

BUY (Unchanged)

TP: Bt 130.00

(From: Bt 140.00)

Change in Numbers

Upside : 26.8%

24 DECEMBER 2021

## TQM Corporation Pcl (TQM TB)

## รวมดีลการเข้าซื้อกิจการ



SARACHADA SORSONG

662 - 779 9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

เราได้รวมกำไรจากสองดีลของ TQM ในประมาณการ แต่ด้วยกำไรที่เพิ่มขึ้นถูกหักล้างด้วยกำไรหลักที่ลดลงของ TQM เราจึงปรับลดประมาณกำไรลงเฉลี่ย 10% ในปี 2021-25F แต่เรายังคงคาดว่ากำไรจะเติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 25% ดังนั้นเรายังคงแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมาย 130 บาท

## แผนเข้าซื้อกิจการที่สองใน 1Q22

TQM จะใช้เงิน 520 ลบ. เข้าซื้อหุ้นบริษัทหน้าประกันภัยต่อใน 1Q22 เป้าหมายคือหนึ่งในผู้เล่นชั้นนำที่คาดว่าจะมียอดเบี้ยประกันมากกว่า 8 พันลบ. และมีอัตรากำไรสุทธิสูงกว่า 40% โดยเงินทุนน่าจะมาจากกระแสเงินสดภายในของ TQM การลงทุนนี้เป็นส่วนหนึ่งของการทำ M&A ของ TQM ที่จะเพิ่มเบี้ยประกันอีก 14 พันลบ. ในปี 2026 หลังจากเข้าซื้อหุ้น 51% ใน True Life Group (TLG) ใน 3Q21 แผนการเข้าซื้อกิจการเป็นย่างก้าวที่ดีในมุมมองของเรา เนื่องจากจะช่วยเสริมความแข็งแกร่งให้กับธุรกิจของ TQM และทำให้เกิดการผนึกกำลังที่ดี

## ปรับเพิ่มประมาณการกำไร

TQM ใช้เงิน 266 ลบ. ซื้อหุ้น 51% ใน True Life Group (TLG) ยอดขายเบี้ยประกันของ TLG อยู่ที่ราว 1.1 พันลบ. ขณะที่มีการรับประกันผลกำไร 65-70 ลบ. ต่อปี ในปี 2021-22 เราได้รวมผลกำไรของ TLG และอีกดีลในประมาณการของเรา แต่เราต้องปรับลดกำไรหลักของ TQM เพื่อสะท้อนกำไร 3Q21 ที่ลดลง เนื่องจากธุรกิจหยุดชะงักในช่วงที่มีการระบาดอย่างรุนแรงของโควิด และการเพิ่มขึ้นของค่าใช้จ่ายพนักงานที่เกี่ยวข้องกับเรื่องนี้สุทธิแล้ว เราต้องปรับลดกำไรลงโดยเฉลี่ย 10% ในปี 2021-25F

## ยังคงเป็นหุ้นที่เติบโตสูง

แม้จะมีการปรับลดกำไรลง แต่เรายังคงคาดว่า TQM จะมีกำไรปกติต่อหุ้นเติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่แข็งแกร่งที่ 25% ในปี 2021-23F เส้นทางเติบโตที่น่าประทับใจได้แรงหนุนจาก 1) ยอดขายเบี้ยประกันของ TQM ที่เติบโต 13.3% เนื่องจากเราเชื่อว่าบริษัทฯ สามารถเพิ่มกรรมธรรม์ non-motor อื่นๆ เพื่อชดเชยประกันโควิดที่หายไป ขณะที่มีการ backlog การต่อประกันรถยนต์ปีหน้านี้ดีกว่าปีนี้ 2) มีส่วนแบ่งกำไรสุทธิจากกิจการที่เข้าซื้อที่ 67-98 ลบ. หรือราว 6% ของกำไรรวมในปี 2022-24F 3) การประหยัดดอกเบี้ยจาก Easy Lending บริษัทปล่อยสินเชื่อส่วนบุคคลของ TQM เพื่อขายประกันผ่อนชำระ

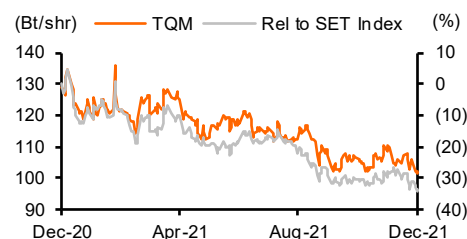
## แนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมายลดลงเหลือ 130 บาท

เราปรับลดราคาเป้าหมายปี 2022F ของ TQM ลงเหลือ 130 บาท จากเดิมที่ 140 บาท การปรับลดส่วนใหญ่มาจากมูลค่า M&A ที่ลดลงเหลือ 7 บาท จาก 20 บาท/หุ้น เนื่องจากน่าจะบรรลุเป้าได้ 1 หมื่นลบ. จากทั้งหมด 1.5 หมื่นลบ. และเราได้รวมส่วนแบ่งกำไรจากทำ M&A เหล่านี้ในประมาณการกำไรของเราแล้ว การเพิ่มขึ้นเล็กน้อยของมูลค่าธุรกิจที่มีอยู่ของ TQM เป็น 123 บาท (จากเดิม 120 บาท) เนื่องจากเราปรับลดกำไรหลักของ TQM เพื่อสะท้อนการหยุดชะงักของธุรกิจเพราะโควิด ตามที่กล่าวไว้ก่อนหน้านี้ ราคาเป้าหมายของเราคิดเป็น PE ที่ 38 เท่า บนกำไรปี 2022F ซึ่งเราเชื่อว่าสมเหตุสมผล ด้วยมีกำไรที่เติบโตแข็งแกร่ง มี ROE มากกว่า 30% และอยู่ในสถานะเป็นเงินสดสุทธิ นอกจากนี้ด้วยจ่ายปันผลในอดีตที่มากกว่า 90% อัตราผลตอบแทนปันผลของ TQM จึงอยู่ระดับที่ดีที่มากกว่า 3% และด้วยมี upside 26.8% จากราคาเป้าหมาย 130 บาท เราจึงคงคำแนะนำ "ซื้อ" TQM

## COMPANY VALUATION

| Y/E Dec (Bt m)    | 2020A   | 2021F  | 2022F  | 2023F  |
|-------------------|---------|--------|--------|--------|
| Sales             | 3,083   | 3,305  | 3,857  | 4,364  |
| Net profit        | 702     | 877    | 1,021  | 1,294  |
| Consensus NP      | —       | 900    | 1,125  | 1,448  |
| Diff frm cons (%) | —       | (2.6)  | (9.2)  | (10.6) |
| Norm profit       | 702     | 813    | 1,021  | 1,294  |
| Prev. Norm profit | —       | 899    | 1,162  | 1,448  |
| Chg frm prev (%)  | —       | (9.6)  | (12.1) | (10.6) |
| Norm EPS (Bt)     | 2.3     | 2.7    | 3.4    | 4.3    |
| Norm EPS grw (%)  | 38.4    | 15.8   | 25.6   | 26.8   |
| Norm PE (x)       | 43.8    | 37.8   | 30.1   | 23.8   |
| EV/EBITDA (x)     | 29.1    | 27.9   | 21.2   | 16.6   |
| P/BV (x)          | 12.8    | 10.9   | 10.5   | 9.7    |
| Div yield (%)     | 2.1     | 2.9    | 3.0    | 3.8    |
| ROE (%)           | 29.6    | 31.2   | 35.6   | 42.5   |
| Net D/E (%)       | (112.3) | (36.0) | (21.5) | (29.9) |

## PRICE PERFORMANCE



## COMPANY INFORMATION

|                              |                               |
|------------------------------|-------------------------------|
| Price: (Bt) as of 24-Dec-21  | 102.50                        |
| Market Cap (US\$ m)          | 919.3                         |
| Listed Shares (m shares)     | 300.0                         |
| Free Float (%)               | 41.7                          |
| Avg. Daily Turnover (US\$ m) | 2.3                           |
| 12M Price H/L (Bt)           | 136.00/101.50                 |
| Sector                       | Insurance                     |
| Major Shareholder            | Eternal Growth Corp Ltd 50.9% |

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ



## Ex 1: Earnings Revisions

|                                  | 2019A     | 2020A     | 2021F     | 2022F     | 2023F     | 2024F     | 2025F     | 2026F     |
|----------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>Normalized profits (Bt m)</b> |           |           |           |           |           |           |           |           |
| - New                            | 507.23    | 702.00    | 812.82    | 1,020.63  | 1,294.20  | 1,599.39  | 1,949.20  | 2,349.22  |
| - Old                            |           |           | 899.30    | 1,161.73  | 1,447.70  | 1,776.61  | 2,153.10  | 2,565.86  |
| - Change (%)                     |           |           | (9.62)    | (12.15)   | (10.60)   | (9.98)    | (9.47)    | (8.44)    |
| <b>Insurance premium (Bt m)</b>  |           |           |           |           |           |           |           |           |
| - New                            | 12,795.00 | 15,020.00 | 18,350.00 | 28,150.50 | 31,874.64 | 36,110.50 | 40,930.37 | 46,416.93 |
| - Old                            |           |           | 17,500.00 | 20,125.00 | 23,143.75 | 26,615.31 | 30,607.61 | 35,015.11 |
| - Change (%)                     |           |           | 4.86      | 39.88     | 37.72     | 35.68     | 33.73     | 32.56     |
| <b>Total revenues (Bt m)</b>     |           |           |           |           |           |           |           |           |
| - New                            | 2,711.54  | 3,082.51  | 3,304.68  | 3,857.43  | 4,363.83  | 4,865.87  | 5,429.11  | 6,061.31  |
| - Old                            |           |           | 3,462.16  | 3,887.36  | 4,345.66  | 4,861.11  | 5,441.09  | 6,072.51  |
| - Change (%)                     |           |           | (4.55)    | (0.77)    | 0.42      | 0.10      | (0.22)    | (0.18)    |
| <b>Gross margin (%)</b>          |           |           |           |           |           |           |           |           |
| - New                            | 46.24     | 50.77     | 52.67     | 56.20     | 58.99     | 61.39     | 63.67     | 65.84     |
| - Old                            |           |           | 53.54     | 56.14     | 58.41     | 60.59     | 62.68     | 64.55     |
| - Change (pp)                    |           |           | (0.88)    | 0.06      | 0.58      | 0.80      | 0.99      | 1.28      |
| <b>Minority interest (Bt m)</b>  |           |           |           |           |           |           |           |           |
| - New                            | (0.00)    | (0.00)    | -         | (74.09)   | (98.15)   | (110.15)  | (123.47)  | (138.27)  |
| - Old                            | (0.00)    | (0.00)    | (23.52)   | (26.12)   | (27.95)   | (29.91)   | (32.00)   | (34.24)   |
| - Change (%)                     |           |           | na        | na        | na        | na        | na        | na        |
| <b>Net profits margin (%)</b>    |           |           |           |           |           |           |           |           |
| - New                            | 18.73     | 22.77     | 24.60     | 28.38     | 31.91     | 35.13     | 38.18     | 41.04     |
| - Old                            |           |           | 26.65     | 30.56     | 33.96     | 37.16     | 40.16     | 42.82     |
| - Change (pp)                    |           |           | (2.06)    | (2.18)    | (2.05)    | (2.03)    | (1.98)    | (1.78)    |

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 | Terminal Value |
|---------------------------------------|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------|
| EBITDA                                | 1,332        | 1,698 | 2,082 | 2,523 | 3,027 | 3,420 | 3,855 | 4,314 | 4,822 | 5,383 | —              |
| Free cash flow                        | 620          | 1,434 | 1,751 | 2,117 | 2,536 | 2,864 | 3,227 | 3,611 | 4,035 | 4,503 | 55,878         |
| PV of free cash flow                  | 620          | 1,202 | 1,344 | 1,461 | 1,594 | 1,641 | 1,685 | 1,718 | 1,750 | 1,701 | 21,106         |
| Risk-free rate (%)                    | 2.5          |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Market risk premium (%)               | 8.0          |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Beta                                  | 0.8          |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| WACC (%)                              | 9.2          |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Terminal growth (%)                   | 2.0          |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Enterprise value, incl. investments*  | 35,823       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Net debt (2021F)                      | (1,014)      |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Minority Interest                     | 0            |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Equity value (Bt m)                   | 36,836       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| No .of shares (m)                     | 300          |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Equity value/ share (Bt)              | 122.8        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| M&A value/ share (Bt)                 | 6.96         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| <b>TQM's all-in value/ share (Bt)</b> | <b>130.0</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       | 11.8        | 13.5       | 15.2        | 13.4        | 1.7        | 1.5        | 11.7        | 12.2        | 2.4            | 2.6        |
| China Pacific Insurance  | 601601 CH | China       | 9.4         | 14.6       | 9.5         | 8.2         | 1.1        | 1.0        | 12.5        | 13.2        | 5.0            | 5.5        |
| Ping An Insurance Group  | 601318 CH | China       | (16.3)      | 23.6       | 7.3         | 5.9         | 1.1        | 1.0        | 14.9        | 16.7        | 4.6            | 5.0        |
| China Life Insurance     | 2628 HK   | Hong Kong   | 14.0        | 13.7       | 6.4         | 5.6         | 0.7        | 0.7        | 11.8        | 12.2        | 5.7            | 6.3        |
| China Reinsurance Group  | 1508 HK   | Hong Kong   | 30.8        | 1.8        | 4.4         | 4.3         | 0.3        | 0.3        | 7.7         | 8.0         | 7.3            | 7.3        |
| Ping An Insurance Group  | 2318 HK   | Hong Kong   | (17.1)      | 25.1       | 8.4         | 6.7         | 1.2        | 1.1        | 15.2        | 17.2        | 4.2            | 4.5        |
| LPI Capital              | LPI MK    | Malaysia    | 5.3         | (1.1)      | 15.8        | 16.0        | 2.6        | 2.5        | 16.2        | 16.1        | 5.1            | 5.2        |
| Dongbu Insurance         | 005830 KS | South Korea | 13.0        | (3.3)      | 5.7         | 5.9         | 0.6        | 0.5        | 10.3        | 9.6         | 5.1            | 5.0        |
| Hyundai Marine & Fire    | 001450 KS | South Korea | 29.3        | (1.6)      | 4.8         | 4.9         | 0.5        | 0.4        | 8.9         | 8.4         | 5.3            | 5.3        |
| Meritz Fire & Marine     | 000060 KS | South Korea | 23.4        | (7.0)      | 6.8         | 7.4         | 1.3        | 1.1        | 19.2        | 15.6        | 1.8            | 1.8        |
| Samsung Fire & Marine    | 000810 KS | South Korea | 59.8        | (16.1)     | 7.6         | 9.1         | 0.6        | 0.6        | 7.1         | 6.2         | 6.2            | 5.7        |
| Cathay Financial Holding | 2882 TT   | Taiwan      | 83.0        | (23.1)     | 6.2         | 8.0         | 1.0        | 0.9        | 15.5        | 11.5        | 5.5            | 5.0        |
| China Life Insurance     | 2823 TT   | Taiwan      | 47.6        | (12.8)     | 6.5         | 7.5         | 0.9        | 0.8        | 12.7        | 10.8        | 2.1            | 2.7        |
| Shin Kong Financial      | 2888 TT   | Taiwan      | 33.0        | (21.7)     | 7.2         | 9.2         | 0.6        | 0.6        | 8.7         | 6.7         | 3.7            | 3.8        |
| Bangkok Life Assurance   | BLA TB    | Thailand    | 158.6       | 28.8       | 14.9        | 11.6        | 1.3        | 1.2        | 8.8         | 10.6        | 1.8            | 2.3        |
| Thai Reinsurance         | THRE TB   | Thailand    | na          | na         | na          | 27.3        | 1.4        | 1.2        | na          | 5.0         | 0.0            | 2.8        |
| Thaire Life Assurance    | THREL TB  | Thailand    | 0.0         | 50.0       | 16.8        | 11.2        | 1.4        | 1.3        | 8.0         | 12.0        | 4.2            | 6.3        |
| TQM Corporation Pcl      | TQM TB *  | Thailand    | 15.8        | 25.6       | 37.8        | 30.1        | 10.9       | 10.5       | 31.2        | 35.6        | 2.9            | 3.0        |
| <b>Average</b>           |           |             | <b>29.5</b> | <b>6.5</b> | <b>10.7</b> | <b>10.7</b> | <b>1.6</b> | <b>1.5</b> | <b>13.0</b> | <b>12.6</b> | <b>4.0</b>     | <b>4.4</b> |

Source: Bloomberg

Note: \* Thanachart estimates , using Thanachart normalized EPS

Based on 24 Dec 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

## CONSENSUS COMPARISON

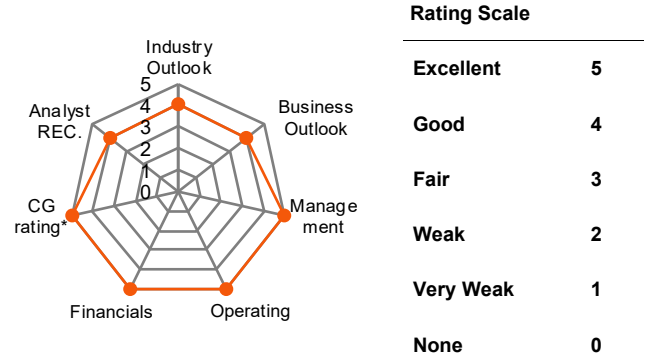
|                       | Consensus | Thanachart | Diff    |
|-----------------------|-----------|------------|---------|
| Target price (Bt)     | 148.81    | 130.00     | -13%    |
| Net profit 21F (Bt m) | 900       | 877        | -3%     |
| Net profit 22F (Bt m) | 1,125     | 1,021      | -9%     |
| Consensus REC         | BUY: 5    | HOLD: 0    | SELL: 0 |

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- เราเชื่อว่าเราปรับลดกำไรหลักของ TQM เพื่อสะท้อนการหยุดชะงักของธุรกิจอันเนื่องมาจากโควิดก่อนตลาด ดังนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

## COMPANY RATING



Source: Thanachart; \* No CG Rating

## W — Weakness

- มากกว่า 80% ของเบี้ยประกัน และรายได้มาจากประกันวินาศภัยรถยนต์ ซึ่งมีความสัมพันธ์อย่างมากกับยอดขายรถยนต์

## T — Threat

- เศรษฐกิจชะลอตัว
- การเปลี่ยนแปลงหลักเกณฑ์นโยบายเกี่ยวกับการประกัน

## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

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

Source: Thanachart

**INCOME STATEMENT**

*Factoring in the consolidation of two acquisitions*

| <b>FY ending Dec (Bt m)</b>       | <b>2019A</b> | <b>2020A</b> | <b>2021F</b> | <b>2022F</b> | <b>2023F</b> |
|-----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Sales                             | 2,712        | 3,083        | 3,305        | 3,857        | 4,364        |
| Cost of sales                     | 1,458        | 1,517        | 1,564        | 1,690        | 1,789        |
| <b>Gross profit</b>               | <b>1,254</b> | <b>1,565</b> | <b>1,740</b> | <b>2,168</b> | <b>2,574</b> |
| % gross margin                    | 46.2%        | 50.8%        | 52.7%        | 56.2%        | 59.0%        |
| Selling & administration expenses | 702          | 747          | 782          | 852          | 894          |
| <b>Operating profit</b>           | <b>552</b>   | <b>818</b>   | <b>958</b>   | <b>1,315</b> | <b>1,680</b> |
| % operating margin                | 20.4%        | 26.5%        | 29.0%        | 34.1%        | 38.5%        |
| Depreciation & amortization       | 42           | 147          | 108          | 109          | 110          |
| <b>EBITDA</b>                     | <b>594</b>   | <b>965</b>   | <b>1,066</b> | <b>1,424</b> | <b>1,791</b> |
| % EBITDA margin                   | 21.9%        | 31.3%        | 32.3%        | 36.9%        | 41.0%        |
| Non-operating income              | 72           | 54           | 65           | 59           | 65           |
| Non-operating expenses            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Interest expense                  | 0            | (2)          | (8)          | (6)          | (5)          |
| <b>Pre-tax profit</b>             | <b>624</b>   | <b>869</b>   | <b>1,016</b> | <b>1,368</b> | <b>1,740</b> |
| Income tax                        | 116          | 167          | 203          | 274          | 348          |
| <b>After-tax profit</b>           | <b>508</b>   | <b>702</b>   | <b>813</b>   | <b>1,095</b> | <b>1,392</b> |
| % net margin                      | 18.7%        | 22.8%        | 24.6%        | 28.4%        | 31.9%        |
| Shares in affiliates' Earnings    | (1)          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Minority interests                | (0)          | (0)          | 0            | (74)         | (98)         |
| Extraordinary items               | 0            | 0            | 64           | 0            | 0            |
| <b>NET PROFIT</b>                 | <b>507</b>   | <b>702</b>   | <b>877</b>   | <b>1,021</b> | <b>1,294</b> |
| <b>Normalized profit</b>          | <b>507</b>   | <b>702</b>   | <b>813</b>   | <b>1,021</b> | <b>1,294</b> |
| EPS (Bt)                          | 1.7          | 2.3          | 2.9          | 3.4          | 4.3          |
| Normalized EPS (Bt)               | 1.7          | 2.3          | 2.7          | 3.4          | 4.3          |

**BALANCE SHEET**

*Still a net-cash company*

| <b>FY ending Dec (Bt m)</b>     | <b>2019A</b> | <b>2020A</b> | <b>2021F</b> | <b>2022F</b> | <b>2023F</b> |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>ASSETS:</b>                  |              |              |              |              |              |
| Current assets:                 | 3,489        | 3,477        | 1,642        | 1,347        | 1,784        |
| Cash & cash equivalent          | 2,758        | 2,706        | 1,020        | 630          | 980          |
| Account receivables             | 672          | 715          | 561          | 655          | 741          |
| Inventories                     | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Others                          | 58           | 56           | 61           | 62           | 63           |
| Investments & loans             | 608          | 736          | 866          | 1,386        | 1,386        |
| Net fixed assets                | 80           | 94           | 87           | 80           | 72           |
| Other assets                    | 81           | 647          | 1,314        | 1,236        | 1,157        |
| <b>Total assets</b>             | <b>4,257</b> | <b>4,954</b> | <b>3,909</b> | <b>4,049</b> | <b>4,399</b> |
| <b>LIABILITIES:</b>             |              |              |              |              |              |
| Current liabilities:            | 1,816        | 1,957        | 581          | 682          | 742          |
| Account payables                | 1,303        | 1,258        | 266          | 287          | 304          |
| Bank overdraft & ST loans       | 11           | 11           | 6            | 4            | 3            |
| Current LT debt                 | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Others current liabilities      | 502          | 688          | 309          | 392          | 435          |
| <b>Total LT debt</b>            | <b>91</b>    | <b>597</b>   | <b>513</b>   | <b>449</b>   | <b>389</b>   |
| Others LT liabilities           | 0            | (0)          | 0            | (0)          | (0)          |
| <b>Total liabilities</b>        | <b>1,907</b> | <b>2,554</b> | <b>1,094</b> | <b>1,132</b> | <b>1,131</b> |
| Minority interest               | 0            | 0            | 0            | 0            | 98           |
| 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>869</b>   | <b>971</b>   | <b>1,224</b> |
| Shareholders' equity            | 2,350        | 2,400        | 2,815        | 2,918        | 3,170        |
| <b>Liabilities &amp; equity</b> | <b>4,257</b> | <b>4,954</b> | <b>3,909</b> | <b>4,049</b> | <b>4,399</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          | 1,016        | 1,368        | 1,740          |
| Tax paid                          | (107)        | (120)        | (236)        | (244)        | (351)          |
| Depreciation & amortization       | 42           | 147          | 108          | 109          | 110            |
| Chg In working capital            | 58           | (88)         | (839)        | (73)         | (69)           |
| Chg In other CA & CL / minorities | 30           | 143          | (352)        | (22)         | 45             |
| <b>Cash flow from operations</b>  | <b>648</b>   | <b>953</b>   | <b>(303)</b> | <b>1,139</b> | <b>1,476</b>   |
| Capex                             | (30)         | (54)         | (10)         | (10)         | (10)           |
| Right of use                      | 0            | (690)        | (10)         | (10)         | (10)           |
| ST loans & investments            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0              |
| LT loans & investments            | (317)        | (129)        | (130)        | (520)        | 0              |
| Adj for asset revaluation         | 0            | 0            | 0            | 0            | 0              |
| Chg In other assets & liabilities | 108          | 519          | (768)        | (68)         | (64)           |
| <b>Cash flow from investments</b> | <b>(239)</b> | <b>(353)</b> | <b>(917)</b> | <b>(608)</b> | <b>(84)</b>    |
| Debt financing                    | 0            | 0            | (5)          | (2)          | (0)            |
| Capital increase                  | 0            | 0            | 0            | 0            | 0              |
| Dividends paid                    | (285)        | (630)        | (761)        | (919)        | (1,042)        |
| Warrants & other surplus          | (17)         | (23)         | 300          | 0            | 0              |
| <b>Cash flow from financing</b>   | <b>(302)</b> | <b>(652)</b> | <b>(465)</b> | <b>(921)</b> | <b>(1,042)</b> |
| <b>Free cash flow</b>             | <b>619</b>   | <b>899</b>   | <b>(313)</b> | <b>1,129</b> | <b>1,466</b>   |

*Expecting another acquisition in 1Q22*

**VALUATION**

| <b>FY ending Dec</b>                | <b>2019A</b> | <b>2020A</b> | <b>2021F</b> | <b>2022F</b> | <b>2023F</b> |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Normalized PE (x)                   | 60.6         | 43.8         | 37.8         | 30.1         | 23.8         |
| Normalized PE - at target price (x) | 76.9         | 55.6         | 48.0         | 38.2         | 30.1         |
| PE (x)                              | 60.6         | 43.8         | 35.1         | 30.1         | 23.8         |
| PE - at target price (x)            | 76.9         | 55.6         | 44.5         | 38.2         | 30.1         |
| EV/EBITDA (x)                       | 47.1         | 29.1         | 27.9         | 21.2         | 16.6         |
| EV/EBITDA - at target price (x)     | 61.0         | 37.6         | 35.6         | 26.9         | 21.2         |
| P/BV (x)                            | 13.1         | 12.8         | 10.9         | 10.5         | 9.7          |
| P/BV - at target price (x)          | 16.6         | 16.3         | 13.9         | 13.4         | 12.3         |
| P/CFO (x)                           | 47.4         | 32.3         | (101.6)      | 27.0         | 20.8         |
| Price/sales (x)                     | 11.3         | 10.0         | 9.3          | 8.0          | 7.0          |
| Dividend yield (%)                  | 1.7          | 2.1          | 2.9          | 3.0          | 3.8          |
| FCF Yield (%)                       | 2.0          | 2.9          | (1.0)        | 3.7          | 4.8          |
| <b>(Bt)</b>                         |              |              |              |              |              |
| Normalized EPS                      | 1.7          | 2.3          | 2.7          | 3.4          | 4.3          |
| EPS                                 | 1.7          | 2.3          | 2.9          | 3.4          | 4.3          |
| DPS                                 | 1.8          | 2.2          | 2.9          | 3.1          | 3.9          |
| BV/share                            | 7.8          | 8.0          | 9.4          | 9.7          | 10.6         |
| CFO/share                           | 2.2          | 3.2          | (1.0)        | 3.8          | 4.9          |
| FCF/share                           | 2.1          | 3.0          | (1.0)        | 3.8          | 4.9          |

*Premium valuation justified in our view*

Sources: Company data, Thanachart estimates

**FINANCIAL RATIOS**

| <b>FY ending Dec</b>             | <b>2019A</b> | <b>2020A</b> | <b>2021F</b> | <b>2022F</b> | <b>2023F</b> |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Growth Rate</b>               |              |              |              |              |              |
| Sales (%)                        | 8.4          | 13.7         | 7.2          | 16.7         | 13.1         |
| Net profit (%)                   | 25.5         | 38.4         | 24.9         | 16.4         | 26.8         |
| EPS (%)                          | (5.9)        | 38.4         | 24.9         | 16.4         | 26.8         |
| Normalized profit (%)            | 25.5         | 38.4         | 15.8         | 25.6         | 26.8         |
| Normalized EPS (%)               | (5.9)        | 38.4         | 15.8         | 25.6         | 26.8         |
| Dividend payout ratio (%)        | 103.5        | 91.9         | 100.0        | 90.0         | 90.0         |
| <b>Operating performance</b>     |              |              |              |              |              |
| Gross margin (%)                 | 46.2         | 50.8         | 52.7         | 56.2         | 59.0         |
| Operating margin (%)             | 20.4         | 26.5         | 29.0         | 34.1         | 38.5         |
| EBITDA margin (%)                | 21.9         | 31.3         | 32.3         | 36.9         | 41.0         |
| Net margin (%)                   | 18.7         | 22.8         | 24.6         | 28.4         | 31.9         |
| D/E (incl. minor) (x)            | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| Net D/E (incl. minor) (x)        | (1.2)        | (1.1)        | (0.4)        | (0.2)        | (0.3)        |
| Interest coverage - EBIT (x)     | na           | 390.9        | 126.6        | 207.5        | 323.3        |
| Interest coverage - EBITDA (x)   | na           | 461.3        | 140.9        | 224.7        | 344.6        |
| ROA - using norm profit (%)      | 12.6         | 15.2         | 18.3         | 25.6         | 30.6         |
| ROE - using norm profit (%)      | 22.6         | 29.6         | 31.2         | 35.6         | 42.5         |
| <b>DuPont</b>                    |              |              |              |              |              |
| ROE - using after tax profit (%) | 22.6         | 29.6         | 31.2         | 38.2         | 45.7         |
| - asset turnover (x)             | 0.7          | 0.7          | 0.7          | 1.0          | 1.0          |
| - operating margin (%)           | 23.0         | 28.3         | 31.0         | 35.6         | 40.0         |
| - leverage (x)                   | 1.8          | 1.9          | 1.7          | 1.4          | 1.4          |
| - interest burden (%)            | 100.0        | 99.8         | 99.3         | 99.5         | 99.7         |
| - tax burden (%)                 | 81.4         | 80.8         | 80.0         | 80.0         | 80.0         |
| WACC (%)                         | 9.2          | 9.2          | 9.2          | 9.2          | 9.2          |
| ROIC (%)                         | (90.7)       | (166.3)      | (259.7)      | 58.4         | 58.7         |
| NOPAT (Bt m)                     | 449          | 660          | 767          | 1,052        | 1,344        |
| invested capital (Bt m)          | (397)        | (295)        | 1,802        | 2,291        | 2,193        |

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 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 ทุนธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้นบริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

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

บริษัท ทุนธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทุนธนชาติ 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 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 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 เรื่องสิทธิสัญญา  
Tel: 662-779-9104  
chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร  
ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์  
Tel: 662-483-8296  
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติมน้ำมัน  
พัทธดนย์ บุญนา  
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 อรุณโณทัย  
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 เพชรแสงใสกุล  
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