

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 60.00

Upside : 25.0%

(From: Bt 65.00)

5 MAY 2022

Small Cap Research

TQM Corporation Pcl (TQM TB)

เติบโตต่อเนื่อง

แม้ว่าจะไม่มีการขายกรมธรรม์เกี่ยวกับโควิด-19 แต่ TQM ยังมีแนวโน้มที่จะบรรลุเป้าหมายการเติบโตของเบี้ยประกัน ขณะที่บริษัท อีซี เลนดิ้ง และการซื้อหุ้น 44.35% ใน TQR ได้กลายเป็นปัจจัยใหม่ผลักดันการเติบโตและผลกำไร เนื่องจากปรับตัวลง 33% ในปีที่ผ่านมา valuation ของ TQM จึงไม่แพงอีกต่อไปที่ 1.26 เท่า PEG และให้ ROE ที่ 34%



SARACHADA SORNSONG

662 - 779 9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ปัจจัยขัดเซยประกันโควิด

จาก 454 ลบ. ในปี 2020 TQM ขายเบี้ยประกันโควิดได้ราว 952 ลบ. ในปีที่ผ่านมา กรมธรรม์ถูกยกเลิกไปตั้งแต่ปลาย 3Q21 ซึ่งหมายความว่า 5% ของยอดเบี้ยประกันรวมที่ขายในปีที่แล้วหายไป ถึงกระนั้น TQM ยังคงตั้งเป้าการเติบโตของเบี้ยประกันที่ 12% ในปีนี้ และ 17% ในปี 2023 ผู้บริหารเชื่อว่าสามารถบรรลุเป้าได้ด้วยเหตุผลดังต่อไปนี้ 1) ประกันสุขภาพเติบโตแข็งแกร่งมาก ซึ่งยอดขายเบี้ยประกันเฉลี่ยสูงกว่าประกันโควิดอย่างน้อย 5 เท่า 2) การเติบโตของประกันการเดินทางของนักท่องเที่ยวชาวเข้าใน 1H22F และขาออกใน 2H22F และ 3) การขายประกันที่อยู่อาศัยใน 2H22F หลังการรื้อฟื้นแพลตฟอร์มออนไลน์แล้วเสร็จใน 2Q22 การประกันภัยรถยนต์ยังคงเป็นผลิตภัณฑ์หลักของ TQM และได้ขยายไปยังกลุ่มรถยนต์เก่าตั้งแต่ปลายปี 2020 เพื่อชดเชยการชะลอตัวของยอดขายรถยนต์ใหม่

Easy Lending เริ่มทะยาน

บริษัท อีซี เลนดิ้ง (EL) เป็นบริษัทย่อยของ TQM (ถือหุ้น 75%) ซึ่งจัดตั้งขึ้นใน 4Q21 EL มีใบอนุญาตสินเชื่อส่วนบุคคล จึงทำหน้าที่เป็นผู้ให้สินเชื่อผู้บริโภคของกลุ่ม เริ่มต้นด้วยการเสนอสินเชื่อผ่อนชำระสำหรับการขายประกันของ TQM, EL กำลังใช้ความสัมพันธ์ของกลุ่มทรูไลฟ์ (บริษัทย่อยของ TQM - ถือหุ้น 50%) ที่มีต่อรัฐวิสาหกิจเพื่อขยายสินเชื่อส่วนบุคคลดอกเบี้ย 15% ให้กับสมาชิกสหกรณ์ การเสนอสินเชื่อผ่อนชำระสำหรับการขายประกันหลักๆ เพื่อลดค่าธรรมเนียมธนาคารที่ TQM จ่ายให้กับบริษัทบัตรเครดิต สินเชื่อส่วนบุคคลเป็นแหล่งรายได้ใหม่ของกลุ่มการคิดอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำกว่าตลาดมาก EL แลกมาจากรายได้ที่ต่ำกับการมีหนี้สินต่ำที่ต่ำลง ด้วยสินเชื่อมีสหกรณ์ค้ำประกันและมีการทำประกันค้ำจุน EL ตั้งเป้าเพิ่มสินเชื่อจาก 1.5 พันลบ. เป็น 4.5 พันลบ. ในปี 2024

เสริมความแข็งแกร่งด้วย TQR

TQM ใช้เงิน 520 ลบ. เพื่อเข้าซื้อหุ้น 44.35% ใน TQR ซึ่งเป็นนายหน้าประกันภัยต่อที่จดทะเบียนในตลาดเมื่อเดือนพ.ค.2022 TQR มีเบี้ยประกันภัยต่อ 8 พันลบ. และอัตรากำไรสุทธิมากกว่า 40% ราคาการเข้าซื้อกิจการต่ำกว่าราคาตลาด 60% โดยเงินทุนมาจากกระแสเงินสดภายในของ TQM ทั้งหมด เรามองว่าธุรกรรมนี้ดี เนื่องจากจะช่วยเสริมความแข็งแกร่งให้กับธุรกิจนายหน้าประกันภัยของกลุ่ม และนำไปสู่ผลประโยชน์ที่ดีร่วมกัน

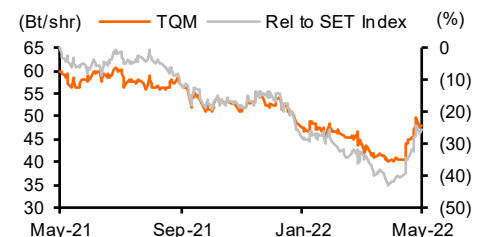
คำแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมาย 60 บาท

เราปรับลดประมาณการกำไรปี 2022-24F สะท้อนความล่าช้าในการเข้าซื้อ TQR กว่า 2 เดือน และค่าธรรมเนียมนายหน้าที่ลดลง เราปรับลดราคาเป้าหมายลงเหลือ 60 บาท เนื่องจากเราได้หักมูลค่า M&A ที่ 4 บาทต่อหุ้นออกด้วย เนื่องจากคาดว่าเบี้ยประกันจะโต 10/16/13%, กำไรเพิ่มเติมของ True Life, EL และ TQR และผลกระทบของ operating leverage เราจึงคาดว่ากำไรปกติต่อหุ้นจะเติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 23% และ ROE เพิ่มขึ้นจาก 34% ในปีนี้ เป็น 42% ในปี 2024F ด้วยข้อขายต่ำกว่า PE เฉลี่ย 9% และให้ upside 25% จากราคาเป้าหมาย เราจึงคงคำแนะนำ "ซื้อ" TQM

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	3,274	3,824	4,343	4,820
Net profit	890	997	1,263	1,536
Consensus NP	—	1,055	1,267	na
Diff frm cons (%)	—	(5.5)	(0.3)	na
Norm profit	827	997	1,263	1,536
Prev. Norm profit	—	1,010	1,276	1,575
Chg frm prev (%)	—	(1.2)	(1.0)	(2.5)
Norm EPS (Bt)	1.4	1.7	2.1	2.6
Norm EPS grw (%)	17.8	20.7	26.7	21.6
Norm PE (x)	34.8	28.9	22.8	18.7
EV/EBITDA (x)	24.6	21.4	17.4	14.8
P/BV (x)	10.8	9.0	8.3	7.4
Div yield (%)	2.6	2.8	3.5	4.3
ROE (%)	32.6	33.9	37.9	41.9
Net D/E (%)	(42.8)	2.5	25.6	43.2

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price: (Bt) as of 5-May-22	48.00
Market Cap (US\$ m)	845.9
Listed Shares (m shares)	600.0
Free Float (%)	41.7
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	4.0
12M Price H/L (Bt)	60.75/40.00
Sector	Insurance
Major Shareholder	Eternal Growth Corp Ltd 51.2%
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates	

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

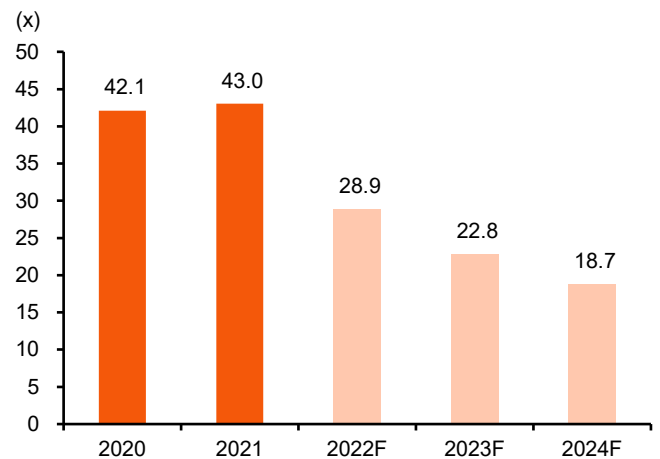
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลเท่านั้นและไม่ใช่ข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Share Prices



Source: Bloomberg

Ex 2: De-rated PE



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2022F

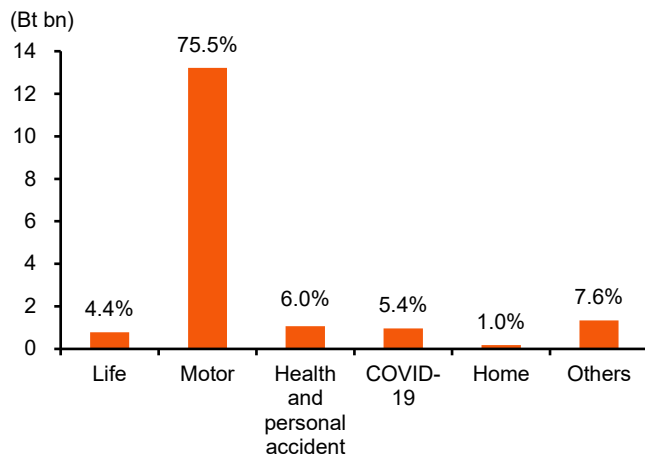
(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal Value
EBITDA	1,294	1,671	2,031	2,415	2,891	3,280	3,702	4,170	4,687	5,259	5,891	—
Free cash flow	575	1,391	1,682	1,997	2,387	2,706	3,054	3,438	3,862	4,331	4,848	58,456
PV of free cash flow	575	1,161	1,282	1,391	1,485	1,531	1,570	1,608	1,642	1,675	1,622	19,553
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.9											
WACC (%)	9.5											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value, incl. investments*	35,094											
Net debt (2022F)	(1,289)											
Minority Interest	407											
Equity value (Bt m)	35,976											
No .of shares (m)	600											
Target price/share (Bt)	60.00											

Sources: Company data, Thanachart estimates

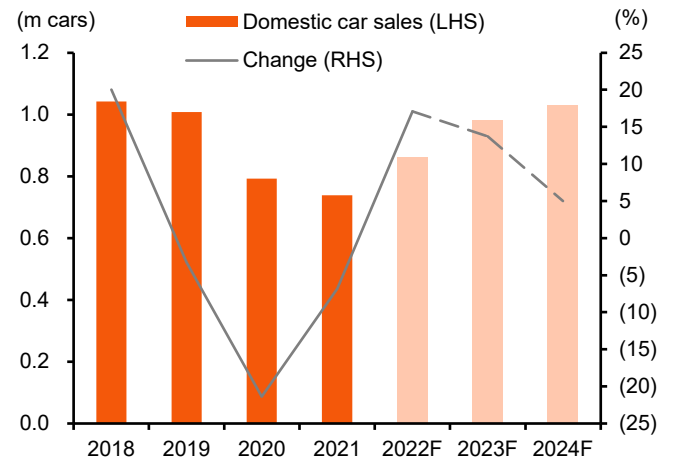
Ex 4: Earnings Revisions

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Total revenues (Bt bn)					
- New	3.08	3.27	3.82	4.34	4.82
- Old			3.82	4.33	4.83
- Change (%)			0.04	0.37	(0.15)
Brokerage revenues (Bt bn)					
- New	1.85	2.04	2.18	2.49	2.80
- Old			2.22	2.53	2.89
- Change (%)			(1.73)	(1.78)	(2.93)
TQR's profit contribution (Bt m)					
- New			28.19	48.15	54.71
- Old			31.71	48.15	54.71
- Change (%)			(11.11)	-	-
Easy Lending's loans (Bt bn)					
- New		0.12	1.50	2.60	4.00
- Old		0.12	1.50	1.77	2.55
- Change (%)			-	46.77	57.08

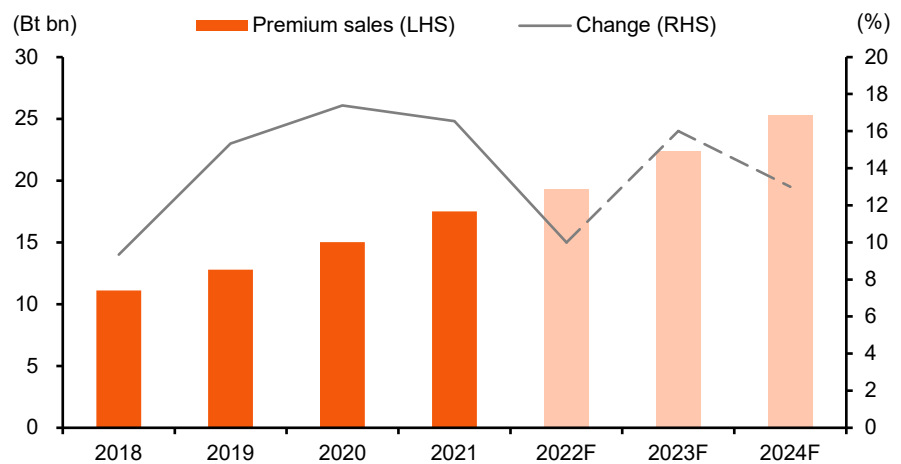
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Premium Sales Breakdown In 2021

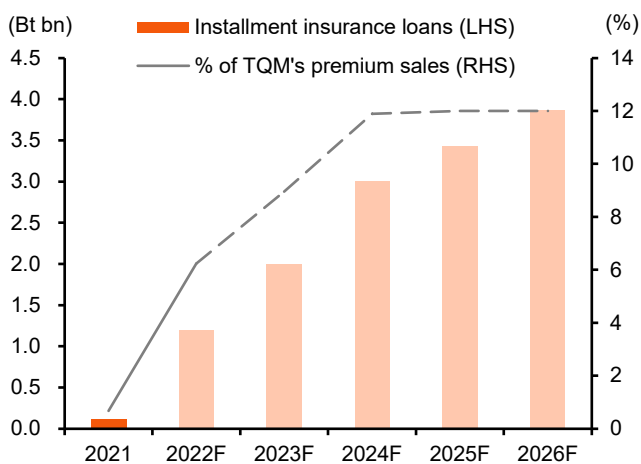
Source: Company data

Ex 6: Domestic Car Sales

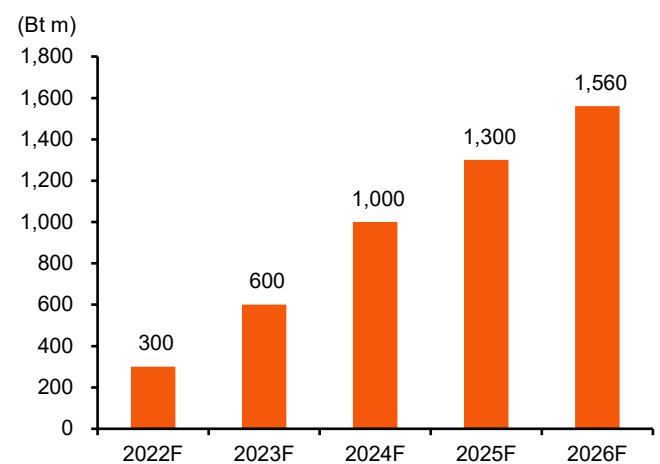
Sources: Thai Automotive Industry Association, Thanachart estimates

Ex 7: Growing Premium Sales

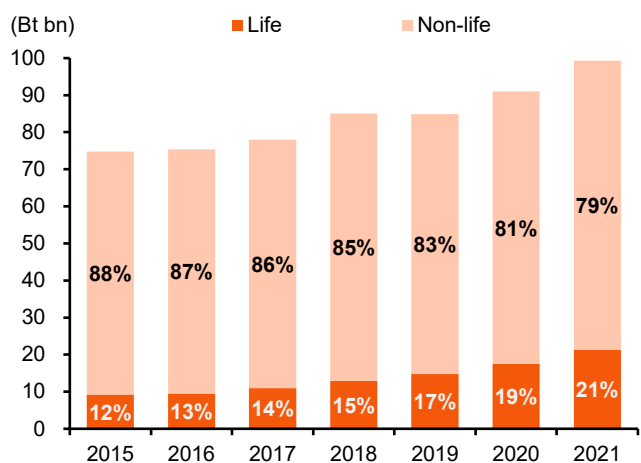
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: Captive Insurance Installment Loans

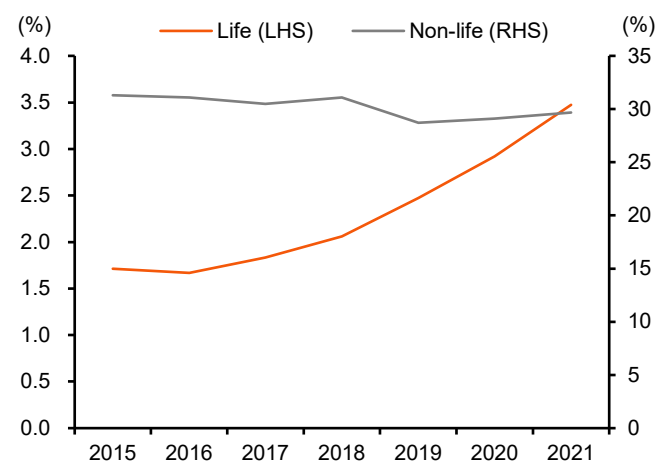
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: Personal Loans To Co-operatives

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: Life And Non-Life Reinsurance Premiums

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: % Of Reinsurance Coverage

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 12: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG Code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		— ROE —		— Div. Yield —	
			22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(%)	(%)
China Life Insurance	601628 CH	China	3.2	19.9	13.8	11.5	1.4	1.2	10.5	11.7	2.5	3.0
China Pacific Insurance	601601 CH	China	1.2	18.4	7.4	6.2	0.8	0.8	11.2	12.8	5.0	5.8
Ping An Insurance Group	601318 CH	China	20.7	16.9	6.5	5.5	0.9	0.8	14.8	16.3	5.5	5.9
China Life Insurance	2628 HK	Hong Kong	(1.3)	21.5	6.5	5.4	0.6	0.6	10.1	11.4	5.5	6.5
China Reinsurance Group	1508 HK	Hong Kong	4.7	17.2	4.3	3.7	0.3	0.3	7.4	8.2	7.1	8.2
Ping An Insurance Group	2318 HK	Hong Kong	20.7	18.4	7.3	6.2	1.0	0.9	15.0	15.7	4.8	5.2
LPI Capital	LPI MK	Malaysia	(9.2)	14.2	17.6	15.4	2.4	2.3	14.7	15.7	4.7	5.4
Dongbu Insurance	005830 KS	South Korea	(13.3)	3.8	5.3	5.1	0.6	0.6	11.2	10.8	5.1	5.1
Hyundai Marine & Fire	001450 KS	South Korea	na	na	na	na	na	na	na	na	4.8	5.0
Meritz Fire & Marine	000060 KS	South Korea	na	na	na	na	na	na	na	na	1.4	1.5
Samsung Fire & Marine	000810 KS	South Korea	(9.5)	7.1	8.7	8.1	0.5	0.5	6.5	6.6	5.8	6.2
Cathay Financial Holding	2882 TT	Taiwan	(24.8)	5.9	8.0	7.6	0.9	0.8	11.2	11.3	4.8	5.1
China Life Insurance	2823 TT	Taiwan	na	na	na	na	na	na	12.9	na	na	na
Shin Kong Financial	2888 TT	Taiwan	(38.7)	(2.2)	9.4	9.6	0.5	0.5	5.1	5.0	2.9	6.5
Bangkok Life Assurance	BLA TB *	Thailand	33.2	25.4	16.7	13.3	1.4	1.3	8.6	10.1	1.5	2.1
Thai Reinsurance	THRE TB	Thailand	na	150.0	51.0	20.4	1.3	1.2	2.1	5.8	1.0	2.9
Thaire Life Assurance	THREL TB	Thailand	56.3	36.0	22.0	16.2	2.1	2.0	10.1	12.9	3.3	4.4
TQM Corporation Pcl	TQM TB *	Thailand	20.7	26.7	28.9	22.8	9.0	8.3	33.9	37.9	2.8	3.5
Average			4.6	25.3	14.2	10.5	1.6	1.5	11.6	12.8	4.0	4.8

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates , using Thanachart normalized EPS

Based on 5 May 2022 closing prices

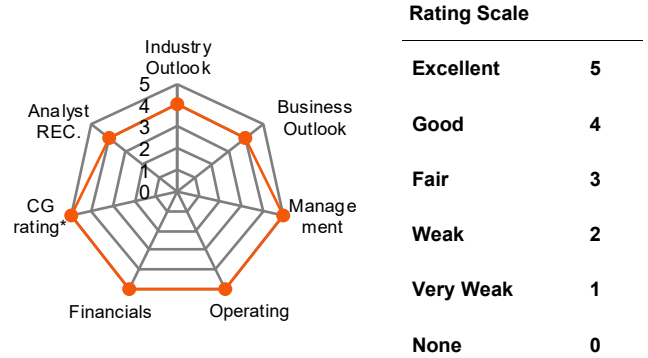
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัทฯ จัดตั้งในปี 1953 ปัจจุบัน TQM เป็นบริษัทนายหน้าประกันภัยรายใหญ่ที่สุดในประเทศไทย TQM ประกอบธุรกิจโดยการถือหุ้นในบริษัทอื่น (Holding Company) โดยปัจจุบันบริษัทฯ มีบริษัทย่อยที่ประกอบธุรกิจหลัก 2 บริษัท (ถือหุ้น 100%) ได้แก่ TQM Broker และ TQM Life นอกจากนี้ บริษัทฯ 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

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * No CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีโครงสร้างพื้นฐาน และช่องทางขายที่แข็งแกร่ง
- ได้ประโยชน์จากขนาด
- เป็นนวัตกรรมผลิตภัณฑ์ที่ต้องใช้ความรู้ความเชี่ยวชาญ
- มีฐานะทางการเงินที่แข็งแกร่งอย่างมาก

O — Opportunity

- โอกาสในการรุกตลาดประกันชีวิต
- ขยายไปยังช่องทางออนไลน์
- การขยายตัวไปยังประเทศเพื่อนบ้าน

W — Weakness

- มากกว่า 80% ของเบี้ยประกัน และรายได้มาจากประกันวินาศภัยรถยนต์ ซึ่งมีความสัมพันธ์อย่างมากกับยอดขายรถยนต์

T — Threat

- เศรษฐกิจชะลอตัว
- การเปลี่ยนแปลงหลักเกณฑ์นโยบายเกี่ยวกับการประกัน

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	67.13	60.00	-11%
Net profit 22F (Bt m)	1,055	997	-5%
Net profit 23F (Bt m)	1,267	1,263	0%
Consensus REC	BUY: 5	HOLD: 0	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- เราให้สมมติฐานค่าธรรมเนียมนายหน้าประกันที่ระมัดระวังมากกว่าตลาด
- ราคาเป้าหมายของเรานั้นต่ำกว่า เนื่องจากเราให้ TQM อิงกับธุรกิจหลักที่มีอยู่ของ TQM

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

Growing premium sales

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	3,083	3,274	3,824	4,343	4,820
Cost of sales	1,517	1,545	1,684	1,783	1,872
Gross profit	1,565	1,729	2,140	2,559	2,947
% gross margin	50.8%	52.8%	56.0%	58.9%	61.2%
Selling & administration expenses	747	781	866	908	937
Operating profit	818	948	1,274	1,651	2,011
% operating margin	26.5%	29.0%	33.3%	38.0%	41.7%
Depreciation & amortization	147	171	78	56	59
EBITDA	965	1,119	1,351	1,708	2,070
% EBITDA margin	31.3%	34.2%	35.3%	39.3%	42.9%
Non-operating income	54	90	69	70	76
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(2)	(2)	(6)	(11)	(16)
Pre-tax profit	869	1,036	1,337	1,711	2,071
Income tax	167	206	267	342	414
After-tax profit	702	830	1,070	1,369	1,657
% net margin	22.8%	25.3%	28.0%	31.5%	34.4%
Shares in affiliates' Earnings	0	(2)	0	0	0
Minority interests	(0)	(1)	(72)	(105)	(120)
Extraordinary items	0	64	0	0	0
NET PROFIT	702	890	997	1,263	1,536
Normalized profit	702	827	997	1,263	1,536
EPS (Bt)	1.2	1.5	1.7	2.1	2.6
Normalized EPS (Bt)	1.2	1.4	1.7	2.1	2.6

BALANCE SHEET

Increasing exposure to personal loans

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	2,130	1,989	2,963	4,146	5,623
Cash & cash equivalent	1,649	1,304	800	800	800
Account receivables	425	514	608	690	766
Inventories	0	118	1,500	2,600	4,000
Others	56	53	55	56	57
Investments & loans	736	1,096	1,616	1,616	1,616
Net fixed assets	94	79	99	117	132
Other assets	647	1,273	1,237	1,226	1,215
Total assets	3,607	4,436	5,915	7,105	8,586
LIABILITIES:					
Current liabilities:	611	729	1,634	2,584	3,540
Account payables	306	423	461	489	513
Bank overdraft & ST loans	11	15	891	1,790	2,701
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	294	292	282	305	326
Total LT debt	597	516	485	474	461
Others LT liabilities	(0)	181	181	181	181
Total liabilities	1,207	1,426	2,301	3,238	4,183
Minority interest	0	334	407	407	527
Preferreds 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	40	210	210	210	210
Retained earnings	453	559	1,090	1,343	1,759
Shareholders' equity	2,400	2,676	3,207	3,460	3,876
Liabilities & equity	3,607	4,436	5,915	7,105	8,586

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	869	1,036	1,337	1,711	2,071
Tax paid	(120)	(201)	(262)	(337)	(409)
Depreciation & amortization	147	171	78	56	59
Chg In working capital	(749)	(91)	(1,436)	(1,155)	(1,451)
Chg In other CA & CL / minorities	(251)	329	(17)	(89)	15
Cash flow from operations	(104)	1,244	(301)	186	285
Capex	(54)	(51)	(50)	(50)	(50)
Right of use	(690)	(7)	(10)	(10)	(10)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(129)	(360)	(520)	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	519	(562)	(33)	(15)	(16)
Cash flow from investments	(353)	(979)	(613)	(75)	(76)
Debt financing	0	4	876	900	911
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(630)	(780)	(766)	(1,011)	(1,120)
Warrants & other surplus	(23)	166	300	0	0
Cash flow from financing	(652)	(610)	410	(111)	(209)
Free cash flow	(158)	1,193	(351)	136	235

Purchased a 44.35% stake
in TQR in April 2022

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	41.0	34.8	28.9	22.8	18.7
Normalized PE - at target price (x)	51.3	43.6	36.1	28.5	23.4
PE (x)	41.0	32.3	28.9	22.8	18.7
PE - at target price (x)	51.3	40.4	36.1	28.5	23.4
EV/EBITDA (x)	28.1	24.6	21.4	17.4	14.8
EV/EBITDA - at target price (x)	35.6	31.0	26.7	21.7	18.3
P/BV (x)	12.0	10.8	9.0	8.3	7.4
P/BV - at target price (x)	15.0	13.5	11.2	10.4	9.3
P/CFO (x)	(277.0)	23.2	(95.8)	154.8	101.1
Price/sales (x)	9.3	8.8	7.5	6.6	6.0
Dividend yield (%)	2.2	2.6	2.8	3.5	4.3
FCF Yield (%)	(0.5)	4.1	(1.2)	0.5	0.8
(Bt)					
Normalized EPS	1.2	1.4	1.7	2.1	2.6
EPS	1.2	1.5	1.7	2.1	2.6
DPS	1.1	1.2	1.3	1.7	2.0
BV/share	4.0	4.5	5.3	5.8	6.5
CFO/share	(0.2)	2.1	(0.5)	0.3	0.5
FCF/share	(0.3)	2.0	(0.6)	0.2	0.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

PE has been de-rated

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	13.7	6.2	16.8	13.6	11.0
Net profit (%)	38.4	26.8	12.0	26.7	21.6
EPS (%)	38.4	26.8	12.0	26.7	21.6
Normalized profit (%)	38.4	17.8	20.7	26.7	21.6
Normalized EPS (%)	38.4	17.8	20.7	26.7	21.6
Dividend payout ratio (%)	91.9	82.5	80.0	80.0	80.0
Operating performance					
Gross margin (%)	50.8	52.8	56.0	58.9	61.2
Operating margin (%)	26.5	29.0	33.3	38.0	41.7
EBITDA margin (%)	31.3	34.2	35.3	39.3	42.9
Net margin (%)	22.8	25.3	28.0	31.5	34.4
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.0	0.2	0.5	0.6
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.7)	(0.4)	0.0	0.3	0.4
Interest coverage - EBIT (x)	390.9	na	225.1	151.8	123.2
Interest coverage - EBITDA (x)	461.3	na	238.8	157.0	126.8
ROA - using norm profit (%)	17.9	20.6	19.3	19.4	19.6
ROE - using norm profit (%)	29.6	32.6	33.9	37.9	41.9
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	29.6	32.7	36.4	41.1	45.2
- asset turnover (x)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
- operating margin (%)	28.3	31.7	35.1	39.6	43.3
- leverage (x)	1.7	1.6	1.8	2.0	2.1
- interest burden (%)	99.8	99.8	99.6	99.4	99.2
- tax burden (%)	80.8	80.1	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	9.5	9.5	9.5	9.5	9.5
ROIC (%)	(166.3)	99.7	73.4	40.1	36.1
NOPAT (Bt m)	660	759	1,019	1,321	1,609
invested capital (Bt m)	761	1,387	3,298	4,450	5,777

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน 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 65 หลักทรัพย์ ได้แก่ AMAT16C2206A , AOT16C2206A , AWC16C2207A , BAM16C2206A , BAM16C2207A , BANP16C2205A , BANP16C2207A , BCH16C2207A , BEC16C2207A , BGRI16C2205A , BLA16C2208A , BLA16C2205A , CBG16C2205A , CBG16C2207A , CHG16C2207A , COM716C2208A , COM716C2205A , CPF16C2205A , DOHO16C2207A , EA16C2205A , EA16C2206A , EA16C2207A , GPSC16C2205A , GPSC16C2206A , GPSC16C2207A , GULF16C2205A , GULF16C2207A , GUNK16C2205A , GUNK16C2206A , GUNK16C2207A , HANA16C2205A , HANA16C2207A , INTU16C2205A , IRPC16C2205A , IVL16C2206A , JMART16C2205A , JMART16C2206A , JMT16C2205A , JMT16C2207A , KBAN16C2208A , KBAN16C2206A , KCE16C2209A , KCE16C2208A , KCE16C2205A , KCE16C2205B , MEGA16C2207A , MINT16C2207A , OR16C2205A , PTT16C2205A , PTTE16C2209A , PTTG16C2207A , RCL16C2208A , RCL16C2205A , RS16C2205A , S5016C2206A , S5016P2206A , S5016P2206B , SAWA16C2205A , SCB16C2208A , SYNE16C2206A , TOP16C2206A , TRUE16C2205A , TRUE16C2205B , TTA16C2208A , TTA16C2207A , (underlying securities are AMATA , AOT , AWC , BAM , BANPU , BBL , BCH , BEC , BGRIM , BLA , CBG , CHG , COM7 , CPF , DOHOME , EA , GPSC , GULF , GUNKUL , HANA , INTUCH , IRPC , IVL , JMART , JMT , KBANK , KCE , MEGA , MINT , OR , PTT , PTTEP , PTTGC , RCL , RS , SAWAD , SCB , SET50 , TOP , TRUE , TTA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรสมิล 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 มีการรวมกัน ได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมกัน ได้แก่ นางอติวัน ไตรรงค์ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สหกลีโควิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลีโควิปเมนท์ 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 นิการุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบโต
พัทธดนย์ บุณนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน
สรชดา สรทรง
Tel: 662-779-9106
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

พลังงาน, ปิโตรเคมี
ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
Tel: 662-779-9110
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
อดิศักดิ์ ผู้พัฒนทรัพย์กุล, CFA
Tel: 662-779-9120
adisak.phu@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล
Tel: 662-483-8304
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

Thematic Research, กระดาษ
จักร เรืองสินภิญญา
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย
พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์
Tel: 662-779-9109
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา
ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
Tel: 662-779-9112
saksid.pha@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพล
ลาภินี ทิพยมณฑล
Tel: 662-779-9115
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

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

วิเคราะห์เชิงปริมาณ
สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์
Tel: 662-483-8303
sittichet.run@thanachartsec.co.th

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

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้าน
รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม
ศิริพร อรุโณทัย
Tel: 662-779-9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

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

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

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล
Tel: 662-779-9108
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต
Tel: 662-779-9117
sunset.rak@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล
Tel: 662-779-9118
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี
Tel: 662-779-9116
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
Tel: 662-779-9114
varathip.run@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