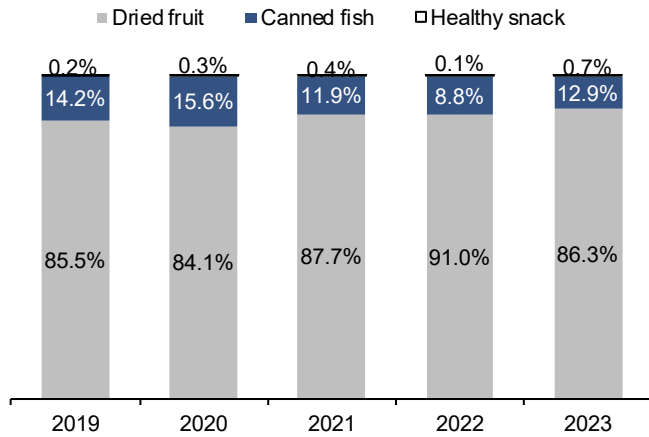
ปี 2023 ผลประกอบการของ CH สร้างความผิดหวังให้กับตลาด โดยรายได้ทำได้เพียง 1,827.1 ล้านบาท -0.2% y-y จากการหดตัวของยอดขายในประเทศ (-10.3% y-y) แม้จะคิดเป็นเพียง 24% ของรายได้รวมก็ตาม ในขณะที่รายได้หลัก 76% ซึ่งมาจากการส่งออก เพิ่มขึ้นเพียง 3.4% y-y อัตรากำไรขั้นต้นลดลงเป็น 15.6% จาก 18.7% ในปี 2022 และมีกำไรปกติ 51.7 ล้านบาท ลดลงถึง 34.9% y-y

หากพิจารณาเป็นรายผลิตภัณฑ์ กลุ่มผลไม้อบแห้งเป็นกลุ่มผลิตภัณฑ์ที่สร้างรายได้หลักให้แก่บริษัทฯ โดยตลอด โดยมีสัดส่วน 84-89% ของรายได้รวมในช่วง 4 ปีที่ผ่านมา ผลไม้ที่สร้างรายได้สูงสุด 3 อันดับแรกได้แก่ มะม่วง ส้ม และชิง ในปี 2023 รายได้จากกลุ่มผลไม้อบแห้งเพิ่มขึ้นได้เพียง 1.9% y-y ทั้งหมดมาจากการส่งออก (+6.5% y-y) แต่ยอดขายในประเทศกลับลดลงถึง 10.0% y-y เนื่องจากการแข่งขันด้านราคาของตลาดผลไม้อบแห้งในประเทศที่รุนแรงขึ้น จากการที่มีผู้ประกอบการรายใหม่เข้ามาในตลาด ขณะเดียวกันบริษัทได้ปรับขึ้นราคาสินค้า ส่งผลให้กลุ่มลูกค้าบางรายหันไปสั่งซื้อสินค้าจากผู้ประกอบการรายอื่นที่ราคาขายต่ำกว่าของบริษัท

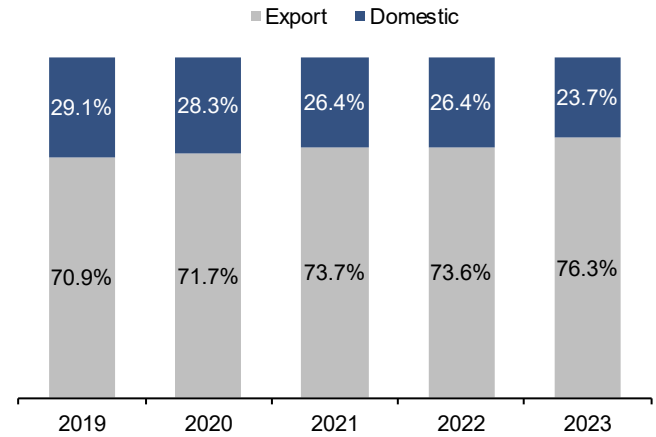
นอกจากนี้ รายได้จากการจำหน่ายปลากระป๋องในปี 2023 ลดลง 15.6% y-y จากการลดลงทั้งในประเทศ (-8.6% y-y) และการส่งออก (-16.9% y-y) โดยเฉพาะยอดส่งออกที่ปรับลงอย่างมากเนื่องจากในปี 2022 ลูกค้ามีการสั่งซื้อสินค้าไปเป็นจำนวนมาก จึงชะลอการสั่งซื้อในปี 2023

สำหรับกลุ่มผลิตภัณฑ์ขนมเพื่อสุขภาพ มีสัดส่วนต่อรายได้รวมน้อยมากราว 0.4% รายได้ส่วนใหญ่ 70% มาจากการส่งออก การผลิตส่วนใหญ่ประมาณ 67% เป็น OEM ในปี 2023 รายได้จากกลุ่มขนมเพื่อสุขภาพ -8.0% y-y เนื่องจากลูกค้ารายใหญ่ในประเทศชะลอการสั่งซื้อหลังจากยอดขายไม่เป็นไปตามเป้า

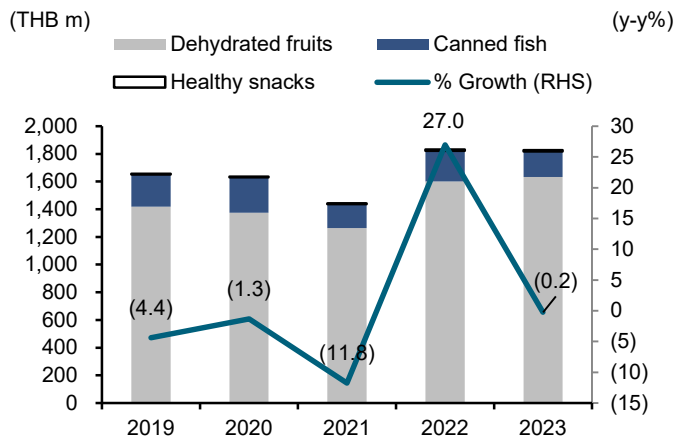
อัตรากำไรขั้นต้นในปี 2023 ที่ลดลงเป็น 15.6% จาก 18.7% ในปี 2022 โดยหลักมาจากราคามะม่วงซึ่งเป็นวัตถุดิบหลักของบริษัท มีราคาสูงขึ้นจากผลผลิตที่ออกสู่ตลาดน้อยเพราะภาวะภัยแล้ง นอกจากนี้ปลาซึ่งเป็นวัตถุดิบหลักในการผลิตปลากระป๋อง มีราคาที่สูงขึ้นเช่นกัน แม้ว่าบริษัทจะควบคุมรายจ่ายในส่วนอื่นได้ดี ไม่ว่าจะเป็นค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร ซึ่งส่วนหนึ่งมาจากสถานการณ์การขาดแคลนตู้คอนเทนเนอร์คลี่คลาย และไม่มีค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เหมือนในปี 2022 รวมถึงดอกเบี้ยจ่ายลดลงจากการนำเงิน IPO ส่วนหนึ่งชำระคืนเงินกู้ แต่ด้วยรายได้ที่ไม่เติบโต ต้นทุนขายที่เพิ่มสูงขึ้น ส่งผลให้กำไรปกติในปี 2023 ปรับลงเป็น 51.7 ล้านบาท -34.9% y-y คิดเป็นอัตรากำไรสุทธิ 2.8% ต่อยอดรายได้ ลดลงจากปี 2022 ที่อยู่ที่ 4.3%

Exhibit 1: Revenue breakdown by product

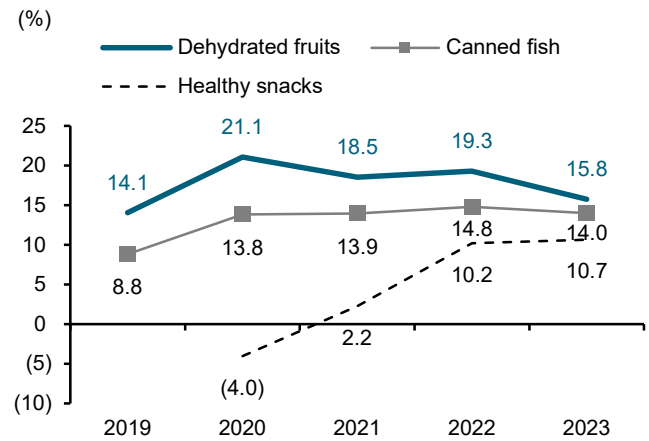
Sources: CH, FSSIA's compilation

Exhibit 2: Revenue breakdown by distribution channel

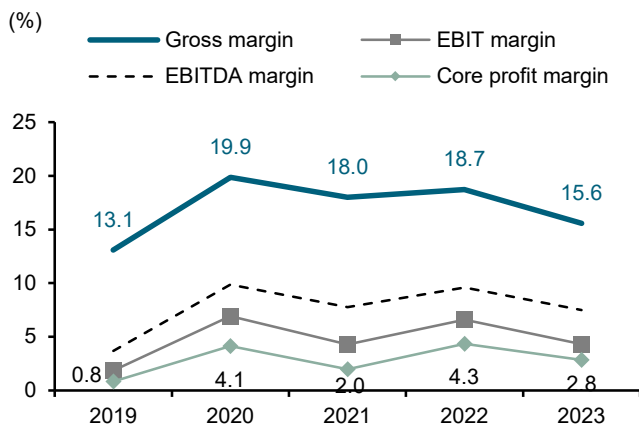
Sources: CH, FSSIA's compilation

Exhibit 3: Revenue and gross margin, 2019-2023

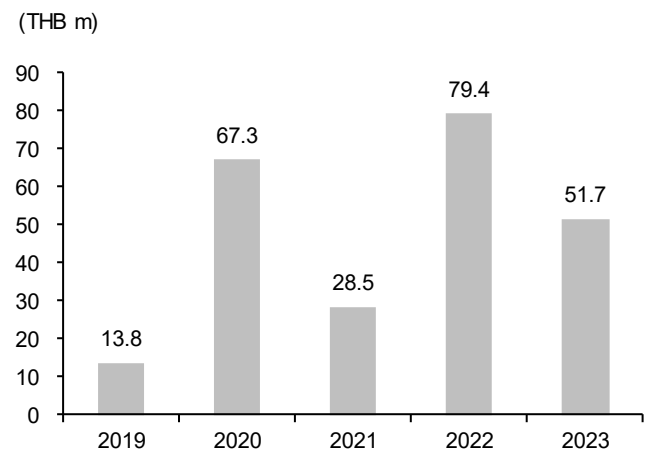
Sources: CH, FSSIA's compilation

Exhibit 4: Gross margin by product, 2019-2023

Sources: CH, FSSIA's compilation

Exhibit 5: Margins, 2019-2023

Sources: CH, FSSIA's compilation

Exhibit 6: Core profit, 2019-2023

Sources: CH, FSSIA's compilation

กำไร 1Q24 พ้นจากการส่งออกโดยเฉพาะกลุ่มผลไม้อบแห้ง

สถานการณ์ของบริษัทเริ่มฟื้นกลับมาใน 1Q24 รายได้จากการขายรวมเพิ่มขึ้นมาเป็น 514.1 ล้านบาท (+9.5% q-q, +48.7% y-y) โดยหลักมาจากการเติบโตของกลุ่มผลไม้อบแห้งส่งออก ซึ่งคิดเป็น 77% ของรายได้รวม (+29.4% q-q, +77.3% y-y) เนื่องจากบริษัทไม่ได้ปรับราคาขาย โดยยังคงราคาเดิมทั้งการขายในและต่างประเทศ และนำเสนอสินค้าใหม่ๆ ที่หลากหลาย ทำให้บริษัทได้รับคำสั่งซื้อเพิ่มขึ้นจากลูกค้า OEM ในต่างประเทศโดยเฉพาะอย่างยิ่งในสหรัฐ ทั้งนี้ ผลไม้อบแห้งที่ส่งออกไปเกือบทั้งหมดจะอยู่ในรูปแบบการรับจ้างผลิตภายใต้แบรนด์สินค้าของลูกค้า (OEM) และการขายเป็นแพ็คเกจใหญ่ (Bulk pack) แต่ยอดขายผลไม้อบแห้งในประเทศ (15% ของรายได้รวม) ยังคงหดตัว -28.5% q-q, -23.5% y-y ขณะที่รายได้จากปลากกระป๋อง -21.3% q-q, +87.1% y-y และรายได้จากขนมเพื่อสุขภาพ -77.0% q-q, -25.4% y-y

อัตรากำไรขั้นต้นของกลุ่มผลไม้อบแห้งที่สูงขึ้นมากเป็น 17.9% (+345 bps, +486 bps) ผลักดันให้อัตรากำไรขั้นต้นโดยรวมขยับสูงขึ้นเป็น 17.1% จาก 14.8% ใน 4Q23 และ 12.8% ใน 1Q23 และจากการควบคุมรายจ่ายอื่นๆ ได้ดี ส่งผลให้ CH มีกำไรปกติ (ไม่รวมกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน 10.6 ล้านบาท) เท่ากับ 23.4 ล้านบาทใน 1Q24 +214.7% q-q และพ้นจากขาดทุน 4.8 ล้านบาทใน 1Q23

คาดการณ์กำไรทำสถิติสูงเป็นประวัติการณ์ใน 2Q24 จาก High season

เราคาดการณ์ได้และกำไรใน 2Q24 จะสูงเป็นประวัติการณ์นับตั้งแต่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ หลักๆ มาจากคำสั่งซื้อสินค้าในกลุ่มผลไม้อบแห้งจากต่างประเทศที่มีมากต่อเนื่องมาจากไตรมาสก่อน ทั้งนี้ ตลาดส่งออกหลักของ CH ได้แก่ สหรัฐ แคนาดา จีน และเกาหลีใต้ และเชื่อว่าลูกค้าในสหรัฐอาจกักตุนสินค้าบางส่วนเพราะกังวลหากเกิดสงครามการค้าระหว่างสหรัฐ-จีนอีกครั้ง จะทำให้การขนส่งหยุดชะงัก รวมถึงค่าขนส่งทางเรือที่สูงขึ้นในปัจจุบันอาจมีส่วนให้ลูกค้ารีบตัดสินใจนำเข้าสินค้าก่อนที่ค่าระวางเรืออาจสูงขึ้นไปอีกหรือจัดหาตู้คอนเทนเนอร์ยากขึ้นในอนาคต เราจึงคาดการณ์ได้ 658.2 ล้านบาท (+28.0% q-q, +32.6% y-y) การเติบโตหลักมาจากการส่งออกผลไม้อบแห้งที่คาดว่าจะเติบโต +30.0% q-q, +41.4% y-y เป็น 611.0 ล้านบาท (93% ของรายได้รวม)

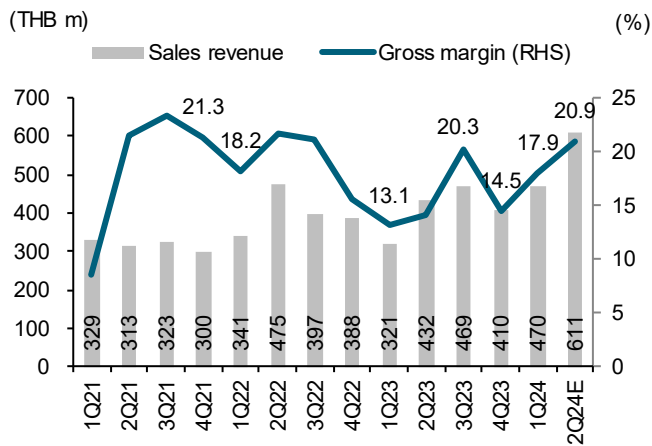
นอกเหนือจากรายได้ที่คาดว่าจะดีขึ้น อัตรากำไรขั้นต้นโดยรวมก็คาดว่าจะดีขึ้นมากเป็น 20.1% โดยหลักมาจากการส่งออกผลไม้อบแห้งโดยเฉพาะมะม่วงเพราะ 1) เป็นช่วง High season ของมะม่วง โดยฤดูเก็บเกี่ยวมะม่วงจะอยู่ในเดือน มี.ค.-เม.ย. และ 2) ภาวะภัยแล้งคลี่คลายจากปีก่อน ประกอบกับคาดว่าจะควบคุมรายจ่ายดี บริษัทแทบไม่ได้รับผลกระทบจากค่าขนส่งทางเรือที่สูงขึ้นเนื่องจากการขายส่วนใหญ่ราว 75% เป็น FOB (ลูกค้าเป็นผู้รับผิดชอบค่าขนส่งเอง) จึงส่งผลให้คาดว่าจะทำกำไรปกติได้ 57.6 ล้านบาท +146.5% q-q, +294.3% y-y

Exhibit 7: CH - 2Q24 earnings preview

Year to Dec 31	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	----- Change -----		1H23	1H24E	Change	2024E	Change	% of
	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(q-q %)	(y-y %)	(THB m)	(THB m)	(y-y %)	(THB m)	(y-y %)	2024E
Sales	496	516	469	514	658	28.0	32.6	1,172	1,172	0.0	2,169	18.7	54.1
Cost of sales	(428)	(414)	(400)	(426)	(526)	23.5	23.1	(729)	(952)	30.6	(1,764)	14.4	54.0
Gross profit	69	102	69	88	132	50.0	91.7	113	220	94.7	1,601	16.5	13.7
Operating costs	(48)	(59)	(58)	(57)	(62)	9.0	30.0	(95)	(119)	24.7	(241)	13.4	49.4
Other income	1	3	1	3	4	33.6	578.6	2	7	181.6	10	50.1	66.3
Operating profit	22	46	13	34	74	117.2	240.8	20	108	438.6	174	119.9	62.1
Operating EBITDA	35	60	31	47	87	84.0	152.4	46	135	195.3	228	67.0	59.1
Net interest expense	(3)	(4)	(2)	(2)	(2)	0.0	(38.8)	(6)	(4)	(33.8)	9	(24.9)	(44.5)
FX gain/loss and others	7	4	(6)	11	0	<i>nm</i>	<i>nm</i>	6	11	70.5	0	<i>nm</i>	<i>nm</i>
Net profit	22	39	2	34	58	69.6	165.9	16	92	473.1	132	134.1	69.3
Core profit	15	35	7	23	58	146.5	294.3	10	81	729.3	132	155.2	61.3
Key Ratios (%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(ppt)	(ppt)	(%)	(%)	(ppt)	(%)	(ppt)	
Gross margin	13.9	19.8	14.8	17.1	20.1	2.9	6.2	9.6	18.8	9.1	18.6	3.1	
Operating margin	4.4	9.0	2.7	6.6	11.2	4.6	6.9	1.7	9.2	7.5	8.0	3.7	
EBITDA margin	7.0	11.6	6.6	9.2	13.3	4.0	6.3	3.9	11.5	7.6	10.5	3.0	
Core profit margin	2.9	6.7	1.6	4.5	8.7	4.2	5.8	0.8	6.9	6.1	6.1	3.3	
SG&A / Sales	9.6	11.5	12.3	11.1	7.0	(4.1)	(2.6)	8.1	10.2	2.0	11.1	(0.5)	
Revenue breakdown	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(q-q %)	(y-y %)	(THB m)	(THB m)	(y-y %)	(THB m)	(y-y %)	
Dried fruits	432	469	410	470	611	30.0	41.4	753	1,081	43.5	1,991	22.0	
Canned fish	64	44	55	43	46	7.0	(27.8)	87	89	2.7	173	(7.0)	
Healthy snacks	1	3	4	1	1	13.6	0.0	2	2	(13.8)	5	(50.0)	
Gross margin by BU	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(ppt)	(ppt)	(%)	(%)	(ppt)	(%)	(ppt)	
Dried fruits	14.1	20.3	14.5	17.9	20.9	3.0	6.8	13.7	19.6	6.0	19.6	3.8	
Canned fish	10.9	18.2	16.4	7.9	8.5	0.6	(2.4)	10.4	8.2	(2.2)	7.8	(6.2)	
Healthy snacks	0.0	(33.3)	49.5	30.7	10.3	(20.3)	10.3	3.2	19.9	16.7	12.0	1.3	

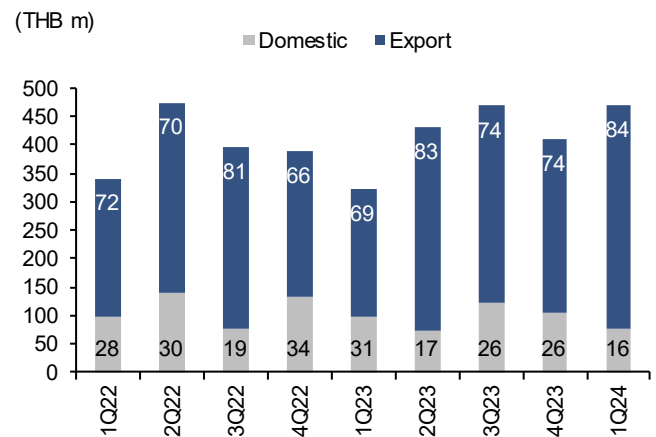
Sources: CH, FSSIA estimates

Exhibit 8: Revenue from dehydrated fruits and gross margin



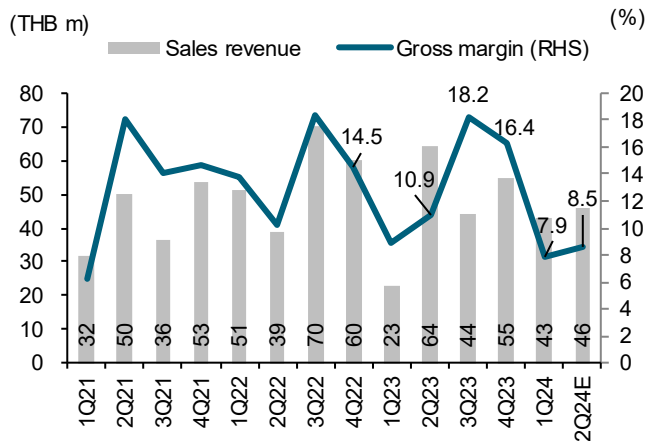
Sources: CH, FSSIA estimates

Exhibit 9: Distribution channel for dehydrated fruits



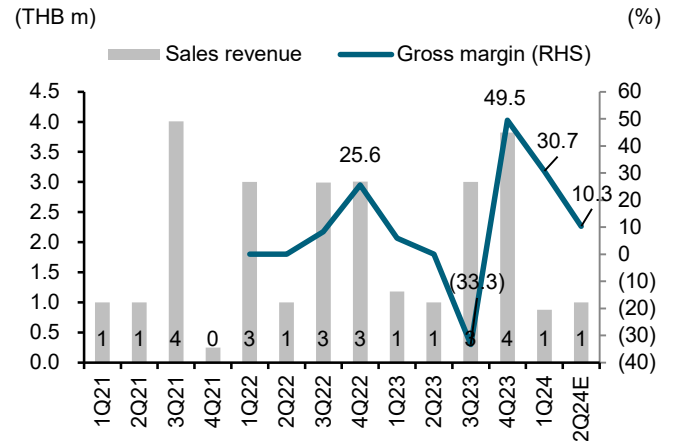
Sources: CH, FSSIA's compilation

Exhibit 10: Revenue from canned fish and gross margin



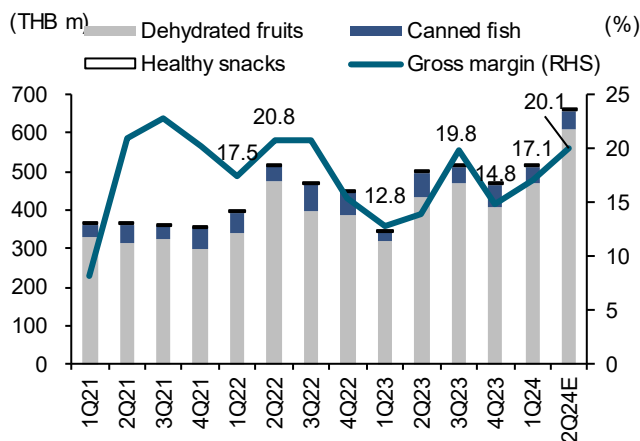
Sources: CH, FSSIA estimates

Exhibit 11: Revenue from healthy snacks and gross margin



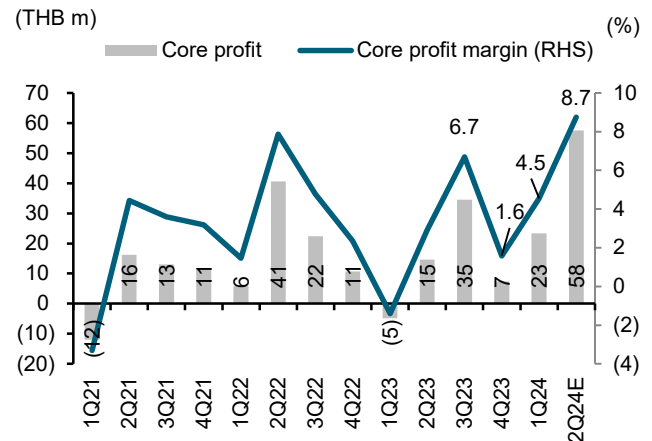
Sources: CH, FSSIA estimates

Exhibit 12: Total revenue and gross margin



Sources: CH, FSSIA estimates

Exhibit 13: Core profit and profit margin



Sources: CH, FSSIA estimates

ความกังวลสงครามการค้าและการขาดแคลนเรือ อาจเอื้อต่อยอดขายในปีนี้

หากประมาณการ 2Q24 เป็นไปตามคาด กำไรปกติ 1H24 จะเท่ากับ 80.9 ล้านบาท โตก้าวกระโดด +729.3% y-y จาก 1H23 ที่มีกำไรปกติเพียง 9.8 ล้านบาท เพราะบริษัทปรับขึ้นราคาขายตั้งแต่ 1Q23 ส่งผลให้ลูกค้าบางส่วนหายไป อย่างไรก็ตาม ผลประกอบการ 2Q24 น่าจะเป็นจุดสูงสุดของปีและชะลอลงใน 3Q-4Q24 ตามฤดูกาลปกติของมะม่วง

มะม่วงเป็นผลไม้ที่เก็บเกี่ยวในฤดูกาลเท่านั้น ทำให้บริษัทต้องวางแผนการผลิตล่วงหน้า และจัดการการสั่งซื้ออย่างระมัดระวังเพื่อให้มั่นใจว่าจะมีปริมาณวัตถุดิบเพียงพอต่อการผลิต เมื่อแปรรูปผลไม้ในกระบวนการผลิตแล้ว บริษัทจะจัดเก็บในห้องเย็นเพื่อรักษาคุณภาพของสินค้าโดยบรรจุในแพ็คเกจใหญ่แต่ยังไม่ได้บรรจุแยกเป็นหีบห่อ จนกว่าจะจัดส่งผลให้ลูกค้า จึงนำมาบรรจุในบรรจุภัณฑ์ ดัดฉลาก เป็นสินค้าสำเร็จรูปพร้อมจำหน่ายให้ลูกค้าต่อไป ในกระบวนการผลิตจึงมีคอขวดที่ห้องเย็น ทำให้ไม่สามารถซื้อผลไม้มาเก็บไว้เป็นจำนวนมากได้ ไม่รวมถึงผลไม้แต่ละชนิดมีอายุแตกต่างกัน

จากการปรับกลยุทธ์ราคาขาย ประกอบกับเราคาดว่าจะอาจมีประเด็นการ Restock เพราะลูกค้ากังวลสงครามการค้าและค่าระวางเรือที่อาจสูงขึ้นเพราะการขาดแคลนตู้คอนเทนเนอร์จากประเด็นความขัดแย้งทางภูมิรัฐศาสตร์ที่ยืดเยื้อ และภาวะภัยแล้งที่คลี่คลาย ทำให้ผลประกอบการในปี 2024 น่าจะกลับมา Turnaround โดยเราคาดการณ์ได้ในปี 2024 ที่ 2,168.5 ล้านบาท +18.7% y-y จากการฟื้นตัวของผลิตภัณฑ์ผลไม้อบแห้งส่งออกเป็นหลัก อัตรากำไรขั้นต้นคาดปรับตัวดีขึ้นมากเป็น 18.6% จาก 15.6% ในปี 2023 ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารคาดว่าจะรักษาให้อยู่ในระดับใกล้เคียงปีก่อนคือ 11.1% ส่งผลให้เรากำไรปกติ 132.1 ล้านบาท +155.2% y-y

คาดการณ์เติบโตเฉลี่ย 7.1% CAGR ในช่วงปี 2024-26

เราตั้งสมมติฐานว่าคำสั่งซื้อจากลูกค้าในต่างประเทศสอดคล้องกับภาวะเศรษฐกิจที่ปรับตัวดีขึ้น ไม่ได้เกิดจากการ Restock ไม่เช่นนั้นอาจตามมาด้วยการ Destock ในอนาคต เราจึงตั้งสมมติฐานรายได้จากการขายรวมเติบโตต่อเนื่องในปี 2025-26 ในอัตรา 13.3% และ 6.8% ตามลำดับ อัตรากำไรขั้นต้นชะลอเล็กน้อยจากปี 2024 แต่ยังคงอยู่ในระดับสูง 17.7%-18.0% ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเติบโตล้าไปกับรายได้แต่ยังสามารถควบคุมได้ดี ดอกเบี้ยจ่ายคาดว่าจะทยอยลดลงจากการชำระหนี้ต่อเนื่อง โดยตั้งสมมติฐานการหมุนเวียนของสินค้าคงคลังอยู่ในระดับประมาณ 3 เดือน ระยะเวลาการเก็บหนี้ประมาณ 1 เดือนครึ่ง จึงคาดการณ์กำไรปกติที่ 141.9 ล้านบาท (+7.5% y-y) และ 151.5 ล้านบาท (+6.8% y-y) ตามลำดับ คิดเป็นอัตรากำไรสุทธิ 5.8% ในปี 2025-26

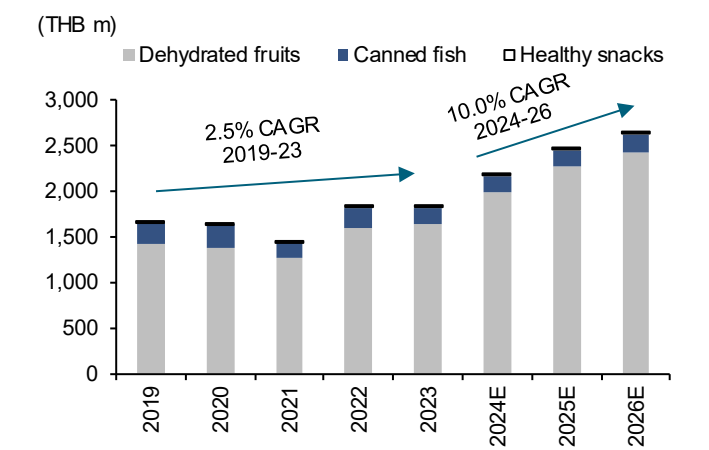
จากสมมติฐานดังกล่าว เราจึงคาดการณ์ได้เติบโตเฉลี่ย 10.0% CAGR กำไรปกติเติบโตเฉลี่ย 7.1% CAGR ในระหว่างปี 2024-26

Exhibit 14: Key assumptions

	Actual	Forecast			Growth		
	2023 (THB m)	2024E (THB m)	2025E (THB m)	2026E (THB m)	2024E (%)	2025E (%)	2026E (%)
Revenue breakdown							
Dehydrated fruits	1,632	1,991	2,270	2,429	1.9	22.0	14.0
Canned fish	186	173	182	191	(15.5)	(7.0)	5.0
Healthy snacks	9	5	5	5	(10.0)	(50.0)	5.0
Total sales revenue	1,827	2,169	2,456	2,624	(0.2)	18.7	13.3
Gross profit	284	404	441	464	(17.0)	42.1	9.1
SG&A expenses	212	241	266	278	13.4	10.3	4.6
Interest expense	12	9	7	6	(17.9)	(30.9)	(12.0)
Tax expense	16	33	36	38	(40.2)	108.1	7.4
Core profit	52	132	142	152	(34.9)	155.2	7.5
Key ratio	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
Blended gross profit	15.6	18.6	17.9	17.7	3.1	(0.7)	(0.3)
Dehydrated fruits	15.8	19.6	18.8	18.5	3.8	(0.8)	(0.3)
Canned fish	14.0	7.8	7.5	7.5	(6.2)	(0.3)	0.0
Healthy snacks	10.7	12.0	10.5	10.2	1.3	(1.5)	(0.3)
SG&A to sales	11.6	11.1	10.8	10.6	(0.5)	(0.3)	(0.2)
EBITDA margin	7.5	10.5	9.6	9.3	3.0	(0.9)	(0.3)
Core profit margin	2.8	6.1	5.8	5.8	3.3	(0.3)	(0.0)
Operating statistics	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(%)	(%)	(%)
Domestic sales	434	494	553	590	14.0	11.8	6.8
Export sales	1,393	1,674	1,904	2,034	20.1	13.7	6.8
Company own brand	41	49	56	60	18.7	13.3	6.8
OEM	1,228	1,485	1,670	1,779	20.9	12.4	6.5
Bulk pack	557	634	730	785	13.7	15.2	7.6

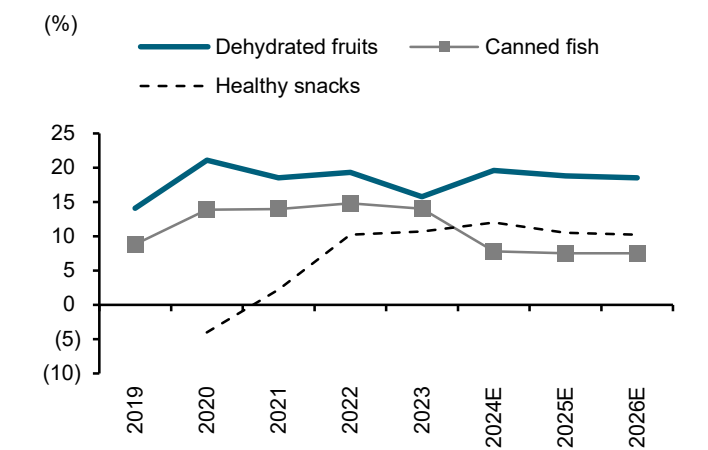
Sources: CH, FSSIA estimates

Exhibit 15: Total sales revenue



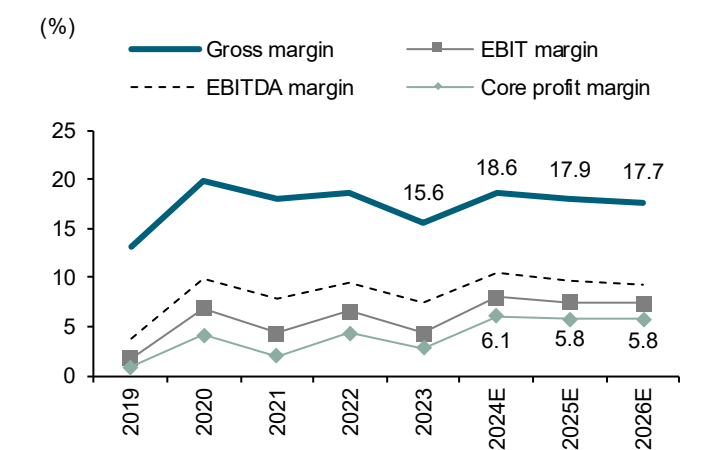
Sources: CH, FSSIA estimates

Exhibit 16: Gross margins by product



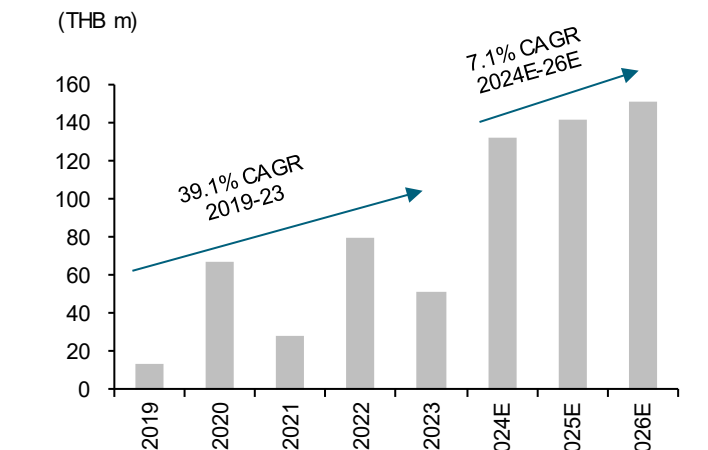
Sources: CH, FSSIA estimates

Exhibit 17: Margins



Sources: CH, FSSIA estimates

Exhibit 18: Core profit



Sources: CH, FSSIA estimates

ประเมินราคาเป้าหมาย 3.50 บาท แนะนำซื้อ

เราประเมินราคาเป้าหมายที่ 3.50 บาท อิง PE 22.0 เท่า อยู่ในกรอบ Target PE ของกลุ่มขนม อาหาร และเครื่องดื่มที่เราให้ 20-25 เท่า ขณะที่การเติบโตของกำไรของ CH ในปี 2024 เชื่อว่าจะกลับมาโดดเด่นจากฐานต่ำในปีก่อน จากการปรับกลยุทธ์ด้านราคาขาย ภาวะภัยแล้งที่กระทบต่อต้นทุนวัตถุดิบหมดไป และบริษัทปิดความเสี่ยงด้านต้นทุนค่าขนส่งทางเรือได้ดีในระดับหนึ่ง การเติบโตในปีถัดๆไป เชื่อว่าจะขยายตัวได้ต่อเนื่องในอัตราใกล้เคียงกลุ่มที่ระดับ 10% +/-

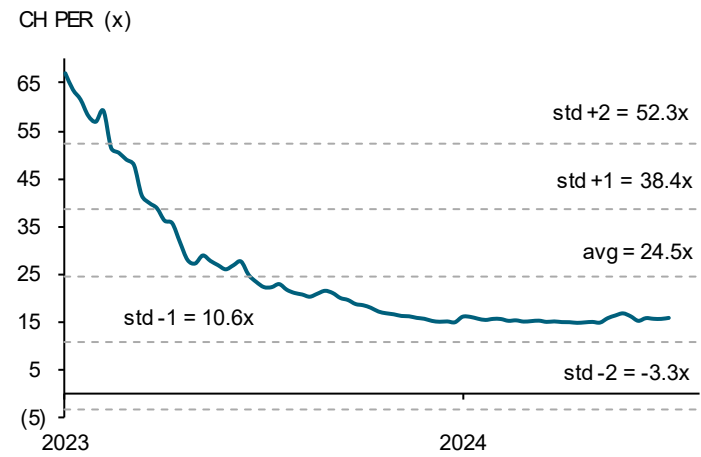
ปัจจุบันหุ้น CH เทรดที่ 2024E P/E 16.2 เท่า และ P/BV 1.6 เท่า ต่ำกว่า P/E เฉลี่ยของกลุ่มที่ 19.0 เท่า และ P/BV เฉลี่ย 4.0 เท่า เราจึงแนะนำซื้อ

Exhibit 19: Peers comparison as of 12-Jul-2024

Company	BBG	Rec	----- Share price -----			Market Cap	----- PE -----		----- ROE -----		----- PBV -----		---- EV/ EBITDA ----	
			Current	Target	Upside		24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E
			(LCY)	(LCY)	(%)		(USD m)	(x)	(x)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)
Thailand														
Chin Huay	CH TB	BUY	2.68	3.50	31	59	16.2	15.1	10.1	10.3	1.6	1.5	9.9	9.7
Thai Union Group	TU TB	BUY	15.20	17.30	14	1,787	14.0	12.7	8.7	9.5	1.2	1.2	10.1	9.6
R&B Food Supply	RBF TB	HOLD	9.05	11.00	22	500	23.8	20.2	15.3	16.9	3.5	3.3	14.0	11.7
Srinanaporn Marketing	SNNP TB	BUY	13.30	19.00	43	353	17.8	15.6	21.7	23.8	3.8	3.6	11.9	10.4
NSL Foods	NSL TB	BUY	32.50	36.00	11	269	22.5	19.2	26.3	27.5	5.6	5.0	14.0	11.9
Taokaenoi Food&Marketing*	TKN TB	n/a	10.00	n/a	n/a	381	17.0	16.9	34.6	33.1	5.7	5.4	12.3	11.9
Thailand average						8,826	19.0	16.9	21.3	22.2	4.0	3.7	12.5	11.1

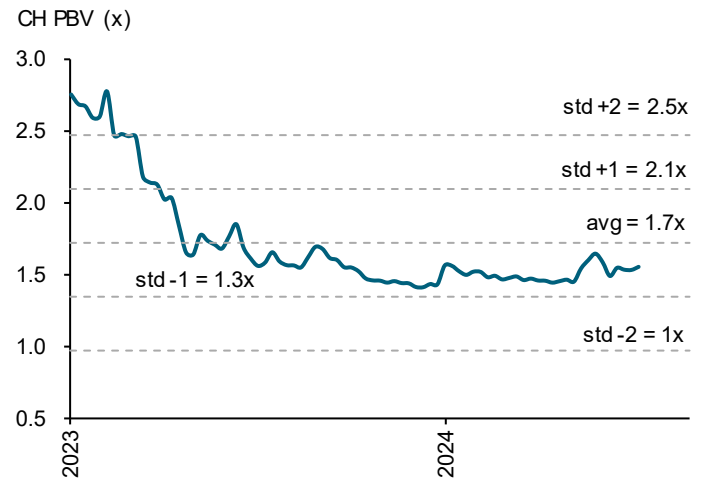
Sources: Bloomberg, FSSIA estimates

Exhibit 20: Historical P/E band



Sources: Bloomberg, FSSIA estimates

Exhibit 21: Historical P/BV band



Sources: Bloomberg, FSSIA estimates

Financial Statements

Chin Huay

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	1,831	1,827	2,169	2,456	2,624
Cost of goods sold	(1,489)	(1,543)	(1,764)	(2,015)	(2,160)
Gross profit	343	284	404	441	464
Other operating income	9	7	10	10	9
Operating costs	(231)	(212)	(241)	(266)	(278)
Operating EBITDA	175	137	228	229	237
Depreciation	(55)	(58)	(54)	(44)	(42)
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	121	79	174	185	195
Net financing costs	(15)	(11)	(9)	(7)	(6)
Associates	0	0	0	0	0
Recurring non-operating income	0	0	0	0	0
Non-recurring items	24	5	0	0	0
Profit before tax	130	72	165	177	189
Tax	(27)	(16)	(33)	(36)	(38)
Profit after tax	103	56	132	142	152
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Other items	-	-	-	-	-
Reported net profit	103	56	132	142	152
Non-recurring items & goodwill (net)	(24)	(5)	0	0	0
Recurring net profit	79	52	132	142	152
Per share (THB)					
Recurring EPS *	0.12	0.06	0.17	0.18	0.19
Reported EPS	0.16	0.07	0.17	0.18	0.19
DPS	0.08	0.04	0.08	0.09	0.09
Diluted shares (used to calculate per share data)	640	800	800	800	800
Growth					
Revenue (%)	27.0	(0.2)	18.7	13.3	6.8
Operating EBITDA (%)	56.9	(22.1)	67.0	0.2	3.7
Operating EBIT (%)	95.3	(34.7)	119.9	6.5	5.6
Recurring EPS (%)	178.6	(47.9)	155.2	7.5	6.8
Reported EPS (%)	54.0	(56.3)	134.1	7.5	6.8
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	18.7	15.6	18.6	17.9	17.7
Gross margin exc. depreciation (%)	21.7	18.7	21.1	19.7	19.3
Operating EBITDA margin (%)	9.6	7.5	10.5	9.3	9.0
Operating EBIT margin (%)	6.6	4.3	8.0	7.5	7.4
Net margin (%)	4.3	2.8	6.1	5.8	5.8
Effective tax rate (%)	20.5	22.0	20.0	20.0	20.0
Dividend payout on recurring profit (%)	60.4	61.8	48.0	48.0	48.0
Interest cover (X)	8.1	7.0	20.4	24.7	33.5
Inventory days	132.3	122.1	112.0	110.4	103.8
Debtor days	45.1	47.4	42.7	43.6	42.6
Creditor days	33.2	33.0	31.4	31.6	29.8
Operating ROIC (%)	6.3	4.3	9.6	9.7	10.1
ROIC (%)	5.8	4.0	8.9	9.1	9.4
ROE (%)	7.7	4.1	10.1	10.3	10.4
ROA (%)	5.1	3.3	7.5	7.6	7.9

* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted

Revenue by Division (THB m)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Dehydrated fruits	1,601	1,632	1,991	2,270	2,429
Canned fish	220	186	173	182	191
Healthy snacks	10	9	5	5	5

Sources: Chin Huay; FSSIA estimates

Financial Statements

Chin Huay

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring net profit	79	52	132	142	152
Depreciation	55	58	54	44	42
Associates & minorities	0	0	0	0	0
Other non-cash items	39	(28)	(7)	(31)	(68)
Change in working capital	(28)	114	(118)	10	31
Cash flow from operations	145	195	61	165	156
Capex - maintenance	-	0	0	0	0
Capex - new investment	(55)	(55)	(25)	(52)	(43)
Net acquisitions & disposals	-	-	-	-	-
Other investments (net)	1	8	(5)	1	2
Cash flow from investing	(54)	(47)	(30)	(51)	(41)
Dividends paid	(31)	(48)	(63)	(68)	(73)
Equity finance	363	0	0	0	0
Debt finance	(270)	(119)	17	(47)	(34)
Other financing cash flows	(25)	(13)	10	2	1
Cash flow from financing	37	(180)	(37)	(112)	(106)
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	0	0	0
Net other adjustments	0	0	0	0	0
Movement in cash	127	(32)	(6)	1	9
Free cash flow to firm (FCFF)	105.35	160.31	39.24	121.25	120.35
Free cash flow to equity (FCFE)	(204.55)	16.07	57.10	69.48	81.42
Per share (THB)					
FCFF per share	0.13	0.20	0.05	0.15	0.15
FCFE per share	(0.26)	0.02	0.07	0.09	0.10
Recurring cash flow per share	0.27	0.10	0.22	0.19	0.16
Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Tangible fixed assets (gross)	1,227	1,270	1,295	1,347	1,390
Less: Accumulated depreciation	(405)	(453)	(507)	(551)	(593)
Tangible fixed assets (net)	822	817	788	796	797
Intangible fixed assets (net)	7	6	6	6	6
Long-term financial assets	0	0	0	0	0
Invest. in associates & subsidiaries	0	0	0	0	0
Cash & equivalents	150	119	112	114	122
A/C receivable	259	216	291	296	316
Inventories	524	469	580	613	592
Other current assets	10	40	47	48	54
Current assets	944	844	1,030	1,071	1,084
Other assets	108	94	99	98	96
Total assets	1,881	1,761	1,924	1,972	1,984
Common equity	1,257	1,264	1,342	1,416	1,495
Minorities etc.	0	0	0	0	0
Total shareholders' equity	1,257	1,264	1,342	1,416	1,495
Long term debt	0	88	54	15	0
Other long-term liabilities	164	165	169	171	174
Long-term liabilities	164	253	223	186	174
A/C payable	138	130	164	177	169
Short term debt	297	91	164	162	117
Other current liabilities	25	24	30	31	29
Current liabilities	460	245	359	370	315
Total liabilities and shareholders' equity	1,881	1,761	1,924	1,972	1,984
Net working capital	630	571	723	750	764
Invested capital	1,567	1,488	1,617	1,650	1,664
* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt					
Per share (THB)					
Book value per share	1.96	1.58	1.68	1.77	1.87
Tangible book value per share	1.95	1.57	1.67	1.76	1.86
Financial strength					
Net debt/equity (%)	11.7	4.7	7.9	4.5	(0.3)
Net debt/total assets (%)	7.8	3.4	5.5	3.2	(0.2)
Current ratio (x)	2.0	3.4	2.9	2.9	3.4
CF interest cover (x)	(9.1)	7.3	10.7	17.2	22.3
Valuation	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring P/E (x) *	21.6	41.4	16.2	15.1	14.2
Recurring P/E @ target price (x) *	28.2	54.1	21.2	19.7	18.5
Reported P/E (x)	16.6	38.0	16.2	15.1	14.2
Dividend yield (%)	2.8	1.5	3.0	3.2	3.4
Price/book (x)	1.4	1.7	1.6	1.5	1.4
Price/tangible book (x)	1.4	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA (x) **	10.6	16.1	9.9	9.7	9.0
EV/EBITDA @ target price (x) **	13.6	20.9	12.7	12.5	11.8
EV/invested capital (x)	1.2	1.5	1.4	1.3	1.3
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted ** EBITDA includes associate income and recurring non-operating income					

Sources: Chin Huay; FSSIA estimates

Disclaimer for ESG scoring

ESG score	Methodology	Rating																				
The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) By S&P Global	The DJSI World applies a transparent, rules-based component selection process based on the companies' Total Sustainability Scores resulting from the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA). Only the top-ranked companies within each industry are selected for inclusion.	Be a member and invited to the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA) for DJSI. Companies with an S&P Global ESG Score of less than 45% of the S&P Global ESG Score of the highest scoring company are disqualified. The constituents of the DJSI indices are selected from the Eligible Universe.																				
Sustainability Investment List (THSI) by The Stock Exchange of Thailand (SET)	THSI quantifies responsibility in Environmental and Social issues by managing business with transparency in Governance, updated annually. Candidates must pass the preemptive criteria, with two crucial conditions: 1) no irregular trading of the board members and executives; and 2) free float of >150 shareholders, and combined holding must be >15% of paid-up capital. Some key disqualifying criteria include: 1) CG score of below 70%; 2) independent directors and free float violation; 3) executives' wrongdoing related to CG, social & environmental impacts; 4) equity in negative territory; and 5) earnings in red for > 3 years in the last 5 years.	To be eligible for THSI inclusion , verified data must be scored at a minimum of 50% for each indicator, unless the company is a part of DJSI during the assessment year. The scoring will be fairly weighted against the nature of the relevant industry and materiality. SETTHSI Index is extended from the THSI companies whose 1) market capitalization > THB5b (~USD150b); 2) free float >20%; and 3) liquidity >0.5% of paid-up capital for at least 9 out of 12 months. The SETTHSI Index is a market capitalisation-weighted index, cap 5% quarterly weight at maximum, and no cap for number of stocks.																				
CG Score by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)	An indicator of CG strength in sustainable development, measured annually by the Thai IOD, with support from the Stock Exchange of Thailand (SET). The results are from the perspective of a third party, not an evaluation of operations.	Scores are rated in six categories: 5 for Excellent (90-100), 4 for Very Good (80-89), 3 for Good (70-79), 2 for Fair (60-69), 1 for Pass (60-69), and not rated for scores below 50. Weightings include: 1) the rights; 2) and equitable treatment of shareholders (weight 25% combined); 3) the role of stakeholders (25%); 4) disclosure & transparency (15%); and 5) board responsibilities (35%).																				
AGM level By Thai Investors Association (TIA) with support from the SEC	It quantifies the extent to which shareholders' rights and equitable treatment are incorporated into business operations and information is transparent and sufficiently disclosed. All form important elements of two out of five the CG components to be evaluated annually. The assessment criteria cover AGM procedures before the meeting (45%), at the meeting date (45%), and after the meeting (10%). <i>(The first assesses 1) advance circulation of sufficient information for voting; and 2) facilitating how voting rights can be exercised. The second assesses 1) the ease of attending meetings; 2) transparency and verifiability; and 3) openness for Q&A. The third involves the meeting minutes that should contain discussion issues, resolutions and voting results.)</i>	The scores are classified into four categories: 5 for Excellent (100), 4 for Very Good (90-99), 3 for Fair (80-89), and not rated for scores below 79.																				
Thai CAC By Thai Private Sector Collective Action Against Corruption (CAC)	The core elements of the Checklist include corruption risk assessment, establishment of key controls, and the monitoring and developing of policies. The Certification is good for three years. <i>(Companies deciding to become a CAC certified member start by submitting a Declaration of Intent to kick off an 18-month deadline to submit the CAC Checklist for Certification, including risk assessment, in place of policy and control, training of managers and employees, establishment of whistleblowing channels, and communication of policies to all stakeholders.)</i>	The document will be reviewed by a committee of nine professionals. A passed Checklist will move for granting certification by the CAC Council approvals whose members are twelve highly respected individuals in professionalism and ethical achievements.																				
Morningstar Sustainability	The Sustainability's ESG risk rating provides an overall company score based on an assessment of how much of a company's exposure to ESG risk is unmanaged. <i>Sources to be reviewed include corporate publications and regulatory filings, news and other media, NGO reports/websites, multi-sector information, company feedback, ESG controversies, issuer feedback on draft ESG reports, and quality & peer reviews.</i>	A company's ESG risk rating score is the sum of unmanaged risk. The more risk is unmanaged, the higher ESG risk is scored. <table><tr><th>NEGL</th><th>Low</th><th>Medium</th><th>High</th><th>Severe</th></tr><tr><td>0-10</td><td>10-20</td><td>20-30</td><td>30-40</td><td>40+</td></tr></table>	NEGL	Low	Medium	High	Severe	0-10	10-20	20-30	30-40	40+										
NEGL	Low	Medium	High	Severe																		
0-10	10-20	20-30	30-40	40+																		
ESG Book	The ESG score identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long term. The methodology considers the principle of financial materiality including information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by over-weighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis.	The total ESG score is calculated as a weighted sum of the features scores using materiality-based weights. The score is scaled between 0 and 100 with higher scores indicating better performance.																				
MSCI	MSCI ESG ratings aim to measure a company's management of financially relevant ESG risks and opportunities. It uses a rules-based methodology to identify industry leaders and laggards according to their exposure to ESG risks and how well they manage those risks relative to peers. <table><tr><td>AAA</td><td>8.571-10.000</td><td rowspan="3">Leader:</td><td rowspan="3">leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities</td></tr><tr><td>AA</td><td>7.143-8.570</td></tr><tr><td>A</td><td>5.714-7.142</td></tr><tr><td>BBB</td><td>4.286-5.713</td><td rowspan="2">Average:</td><td rowspan="2">a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers</td></tr><tr><td>BB</td><td>2.857-4.285</td></tr><tr><td>B</td><td>1.429-2.856</td><td rowspan="2">Laggard:</td><td rowspan="2">lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks</td></tr><tr><td>CCC</td><td>0.000-1.428</td></tr></table>		AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities	AA	7.143-8.570	A	5.714-7.142	BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers	BB	2.857-4.285	B	1.429-2.856	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks	CCC	0.000-1.428
AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities																			
AA	7.143-8.570																					
A	5.714-7.142																					
BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers																			
BB	2.857-4.285																					
B	1.429-2.856	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks																			
CCC	0.000-1.428																					
Moody's ESG solutions	Moody's assesses the degree to which companies take into account ESG objectives in the definition and implementation of their strategy policies. It believes that a company integrating ESG factors into its business model and relatively outperforming its peers is better positioned to mitigate risks and create sustainable value for shareholders over the medium to long term.																					
Refinitiv ESG rating	Designed to transparently and objectively measure a company's relative ESG performance, commitment and effectiveness across 10 main themes, based on publicly available and auditable data. The score ranges from 0 to 100 on relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly. <i>(Score ratings are 0 to 25 = poor; >25 to 50 = satisfactory; >50 to 75 = good; and >75 to 100 = excellent.)</i>																					
S&P Global	The S&P Global ESG Score is a relative score measuring a company's performance on and management of ESG risks, opportunities, and impacts compared to its peers within the same industry classification. The score ranges from 0 to 100.																					
Bloomberg	ESG Score	Bloomberg score evaluating the company's aggregated Environmental, Social and Governance (ESG) performance. The score is based on Bloomberg's view of ESG financial materiality. The score is a weighted generalized mean (power mean) of Pillar Scores, where the weights are determined by the pillar priority ranking. Values range from 0 to 10; 10 is the best.																				
Bloomberg	ESG Disclosure Score	Disclosure of a company's ESG used for Bloomberg ESG score. The score ranges from 0 for none to 100 for disclosure of every data point, measuring the amount of ESG data reported publicly, and not the performance on any data point.																				

[Rating](#) regarding the sustainable development of Thai listed companies, both on the SET and MAI, are publicly available on the website of the Securities and Exchange Commission of Thailand (SEC). Currently, ratings available are 1) **"CG Score"**; 2) **"AGM Level"**; 3) **"Thai CAC"**; and 4) **THSI**. The ratings are updated on an annual basis. FSSIA does not confirm nor certify the accuracy of such ratings.

Source: FSSIA's compilation

GENERAL DISCLAIMER

ANALYST(S) CERTIFICATION

Jitra Amornthum FSS International Investment Advisory Securities Co., Ltd

The individual(s) identified above certify(ies) that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and (ii) no part of the compensation of the analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed herein.

This report has been prepared by FSS International Investment Advisory Securities Company Limited (FSSIA). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however FSSIA makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. FSSIA has no intention to solicit investors to buy or sell any security in this report. In addition, FSSIA does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making investment decisions. All rights are reserved.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without permission of FSSIA. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making investment decisions.

Company	Ticker	Price	Rating	Valuation & Risks
Chin Huay	CH TB	THB 2.68	BUY	ปัจจัยเสี่ยงต่อราคาเป้าหมายของเรา ได้แก่ 1) ภัยแล้ง; 2) การกีดกันทางการค้า; 3) การแข่งขันที่รุนแรงมากขึ้น; 4) พฤติกรรมผู้บริโภคที่เปลี่ยนแปลง และ 5) ค่าเงินบาทแข็งค่า

Source: FSSIA estimates

Additional Disclosures

Target price history, stock price charts, valuation and risk details, and equity rating histories applicable to each company rated in this report is available in our most recently published reports. You can contact the analyst named on the front of this note or your representative at Finansia Syrus Securities Public Company Limited.

All share prices are as at market close on 15-Jul-2024 unless otherwise stated.

RECOMMENDATION STRUCTURE

Stock ratings

Stock ratings are based on absolute upside or downside, which we define as (target price* - current price) / current price.

BUY (B). The upside is 10% or more.

HOLD (H). The upside or downside is less than 10%.

REDUCE (R). The downside is 10% or more.

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 market price and the formal recommendation.

* In most cases, the target price will equal the analyst's assessment of the current fair value of the stock. However, if the analyst doesn't think the market will reassess the stock over the specified time horizon due to a lack of events or catalysts, then the target price may differ from fair value. In most cases, therefore, our recommendation is an assessment of the mismatch between current market price and our assessment of current fair value.

Industry Recommendations

Overweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be positive over the next 12 months.

Neutral. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be maintained over the next 12 months.

Underweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be negative over the next 12 months.

Country (Strategy) Recommendations

Overweight (O). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on two or more of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Neutral (N). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on one of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Underweight (U). Over the next 12 months, the analyst does not expect the market to score positively on any of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.