

SELL (Unchanged)

TP: Bt 26.00

(From: Bt 21.50)

Change in Numbers

Downside : 15.4%

7 SEPTEMBER 2021

Thonburi Healthcare Group (THG TB)

มูลค่าแพงแล้ว

THG ได้เพิ่มขีดความสามารถในการให้บริการโควิดอย่างมีนัยสำคัญ และเราปรับเพิ่มประมาณการกำไรขึ้น 205%, 29% และ 4% ในปี 2021-23F แต่อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าราคาหุ้นปัจจุบันสะท้อนการดำเนินงานที่ดีขึ้นแล้ว โดยซื้อขายที่ 58.6 เท่า ในปี 2022F คงคำแนะนำ “ขาย”



SIRIPORN ARUNOTHAI

662 - 779 9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

ปรับเพิ่มประมาณการกำไรอย่างมาก แต่ยังคงแนะนำ “ขาย”

กำไรของ THG พลิกจากขาดทุน 195 ลบ. ใน 1Q21 มามีกำไร 83 ลบ. ใน 2Q21 เมื่อเริ่มให้บริการโควิด-19 ในกลางเดือนเม.ย. ในช่วง 3Q21 บริษัทได้เพิ่มขีดความสามารถในการให้บริการ COVID อย่างมีนัยสำคัญ รวมถึงการทดสอบเชื้อโควิด, เพิ่มเตียงในโรงพยาบาล, เตียงใน hospitel และเตียงในโรงพยาบาลสนาม เมื่อรวมกับรายได้จากวัคซีน Moderna ที่อาจเกิดขึ้นจาก 4Q21F เราจึงปรับเพิ่มประมาณการกำไรของ THG อย่างมากที่ 205%, 29% และ 4% ในปี 2021-23F และได้ราคาเป้าหมาย ซึ่งมาจากรูาน 2022F ที่ 26.0 บาท จาก 21.5 บาท แม้ว่าเราคาดว่ากำไรของบริษัทฯ จะพลิกจากขาดทุน 32 ลบ. ในปี 2020 เป็นกำไร 472 ลบ. ในปี 2021F เนื่องจากรายได้จากบริการโควิด-19 ที่เพิ่มขึ้น แต่เราเชื่อว่าหุ้นซื้อขายที่ PE ที่แพงแล้วที่ 58.6 เท่า ในปี 2022F เทียบกับกำไรต่อหุ้นปี 2022-23F ที่ลดลง 6% และ 1% คงคำแนะนำ “ขาย”

ได้แรงหนุนจากบริการโควิด-19

กำไรของ THG คาดว่าจะพลิกจากขาดทุน 32 ลบ. ในปี 2020 เป็นมีกำไร 472 ลบ., 446 ลบ. และ 441 ลบ. ในปี 2021-23F ซึ่งได้แรงหนุนอย่างมากจากรายได้จากบริการโควิด-19 ซึ่งรวมถึงรายได้วัคซีน Moderna จำนวนเตียงสำหรับผู้ป่วยโควิดโดยรวมเพิ่มขึ้นเป็น 5,090 เตียง (เตียงใน hospitel 4,000 เตียง, เตียงในโรงพยาบาลสนามสำหรับผู้ป่วยรุนแรง 830 เตียง และ 260 เตียง ในโรงพยาบาล) ในเดือนก.ย. จากจำนวนเตียงทั้งหมด 1,100 เตียง ในเดือนมิ.ย.2021 เมื่อรวมรายได้จากวัคซีน Moderna เราคาดว่ากำไร 2H21F จะอยู่ที่ 584 ลบ. เพิ่มขึ้น 6 เท่า h-h และพลิกจากขาดทุน 112 ลบ. ใน 1H21 เราคาดว่ากำไรจากบริการโควิดของ THG จะอยู่ที่ 717 ลบ., 520 ลบ. และ 179 ลบ. ในปี 2021-23F

ธุรกิจหลักยังคงอ่อนแอ

เราคาดว่า THG จะมีผลขาดทุนจากการดำเนินงานในธุรกิจหลักที่ไม่ใช่โควิดที่ 245 ลบ. และ 75 ลบ. ในปี 2021-22F ก่อนพลิกมามีกำไรที่ 262 ลบ. ในปี 2023F เราคาดว่ารายได้จากผู้ป่วยเงินสดโรคทั่วไปในโรงพยาบาล 3 แห่ง [โรงพยาบาลธนบุรี 1 (TH1) และโรงพยาบาลธนบุรี 2 (TH2) และโรงพยาบาลราชวรวิทยรังษี] จะทรงตัวในปีนี้ ก่อนที่จะเติบโต 14% ในปี 2022 ขณะที่ Jin Wellbeing County (JWC) คาดว่าจะมีการโอนเพียง 15 และ 26 ยูนิต ในปี 2021-22F ยอดโอนรวมจากปี 2018-1H21 อยู่ที่ 135 ยูนิต เทียบกับจำนวนยูนิตในแฟลตแรกที่ 494 ยูนิต รายได้จากการบริหารจัดการโรงพยาบาล/ศูนย์หัวใจ คาดว่าจะลดลง 39% ในปีนี้ เนื่องจากการหมดอายุของสัญญา 2 สัญญา แต่เราคาดว่ารายได้จะเพิ่มขึ้น 9% ในปี 2022F จากจำนวนผู้ป่วยที่เพิ่มขึ้น

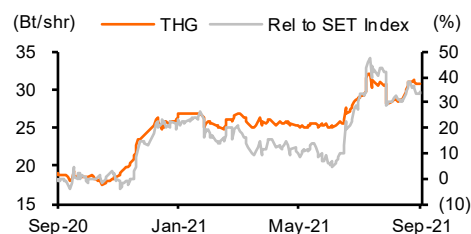
สองโครงการใหม่ในปี 2023

THG ยังคงแผนที่จะเปิด 2 อาคารใหม่ที่ TH1 และ TH2 ในปี 2023 หลังจากล่าช้าจากแผนเดิมในปี 2021 ห้องตรวจผู้ป่วยนอกในโรงพยาบาลทั้งสองแห่งจะเพิ่มขึ้น 29% เป็น 176 ห้อง และเตียงผู้ป่วยในน่าจะเพิ่มขึ้น 10% เป็น 573 เตียง ค่าใช้จ่ายลงทุนที่จะถูกใช้ในชวปี 2021-23F ใน TH1 และ TH2 อยู่ที่ 1.8 พันลบ. นอกจากแผนลงทุน 500 ลบ. ในโรงพยาบาลอื่นๆ สองอาคารใหม่น่าจะสร้างแรงกดดันต่อกำไรในช่วงสองปีของการดำเนินงานอีกด้วย

COMPANY VALUATION

| Y/E Dec (Bt m) | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| Sales | 7,315 | 8,912 | 8,498 | 9,671 |
| Net profit | 62 | 454 | 446 | 441 |
| Consensus NP | — | 329 | 299 | 384 |
| Diff frm cons (%) | — | 38.2 | 49.2 | 14.8 |
| Norm profit | (32) | 472 | 446 | 441 |
| Prev. Norm profit | — | 155 | 345 | 425 |
| Chg frm prev (%) | — | 205.4 | 29.1 | 3.6 |
| Norm EPS (Bt) | (0.0) | 0.6 | 0.5 | 0.5 |
| Norm EPS grw (%) | na | na | (5.6) | (1.1) |
| Norm PE (x) | na | 55.3 | 58.6 | 59.2 |
| EV/EBITDA (x) | 35.7 | 18.4 | 22.8 | 20.6 |
| P/BV (x) | 3.3 | 3.2 | 3.2 | 3.1 |
| Div yield (%) | 1.0 | 1.2 | 1.2 | 1.2 |
| ROE (%) | na | 5.9 | 5.5 | 5.3 |
| Net D/E (%) | 110.8 | 72.6 | 65.9 | 57.0 |

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

| | |
|-----------------------------|-----------------------|
| Price as of 7-Sep-21 (Bt) | 30.75 |
| Market Cap (US\$ m) | 800.9 |
| Listed Shares (m shares) | 849.1 |
| Free Float (%) | 49.1 |
| Avg Daily Turnover (US\$ m) | 2.2 |
| 12M Price H/L (Bt) | 32.00/17.60 |
| Sector | Health Care |
| Major Shareholder | Wanasin family 17.34% |

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



Ex 1: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

| | 2019 | 2020 | 2021F | 2022F | 2023F |
|---|-------|-------|--------|--------|--------|
| Revenue from hospital business (Bt m) | | | | | |
| - New | 6,751 | 6,279 | 5,711 | 6,463 | 8,219 |
| - Old | — | — | 6,646 | 7,427 | 8,671 |
| - Change (%) | — | — | (14.1) | (13.0) | (5.2) |
| Revenue from Jin Wellbeing County (Bt m) | | | | | |
| - New | 428 | 93 | 74 | 124 | 393 |
| - Old | — | — | 97 | 206 | 425 |
| - Change (%) | — | — | (23.5) | (39.9) | (7.4) |
| Revenue from COVID-related services (Bt m) | | | | | |
| - New | — | — | 2,457 | 1,393 | 358 |
| - Old | — | — | — | — | — |
| - Change (%) | — | — | — | — | — |
| Hospital/heart center management (Bt m) | | | | | |
| - New | 707 | 665 | 404 | 440 | 478 |
| - Old | — | — | 756 | 792 | 811 |
| - Change (%) | — | — | (46.6) | (44.4) | (41.1) |
| Gross margin (%) | | | | | |
| - New | 22.7 | 21.4 | 26.3 | 23.2 | 23.8 |
| - Old | — | — | 22.1 | 23.2 | 23.9 |
| - Change (pp) | — | — | 4.2 | (0.0) | (0.1) |
| SG&A to sales (%) | | | | | |
| - New | 17.0 | 19.2 | 16.8 | 18.1 | 18.2 |
| - Old | — | — | 18.2 | 17.9 | 18.2 |
| - Change (pp) | — | — | (1.4) | 0.1 | (0.0) |
| Equity income (Bt m) | | | | | |
| - New | (68) | 35 | (55) | 38 | 57 |
| - Old | — | — | 25 | 50 | 61 |
| - Change (%) | — | — | n.a. | (23.1) | (6.5) |
| Net profit (Bt m) | | | | | |
| - New | 248 | (32) | 472 | 446 | 441 |
| - Old | — | — | 155 | 345 | 425 |
| - Change (%) | — | — | 205.4 | 29.1 | 3.6 |

Sources: Company data, Thanachart estimates

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 | 2032F | Terminal value |
|--------------------------------------|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------|
| EBITDA excl. depre from right of use | 1,215 | 1,330 | 1,547 | 1,742 | 1,897 | 2,045 | 2,191 | 2,344 | 2,516 | 2,703 | 2,901 | — |
| Free cash flow | 1,315 | 1,308 | 1,535 | 1,599 | 1,769 | 1,657 | 1,796 | 1,942 | 2,094 | 2,264 | 2,444 | 35,515 |
| PV of free cash flow | 1,311 | 1,120 | 1,216 | 1,152 | 1,173 | 1,013 | 1,011 | 1,007 | 1,000 | 954 | 945 | 13,730 |
| Risk-free rate (%) | 2.5 | | | | | | | | | | | |
| Market risk premium (%) | 8.0 | | | | | | | | | | | |
| Beta | 0.7 | | | | | | | | | | | |
| WACC (%) | 8.1 | | | | | | | | | | | |
| Terminal growth (%) | 2.0 | | | | | | | | | | | |
| Enterprise value - add investments | 28,928 | | | | | | | | | | | |
| Net debt (end 2021F) | 6,175 | | | | | | | | | | | |
| Minority interest | 405 | | | | | | | | | | | |
| Equity value ^{1/} | 22,348 | | | | | | | | | | | |
| # of shares (m) | 849 | | | | | | | | | | | |
| Equity value / share (Bt) | 26.00 | | | | | | | | | | | |

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: ^{1/} Including the Bt3.3bn value of three land plots in Ratchaburi, Surat Thani (Samui) and Rangsit, Pathum Thani

Valuation Comparison

Ex 3: Valuation Comparison With Regional Peers

| Name | BBG code | Country | Market Cap (US\$ m) | EPS growth | | PE | | P/BV | | EV/EBITDA | | Div yield | |
|-----------------------------|----------|-------------|------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|-------------|-------------|------------|------------|
| | | | | 21F (%) | 22F (%) | 21F (x) | 22F (x) | 21F (x) | 22F (x) | 21F (x) | 22F (x) | 21F (%) | 22F (%) |
| Ramsay Healthcare | RHC AU | Australia | 11,822 | 19.8 | 11.3 | 33.9 | 30.5 | 3.8 | 3.8 | 12.9 | 12.0 | 1.6 | 2.0 |
| Guangzhou Pharmaceutical | 874 HK | Hong Kong | 7,410 | 16.3 | 7.3 | 10.0 | 9.4 | 1.2 | 1.1 | 8.9 | 8.4 | 1.7 | 1.7 |
| Lijun Int'l Pharmaceutical | 2005 HK | Hong Kong | 1,853 | 22.7 | 22.7 | 13.3 | 10.9 | 2.2 | 1.9 | 9.8 | 8.2 | 3.2 | 3.8 |
| Apollo Hospitals Enterprise | APHS IN | India | 9,555 | na | 851.2 | 817.0 | 85.9 | 16.7 | 12.9 | 63.9 | 34.6 | 0.1 | 0.2 |
| Fortis Healthcare India | FORH IN | India | 2,836 | na | na | na | 62.2 | 3.1 | 3.1 | 54.0 | 21.5 | 0.0 | 0.0 |
| KPJ Healthcare | KPJ MK | Malaysia | 1,106 | (34.5) | 121.1 | 56.3 | 25.5 | 2.1 | 1.9 | 15.5 | 11.8 | 1.1 | 1.9 |
| IHH Healthcare Bhd | IHH MK | Malaysia | 13,310 | 139.7 | 13.2 | 41.7 | 36.8 | 2.3 | 2.2 | 16.9 | 15.8 | 0.8 | 0.9 |
| Ryman | RYM NZ | New Zealand | 5,556 | (7.6) | 29.0 | 33.6 | 26.0 | 3.1 | 2.4 | 36.7 | 26.3 | 1.5 | 1.8 |
| Raffles Medical Group | RFMD SP | Singapore | 1,988 | 69.6 | 2.6 | 36.7 | 35.8 | 2.9 | 2.8 | 20.0 | 19.2 | 2.0 | 1.7 |
| Bangkok Chain Hospital * | BCH TB | Thailand | 1,668 | 150.3 | (32.9) | 17.7 | 26.3 | 6.2 | 5.7 | 12.5 | 18.9 | 3.1 | 2.1 |
| Bangkok Dusit Medical * | BDMS TB | Thailand | 11,163 | 15.6 | 16.1 | 52.1 | 44.9 | 4.1 | 3.9 | 28.0 | 25.2 | 1.1 | 1.2 |
| Bumrungrad Hospital * | BH TB | Thailand | 3,205 | (20.0) | 69.0 | 108.9 | 64.4 | 6.1 | 6.4 | 43.5 | 32.0 | 2.3 | 2.3 |
| Chularat Hospital * | CHG TB | Thailand | 1,215 | 176.2 | (34.9) | 16.4 | 25.1 | 7.4 | 7.2 | 12.7 | 19.2 | 4.3 | 2.8 |
| Ladprao General Hospital * | LPH TB | Thailand | 135 | 49.6 | (13.0) | 19.7 | 22.7 | 2.8 | 2.8 | 11.0 | 11.8 | 4.1 | 3.5 |
| Praram 9 Hospital * | PR9 TB | Thailand | 260 | 3.9 | 20.0 | 40.4 | 33.7 | 2.0 | 1.9 | 15.2 | 13.3 | 1.1 | 1.3 |
| Rajthanee Hospital * | RJH TB | Thailand | 306 | 76.6 | (21.5) | 15.2 | 19.4 | 5.7 | 5.6 | 10.5 | 13.0 | 5.3 | 4.1 |
| Ratchaphruek Hospital * | RPH TB | Thailand | 103 | 13.0 | 18.2 | 31.7 | 26.8 | 2.4 | 2.4 | 16.6 | 14.9 | 2.4 | 2.8 |
| Thonburi Healthcare Group* | THG TB | Thailand | 801 | na | (5.6) | 55.3 | 58.6 | 3.2 | 3.2 | 18.4 | 22.8 | 1.2 | 1.2 |
| Average | | | | 46.1 | 63.2 | 82.4 | 35.8 | 4.3 | 4.0 | 22.6 | 18.3 | 2.0 | 2.0 |

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 7 Sep 2021 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ธนบุรี เฮลท์แคร์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) ก่อตั้งขึ้นเมื่อวันที่ 13 สิงหาคม 1976 โดยครอบครัววานสิณซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัท THG ดำเนินการบริหารธุรกิจ 3 กลุ่ม ได้แก่ 1) ธุรกิจให้บริการทางการแพทย์ (ได้แก่ โรงพยาบาลเอกชน, ดำเนินการบริหารโรงพยาบาลของรัฐ และให้บริการศูนย์ฟื้นฟูผู้ป่วย), 2) ธุรกิจ Healthcare Solution Provider (ให้บริการดูแล รักษาทางการแพทย์ถึงบ้านแบบองค์รวม แก่ผู้ป่วยที่ไม่สามารถช่วยเหลือตนเองได้ ผู้สูงอายุ ผู้ป่วยโรคเรื้อรัง และจำหน่ายผลิตภัณฑ์ เครื่องมือ และอุปกรณ์ทันตกรรม), และ 3) ธุรกิจอื่นๆ เช่น บริษัท โมดูลล่าซอฟต์แวร์อิเล็กทรอนิกส์ จำกัด

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- “ธนบุรี” เป็นแบรนด์ที่มีชื่อเสียงอย่างมากในไทยมานานกว่า 40 ปี
- เจ้าของและผู้บริหารของบริษัทฯ มีความสัมพันธ์กับแพทย์และอาจารย์มหาวิทยาลัยมหิดล และโรงพยาบาลศิริราช
- ให้บริการด้านสุขภาพแบบครบวงจร

O — Opportunity

- ไทย จีน และ CLMV มีสถานพยาบาลไม่มาก และความต้องการด้านการดูแลสุขภาพที่เพิ่มขึ้นทั้งในไทย จีน และ CLMV
- โครงสร้างพื้นฐานด้านการดูแลสุขภาพที่ไม่ดีใน CLMV ขณะที่ความต้องการด้านการดูแลสุขภาพเพิ่มขึ้นไปพร้อมกับเศรษฐกิจที่ดีขึ้น และการเปลี่ยนแปลงของด้านประชากรศาสตร์
- จำนวนผู้ป่วยจากประเทศเพื่อนบ้านที่เพิ่มขึ้น
- การระบาดของโควิด-19

CONSENSUS COMPARISON

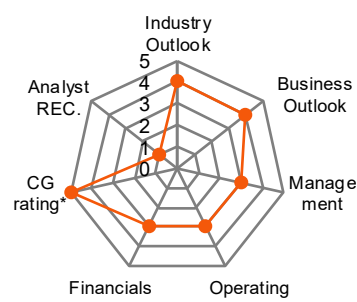
| | Consensus | Thanachart | Diff |
|-----------------------|-----------|------------|---------|
| Target price (Bt) | 26.24 | 26.00 | -1% |
| Net profit 21F (Bt m) | 329 | 454 | 38% |
| Net profit 22F (Bt m) | 299 | 446 | 49% |
| Consensus REC | BUY: 0 | HOLD: 4 | SELL: 1 |

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2021-22F ของเราสูงกว่าตลาด เนื่องจากเรามองบวกมากขึ้นต่อกำไรจากบริการโควิด และวัคซีนในระยะสั้นของ THG
- แต่ราคาเป้าหมายของเราใกล้เคียงตลาด เนื่องจากเรามุ่งมองที่ระยะยาวมากขึ้นต่อกำไรจากธุรกิจหลักในระยะยาวของ THG

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG Rating

Rating Scale

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

W — Weakness

- มีฐานผู้ป่วยที่ไม่หลากหลาย เนื่องจาก THG ยังคงมุ่งเน้นไปที่ผู้ป่วยเงินสดในตลาดระดับกลางถึงระดับสูง

T — Threat

- การแข่งขันจากโรงพยาบาลเอกชนรายอื่น คลินิกพิเศษของโรงพยาบาลรัฐ และโรงพยาบาลศิริราช ปิยมหาราชการุณย์
- ความเสี่ยงด้านกฎระเบียบ
- การแพร่ระบาดของโควิด-19

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากจำนวนผู้ป่วยเงินสดในโรงพยาบาลของ THG ในประเทศไทยหรือรายได้จากธุรกิจโรงพยาบาลที่มีอยู่ปัจจุบัน และโรงพยาบาลใหม่ หรือศูนย์เฉพาะทางสูงกว่าที่เราคาดไว้ จะส่งผลให้เกิดความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- หากส่วนแบ่งกำไรจากโรงพยาบาลในเครือในไทยและพม่าสูงกว่าที่เราคาดไว้ จะทำให้เกิดความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา
- ถ้าจำนวนการขายห้องของโครงการ senior home care สูงกว่าที่เราคาดไว้ จะทำให้มีความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

Our 2021-22F revenue is driven by COVID-19 services

| FY ending Dec (Bt m) | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
|-----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Sales | 8,232 | 7,315 | 8,912 | 8,498 | 9,671 |
| Cost of sales | 6,366 | 5,748 | 6,571 | 6,526 | 7,370 |
| Gross profit | 1,866 | 1,567 | 2,341 | 1,972 | 2,300 |
| % gross margin | 22.7% | 21.4% | 26.3% | 23.2% | 23.8% |
| Selling & administration expenses | 1,397 | 1,405 | 1,499 | 1,537 | 1,759 |
| Operating profit | 469 | 162 | 842 | 435 | 542 |
| % operating margin | 5.7% | 2.2% | 9.5% | 5.1% | 5.6% |
| Depreciation & amortization | 613 | 827 | 916 | 961 | 969 |
| EBITDA | 1,082 | 989 | 1,758 | 1,396 | 1,511 |
| % EBITDA margin | 13.1% | 13.5% | 19.7% | 16.4% | 15.6% |
| Non-operating income | 138 | 112 | 162 | 376 | 253 |
| Non-operating expenses | (5) | (6) | (3) | (3) | (3) |
| Interest expense | (216) | (281) | (293) | (270) | (292) |
| Pre-tax profit | 387 | (12) | 708 | 539 | 500 |
| Income tax | 75 | 93 | 213 | 151 | 120 |
| After-tax profit | 312 | (106) | 496 | 388 | 380 |
| % net margin | 3.8% | -1.4% | 5.6% | 4.6% | 3.9% |
| Shares in affiliates' Earnings | (67) | 35 | (55) | 38 | 57 |
| Minority interests | 3 | 40 | 31 | 20 | 4 |
| Extraordinary items | 215 | 94 | (18) | 0 | 0 |
| NET PROFIT | 462 | 62 | 454 | 446 | 441 |
| Normalized profit | 248 | (32) | 472 | 446 | 441 |
| EPS (Bt) | 0.5 | 0.1 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| Normalized EPS (Bt) | 0.3 | (0.0) | 0.6 | 0.5 | 0.5 |

BALANCE SHEET

TH1 and TH2's new buildings scheduled to be opened in 2023

| FY ending Dec (Bt m) | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| ASSETS: | | | | | |
| Current assets: | 5,025 | 4,892 | 5,438 | 5,209 | 5,222 |
| Cash & cash equivalent | 739 | 496 | 570 | 570 | 570 |
| Account receivables | 1,325 | 1,351 | 1,587 | 1,513 | 1,722 |
| Inventories | 1,379 | 1,350 | 1,530 | 1,341 | 1,111 |
| Others | 1,582 | 1,696 | 1,751 | 1,785 | 1,819 |
| Investments & loans | 2,487 | 1,365 | 1,365 | 1,365 | 1,365 |
| Net fixed assets | 10,068 | 10,615 | 11,338 | 11,150 | 10,889 |
| Other assets | 2,705 | 3,408 | 1,495 | 1,294 | 1,093 |
| Total assets | 20,285 | 20,280 | 19,636 | 19,017 | 18,569 |
| LIABILITIES: | | | | | |
| Current liabilities: | 5,127 | 5,043 | 4,223 | 3,981 | 3,874 |
| Account payables | 1,598 | 1,097 | 1,260 | 1,251 | 1,413 |
| Bank overdraft & ST loans | 2,705 | 2,862 | 2,023 | 1,876 | 1,668 |
| Current LT debt | 694 | 958 | 708 | 657 | 584 |
| Others current liabilities | 130 | 126 | 231 | 197 | 208 |
| Total LT debt | 5,639 | 5,905 | 4,013 | 3,720 | 3,309 |
| Others LT liabilities | 737 | 1,001 | 2,899 | 2,688 | 2,634 |
| Total liabilities | 11,504 | 11,949 | 11,136 | 10,390 | 9,816 |
| Minority interest | 486 | 436 | 405 | 405 | 401 |
| Preferreds shares | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Paid-up capital | 849 | 849 | 849 | 849 | 849 |
| Share premium | 6,861 | 6,861 | 6,861 | 6,861 | 6,861 |
| Warrants | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Surplus | (686) | (789) | (789) | (789) | (789) |
| Retained earnings | 1,271 | 974 | 1,173 | 1,301 | 1,430 |
| Shareholders' equity | 8,296 | 7,895 | 8,094 | 8,222 | 8,351 |
| Liabilities & equity | 20,285 | 20,280 | 19,636 | 19,017 | 18,569 |

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

*More new capex
spending in 2021-23F*

| FY ending Dec (Bt m) | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
|-----------------------------------|----------------|----------------|----------------|--------------|----------------|
| Earnings before tax | 387 | (12) | 708 | 539 | 500 |
| Tax paid | (81) | (156) | (178) | (169) | (108) |
| Depreciation & amortization | 613 | 827 | 916 | 961 | 969 |
| Chg In working capital | (1,167) | (497) | (254) | 255 | 183 |
| Chg In other CA & CL / minorities | (264) | (69) | (32) | (23) | 21 |
| Cash flow from operations | (511) | 92 | 1,160 | 1,564 | 1,565 |
| Capex | (1,870) | (1,163) | (1,430) | (565) | (500) |
| Right of use | 0 | (2,515) | (0) | 0 | 0 |
| ST loans & investments | (7) | 38 | (22) | 0 | 0 |
| LT loans & investments | (182) | 1,122 | 0 | 0 | 0 |
| Adj for asset revaluation | (13) | (104) | 0 | 0 | 0 |
| Chg In other assets & liabilities | (26) | 1,952 | 3,598 | (189) | (62) |
| Cash flow from investments | (2,097) | (671) | 2,146 | (754) | (562) |
| Debt financing | 2,833 | 695 | (2,977) | (492) | (691) |
| Capital increase | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Dividends paid | (380) | (255) | (255) | (318) | (312) |
| Warrants & other surplus | 9 | (104) | 0 | 0 | 0 |
| Cash flow from financing | 2,462 | 336 | (3,232) | (810) | (1,003) |
| Free cash flow | (2,381) | (1,071) | (270) | 999 | 1,065 |

VALUATION

*Expensive valuation, in
our view*

| FY ending Dec | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
|-------------------------------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| Normalized PE (x) | 105.3 | na | 55.3 | 58.6 | 59.2 |
| Normalized PE - at target price (x) | 89.1 | na | 46.8 | 49.5 | 50.1 |
| PE (x) | 56.5 | 420.3 | 57.5 | 58.6 | 59.2 |
| PE - at target price (x) | 47.7 | 355.3 | 48.6 | 49.5 | 50.1 |
| EV/EBITDA (x) | 31.8 | 35.7 | 18.4 | 22.8 | 20.6 |
| EV/EBITDA - at target price (x) | 28.1 | 31.7 | 16.1 | 19.9 | 17.9 |
| P/BV (x) | 3.1 | 3.3 | 3.2 | 3.2 | 3.1 |
| P/BV - at target price (x) | 2.7 | 2.8 | 2.7 | 2.7 | 2.6 |
| P/CFO (x) | (51.1) | 283.9 | 22.5 | 16.7 | 16.7 |
| Price/sales (x) | 3.2 | 3.6 | 2.9 | 3.1 | 2.7 |
| Dividend yield (%) | 1.3 | 1.0 | 1.2 | 1.2 | 1.2 |
| FCF Yield (%) | (9.1) | (4.1) | (1.0) | 3.8 | 4.1 |
| (Bt) | | | | | |
| Normalized EPS | 0.3 | (0.0) | 0.6 | 0.5 | 0.5 |
| EPS | 0.5 | 0.1 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| DPS | 0.4 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| BV/share | 9.8 | 9.3 | 9.5 | 9.7 | 9.8 |
| CFO/share | (0.6) | 0.1 | 1.4 | 1.8 | 1.8 |
| FCF/share | (2.8) | (1.3) | (0.3) | 1.2 | 1.3 |

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

*Earnings turnaround in
2021-22F from COVID
driver*

| FY ending Dec | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
|----------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Growth Rate | | | | | |
| Sales (%) | 16.0 | (11.1) | 21.8 | (4.7) | 13.8 |
| Net profit (%) | 33.0 | (86.6) | 630.7 | (1.8) | (1.1) |
| EPS (%) | 33.0 | (86.6) | 630.7 | (1.8) | (1.1) |
| Normalized profit (%) | (19.2) | na | na | (5.6) | (1.1) |
| Normalized EPS (%) | (19.2) | na | na | (5.6) | (1.1) |
| Dividend payout ratio (%) | 73.5 | 410.0 | 70.0 | 70.0 | 70.0 |
| Operating performance | | | | | |
| Gross margin (%) | 22.7 | 21.4 | 26.3 | 23.2 | 23.8 |
| Operating margin (%) | 5.7 | 2.2 | 9.5 | 5.1 | 5.6 |
| EBITDA margin (%) | 13.1 | 13.5 | 19.7 | 16.4 | 15.6 |
| Net margin (%) | 3.8 | (1.4) | 5.6 | 4.6 | 3.9 |
| D/E (incl. minor) (x) | 1.0 | 1.2 | 0.8 | 0.7 | 0.6 |
| Net D/E (incl. minor) (x) | 0.9 | 1.1 | 0.7 | 0.7 | 0.6 |
| Interest coverage - EBIT (x) | 2.2 | 0.6 | 2.9 | 1.6 | 1.9 |
| Interest coverage - EBITDA (x) | 5.0 | 3.5 | 6.0 | 5.2 | 5.2 |
| ROA - using norm profit (%) | 1.3 | na | 2.4 | 2.3 | 2.3 |
| ROE - using norm profit (%) | 3.0 | na | 5.9 | 5.5 | 5.3 |
| DuPont | | | | | |
| ROE - using after tax profit (%) | 3.8 | na | 6.2 | 4.8 | 4.6 |
| - asset turnover (x) | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.5 |
| - operating margin (%) | 7.3 | na | 11.2 | 9.5 | 8.2 |
| - leverage (x) | 2.3 | 2.5 | 2.5 | 2.4 | 2.3 |
| - interest burden (%) | 64.2 | (4.6) | 70.8 | 66.7 | 63.1 |
| - tax burden (%) | 80.7 | na | 70.0 | 72.0 | 76.0 |
| WACC (%) | 8.1 | 8.1 | 8.1 | 8.1 | 8.1 |
| ROIC (%) | 2.8 | 1.0 | 3.4 | 2.2 | 3.0 |
| NOPAT (Bt m) | 379 | 162 | 590 | 313 | 412 |
| invested capital (Bt m) | 16,595 | 17,125 | 14,269 | 13,905 | 13,342 |

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

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

Recommendation Structure:

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

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

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ถือและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 101 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ADVA16C2110A, AMAT16C2112A, AOT16C2109A, AOT16C2112A, BAM16C2110A, BAM16C2112A, BANP16C2109A, BANP16C2110A, BANP16C2112A, BCH16C2109A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCPG16C2111A, BDMS16C2109A, BGRI16C2110A, BGRI16C2112A, BH16C2109A, CBG16C2109A, CBG16C2109B, CBG16C2201A, CHG16C2111A, CHG16C2112A, COM716C2110A, COM716C2112A, CPAL16C2109A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPF16C2112A, CPN16C2109A, DELT16C2109A, DELT16C2112A, DOHO16C2111A, DOHO16C2112A, DTAC16C2112A, EA16C2110A, EGCO16C2110A, EPG16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2110A, GPSC16C2201A, GULF16C2112A, GUNK16C2110A, GUNK16C2112A, GUNK16C2201A, HANA16C2112A, IRPC16C2110A, IRPC16C2112A, IVL16C2110A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, JMART16C2111A, JMAR16C2111A, JMT16C2110A, KBAN16C2109A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KCE16C2109A, KCE16C2110A, KCE16C2201A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, KTC16C2112A, MEGA16C2112A, MINT16C2109A, MINT16C2112A, MTC16C2109A, MTC16C2112A, OR16C2109A, OR16C2112A, PRM16C2109A, PTG16C2109A, PTT16C2109A, PTT16C2112A, PTT16C2112A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RBF16C2112A, RS16C2109A, RS16C2112A, S5016C2109A, S5016C2109B, S5016C2109C, S5016C2109D, S5016C2112A, S5016P2109A, S5016P2109B, S5016P2112A, S5016P2112B, SAWA16C2112A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCC16C2112A, SCGP16C2109A, STA16C2112A, STEC16C2110A, STGT16C2111A, TASC16C2109A, TOP16C2112A, TU16C2110A, TU16C2111A (underlying securities are ACE, ADVANC, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BCH, BCPG, BDMS, BGRI, 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, PTTG, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, STA, STEC, STGT, TASSCO, TOP, TU). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้นบริษัท ราชธานีลีสซิ่ง 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 ราชธานีลีสซิ่ง 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 ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

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

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

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิจารุณ, CFA

Tel: 662-779-9199

pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

พลังงาน , บีโตร์เคมี, กระจดาษ

จักร เรื่องสินภิญญา

Tel: 662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภพ ประสิทธิ์สุทัศน์

Tel: 662-483-8296

nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ

พัทธดนย์ บุนนาค

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 ลิมาวงษ์ปราณี

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
