

SELL (Unchanged)

TP: Bt 3.60

(From: Bt 3.90)

Change in Numbers

Downside : 25.3%

16 DECEMBER 2021

## L.P.N. Development Pcl (LPN TB)

## โดนสองแดง

ด้วยยอด presales ที่ลดลง และยอดการยกเลิก backlog ที่สูง ด้วยเป็นผู้พัฒนาคอนโดราคาประหยัด เราคาดว่ากำไรของ LPN จะสะดุดในปีนี้ แม้จะมีการเติบโตของ EPS ที่ 12-24% ในปี 2022-23F แต่หุ้นนั้นแพง ซ้ำขายที่ 2022-23F PE ที่ 18.0 เท่า/14.5 เท่า คงคำแนะนำ “ขาย” ราคาเป้าหมายใหม่ที่ 3.6 บาท



PHANNARAI TIYAPITTAYARUT

662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

## ปรับลดประมาณการกำไร และราคาเป้าหมาย

เนื่องจากกำไร 9M21 นั้นพลาดเป้าไปมาก จากรายได้จากการขายที่ลดลง ซึ่งเป็นเพราะยอดการยกเลิก backlog ที่สูงขึ้น และอัตรากำไรขั้นต้นของอสังหาริมทรัพย์ที่อ่อนแอ โดยเฉพาะใน 3Q21 ซึ่งต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 20.9% เราจึงปรับลดกำไรปี 2021-23F ลง 40-46% แต่ด้วยอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนที่เพิ่มขึ้นในปี 2021F ราคาเป้าหมายของเราจึงลดลง 8% เป็น 3.6 บาท (จากเดิม 3.9 บาท) เรายังคงแนะนำ “ขาย” LPN เนื่องจากผลิตภัณฑ์หลัก - คอนโดราคาประหยัด ยังคงมีความต้องการที่อ่อนตัวลงอย่างมาก ขณะที่อัตรารายยกเลิกเพิ่มขึ้นเป็น 50% ในปัจจุบัน แม้เราคาดว่า EPS จะเติบโตในระดับเลขสองหลักที่ 12% ในปี 2022F และ 24% ในปี 2023F จากยอดขายที่ดีขึ้น และอัตรากำไรขั้นต้นที่ดีขึ้นจากฐานที่ต่ำมากในปีนี้ แต่ LPN นั้นแพง ซ้ำขายที่ PE ที่ 18.0 เท่า/14.5 เท่า ในปี 2022-23F และให้อัตราผลตอบแทนที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่ม

## ความต้องการคอนโดราคาประหยัดยังคงอ่อนตัว

เราคาดว่า LPN จะมียอด presales พื้นตัวช้ากว่าคู่แข่ง เนื่องจาก 70% เป็นคอนโดราคาประหยัด ราคาขาย 1-2 ลบ./ยูนิต ซึ่งมีความอ่อนไหวต่อภาวะเศรษฐกิจและหนี้ครัวเรือนที่อยู่ในระดับสูง และส่วนที่เหลืออีก 30% เป็นบ้านแนวราบที่บริษัท รุกตลาดในช่วงไม่กี่ปีที่ผ่านมา LPN มียอด presales สูงสุดที่ 2.5 หมื่นลบ. ในปี 2013 ซึ่งเป็นช่วงที่มีความต้องการคอนโดมิเนียมราคาไม่แพงที่อยู่ไม่ไกลจากระบบขนส่งมวลชนในกรุงเทพฯ แข็งแกร่งมาก เนื่องจากราคาที่ดินที่ปรับตัวสูงขึ้น จึงทำให้โครงการของ LPN อยู่ห่างจากสถานีมากขึ้น เพื่อคงราคาขายให้ต่ำกว่า 2 ลบ./ยูนิต ต่อมาบริษัท ได้พยายามขยับขึ้นมาจากกลุ่มระดับกลางที่มีราคาสูงกว่า 3 ลบ./ยูนิต แต่ก็ไม่ประสบความสำเร็จมากนัก เราคาดว่ายอด presales ปีนี้ อยู่ที่ 8.4 พันลบ. ซึ่งคิดเป็นครึ่งหนึ่งของระดับ 1.55 หมื่นลบ. ในปี 2018 และเติบโต 3-5% ในปี 2022-24F

## การยกเลิก backlog เพิ่มขึ้น

ไม่ใช่แค่ presales เท่านั้นที่ลดลง แต่ LPN ประสบกับความยากลำบากในการเปลี่ยน backlog เป็นรายได้ อีกด้วย YTD การยกเลิก backlog รวมเพิ่มขึ้นเป็น 50% สำหรับคอนโด; การปฏิเสธการให้สินเชื่อของธนาคาร 40% และการยกเลิกของลูกค้า 10% และมากกว่า 30% เป็นบ้านแนวราบ (ทั้งหมดเป็นการปฏิเสธจากธนาคาร) เราคาดว่ารายได้ส่งหาฯ ปีนี้ อยู่ที่ 4.0 พันลบ. ต่ำที่สุดนับตั้งแต่ปี 2005 Backlog คอนโดสำหรับรับรู้เป็นยอดขายปี 2022-23F อยู่ในระดับต่ำที่ 1,521 ลบ. และ 141 ลบ.

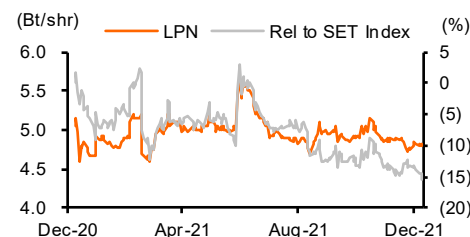
## เคลียร์โครงการค้างค้ำต่อเนื่อง

เนื่องจากมีความชัดเจนของรายได้ที่ต่ำเนื่องจาก backlog ในมือ เราจึงคาดว่าจะยังคงมีการเคลียร์โครงการค้างค้ำอย่างต่อเนื่อง และอัตรากำไรขั้นต้นของทรัพย์สินจะยังคงอยู่ภายใต้แรงกดดัน ซึ่งเราคาดว่าจะอยู่ในระดับต่ำที่ 23.9% ในปีหน้า ทรงตัวจากปี 2021F และค่อยๆ ดีขึ้นเป็น 25% ใน 2023F และ 28% ในปี 2024F บริษัทฯ แนะนำ backlog คอนโด 4 แห่งที่จะก่อสร้างแล้วเสร็จในปีหน้ามีอัตรากำไรขั้นต้น 25% ขณะที่อัตรากำไรขั้นต้นของโครงการค้างค้ำอยู่ในระดับที่น้อยกว่า 20%

## COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	7,363	5,507	6,072	6,513
Net profit	716	354	396	490
Consensus NP	—	402	668	732
Diff frm cons (%)	—	(11.7)	(40.8)	(33.0)
Norm profit	716	354	396	490
Prev. Norm profit	—	631	727	822
Chg frm prev (%)	—	(43.9)	(45.6)	(40.3)
Norm EPS (Bt)	0.5	0.2	0.3	0.3
Norm EPS grw (%)	(43.0)	(50.5)	11.7	23.9
Norm PE (x)	9.9	20.1	18.0	14.5
EV/EBITDA (x)	14.4	23.4	19.5	15.6
P/BV (x)	0.6	0.7	0.7	0.7
Div yield (%)	29.0	3.0	3.3	4.1
ROE (%)	5.7	3.2	3.9	4.7
Net D/E (%)	66.3	98.2	82.2	65.6

## PRICE PERFORMANCE



## COMPANY INFORMATION

Price as of 16-Dec-21 (Bt)	4.82
Market Cap (US\$ m)	212.8
Listed Shares (m shares)	1,475.7
Free Float (%)	92.1
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.9
12M Price H/L (Bt)	5.65/4.60
Sector	PROP
Major Shareholder	Varunya Chatphiriyaphan 5.40%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

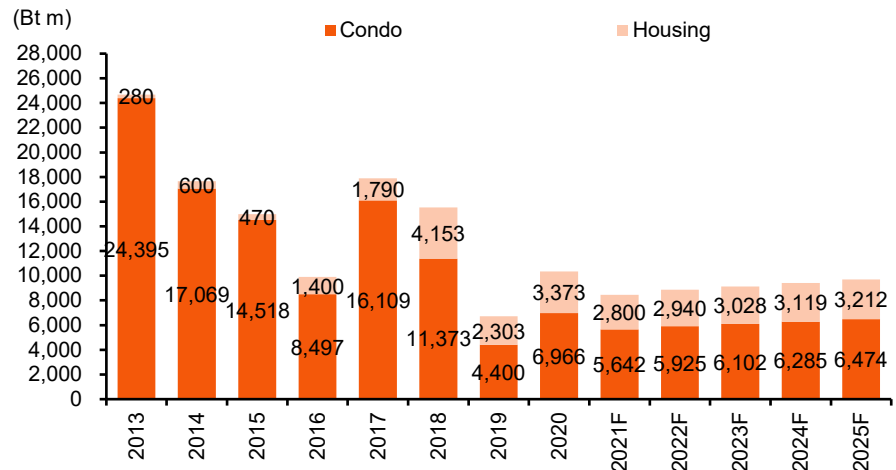
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่คิดว่าดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไม่เข้าข่าย ดัดแปลง แก้ไข หรือลอกเลียนแบบที่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



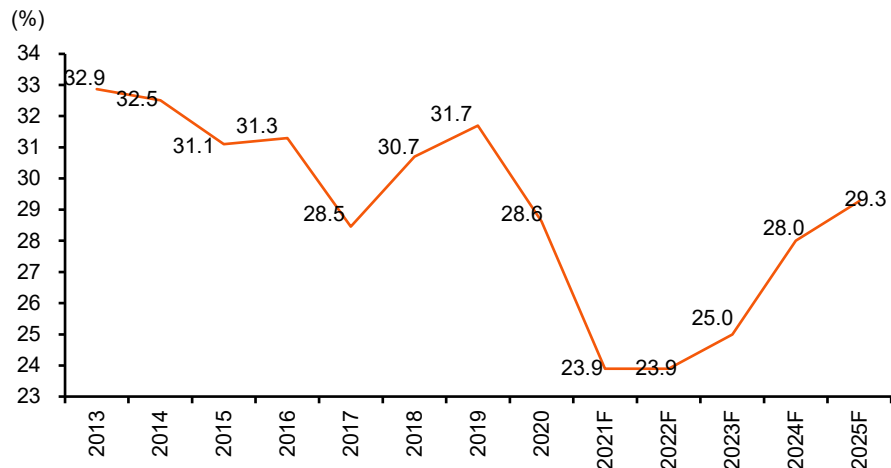
**Ex 1: Key Assumption Changes**

	2021F	2022F	2023F
<b>Property sales (Bt m)</b>			
New	3,998	4,518	4,912
Old	6,071	6,237	6,553
Change (%)	(34)	(28)	(25)
<b>GP - property sales (%)</b>			
New	23.9	23.9	25.0
Old	26.3	27.7	28.7
Change (bp)	(241)	(379)	(369)
<b>Normalized profit (Bt m)</b>			
New	354	396	490
Old	631	727	822
Change (%)	(44)	(46)	(40)

Source: Thanachart estimates

**Ex 2: Presales**

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 3: Property Gross Margin**

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 4: Condo Inventories (As Of 3Q21)**

Project	Value (Bt m)	Units	Sold (%)	Transferred (%)	Launch	Finish
1. Lumpini Park Beach Jomtien	4,254	1,846	100	99	4Q11	2Q13-3Q13
2. Lumpini Ville Naklua-Wongamat	2,914	2,168	99	99	4Q11	3Q13-1Q14
3. Lumpini Place Udon-Posri	2,114	1,370	90	90	1Q13	4Q14
4. Lumpini Township Rangsit-Klong 1 (P1)	2,400	3,472	98	98	4Q13	3Q15
5. Lumpini Township Rangsit-Klong 1 (P2)	2,600	3,674	78	76	1Q16	1Q16
6. Lumpini ParkBeach Chaam 2	430	124	30	28	1Q17	1Q18
7. Lumpini Park Petchakasem 98 (P2)	1,850	1,354	61	60	2Q16	1Q18
8. Lumpini Ville Phranangklao-Riverview	1,000	909	62	61	1Q17	2Q18
9. Lumpini SeaView Chaam (A)	700	536	35	33	1Q18	3Q18
10. Lumpini Suite Dindaeng-Ratchaparop	1,750	491	80	80	2Q17	4Q18
11. Lumpini Place Ratchada-Sathu	1,640	543	73	72	4Q17	4Q19
12. Lumpini Park Phahol 32	2,000	546	20	15	3Q17	4Q19
13. Lumpini Selected Sutthisan-Saphankhwai	1,200	389	57	56	2Q18	4Q19
14. Lumpini Park Vibhavadi-Chatuchak	2,000	736	87	84	2Q18	4Q19
15. Lumpini Ville Suksawat-Rama 2	700	377	65	64	3Q18	4Q19
<b>Total</b>	<b>27,552</b>	<b>18,535</b>				

Source: Company data

**Ex 5: Schedule For Condo Completions**

Project	Value (Bt m)	Units	Sold (%)	Transferred (%)	Launch	Finish
<b><u>Finished in 2020</u></b>						
1. Lumpini Place Rama 3-River Rine	1,640	719	37	35	4Q17	1Q20
2. Lumpini Park Boromratchachonni-Sirindhorn	1,550	649	41	37	2Q18	4Q20
3. Lumpini Ville Pattanakarn-Srinakaran	1,460	795	73	70	3Q18	4Q20
4. Lumpini Ville Sukhumvit 101/1-Punnavithi	700	328	44	40	2Q19	4Q20
<b>Total</b>	<b>5,350</b>	<b>2,491</b>				
<b><u>To finish in 2022</u></b>						
1. Lumpini Place Taopoon Interchange	1,700	710	53	-	1Q20	1Q22
2. Lumpini Selected Charan 65-Sirindhorn Station	1,100	514	18	-	4Q20	2Q22
3. Lumpini Ville Chaeng Wattana 10	540	476	10	-	4Q20	4Q22
4. Lumpini Ville Chaeng Wattana Pakkret Station	1,065	647	28	-	4Q20	4Q22
<b>Total</b>	<b>4,405</b>	<b>2,347</b>				
<b><u>To finish in 2023</u></b>						
1. Lumpini Ville Charan Fai Chai	960	526	14	-	3Q21	1Q23
2. Lumpini Condotown Ekachai 48 (Phase 1)	1,130	1,085	8	-	4Q20	2Q23
<b>Total</b>	<b>2,090</b>	<b>1,611</b>				
<b><u>Housing</u></b>						
1. BAAN 365 Rama 3	3,200	99	77	76	3Q18	4Q18
2. BAAN 365 Muangthong	2,600	190	3	-	2Q21	2022
<b>Total</b>	<b>5,800</b>	<b>289</b>				

Source: Company data

**Ex 6: Housing Projects By Baan Lumpini**

Project	Value (Bt m)	Units	Sold (%)	Transferred (%)	Launch	Finish
1. Baan Lumpini Town Ville Permsin-Wacharapon	680	255	100	100	4Q15	2Q16
2. Baan Lumpini Town Ville Ratpladuk-Bangpai Station	395	200	91	82	2Q17	4Q17
3. Baan Lumpini Town Ville Ratchaphruek-Pinklao	1,000	349	84	70	2Q17	4Q17
4. Baan Lumpini Town Place Rama 2-Thakham	650	108	28	21	3Q19	4Q19
5. Baan Lumpini Town Place Sukhumvit-Srinakarin	750	133	38	22	1Q20	3Q20
6. Baan Lumpini Town Ville Phaholyothin-Saphanmai	900	262	98	63	1Q20	2Q20
7. Baan Lumpini Town Ville Latkrabang-Suvarnabhumi	1,250	334	33	27	1Q20	3Q20
8. Latkrabang-Suvarnabhumi (commercial building)	110	14	100	-	2Q21	1Q22
9. Lumpini Town Place Lat Phrao 101-Pho Kaeo	620	95	5	-	3Q21	1Q22
<b>Total</b>	<b>6,355</b>	<b>1,750</b>				

Source: Company data

**Ex 7: New Project Launches In 2021-22**

Project	Value (Bt m)	Units	Launch	Finish
<b>Condominium</b>				
1. Lumpini Ville Charan Fai Chai (Phase 1)	960	526	3Q21	2023
2. Lumpini Charan Fai Chai (Phase 2)	2,250	956	2022	2023
3. Lumpini Place Chaeng Wattana Pakkret Station	1,220	566	2022	2024
4. Lumpini Mixx Narathiwat-Ratchada	2,500	967	2022	2023
5. Lumpini Condotown Ekachai 48 (Phase 2)	1,150	1,110	2022	2024
6. Lumpini Town Rangsit-Klong 2	80	-	2022	2022
<b>Housing</b>				
1. BAAN 365 Muangthong	2,600	190	2Q21	2022
2. Lumpini Town Place Lat Phrao 101-Pho Kaeo	620	95	3Q21	2022
3. Lumpini Town Ville Sai Mai 18-Phahonyothin	580	184	4Q21	2022
4. BAAN 365 Ratchaphruek Inthrawat	760	18	2022	2022
5. Villa 168 @ Westgate	355	49	2022	2022
6. Lumpini Ratchaphruek Bangplub	890	295	2022	2022
7. Lumpini Ratpladuk	1,000	-	2022	2022
8. Lumpini Lam Luk Ka-Klong 3	1,200	-	2022	2022

Source: Company data

## Ex 8: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2021F

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal Value
EBITDA	798	898	1,105	1,241	1,308	1,343	1,379	1,414	1,449	1,483	1,528	
Free cash flow	1,714	1,825	1,797	1,893	967	1,033	1,101	1,170	1,239	482	517	10,412
PV of free cash flow	1,710	1,620	1,502	1,491	702	704	703	701	697	254	244	4,912
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.8											
WACC (%)	6.2											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	15,239											
Net debt (end-2021F)	9,932											
Minority interest	1											
Equity value	5,306											
# of shares (m)	1,476											
<b>Equity value/share (Bt)</b>	<b>3.60</b>											

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Valuation Comparison

## Ex 9: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG Code	Country	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 (%)
Poly Real Estate Group	600048 CH	China	0.5	8.6	5.6	5.1	0.9	0.8	9.4	8.9	5.1	5.4
Agile Property Holdings	3383 HK	China	4.6	4.7	1.8	1.7	0.3	0.2	4.5	4.2	21.0	22.2
Country Garden Holdings	2007 HK	China	(12.1)	9.4	4.4	4.0	0.8	0.7	4.8	4.4	6.8	7.4
China Overseas Land & Invest	688 HK	Hong Kong	7.1	7.2	5.0	4.7	0.6	0.6	5.1	4.7	6.0	11.5
China Resources Land	1109 HK	Hong Kong	10.4	14.8	8.6	7.5	1.1	1.0	6.3	5.7	4.2	4.7
Hang Lung Properties	101 HK	Hong Kong	13.5	13.0	14.3	12.7	0.5	0.5	16.2	14.5	5.0	5.1
Henderson Land Development	12 HK	Hong Kong	(1.2)	1.5	11.1	10.9	0.5	0.5	20.4	19.6	5.5	5.6
Shimao Property Holdings	813 HK	Hong Kong	4.6	5.0	1.5	1.4	0.2	0.2	5.3	5.1	22.0	25.1
Sun Hung Kai Properties	16 HK	Hong Kong	0.0	5.7	8.9	8.5	0.5	0.4	9.2	8.7	5.3	5.4
Sino Land	83 HK	Hong Kong	105.8	(25.3)	7.0	9.4	0.4	0.4	3.3	4.5	6.8	5.9
CapitaLand	CAPL SP	Singapore	30.5	11.2	na	na	na	na	na	na	na	na
City Developments	CIT SP	Singapore	34.7	113.5	30.0	14.1	0.7	0.7	26.7	19.1	1.9	2.2
Asian Property Devt *	AP TB	Thailand	4.7	10.4	6.8	6.1	0.9	0.8	10.9	11.0	5.2	5.7
Land and Houses *	LH TB	Thailand	6.9	19.9	14.9	12.4	2.1	2.0	21.3	19.0	5.7	6.8
LPN Development *	LPN TB	Thailand	(50.5)	11.7	20.1	18.0	0.7	0.7	23.4	19.5	3.0	3.3
Pruksa Holding *	PSH TB	Thailand	(17.5)	11.8	12.6	11.3	0.7	0.6	12.9	11.0	4.8	5.3
Quality Houses *	QH TB	Thailand	(10.6)	17.0	12.4	10.6	0.8	0.8	46.5	46.9	4.8	5.7
Sansiri *	SIRI TB	Thailand	(11.6)	12.3	14.4	12.8	0.5	0.5	22.5	22.3	2.8	3.1
Supalai *	SPALI TB	Thailand	36.2	13.3	8.2	7.2	1.2	1.1	9.9	8.6	4.9	5.6
<b>Average</b>			<b>8.2</b>	<b>14.0</b>	<b>10.4</b>	<b>8.8</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>14.4</b>	<b>13.2</b>	<b>6.7</b>	<b>7.6</b>

Sources: Bloomberg consensus, \*Thanachart estimates

Based on 16 December 2021 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

บริษัท แอล.พี.เอ็น.ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) (LPN) และบริษัทร่วมดำเนินธุรกิจพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์เพื่อขาย บริษัทฯ ยังคงเป็นผู้นำในการพัฒนาคอนโดมิเนียมในกลุ่มผู้มีรายได้ระดับกลาง-ล่าง บริษัทฯ มีแผนกระจายความเสี่ยงทางธุรกิจออกไปจากคอนโดที่มีความเสี่ยงสูง และจะเข้าสู่กลุ่มที่อยู่อาศัยประเภทแนวราบตั้งแต่ปี 2016 และต่อมาในปี 2017 บริษัทฯ ได้เริ่มเปิดตัวโครงการคอนโดมิเนียมระดับกลางขึ้นไป ซึ่งอยู่ใกล้กับใจกลางย่านธุรกิจ (CBD)

Source: Thanachart

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

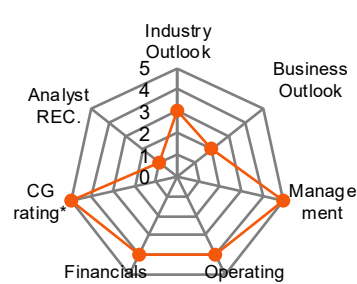
### S — Strength

- ผู้นำตลาดคอนโดระดับ low-end
- มีการประหยัดจากขนาดสูง เนื่องจากเป็นผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ประเภทคอนโดเพียงอย่างเดียว
- มีระยะเวลาก่อสร้างสั้น เนื่องจากมีความเชี่ยวชาญชำนาญสูง

### O — Opportunity

- ขยายผลิตภัณฑ์ไปทำทาวน์เฮาส์และบ้านเดี่ยว
- เข้าไปสู่ตลาดคอนโดระดับกลาง-บน
- เพิ่ม recurring income

## COMPANY RATING



### Rating Scale

<b>Excellent</b>	<b>5</b>
<b>Good</b>	<b>4</b>
<b>Fair</b>	<b>3</b>
<b>Weak</b>	<b>2</b>
<b>Very Weak</b>	<b>1</b>
<b>None</b>	<b>0</b>

Source: Thanachart; \*CG Rating

### W — Weakness

- ขาดความหลากหลายของผลิตภัณฑ์
- ลูกค้าเป้าหมายซึ่งมีรายได้ระดับล่างถึงกลางมีความอ่อนไหวต่อสภาพเศรษฐกิจ

### T — Threat

- มีการแข่งขันจากผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่จืดและไม่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์
- การเพิ่มขึ้นของราคาที่ดิน

## CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
<b>Target price (Bt)</b>	4.13	3.60	-13%
<b>Net profit 21F (Bt m)</b>	402	354	-12%
<b>Net profit 22F (Bt m)</b>	668	396	-41%
<b>Consensus REC</b>	<b>BUY: 2</b>	<b>HOLD: 3</b>	<b>SELL: 14</b>

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณกำไรสุทธิปี 2021-22F ของเราน่าจะต่ำกว่าตลาด 13-41% สะท้อนยอดการยกเลิก backlog ที่สูง และรายได้จากการขายอสังหาริมทรัพย์ที่ต่ำลง
- ดังนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าตลาด 13%

Source: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- เศรษฐกิจในประเทศที่แข็งแกร่งกว่าคาด จะส่งผลกระทบต่อความต้องการคอนโดมิเนียม และอำนาจซื้อของประชาชน และเป็นปัจจัยบวกต่อประมาณการกำไรของเรา

Source: Thanachart

## INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	9,954	7,363	5,507	6,072	6,513
Cost of sales	6,754	5,158	3,880	4,301	4,572
<b>Gross profit</b>	<b>3,200</b>	<b>2,205</b>	<b>1,627</b>	<b>1,771</b>	<b>1,940</b>
% gross margin	32.2%	29.9%	29.5%	29.2%	29.8%
Selling & administration expenses	1,695	1,259	1,008	1,093	1,172
<b>Operating profit</b>	<b>1,505</b>	<b>946</b>	<b>619</b>	<b>678</b>	<b>768</b>
% operating margin	15.1%	12.8%	11.2%	11.2%	11.8%
Depreciation & amortization	84	93	110	120	130
<b>EBITDA</b>	<b>1,589</b>	<b>1,039</b>	<b>729</b>	<b>798</b>	<b>898</b>
% EBITDA margin	16.0%	14.1%	13.2%	13.2%	13.8%
Non-operating income	86	95	24	25	28
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(4)	(98)	(197)	(205)	(179)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>1,587</b>	<b>943</b>	<b>446</b>	<b>498</b>	<b>617</b>
Income tax	321	217	91	101	125
<b>After-tax profit</b>	<b>1,266</b>	<b>726</b>	<b>355</b>	<b>397</b>	<b>491</b>
% net margin	12.7%	9.9%	6.5%	6.5%	7.5%
Shares in affiliates' Earnings	(6)	(8)	0	0	0
Minority interests	(4)	(1)	(1)	(1)	(1)
Extraordinary items	0	0	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>1,256</b>	<b>716</b>	<b>354</b>	<b>396</b>	<b>490</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>1,256</b>	<b>716</b>	<b>354</b>	<b>396</b>	<b>490</b>
EPS (Bt)	0.9	0.5	0.2	0.3	0.3
Normalized EPS (Bt)	0.9	0.5	0.2	0.3	0.3

*Earnings hit hard this year from weak presales and a high rejection rate*

## BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	19,940	18,564	17,836	16,537	15,220
Cash & cash equivalent	501	917	650	800	1,000
Account receivables	326	357	267	294	316
Inventories	19,044	17,166	16,794	15,317	13,780
Others	69	125	125	125	125
Investments & loans	90	61	61	61	61
Net fixed assets	2,863	4,395	4,785	5,165	5,535
Other assets	580	599	524	575	619
<b>Total assets</b>	<b>23,473</b>	<b>23,619</b>	<b>23,206</b>	<b>22,337</b>	<b>21,435</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	5,444	7,947	9,056	8,185	7,249
Account payables	1,845	1,267	957	1,060	1,127
Bank overdraft & ST loans	3,468	4,601	5,565	4,874	4,164
Current LT debt	0	1,980	2,395	2,097	1,792
Others current liabilities	131	99	140	153	165
<b>Total LT debt</b>	<b>4,165</b>	<b>2,168</b>	<b>2,622</b>	<b>2,297</b>	<b>1,962</b>
Others LT liabilities	705	1,682	1,416	1,559	1,674
<b>Total liabilities</b>	<b>10,314</b>	<b>11,797</b>	<b>13,094</b>	<b>12,041</b>	<b>10,885</b>
Minority interest	24	0	1	2	4
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	1,476	1,476	1,476	1,476	1,476
Share premium	442	442	442	442	442
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(93)	(104)	(104)	(104)	(104)
<b>Retained earnings</b>	<b>11,311</b>	<b>10,008</b>	<b>8,297</b>	<b>8,480</b>	<b>8,733</b>
Shareholders' equity	13,135	11,822	10,110	10,293	10,546
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>23,473</b>	<b>23,619</b>	<b>23,206</b>	<b>22,337</b>	<b>21,435</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

## CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	1,587	943	446	498	617
Tax paid	(321)	(217)	(91)	(101)	(125)
Depreciation & amortization	84	93	110	120	130
Chg In working capital	(2,485)	1,269	151	1,553	1,583
Chg In other CA & CL / minorities	(295)	(295)	(80)	(112)	(98)
<b>Cash flow from operations</b>	<b>(1,430)</b>	<b>1,793</b>	<b>537</b>	<b>1,958</b>	<b>2,107</b>
Capex	(121)	(1,626)	(500)	(500)	(500)
Right of use	0	(215)	(22)	(22)	(22)
ST loans & investments	(35)	(56)	0	0	0
LT loans & investments	(41)	29	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	344	1,405	(49)	240	202
<b>Cash flow from investments</b>	<b>148</b>	<b>(463)</b>	<b>(570)</b>	<b>(282)</b>	<b>(320)</b>
Debt financing	2,383	1,115	1,833	(1,314)	(1,350)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(877)	(2,035)	(2,066)	(213)	(237)
Warrants & other surplus	(145)	5	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>1,362</b>	<b>(914)</b>	<b>(233)</b>	<b>(1,527)</b>	<b>(1,587)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>(1,551)</b>	<b>167</b>	<b>37</b>	<b>1,458</b>	<b>1,607</b>

## VALUATION

*High PE of 18.0x in 2022F  
with a lower dividend yield  
than the sector*

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	5.7	9.9	20.1	18.0	14.5
Normalized PE - at target price (x)	4.2	7.4	15.0	13.4	10.8
PE (x)	5.7	9.9	20.1	18.0	14.5
PE - at target price (x)	4.2	7.4	15.0	13.4	10.8
EV/EBITDA (x)	9.0	14.4	23.4	19.5	15.6
EV/EBITDA - at target price (x)	7.8	12.7	20.9	17.3	13.6
P/BV (x)	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7
P/BV - at target price (x)	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
P/CFO (x)	(5.0)	4.0	13.2	3.6	3.4
Price/sales (x)	0.7	1.0	1.3	1.2	1.1
Dividend yield (%)	12.4	29.0	3.0	3.3	4.1
FCF Yield (%)	(21.8)	2.3	0.5	20.5	22.6
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	0.9	0.5	0.2	0.3	0.3
EPS	0.9	0.5	0.2	0.3	0.3
DPS	0.6	1.4	0.1	0.2	0.2
BV/share	8.9	8.0	6.9	7.0	7.1
CFO/share	(1.0)	1.2	0.4	1.3	1.4
FCF/share	(1.1)	0.1	0.0	1.0	1.1

*LPN paid a Bt1 special  
dividend from retained  
earnings in 2020*

Sources: Company data, Thanachart estimates

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	(11.5)	(26.0)	(25.2)	10.3	7.3
Net profit (%)	(8.1)	(43.0)	(50.5)	11.7	23.9
EPS (%)	(8.1)	(43.0)	(50.5)	11.7	23.9
Normalized profit (%)	(8.1)	(43.0)	(50.5)	11.7	23.9
Normalized EPS (%)	(8.1)	(43.0)	(50.5)	11.7	23.9
Dividend payout ratio (%)	70.5	288.4	60.0	60.0	60.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	32.2	29.9	29.5	29.2	29.8
Operating margin (%)	15.1	12.8	11.2	11.2	11.8
EBITDA margin (%)	16.0	14.1	13.2	13.2	13.8
Net margin (%)	12.7	9.9	6.5	6.5	7.5
D/E (incl. minor) (x)	0.6	0.7	1.0	0.9	0.8
Net D/E (incl. minor) (x)	0.5	0.7	1.0	0.8	0.7
Interest coverage - EBIT (x)	348.7	9.7	3.1	3.3	4.3
Interest coverage - EBITDA (x)	368.1	10.6	3.7	3.9	5.0
ROA - using norm profit (%)	5.6	3.0	1.5	1.7	2.2
ROE - using norm profit (%)	9.6	5.7	3.2	3.9	4.7
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	9.7	5.8	3.2	3.9	4.7
- asset turnover (x)	0.4	0.3	0.2	0.3	0.3
- operating margin (%)	16.0	14.1	11.7	11.6	12.2
- leverage (x)	1.7	1.9	2.1	2.2	2.1
- interest burden (%)	99.7	90.6	69.3	70.8	77.5
- tax burden (%)	79.8	76.9	79.7	79.7	79.7
WACC (%)	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2
ROIC (%)	6.8	3.6	2.5	2.7	3.3
NOPAT (Bt m)	1,201	728	493	541	612
invested capital (Bt m)	20,268	19,654	20,042	18,761	17,464

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) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 133 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2201A, ACE16C2202A, ADVA16C2201A, ADVA16C2202A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AMAT16C2112A, AOT16C2204A, AOT16C2112A, AOT16C2202A, BAM16C2204A, BAM16C2112A, BANP16C2112A, BANP16C2201A, BANP16C2202A, BBL16C2204A, BBL16C2201A, BBL16C2203A, BCH16C2201A, BCH16C2203A, BEC16C2202A, BGRI16C2112A, CBG16C2204A, CBG16C2201A, CBG16C2202A, CHG16C2112A, CHG16C2202A, COM716C2112A, COM716C2203A, CPAL16C2204A, CPAL16C2112A, CPAL16C2203A, CPF16C2112A, CPN16C2202A, CRC16C2204A, DELT16C2112A, DELT16C2202A, DELT16C2203A, DOHO16C2112A, DOHO16C2202A, DTAC16C2112A, EA16C2201A, ESSO16C2202A, GLOB16C2201A, GLOB16C2203A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GPSC16C2203A, GULF16C2112A, GULF16C2202A, GUNK16C2112A, GUNK16C2201A, GUNK16C2203A, HANA16C2112A, HANA16C2202A, HMPR16C2202A, INTU16C2201A, INTU16C2202A, IRPC16C2112A, IVL16C2202A, JAS16C2202A, JMAR16C2201A, JMAR16C2202A, JMT16C2201A, JMT16C2203A, KBAN16C2201A, KBAN16C2202A, KCE16C2201A, KTC16C2112A, KTC16C2202A, LH16C2202A, MAJO16C2201A, MEGA16C2112A, MINT16C2204A, MINT16C2112A, MINT16C2203A, MTC16C2204A, MTC16C2112A, MTC16C2202A, OR16C2112A, OR16C2202A, OR16C2203A, PTG16C2201A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2201A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2112A, PTT16C2201A, PTT16C2203A, PTTE16C2112A, PTTE16C2203A, RBF16C2112A, RBF16C2202A, RS16C2112A, RS16C2201A, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016C2112C, S5016C2112D, S5016C2203A, S5016P2112A, S5016P2112B, S5016P2112C, S5016P2112D, S5016P2203A, SAWA16C2204A, SAWA16C2112A, SAWA16C2202A, SCB16C2112A, SCB16C2201A, SCB16C2202A, SCC16C2204A, SCC16C2112A, SCGP16C2201A, SCGP16C2202A, SPAL16C2202A, SPRC16C2201A, STA16C2203A, STA16C2112A, STA16C2201A, STEC16C2201A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TASC16C2201A, TOP16C2112A, TOP16C2202A, TRUE16C2202A, TRUE16C2203A, TU16C2204A, TU16C2202A, WHA16C2202A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BEC, BGRIM, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, LH, MAJOR, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTTEP, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPALI, SPRC, SET50, STA, STEC, STGT, SYNTEC, TASC, TOP, TRUE, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อย่างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้นบริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

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

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

หมายเหตุ: \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลีควิเบเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีควิเบเมนท์ 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 ประสิทธิ์สุขสันต์  
Tel: 662-483-8296  
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติเรื่อ  
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  
สรัชชา ศรทรง  
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 ผู้พิพัฒนศิริกุล, CFA  
Tel: 662-779-9120  
adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค  
ภัทรวลดี หวังมิ่งมาศ  
Tel: 662-779-9105  
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค  
วิชานันท์ ธรรมบำรุง  
Tel: 662-779-9123  
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน  
นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์  
Tel: 662-779-9107  
naripom.kla@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน  
เถลิงศักดิ์ คุณเจริญไพศาล  
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 เพชรแสงไสกูล  
Tel: 662-779-9108  
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุลศล  
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 สถาพร  
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