

BUY (Unchanged)

TP: Bt 140.00

(From: Bt 160.00)

Change in Numbers

Upside : 24.4%

23 AUGUST 2021

## TQM Corporation Pcl (TQM TB)

## เติบโตแข็งแกร่ง



SARACHADA SORNSONG

662 – 779 9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

TQM สามารถจับการเปลี่ยนแปลงในไลฟ์สไตล์ของคนและความต้องการด้านประกันภัยก่อนอุตสาหกรรม ด้วยมีความสามารถด้านดิจิทัลที่ดี เรา มองว่าการมุ่งเน้นด้านประกันสุขภาพและที่อยู่อาศัยของบริษัท จะช่วยหนุน EPS ให้เติบโตแข็งแกร่งเฉลี่ย 3 ปีที่ 27% ในปี 2020-23F ราคาเป้าหมายลดลงเหลือ 140 บาท สะท้อนการร่วมทุนของ TQM แนะนำ “ซื้อ”

## จาก 2C เป็น 2H

การประกันภัยรถยนต์เป็นผลิตภัณฑ์หลักของ TQM มาโดยตลอด ด้วยแพลตฟอร์มและวิสัยทัศน์ที่พร้อมในการก้าวสู่อินซัวร์เทค TQM จึงขยายสู่การประกันภัยที่เกี่ยวกับสุขภาพ และประสบความสำเร็จในการขายประกันโควิด-19 เนื่องจากประกันคุ้มครองรถยนต์จะยังคงเป็นแกนหลักของธุรกิจ TQM จึงใช้ประโยชน์จากการขายประกันโควิด-19 ซึ่งทำให้ฐานลูกค้าเพิ่มเป็น 2 ล้านคน จาก 1 ล้านคน เพื่อเพิ่มประกันสุขภาพและที่อยู่อาศัยแบบทวีคูณ โดยตั้งเป้าการขายผลิตภัณฑ์เหล่านี้ผ่านช่องทางออนไลน์เป็นหลัก ดังนั้นเราจึงคาดว่าจะมีอัตรากำไรสุทธิที่น่าประทับใจเท่ากับการประกันโควิด-19 ที่ c.30% บนประมาณการของเรา จาก 500 ลบ. ในปีนี้ TQM ตั้งเป้าเพิ่มเบี้ยประกันที่อยู่อาศัยเป็น 1,450 ลบ. ในปี 2022F และ 1.0 หมื่นลบ. ในปี 2026F

## ปิด 2 ดีล และมีดีลเพิ่มเติมอีก

TQM กำลังจะปิดดีลลงทุน 51% ทั้งใน True Life และ True Extra มูลค่า 266 ลบ. ในเดือนนี้ ซึ่งเป็นสองโบรกเกอร์ประกันชีวิตที่ใหญ่ที่สุด ด้วยคาดว่าจะมีเบี้ยประกันภัยและรายได้รวมราว 1.1 พันลบ. และมีอัตรากำไรสุทธิมากกว่า 40% TQM มีแผนจะรวมงบ P&L ของกลุ่มทรูใน 3Q21 และได้ประโยชน์จากการดำเนินร่วมกันผ่านการมีลูกค้าที่มากขึ้น ผลิตภัณฑ์ที่มากขึ้น และประสิทธิภาพด้านต้นทุนที่ดีขึ้น นอกจากนี้ TQM ยังทำดีลร่วมทุนเพิ่มเติมอีก และกำลังลงทุนใน TQR ให้แล้วเสร็จใน 1Q22 ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของการเติบโตที่เพิ่มจากปกติของ TQM โดยทำให้มีเบี้ยประกันภัยเพิ่ม 1.5 หมื่นลบ. นอกเหนือไปจากเบี้ยประกันปกติของธุรกิจที่ 3.5 หมื่นลบ. ในปี 2026F

## ปรับลดกำไร และลดมูลค่า M&amp;A ลง

เราปรับลดประมาณการกำไรเพื่อสะท้อนการดำเนินงานของ TQM ที่สะดุดใน 2Q21 เนื่องจากเจ้าหน้าที่คอลเซ็นเตอร์ติดเชื้อโควิด-19 เราได้รวมกำไรของกลุ่มทรูเข้าไว้ในประมาณการของเราแล้ว TQM อยู่ในขั้นตอนของการจัดตั้ง Easy Lending เพื่อจัดเตรียมแผนผ่อนชำระดอกเบี้ย 0% สำหรับผู้ซื้อประกัน เรายังไม่ได้รวมปัจจัยนี้ในประมาณการของเรา แต่คาดการณ์คร่าวๆ ว่าจะทำให้มีกำไรเพิ่ม 60 ลบ. เนื่องจาก 70% ของยอดขายประกันอยู่ในแผนผ่อนชำระ ด้วยปรับมาใช้ปีฐาน 2022 เราปรับมูลค่าธุรกิจที่มีอยู่ของ TQM ขึ้นเป็น 120 บาท จากเดิม 115 บาท ด้วยการขยายธุรกิจของ TQM ดำเนินการผ่านทางกรรร่วมทุน เราจึงลดมูลค่า M&A สำหรับส่วนที่เหลือ 1.4 หมื่นลบ. เป็น 20 บาท

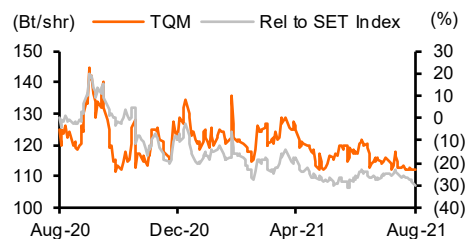
## คงคำแนะนำ “ซื้อ”

เนื่องจากความล่าช้าในการทำ M&A และการไม่มีประกันโควิด-19 หลังจากจำนวนผู้ติดเชื้อในไทยเพิ่มสูงขึ้น ราคาหุ้นของ TQM จึงลดลง 9% จากจุดสูงสุดในเดือนมิถุนายนที่ 123.5 บาท และปัจจุบันซื้อขายต่ำกว่ามูลค่าหลักของเราที่ 120 บาท ขณะที่ TQM คาดว่าจะทำดีลอย่างน้อย 2 ดีลในช่วง 1Q22 ด้วยรูปแบบธุรกิจที่แข็งแกร่ง อยู่ในสถานะเป็นเงินสดสุทธิ และมีเรื่องราวการเติบโตที่แข็งแกร่ง เราจึงยังคงชอบ TQM และคงคำแนะนำ “ซื้อ”

## COMPANY VALUATION

| Y/E Dec (Bt m)    | 2020A   | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|
| Sales             | 3,083   | 3,462   | 3,887   | 4,346   |
| Net profit        | 702     | 899     | 1,162   | 1,448   |
| Consensus NP      | —       | 874     | 1,077   | 1,485   |
| Diff frm cons (%) | —       | 3.0     | 7.9     | (2.5)   |
| Norm profit       | 702     | 899     | 1,162   | 1,448   |
| Prev. Norm profit | —       | 912     | 1,194   | 1,485   |
| Chg frm prev (%)  | —       | (1.4)   | (2.7)   | (2.5)   |
| Norm EPS (Bt)     | 2.3     | 3.0     | 3.9     | 4.8     |
| Norm EPS grw (%)  | 38.4    | 28.1    | 29.2    | 24.6    |
| Norm PE (x)       | 48.1    | 37.5    | 29.1    | 23.3    |
| EV/EBITDA (x)     | 32.2    | 25.1    | 19.8    | 15.9    |
| P/BV (x)          | 14.1    | 11.9    | 11.5    | 10.5    |
| Div yield (%)     | 1.9     | 2.7     | 3.1     | 3.9     |
| ROE (%)           | 29.6    | 34.4    | 40.3    | 47.0    |
| Net D/E (%)       | (112.3) | (103.4) | (104.2) | (106.4) |

## PRICE PERFORMANCE



## COMPANY INFORMATION

|                              |                               |
|------------------------------|-------------------------------|
| Price: (Bt) as of 23-Aug-21  | 112.50                        |
| Market Cap (US\$ m)          | 1,012.0                       |
| Listed Shares (m shares)     | 300.0                         |
| Free Float (%)               | 41.7                          |
| Avg. Daily Turnover (US\$ m) | 2.6                           |
| 12M Price H/L (Bt)           | 144.50/111.50                 |
| Sector                       | Insurance                     |
| Major Shareholder            | Eternal Growth Corp Ltd 50.9% |

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ



## Ex 1: Investment Progress



Source: Company data

## Ex 2: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2022F

| (Bt m)                                | 2022F        | 2023F | 2024F | 2025F | 2026F | 2027F | 2028F | 2029F | 2030F | 2031F | Terminal Value |
|---------------------------------------|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------|
| EBITDA                                | 1,453        | 1,802 | 2,199 | 2,655 | 3,154 | 3,362 | 3,584 | 3,797 | 4,023 | 4,262 | —              |
| Free cash flow                        | 1,279        | 1,602 | 1,937 | 2,320 | 2,740 | 2,923 | 3,118 | 3,307 | 3,507 | 3,718 | 47,282         |
| PV of free cash flow                  | 1,279        | 1,348 | 1,494 | 1,612 | 1,738 | 1,694 | 1,649 | 1,597 | 1,546 | 1,430 | 18,186         |
| Risk-free rate (%)                    | 2.5          |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Market risk premium (%)               | 8.0          |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Beta                                  | 0.8          |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| WACC (%)                              | 9.0          |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Terminal growth (%)                   | 2.0          |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Enterprise value, incl. investments*  | 33,574       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Net debt (2021F)                      | (2,947)      |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Minority Interest                     | 24           |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Equity value (Bt m)                   | 36,498       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| No .of shares (m)                     | 300          |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Equity value/ share (Bt)              | 121.7        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| M&A value/ share (Bt)                 | 19.6         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| <b>TQM's all-in value/ share (Bt)</b> | <b>140.0</b> |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Valuation Comparison

## Ex 3: Valuation Comparison With Regional Peers

| Name                     | BBG Code  | Country     | EPS growth  |            | — PE —     |            | — P/BV —   |            | — ROE —     |             | — Div. Yield — |            |
|--------------------------|-----------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|----------------|------------|
|                          |           |             | 21F<br>(%)  | 22F<br>(%) | 21F<br>(x) | 22F<br>(x) | 21F<br>(x) | 22F<br>(x) | 21F<br>(%)  | 22F<br>(%)  | 21F<br>(%)     | 22F<br>(%) |
| China Life Insurance     | 601628 CH | China       | 12.4        | 14.7       | 14.8       | 12.9       | 1.7        | 1.6        | 11.7        | 11.7        | 2.4            | 2.6        |
| China Pacific Insurance  | 601601 CH | China       | 6.4         | 16.8       | 9.5        | 8.1        | 1.1        | 1.0        | 12.2        | 13.0        | 5.0            | 5.8        |
| Ping An Insurance Group  | 601318 CH | China       | 4.2         | 13.9       | 6.2        | 5.5        | 1.1        | 1.0        | 18.6        | 18.8        | 4.5            | 5.0        |
| China Life Insurance     | 2628 HK   | Hong Kong   | 14.1        | 9.4        | 6.4        | 5.8        | 0.7        | 0.7        | 12.2        | 11.8        | 5.7            | 6.1        |
| Ping An Insurance Group  | 2318 HK   | Hong Kong   | 23.8        | 11.8       | 4.8        | 4.3        | 0.3        | 0.3        | 7.6         | 8.7         | 6.4            | 7.1        |
|                          |           |             | 3.7         | 12.6       | 7.5        | 6.7        | 1.3        | 1.2        | 18.4        | 18.5        | 3.8            | 4.2        |
| LPI Capital              | LPI MK    | Malaysia    | 2.1         | 5.2        | 15.9       | 15.1       | 2.5        | 2.4        | 16.2        | 16.4        | 5.2            | 5.4        |
| Dongbu Insurance         | 005830 KS | South Korea |             |            |            |            |            |            |             |             |                |            |
| Hyundai Marine & Fire    | 001450 KS | South Korea | 9.8         | (5.3)      | 5.6        | 5.9        | 0.6        | 0.5        | 10.4        | 9.3         | 4.6            | 4.7        |
| LIG Insurance            | 002550 KS | South Korea | 13.7        | 2.1        | 5.6        | 5.5        | 0.5        | 0.4        | 7.5         | 7.5         | 4.8            | 4.9        |
| Meritz Fire & Marine     | 000060 KS | South Korea | na          | na         | na         | na         | na         | na         | na          | na          | 2.7            | 2.3        |
| Samsung Fire & Marine    | 000810 KS | South Korea | 51.6        | (7.5)      | 8.2        | 8.9        | 0.6        | 0.6        | 6.8         | 6.0         | 5.9            | 5.4        |
| Cathay Financial Holding | 2882 TT   | Taiwan      | 52.5        | (15.2)     | 6.7        | 7.9        | 0.9        | 0.8        | 12.7        | 10.8        | 5.2            | 5.0        |
| China Life Insurance     | 2823 TT   | Taiwan      | 29.0        | (11.4)     | 6.7        | 7.5        | 0.8        | 0.7        | 11.1        | 9.6         | 2.7            | 2.5        |
| Shin Kong Financial      | 2888 TT   | Taiwan      | 16.8        | (12.8)     | 6.9        | 8.0        | 0.5        | 0.5        | 8.0         | 4.2         | 3.9            | 3.9        |
| Bangkok Life Assurance   | BLA TB    | Thailand    | na          | 29.5       | 11.5       | 8.9        | 0.9        | 0.9        | 9.1         | 10.5        | 2.6            | 3.1        |
| Thai Reinsurance         | THRE TB   | Thailand    | 500.0       | na         | 4.6        | 17.4       | 0.5        | 1.4        | 12.2        | 8.3         | 15.1           | 3.6        |
| Thaire Life Assurance    | THREL TB  | Thailand    | 50.0        | na         | 10.0       | na         | 1.2        | na         | 12.2        | na          | 7.0            | na         |
| TQM Corporation Pcl      | TQM TB *  | Thailand    | 28.1        | 29.2       | 37.5       | 29.1       | 11.9       | 11.5       | 34.4        | 40.3        | 2.7            | 3.1        |
| <b>Average</b>           |           |             | <b>51.1</b> | <b>6.2</b> | <b>9.9</b> | <b>9.8</b> | <b>1.6</b> | <b>1.6</b> | <b>13.0</b> | <b>12.8</b> | <b>5.0</b>     | <b>4.4</b> |

Source: Bloomberg

Note: \* Thanachart estimates , using Thanachart normalized EPS

Based on 23 Aug 2021 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

บริษัทฯ จัดตั้งในปี 1953 ปัจจุบัน TQM เป็นบริษัทนายหน้าประกันภัยรายใหญ่ที่สุดในประเทศไทย TQM ประกอบธุรกิจโดยการถือหุ้นในบริษัทอื่น (Holding Company) โดยปัจจุบันบริษัทฯ มีบริษัทย่อยที่ประกอบธุรกิจหลัก 2 บริษัท (ถือหุ้น 100%) ได้แก่ TQM Broker และ TQM Life นอกจากนี้บริษัทฯ ยังมีบริษัทย่อยอีก 1 บริษัท ได้แก่ Casmatt (ถือหุ้น 100%) เป็นผู้ให้บริการด้านเทคโนโลยีสารสนเทศ และซอฟต์แวร์ และบริษัทร่วมอีก 1 บริษัท (ถือหุ้น 40%) ได้แก่ TQLD เป็นผู้ให้บริการให้คำแนะนำที่เกี่ยวข้องกับการประกันภัยและบริการให้คำปรึกษาด้านภาษี TQM เสนอขายหุ้นให้แก่ประชาชนทั่วไปในวันที่ 20 ธ.ค.2018

Source: Thanachart

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

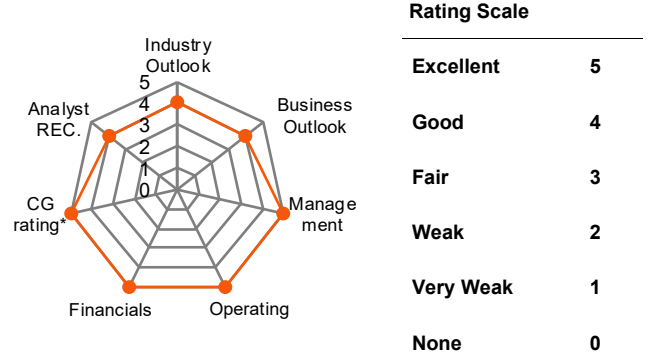
## S — Strength

- มีโครงสร้างพื้นฐาน และช่องทางขายที่แข็งแกร่ง
- ได้ประโยชน์จากขนาด
- เป็นนวัตกรรมผลิตภัณฑ์ที่ต้องใช้ความรู้ความเชี่ยวชาญ
- มีฐานะทางการเงินที่แข็งแกร่งอย่างมาก

## O — Opportunity

- โอกาสในการรุกตลาดประกันชีวิต
- ขยายไปยังช่องทางออนไลน์
- การขยายตัวไปยังประเทศเพื่อนบ้าน

## COMPANY RATING



Source: Thanachart; \* No CG Rating

## W — Weakness

- มากกว่า 80% ของเบี้ยประกัน และรายได้มาจากประกันวินาศภัยรถยนต์ ซึ่งมีความสัมพันธ์อย่างมากกับยอดขายรถยนต์

## T — Threat

- เศรษฐกิจชะลอตัว
- การเปลี่ยนแปลงหลักเกณฑ์นโยบายเกี่ยวกับการประกัน

## CONSENSUS COMPARISON

|                       | Consensus | Thanachart | Diff    |
|-----------------------|-----------|------------|---------|
| Target price (Bt)     | 149.70    | 140.00     | -6%     |
| Net profit 21F (Bt m) | 874       | 899        | 3%      |
| Net profit 22F (Bt m) | 1,077     | 1,162      | 8%      |
| Consensus REC         | BUY: 5    | HOLD: 0    | SELL: 0 |

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- เราเชื่อว่าเราได้รวมการร่วมทุนกับ True Life และการขายประกันที่อยู่อาศัยในเชิงรุกของ TQM ก่อนตลาด
- ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่า เนื่องจากเราปรับลดมูลค่า M&A เพื่อสะท้อนโครงสร้าง JV

## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ความล้มเหลวในการทำ M&As เป็นความเสี่ยงต่อราคาเป้าหมายของเรา
- การชะลอตัวของยอดขายรถยนต์ในประเทศ และการเติบโตของสายการผลิตใหม่ที่ชะลอลงเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- การแข่งขันด้านราคาที่รุนแรง เป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

## INCOME STATEMENT

|                                   | FY ending Dec (Bt m) | 2019A        | 2020A        | 2021F        | 2022F        | 2023F        |
|-----------------------------------|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <i>Growing premium sales</i>      |                      |              |              |              |              |              |
| Sales                             |                      | 2,712        | 3,083        | 3,462        | 3,887        | 4,346        |
| Cost of sales                     |                      | 1,458        | 1,517        | 1,608        | 1,705        | 1,807        |
| <b>Gross profit</b>               |                      | <b>1,254</b> | <b>1,565</b> | <b>1,854</b> | <b>2,182</b> | <b>2,538</b> |
| % gross margin                    |                      | 46.2%        | 50.8%        | 53.5%        | 56.1%        | 58.4%        |
| Selling & administration expenses |                      | 702          | 747          | 770          | 777          | 785          |
| <b>Operating profit</b>           |                      | <b>552</b>   | <b>818</b>   | <b>1,084</b> | <b>1,405</b> | <b>1,753</b> |
| % operating margin                |                      | 20.4%        | 26.5%        | 31.3%        | 36.1%        | 40.3%        |
| Depreciation & amortization       |                      | 42           | 147          | 145          | 147          | 149          |
| <b>EBITDA</b>                     |                      | <b>594</b>   | <b>965</b>   | <b>1,229</b> | <b>1,552</b> | <b>1,902</b> |
| % EBITDA margin                   |                      | 21.9%        | 31.3%        | 35.5%        | 39.9%        | 43.8%        |
| Non-operating income              |                      | 72           | 54           | 68           | 76           | 83           |
| Non-operating expenses            |                      | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Interest expense                  |                      | 0            | (2)          | (9)          | (10)         | (9)          |
| <b>Pre-tax profit</b>             |                      | <b>624</b>   | <b>869</b>   | <b>1,143</b> | <b>1,471</b> | <b>1,827</b> |
| Income tax                        |                      | 116          | 167          | 220          | 283          | 351          |
| <b>After-tax profit</b>           |                      | <b>508</b>   | <b>702</b>   | <b>923</b>   | <b>1,188</b> | <b>1,476</b> |
| % net margin                      |                      | 18.7%        | 22.8%        | 26.7%        | 30.6%        | 34.0%        |
| Shares in affiliates' Earnings    |                      | (1)          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Minority interests                |                      | (0)          | (0)          | (24)         | (26)         | (28)         |
| Extraordinary items               |                      | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>NET PROFIT</b>                 |                      | <b>507</b>   | <b>702</b>   | <b>899</b>   | <b>1,162</b> | <b>1,448</b> |
| <b>Normalized profit</b>          |                      | <b>507</b>   | <b>702</b>   | <b>899</b>   | <b>1,162</b> | <b>1,448</b> |
| EPS (Bt)                          |                      | 1.7          | 2.3          | 3.0          | 3.9          | 4.8          |
| Normalized EPS (Bt)               |                      | 1.7          | 2.3          | 3.0          | 3.9          | 4.8          |

## BALANCE SHEET

|                                 | FY ending Dec (Bt m) | 2019A        | 2020A        | 2021F        | 2022F        | 2023F        |
|---------------------------------|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <i>Net cash position</i>        |                      |              |              |              |              |              |
| <b>ASSETS:</b>                  |                      |              |              |              |              |              |
| Current assets:                 |                      | 3,489        | 3,477        | 4,107        | 4,347        | 4,815        |
| Cash & cash equivalent          |                      | 2,758        | 2,706        | 3,240        | 3,380        | 3,740        |
| Account receivables             |                      | 672          | 715          | 806          | 905          | 1,012        |
| Inventories                     |                      | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Others                          |                      | 58           | 56           | 61           | 62           | 63           |
| Investments & loans             |                      | 608          | 736          | 1,002        | 1,002        | 1,002        |
| Net fixed assets                |                      | 80           | 94           | 107          | 118          | 100          |
| Other assets                    |                      | 81           | 647          | 563          | 477          | 391          |
| <b>Total assets</b>             |                      | <b>4,257</b> | <b>4,954</b> | <b>5,779</b> | <b>5,945</b> | <b>6,308</b> |
| <b>LIABILITIES:</b>             |                      |              |              |              |              |              |
| Current liabilities:            |                      | 1,816        | 1,957        | 2,398        | 2,509        | 2,630        |
| Account payables                |                      | 1,303        | 1,258        | 1,335        | 1,415        | 1,500        |
| Bank overdraft & ST loans       |                      | 11           | 11           | 293          | 288          | 264          |
| Current LT debt                 |                      | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Others current liabilities      |                      | 502          | 688          | 770          | 806          | 866          |
| <b>Total LT debt</b>            |                      | <b>91</b>    | <b>597</b>   | <b>530</b>   | <b>470</b>   | <b>409</b>   |
| Others LT liabilities           |                      | 0            | (0)          | 0            | 0            | 0            |
| <b>Total liabilities</b>        |                      | <b>1,907</b> | <b>2,554</b> | <b>2,928</b> | <b>2,978</b> | <b>3,040</b> |
| Minority interest               |                      | 0            | 0            | 24           | 24           | 51           |
| Preferred shares                |                      | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Paid-up capital                 |                      | 300          | 300          | 300          | 300          | 300          |
| Share premium                   |                      | 1,607        | 1,607        | 1,607        | 1,607        | 1,607        |
| Warrants                        |                      | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Surplus                         |                      | 62           | 40           | 40           | 40           | 40           |
| <b>Retained earnings</b>        |                      | <b>382</b>   | <b>453</b>   | <b>880</b>   | <b>997</b>   | <b>1,270</b> |
| Shareholders' equity            |                      | 2,350        | 2,400        | 2,827        | 2,943        | 3,216        |
| <b>Liabilities &amp; equity</b> |                      | <b>4,257</b> | <b>4,954</b> | <b>5,779</b> | <b>5,945</b> | <b>6,308</b> |

Sources: Company data, Thanachart estimates

**CASH FLOW STATEMENT**

| <b>FY ending Dec (Bt m)</b>       | <b>2019A</b> | <b>2020A</b> | <b>2021F</b> | <b>2022F</b>   | <b>2023F</b>   |
|-----------------------------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|
| Earnings before tax               | 624          | 869          | 1,143        | 1,471          | 1,827          |
| Tax paid                          | (107)        | (120)        | (180)        | (285)          | (328)          |
| Depreciation & amortization       | 42           | 147          | 145          | 147            | 149            |
| Chg In working capital            | 58           | (88)         | (14)         | (19)           | (22)           |
| Chg In other CA & CL / minorities | 30           | 143          | 37           | 11             | 37             |
| <b>Cash flow from operations</b>  | <b>648</b>   | <b>953</b>   | <b>1,131</b> | <b>1,324</b>   | <b>1,662</b>   |
| Capex                             | (30)         | (54)         | (60)         | (60)           | (30)           |
| Right of use                      | 0            | (690)        | (10)         | (10)           | (10)           |
| ST loans & investments            | 0            | 0            | 0            | 0              | 0              |
| LT loans & investments            | (317)        | (129)        | (266)        | 0              | 0              |
| Adj for asset revaluation         | 0            | 0            | 0            | 0              | 0              |
| Chg In other assets & liabilities | 108          | 519          | (70)         | (64)           | (64)           |
| <b>Cash flow from investments</b> | <b>(239)</b> | <b>(353)</b> | <b>(406)</b> | <b>(134)</b>   | <b>(104)</b>   |
| Debt financing                    | 0            | 0            | 282          | (5)            | (24)           |
| Capital increase                  | 0            | 0            | 0            | 0              | 0              |
| Dividends paid                    | (285)        | (630)        | (772)        | (1,046)        | (1,174)        |
| Warrants & other surplus          | (17)         | (23)         | 300          | 0              | 0              |
| <b>Cash flow from financing</b>   | <b>(302)</b> | <b>(652)</b> | <b>(190)</b> | <b>(1,051)</b> | <b>(1,198)</b> |
| <b>Free cash flow</b>             | <b>619</b>   | <b>899</b>   | <b>1,071</b> | <b>1,264</b>   | <b>1,632</b>   |

*Spending Bt266m to acquire True Life and True Extra brokers*

**VALUATION**

| <b>FY ending Dec</b>                | <b>2019A</b> | <b>2020A</b> | <b>2021F</b> | <b>2022F</b> | <b>2023F</b> |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Normalized PE (x)                   | 66.5         | 48.1         | 37.5         | 29.1         | 23.3         |
| Normalized PE - at target price (x) | 82.8         | 59.8         | 46.7         | 36.2         | 29.0         |
| PE (x)                              | 66.5         | 48.1         | 37.5         | 29.1         | 23.3         |
| PE - at target price (x)            | 82.8         | 59.8         | 46.7         | 36.2         | 29.0         |
| EV/EBITDA (x)                       | 52.2         | 32.2         | 25.1         | 19.8         | 15.9         |
| EV/EBITDA - at target price (x)     | 66.1         | 40.7         | 31.8         | 25.1         | 20.3         |
| P/BV (x)                            | 14.4         | 14.1         | 11.9         | 11.5         | 10.5         |
| P/BV - at target price (x)          | 17.9         | 17.5         | 14.9         | 14.3         | 13.1         |
| P/CFO (x)                           | 52.1         | 35.4         | 29.8         | 25.5         | 20.3         |
| Price/sales (x)                     | 12.4         | 10.9         | 9.7          | 8.7          | 7.8          |
| Dividend yield (%)                  | 1.6          | 1.9          | 2.7          | 3.1          | 3.9          |
| FCF Yield (%)                       | 1.8          | 2.7          | 3.2          | 3.7          | 4.8          |
| <b>(Bt)</b>                         |              |              |              |              |              |
| Normalized EPS                      | 1.7          | 2.3          | 3.0          | 3.9          | 4.8          |
| EPS                                 | 1.7          | 2.3          | 3.0          | 3.9          | 4.8          |
| DPS                                 | 1.8          | 2.2          | 3.0          | 3.5          | 4.3          |
| BV/share                            | 7.8          | 8.0          | 9.4          | 9.8          | 10.7         |
| CFO/share                           | 2.2          | 3.2          | 3.8          | 4.4          | 5.5          |
| FCF/share                           | 2.1          | 3.0          | 3.6          | 4.2          | 5.4          |

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Valuation getting more compelling in 2022F*

## FINANCIAL RATIOS

| FY ending Dec                    | 2019A  | 2020A   | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
|----------------------------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| <b>Growth Rate</b>               |        |         |         |         |         |
| Sales (%)                        | 8.4    | 13.7    | 12.3    | 12.3    | 11.8    |
| Net profit (%)                   | 25.5   | 38.4    | 28.1    | 29.2    | 24.6    |
| EPS (%)                          | (5.9)  | 38.4    | 28.1    | 29.2    | 24.6    |
| Normalized profit (%)            | 25.5   | 38.4    | 28.1    | 29.2    | 24.6    |
| Normalized EPS (%)               | (5.9)  | 38.4    | 28.1    | 29.2    | 24.6    |
| Dividend payout ratio (%)        | 103.5  | 91.9    | 100.0   | 90.0    | 90.0    |
| <b>Operating performance</b>     |        |         |         |         |         |
| Gross margin (%)                 | 46.2   | 50.8    | 53.5    | 56.1    | 58.4    |
| Operating margin (%)             | 20.4   | 26.5    | 31.3    | 36.1    | 40.3    |
| EBITDA margin (%)                | 21.9   | 31.3    | 35.5    | 39.9    | 43.8    |
| Net margin (%)                   | 18.7   | 22.8    | 26.7    | 30.6    | 34.0    |
| D/E (incl. minor) (x)            | 0.0    | 0.0     | 0.1     | 0.1     | 0.1     |
| Net D/E (incl. minor) (x)        | (1.2)  | (1.1)   | (1.0)   | (1.0)   | (1.1)   |
| Interest coverage - EBIT (x)     | na     | 390.91  | 114.45  | 139.38  | 202.30  |
| Interest coverage - EBITDA (x)   | na     | 461.33  | 129.76  | 153.98  | 219.44  |
| ROA - using norm profit (%)      | 12.6   | 15.2    | 16.8    | 19.8    | 23.6    |
| ROE - using norm profit (%)      | 22.6   | 29.6    | 34.4    | 40.3    | 47.0    |
| <b>DuPont</b>                    |        |         |         |         |         |
| ROE - using after tax profit (%) | 22.6   | 29.6    | 35.3    | 41.2    | 47.9    |
| - asset turnover (x)             | 0.7    | 0.7     | 0.6     | 0.7     | 0.7     |
| - operating margin (%)           | 23.0   | 28.3    | 33.3    | 38.1    | 42.2    |
| - leverage (x)                   | 1.8    | 1.9     | 2.1     | 2.0     | 2.0     |
| - interest burden (%)            | 100.0  | 99.8    | 99.2    | 99.3    | 99.5    |
| - tax burden (%)                 | 81.4   | 80.8    | 80.8    | 80.8    | 80.8    |
| WACC (%)                         | 9.0    | 9.0     | 9.0     | 9.0     | 9.0     |
| ROIC (%)                         | (90.7) | (166.3) | (296.5) | (941.1) | (947.9) |
| NOPAT (Bt m)                     | 449    | 660     | 875     | 1,135   | 1,416   |
| invested capital (Bt m)          | (397)  | (295)   | (121)   | (149)   | (260)   |

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Disclaimers

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

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

### Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

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

### Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 96 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ADVA16C2110A, AEON16C2108A, AMAT16C2112A, AOT16C2109A, AOT16C2112A, BAM16C2110A, BANP16C2109A, BANP16C2110A, BANP16C2112A, BCH16C2109A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCPG16C2111A, BDMS16C2109A, BGR16C2110A, BH16C2109A, CBG16C2108A, CBG16C2109A, CBG16C2109B, CHG16C2111A, COM716C2110A, COM716C2112A, CPAL16C2109A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPF16C2108A, CPN16C2109A, DELT16C2108A, DELT16C2109A, DOHO16C2111A, DTAC16C2112A, EA16C2108A, EA16C2110A, EGCO16C2110A, EPG16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2110A, GULF16C2112A, GUNK16C2108A, GUNK16C2110A, HANA16C2112A, IRPC16C2108A, IRPC16C2110A, IVL16C2109A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, JMAR16C2111A, JMT16C2110A, KBAN16C2108A, KBAN16C2109A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KCE16C2109A, KCE16C2110A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, MEGA16C2112A, MINT16C2109A, MINT16C2112A, MTC16C2108A, MTC16C2109A, MTC16C2112A, OR16C2108A, OR16C2109A, PRM16C2109A, PTG16C2109A, PTT16C2109A, PTT16C2112A, PTTE16C2112A, PTTG16C2108A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RS16C2108A, RS16C2109A, S5016C2109A, S5016C2109B, S5016C2109C, S5016C2109D, S5016C2112A, S5016P2109A, S5016P2109B, S5016P2112A, SAWA16C2112A, SCB16C2111A, SCC16C2112A, SCGP16C2109A, STA16C2112A, STEC16C2110A, STGT16C2111A, TASC16C2109A, TOP16C2112A, TQM16C2108A, TU16C2110A, TU16C2111A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BCH, BCPG, BDMS, BGRIM, BH, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, EPG, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MEGA, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, STA, STEC, STGT, TASCO, TOP, TQM, TU). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลีซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

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

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

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

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

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

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

## Thanachart Research Team

---

### หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิจารุณ, CFA

Tel: 662-779-9199

pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

พลังงาน , บีโตร์เคมี, กระจดาษ

จักร เรื่องสินภัญญา

Tel: 662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธาณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภพ ประสิทธิ์สุทัศน์

Tel: 662-483-8296

nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ

พัทธดนย์ บุณนาค

Tel: 662-483-8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์

Tel: 662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ

Tel: 662-483-8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน

สรชดา สรทรง

Tel: 662-779-9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์

Tel: 662-779-9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุโณทัย

Tel: 662-779-9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พัฒนาหลักทรัพย์, CFA

Tel: 662-779-9120

adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลลี หวังมิ่งมาศ

Tel: 662-779-9105

pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ธรรมบำรุง

Tel: 662-779-9123

witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล

Tel: 662-483-8304

thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ รุ่งรัศมีพัฒน์

Tel: 662-483-8303

sittichet.run@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพล

ลาภินี ทิพยมณฑล

Tel: 662-779-9115

lapinee.dib@thanachartsec.co.th

## Data Support Team

---

มลฤดี เพชรแสงใสกุล

Tel: 662-779-9108

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุลล

Tel: 662-779-9118

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

Tel: 662-779-9114

varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต

Tel: 662-779-9117

sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิ้มวางษ์ปรานี

Tel: 662-779-9116

suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สดภาพร

Tel: 662-779-9198

sujintana.sth@thanachartsec.co.th

## Thanachart Securities Pcl.

Research Team

19 Floor, MBK Tower

444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330

Tel: 662 -779-9119

Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th

---