

BUY (Unchanged)

TP: Bt 38.00

(From: Bt 60.00)

Change in Numbers

Upside : 15.2%

30 MARCH 2023

TQM Alpha Pcl (TQM TB)

อยู่ในช่วงเปลี่ยนผ่าน

TQM ก้าวไปไกลกว่าการประกัน ด้วยมีแผนนำบริษัทย่อยเข้าตลาดตั้งแต่นั้นปี 2024 แม้บริษัทนายหน้าประกันจะยังคงเป็นตัวหนุนหลัก แต่การเติบโตของธุรกิจประกันที่ชะลอตัวลง และฐานต้นทุนที่สูงขึ้นรองรับธุรกิจใหม่ ทำให้เราปรับกำไรปี 2023-25F ลงโดยเฉลี่ย 32% ด้วยเห็น upside 15% จากราคาเป้าหมายที่ต่ำลงเหลือ 38 บาท เราจึงยังคงแนะนำ “ซื้อ” TQM



SARACHADA SORSONG

662 – 779 9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th



ธุรกิจประกัน: พื้นตัวจากช่วงโควิด

ด้วยผลของการไม่มีกรรมกรโควิด และการสูญเสียเบี้ยประกันจากบริษัทประกันที่ปิดกิจการ ยอดขายประกันต่ออายุของ TQM ในปีก่อนจึงอ่อนแอมาก แต่ด้วยไม่มีผลของฐานที่สูง การขายประกันของ TQM จึงมีแนวโน้มฟื้นตัวชัดเจน เราคาดว่ายอดขายเบี้ยประกันจะเติบโตที่ 11% ในปีนี้ และ 8% ต่อปี ในปี 2024-25F ปัจจัยหนุนการเติบโตของเบี้ยประกัน คือประกันรถยนต์ (Motor Insurance) ที่เติบโต 4% ประกันภัยทั่วไป (Non-Motor) ที่เติบโตเฉลี่ย 22% ต่อปี จากประสบความสำเร็จในการเพิ่มประกันสุขภาพ PA การเดินทาง และที่อยู่อาศัย และประกันชีวิตที่เติบโต 20%

ธุรกิจสินเชื่อและเทคโนโลยีใหม่: เริ่มขยายใหญ่

ตั้งแต่ปลายปี 2021 บริษัท อีซี เอลดิง (EL) กลายเป็นบริษัทในเครือด้านธุรกิจการเงินของ TQM EL ให้สินเชื่อผ่อนค่าเบี้ยประกันภัย 1.2 พันลบ. ในปีที่แล้ว โดยทำกำไรได้แล้วและไม่มี NPL EL กำลังขยายสินเชื่อที่นอกเหนือจากสินเชื่อที่เกี่ยวกับประกันภัย โดยมีเป้าการเติบโตของสินเชื่อที่ 3 พันลบ. ในปีนี้ และ 5 พันลบ. ในปี 2024 แม้ว่าจะเลือกสินเชื่อที่ไม่มีหลักประกัน แต่ EL มีแผนที่จะจำกัดความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์ผ่านเงื่อนไขการให้กู้ยืมที่รอบคอบและการแบ่งปันข้อมูลจากพันธมิตรทางธุรกิจ ขณะเดียวกัน ได้มีการวางรากฐานแพลตฟอร์มเทคโนโลยี และกลุ่มมีเป้าหมายที่จะรับรู้รายได้โดยให้บริการแอปพลิเคชันด้านไอทีและบริการเอาท์ซอร์สแก่ตัวแทนประกันภัยและบริษัทประกันภัย

ปรับลดกำไรและราคาเป้าหมาย

เราปรับกำไรของ TQM ลงโดยเฉลี่ย 32% ต่อปี ในปี 2023-25F การปรับลดดังกล่าวเพื่อสะท้อนยอดขายเบี้ยประกันภัยที่ลดลง เนื่องจากการรวมตลาด (consolidation) ของธุรกิจประกันวินาศภัยหลังโควิดท่ามกลางการแข่งขันที่รุนแรงและค่าใช้จ่ายหลังบ้านที่สูงขึ้นเพื่อรองรับการจัดตั้งธุรกิจใหม่ เราได้รวมธุรกิจสินเชื่อส่วนบุคคลที่เติบโตในประมาณการของเราแล้ว ด้วยรอยละเอียดยุบรวมความร่วมมือในเรื่องสินเชื่อที่ไม่เกี่ยวกับประกัน เราจึงให้สมมติฐานที่ระมัดระวังมากกว่าเป้าหมายของ TQM ขณะที่เราคิดว่าอาจต้องใช้เวลากว่าที่ธุรกิจแพลตฟอร์มเทคโนโลยีจะสร้างกำไรอย่างมีนัยสำคัญให้แก่กลุ่ม ด้วยกำไรส่วนใหญ่ยังคงมาจากธุรกิจประกัน เราจึงคาดว่ากำไรจะเติบโตที่ 13-14% ในปี 2023-24F ก่อนเพิ่มขึ้นเป็น 17% ในปี 2025F จากการปรับลดกำไรของเรา เราจึงปรับลดราคาเป้าหมายปีฐาน 2023F ลงเหลือ 38 บาท จาก 60 บาท

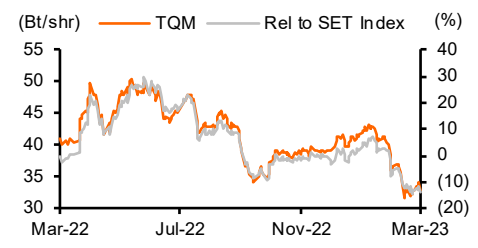
คงคำแนะนำ “ซื้อ”

ด้วยผลการดำเนินงานที่น่าผิดหวังในปี 2022 ราคาหุ้นของ TQM จึงลดลง 25% จากจุดสูงสุดในเดือนกุมภาพันธ์ที่ 43.75 บาท และกำลังซื้อขายที่ 2023F PE ที่ 22 เท่า ซึ่งลดลง 33% จาก PE เฉลี่ยห้าปีที่ 32 เท่า เราเชื่อว่าตำแหน่งผู้นำตลาดของ TQM และให้ ROE ที่สูงกว่า 30% จะช่วยให้ TQM สามารถซื้อขายในระดับที่สูงกว่าตลาดได้ ด้วยมี upside 15% และให้อัตราผลตอบแทนปันผลที่ 4% เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” TQM

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	3,590	3,831	4,052	4,326
Net profit	809	916	1,048	1,232
Consensus NP	—	904	1,050	1,322
Diff frm cons (%)	—	1.3	(0.2)	(6.8)
Norm profit	809	916	1,048	1,232
Prev. Norm profit	—	1,263	1,536	1,831
Chg frm prev (%)	—	(27.5)	(31.8)	(32.7)
Norm EPS (Bt)	1.3	1.5	1.7	2.1
Norm EPS grw (%)	(2.1)	13.2	14.3	17.6
Norm PE (x)	24.5	21.6	18.9	16.1
EV/EBITDA (x)	15.8	15.6	14.5	12.7
P/BV (x)	7.7	7.3	7.0	6.5
Div yield (%)	3.6	4.1	4.7	5.5
ROE (%)	28.4	34.6	37.7	41.9
Net D/E (%)	(22.5)	(14.1)	(3.3)	(1.6)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price: (Bt) as of 30-Mar-23	33.00
Market Cap (US\$ m)	578.2
Listed Shares (m shares)	600.0
Free Float (%)	41.4
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	1.8
12M Price H/L (Bt)	50.25/31.75
Sector	Insurance
Major Shareholder	Eternal Growth Corp Ltd 51.2%

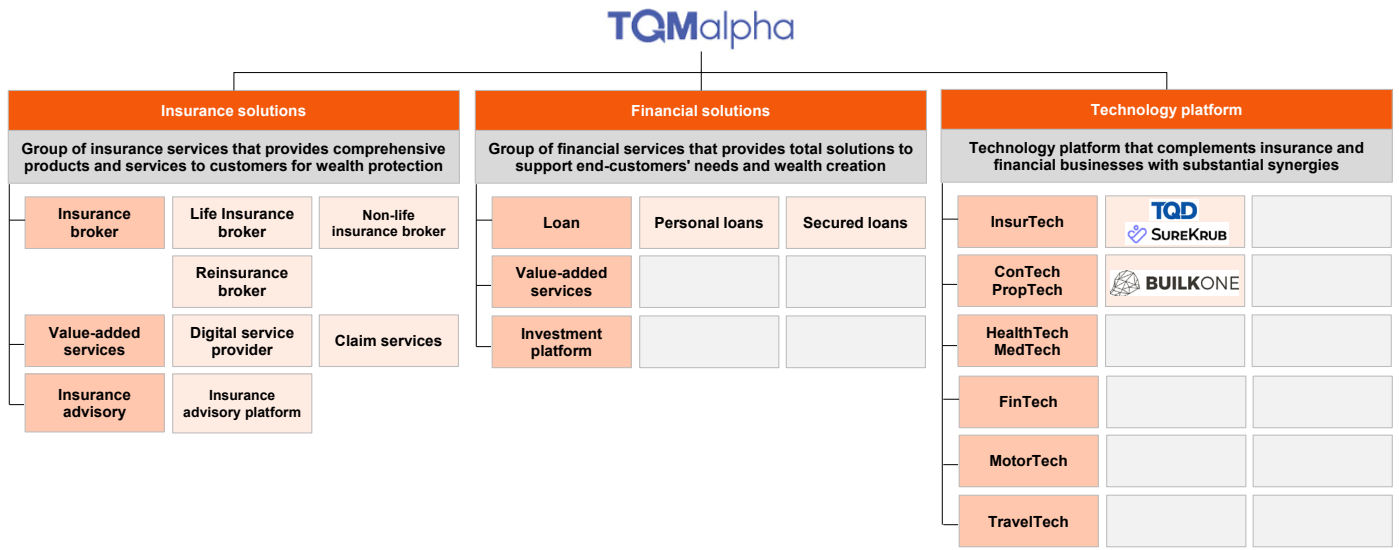
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P7

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

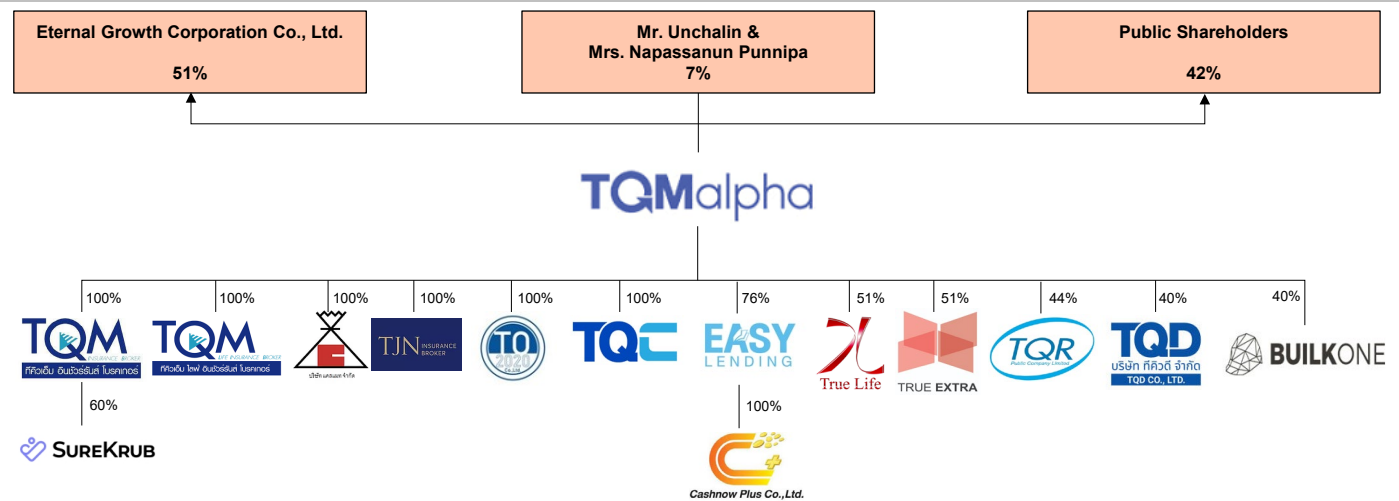
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไม่เข้าข่าย ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: TQM's New Holding Structure Under Its New Company Name TQM Alpha



Source: Company data

Ex 2: TQM's 14 Affiliates And Subsidiaries



Source: Company data

Ex 3: Earnings Revisions

	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Net profits (Bt m)							
- New	507.23	702.00	890.43	809.29	916.18	1,047.51	1,232.09
- Old					1,263.42	1,536.25	1,830.96
- Change (%)					(27.48)	(31.81)	(32.71)
Premium sales (Bt bn)							
- New	12.80	15.02	17.51	18.04	20.00	21.55	23.29
- Old					22.56	25.58	29.19
- Change (%)					(11.35)	(15.74)	(20.23)
Brokerage and service revenues (Bt bn)							
- New	2.71	3.08	3.50	3.59	3.83	4.05	4.33
- Old					4.34	4.82	5.33
- Change (%)					(11.79)	(15.94)	(18.79)
SG&A expenses (Bt m)							
- New	701.92	747.38	854.56	923.65	950.10	977.33	1,005.36
- Old					907.94	936.59	966.11
- Change (%)					4.64	4.35	4.06
EL's personal loans (Bt bn)							
- New	—	—	—	1.20	2.60	4.00	5.00
- Old					2.60	4.00	4.72
- Change (%)					—	—	5.87

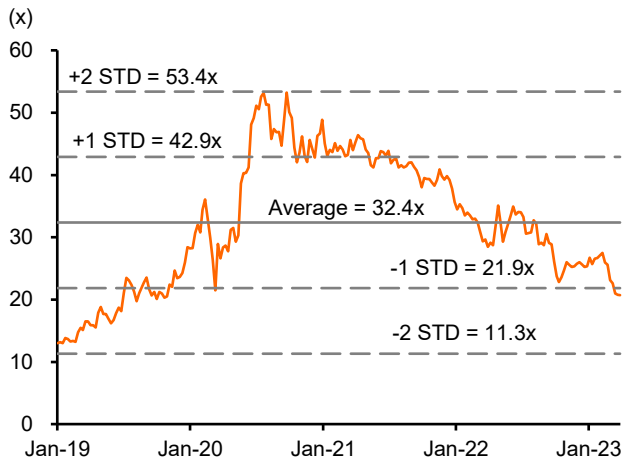
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2023F

(Bt m)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Terminal Value
EBITDA	1,215	1,340	1,530	1,731	1,946	2,187	2,448	2,729	3,034	3,365	3,724	3,724
Free cash flow	1,044	1,206	1,397	1,599	1,821	2,047	2,317	2,573	2,848	3,143	3,461	37,160
PV of free cash flow	1,044	988	1,035	1,072	1,081	1,094	1,115	1,116	1,113	1,106	1,044	11,211
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.0											
WACC (%)	10.5											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value, incl. investments*	23,019											
Net debt (2022)	(712)											
Minority Interest	587											
Equity value (Bt m)	23,143											
No. of shares (m)	600											
Target price/share (Bt)	38.00											

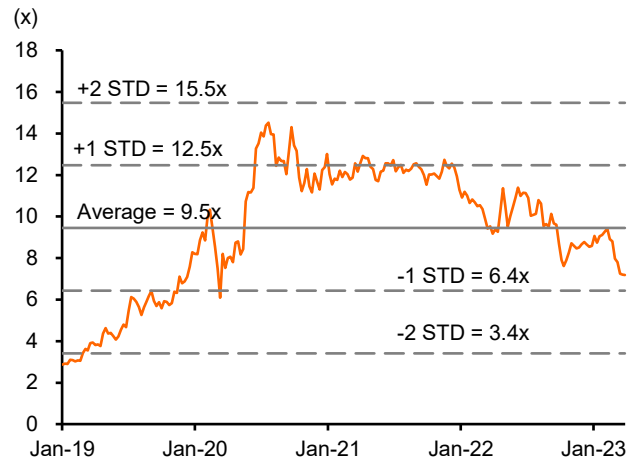
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: STD PE



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 6: STD P/BV



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 7: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG Code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		— ROE —		— Div. Yield —	
			23F (%)	24F (%)	23F (x)	24F (x)	23F (x)	24F (x)	23F (%)	24F (%)	23F (%)	24F (%)
China Life Insurance	601628 CH	China	58.6	11.2	18.2	16.4	1.8	1.6	10.8	11.4	2.1	2.4
China Pacific Insurance	601601 CH	China	19.0	14.1	8.5	7.4	1.0	0.9	12.3	13.3	4.5	5.1
Ping An Insurance Group	601318 CH	China	49.3	14.1	6.3	5.6	0.9	0.8	13.9	14.5	5.7	6.3
China Life Insurance	2628 HK	Hong Kong	64.1	14.0	6.6	5.8	0.7	0.6	10.5	10.9	5.4	6.1
China Reinsurance Group	1508 HK	Hong Kong	213.3	10.1	4.0	3.6	0.2	0.2	6.3	6.5	7.6	8.4
Ping An Insurance Group	2318 HK	Hong Kong	51.7	17.4	7.0	5.9	1.0	0.9	14.4	15.3	5.2	5.8
LPI Capital	LPI MK	Malaysia	15.2	(0.6)	15.1	15.2	2.1	2.0	13.7	14.4	5.2	5.4
Dongbu Insurance	005830 KS	South Korea	(4.7)	(0.3)	4.8	4.8	0.8	0.7	18.2	16.5	6.1	6.5
Hyundai Marine & Fire	001450 KS	South Korea	(1.1)	15.9	4.8	4.1	0.6	0.5	15.3	14.7	6.3	6.8
Meritz Fire & Marine	000060 KS	South Korea	17.0	na	6.0	na	3.9	na	74.2	na	1.6	1.2
Samsung Fire & Marine	000810 KS	South Korea	(1.3)	8.8	7.0	6.4	0.6	0.6	10.3	10.3	6.6	7.0
Cathay Financial Holding	2882 TT	Taiwan	94.0	8.8	8.3	7.6	0.9	0.7	12.5	9.6	4.3	4.8
China Life Insurance	2823 TT	Taiwan	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Shin Kong Financial	2888 TT	Taiwan	555.0	na	12.9	na	0.6	na	na	na	na	na
Bangkok Life Assurance	BLA TB *	Thailand	23.0	34.7	12.3	9.1	1.0	0.9	8.5	10.7	2.0	3.0
Thai Reinsurance	THRE TB	Thailand	na	na	4.6	25.5	1.1	1.2	3.5	4.0	15.7	2.9
Thaire Life Assurance	THREL TB	Thailand	15.4	16.7	14.1	12.1	1.7	1.6	12.1	13.4	5.0	5.7
TQM Alpha Pcl	TQM TB *	Thailand	13.2	14.3	21.6	18.9	7.3	7.0	34.6	37.7	4.1	4.7
Average			73.9	12.8	9.5	9.9	1.5	1.4	16.9	13.6	5.5	5.1

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates , using Thanachart normalized EPS

Based on 30 Mar 2023 closing prices

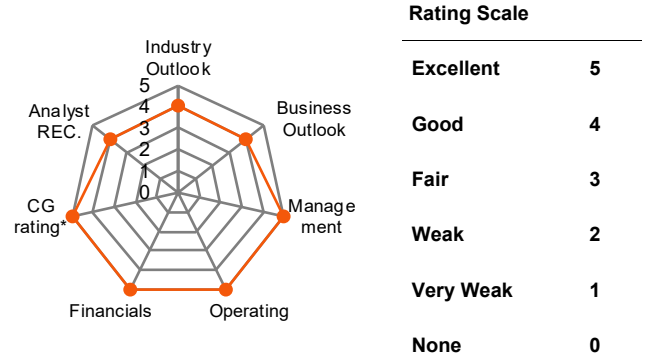
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท จัดตั้งในปี 1953 ปัจจุบัน TQM เป็นบริษัทนายหน้าประกันภัยรายใหญ่ที่สุดในประเทศไทย TQM เสนอขายหุ้นให้แก่ประชาชนทั่วไปในวันที่ 20 ธ.ค.2018 กลุ่มบริษัท ได้ขยายธุรกิจนอกเหนือจากธุรกิจนายหน้าประกันภัยภายใต้ชื่อบริษัทใหม่ TQM Alpha ในปี 2022 โดย TQM Alpha จะประกอบด้วย 3 หน่วยธุรกิจ 1) นายหน้าประกันภัย 2) โซลูชันทางการเงิน และ 3) แพลตฟอร์มเทคโนโลยี

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)	45.00	38.00	-16%
Net profit 23F (Bt m)	904	916	1%
Net profit 24F (Bt m)	1,050	1,048	0%
Consensus REC	BUY: 4	HOLD: 1	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการของเราใกล้เคียงกับของตลาด แต่อย่างไรก็ตาม ด้วยเรื่องราวการเติบโตที่ชะลอตัว เราจึงไม่คาดว่า TQM จะซื้อขายที่ PE ที่สูงเท่าแต่ก่อน ดังนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่า

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

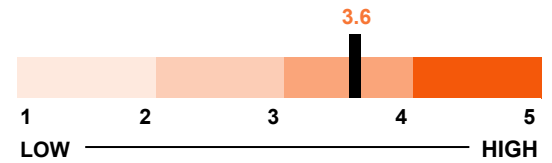
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การชะลอตัวของยอดขายรถยนต์ในประเทศ และการเติบโตของสายการผลิตใหม่ที่ชะลอตัวลงเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- การแข่งขันด้านราคาที่รุนแรง เป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- การฉีกกำลังกับ TQR ที่ไม่เป็นไปตามที่วางแผนไว้ จะเป็นความเสี่ยงด้านลบต่อราคาเป้าหมายของเรา

Source: Thanachart

ในฐานะนายหน้าประกันภัยรายใหญ่ที่สุดที่มีพนักงานมากกว่า 3,000 คน TQM จึงส่งผลกระทบต่อสภาพแวดล้อม บริษัทฯ ตระหนักถึงความรับผิดชอบต่อสังคมและชุมชนในการดูแลสิ่งแวดล้อมรวมถึงทรัพยากรธรรมชาติ เราให้คะแนน ESG แก่ TQM ที่ 3.62

Thanachart ESG Rating



	SETTHSI Index	THSI Index	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	Arabesque S-Ray (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
TQM	YES	YES	-	-	49.03	50.24	17.34	-	5.0

Sources: SETTRADE, SETTHSI Index, Thailand Sustainability Investment (THSI), The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, Arabesque S-Ray®, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)

Note: Please see third party on "term of use" in the following back page.

Factors Our Comments

ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)

- นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม
- การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า
- การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก
- การบริหารจัดการน้ำ
- การบริหารจัดการของเสีย

- TQM กำหนดนโยบายการจัดการก๊าซเรือนกระจก และมีเป้าหมายลดการปล่อยก๊าซให้ได้ 3% ภายในปี 2030
- TQM กำหนดนโยบายเพื่อปลูกจิตสำนึกให้พนักงานทุกระดับในการลดการใช้กระดาษ ได้แก่ การนำกระดาษกลับมาใช้ซ้ำ ทบทวนการพิมพ์เอกสารตามความจำเป็นเป็นประจำ การจัดเก็บเอกสารในรูปแบบอิเล็กทรอนิกส์ รวมทั้งเพิ่มช่องทางอิเล็กทรอนิกส์ในการรับ-ส่งเอกสารระหว่างคู่ค้า พนักงาน และลูกค้า เช่น ทางเครือข่ายข้อมูล หรือ FTP (File Transfer Protocol) และอีเมล เป็นต้น ทำให้ลดการใช้กระดาษและประหยัดค่าใช้จ่ายภายในบริษัท
- ผลการประเมินโดยเฉลี่ยสำหรับความตระหนักในการปกป้องสิ่งแวดล้อมในปี 2020 อยู่ที่ 81% เทียบกับ 85% ในปี 2021 บริษัทฯ คาดว่าคะแนนเฉลี่ยในปี 2022 จะอยู่ที่ 89%

ด้านสังคม (SOCIAL)

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- TQM มีแนวปฏิบัติเพื่อส่งเสริมและสนับสนุนให้มีการปฏิบัติตามหลักการสิทธิมนุษยชนขั้นพื้นฐานและความเสมอภาค เพื่อไม่เลือกปฏิบัติทางเชื้อชาติ สัญชาติ ศาสนา ภาษา สีผิว เพศ อายุ การศึกษา สภาพร่างกาย หรือสถานะทางสังคม โดยต้องมั่นใจว่า พนักงานสามารถทำงานร่วมกันในสภาพแวดล้อมที่ปลอดภัยและมีความสุข
- นอกจากนี้ TQM ได้ประสานงานกับศูนย์พัฒนาอาชีพคนพิการตั้งแต่ปี 2010 เพื่อว่าจ้างผู้พิการเป็นพนักงานประจำของบริษัทฯ
- บริษัทฯ ได้บริจาคเงินจำนวนมากและดำเนินโครงการ CSR เช่น การให้ประกันฟรีแก่ประชาชนที่มีอาการไม่พึงประสงค์จากวัคซีน การบริจาคถุงยังชีพบรรจุสิ่งของจำเป็นจำนวน 1,000 ชุด ให้กับประชาชนที่อาศัยอยู่ในชุมชนใกล้สำนักงานใหญ่ของบริษัทฯ และมอบกรมธรรม์ประกันอุบัติเหตุ 407 ให้กับเจ้าหน้าที่ตำรวจ สน.โคกคราม และสถานีตำรวจนครบาลโชคชัย ต่อเนื่องเป็นปีที่ 13

ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- คณะกรรมการของ TQM มีสมาชิก 10 คน ในจำนวนนี้เป็นกรรมการอิสระ 5 คน
- บริษัทฯ ได้รับคะแนนการกำกับดูแลกิจการระดับ 5 ดาว หรือรายงานการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGR) ระดับ "ดีเยี่ยม" จากการประเมินของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) เป็นปีที่สองติดต่อกันในปี 2021
- TQM ตระหนักถึงความสำคัญของการจัดการวิกฤตต่างๆ จึงได้กำหนดแผนความต่อเนื่องทางธุรกิจในระดับองค์กรเพื่อจัดการกับความเสี่ยงที่สำคัญ
- บริษัทฯ เป็นหนึ่งในโบรกเกอร์รายแรกๆ ในประเทศไทยที่ลงทุนในเทคโนโลยีขั้นสูงเพื่อรองรับเทคโนโลยีประกันภัย

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

We expect a recovery in premium sales

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	3,498	3,590	3,831	4,052	4,326
Cost of sales	1,606	1,691	1,773	1,843	1,897
Gross profit	1,893	1,899	2,057	2,209	2,430
% gross margin	54.1%	52.9%	53.7%	54.5%	56.2%
Selling & administration expenses	855	924	950	977	1,005
Operating profit	1,038	975	1,107	1,232	1,424
% operating margin	29.7%	27.2%	28.9%	30.4%	32.9%
Depreciation & amortization	177	230	129	130	127
EBITDA	1,215	1,205	1,236	1,361	1,551
% EBITDA margin	34.7%	33.6%	32.3%	33.6%	35.8%
Non-operating income	121	137	144	188	227
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(2)	(2)	(9)	(11)	(13)
Pre-tax profit	1,157	1,110	1,242	1,409	1,639
Income tax	230	226	248	282	328
After-tax profit	927	885	994	1,127	1,311
% net margin	26.5%	24.6%	25.9%	27.8%	30.3%
Shares in affiliates' Earnings	(2)	1	3	5	10
Minority interests	(99)	(76)	(81)	(85)	(89)
Extraordinary items	64	0	0	0	0
NET PROFIT	890	809	916	1,048	1,232
Normalized profit	827	809	916	1,048	1,232
EPS (Bt)	1.5	1.3	1.5	1.7	2.1
Normalized EPS (Bt)	1.4	1.3	1.5	1.7	2.1

BALANCE SHEET

Growing lending under Easy Lending

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
ASSETS:					
Current assets:	2,498	2,461	2,772	3,292	3,691
Cash & cash equivalent	1,720	1,124	1,000	1,000	1,000
Account receivables	603	848	840	888	948
Inventories	118	428	867	1,333	1,667
Others	56	61	66	71	76
Investments & loans	1,096	1,206	1,206	1,206	1,206
Net fixed assets	83	99	91	82	76
Other assets	1,307	1,138	1,128	1,118	1,107
Total assets	4,984	4,903	5,197	5,697	6,079
LIABILITIES:					
Current liabilities:	784	1,110	1,216	1,617	1,705
Account payables	535	482	486	505	520
Bank overdraft & ST loans	15	412	522	885	940
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	234	216	208	227	245
Total LT debt	549	444	403	388	374
Others LT liabilities	181	191	191	191	191
Total liabilities	1,514	1,745	1,810	2,195	2,271
Minority interest	336	587	668	668	757
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	668	(2)	(2)	(2)	(2)
Retained earnings	559	666	814	930	1,147
Shareholders' equity	3,134	2,570	2,719	2,834	3,052
Liabilities & equity	4,984	4,903	5,197	5,697	6,079

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Earnings before tax	1,157	1,110	1,242	1,409	1,639
Tax paid	(212)	(251)	(243)	(277)	(323)
Depreciation & amortization	177	230	129	130	127
Chg In working capital	(67)	(608)	(426)	(496)	(379)
Chg In other CA & CL / minorities	160	181	(15)	(71)	18
Cash flow from operations	1,215	662	686	695	1,082
Capex	(57)	(134)	(100)	(100)	(100)
Right of use	(26)	(8)	(10)	(10)	(10)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(360)	(110)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(549)	(31)	(42)	(16)	(13)
Cash flow from investments	(992)	(283)	(152)	(126)	(123)
Debt financing	4	397	109	363	56
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(821)	(804)	(768)	(932)	(1,014)
Warrants & other surplus	665	(569)	0	0	0
Cash flow from financing	(152)	(976)	(658)	(569)	(959)
Free cash flow	1,158	528	586	595	982

Increasing borrowings to support financial solutions business

VALUATION

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Normalized PE (x)	24.0	24.5	21.6	18.9	16.1
Normalized PE - at target price (x)	27.6	28.2	24.9	21.8	18.5
PE (x)	22.2	24.5	21.6	18.9	16.1
PE - at target price (x)	25.6	28.2	24.9	21.8	18.5
EV/EBITDA (x)	14.9	15.8	15.6	14.5	12.7
EV/EBITDA - at target price (x)	17.4	18.3	18.1	16.7	14.7
P/BV (x)	6.3	7.7	7.3	7.0	6.5
P/BV - at target price (x)	7.3	8.9	8.4	8.0	7.5
P/CFO (x)	16.3	29.9	28.8	28.5	18.3
Price/sales (x)	5.7	5.5	5.2	4.9	4.6
Dividend yield (%)	3.7	3.6	4.1	4.7	5.5
FCF Yield (%)	5.8	2.7	3.0	3.0	5.0
(Bt)					
Normalized EPS	1.4	1.3	1.5	1.7	2.1
EPS	1.5	1.3	1.5	1.7	2.1
DPS	1.2	1.2	1.4	1.6	1.8
BV/share	5.2	4.3	4.5	4.7	5.1
CFO/share	2.0	1.1	1.1	1.2	1.8
FCF/share	1.9	0.9	1.0	1.0	1.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Growth Rate					
Sales (%)	13.5	2.6	6.7	5.8	6.8
Net profit (%)	26.8	(9.1)	13.2	14.3	17.6
EPS (%)	26.8	(9.1)	13.2	14.3	17.6
Normalized profit (%)	17.8	(2.1)	13.2	14.3	17.6
Normalized EPS (%)	17.8	(2.1)	13.2	14.3	17.6
Dividend payout ratio (%)	82.5	89.0	89.0	89.0	89.0
Operating performance					
Gross margin (%)	54.1	52.9	53.7	54.5	56.2
Operating margin (%)	29.7	27.2	28.9	30.4	32.9
EBITDA margin (%)	34.7	33.6	32.3	33.6	35.8
Net margin (%)	26.5	24.6	25.9	27.8	30.3
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.1	0.2	0.3	0.2
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.5)	(0.2)	(0.1)	(0.0)	(0.0)
Interest coverage - EBIT (x)	424.4	na	127.8	113.9	111.3
Interest coverage - EBITDA (x)	496.9	na	142.7	125.8	121.2
ROA - using norm profit (%)	19.2	16.4	18.1	19.2	20.9
ROE - using norm profit (%)	29.9	28.4	34.6	37.7	41.9
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	33.5	31.0	37.6	40.6	44.5
- asset turnover (x)	0.8	0.7	0.8	0.7	0.7
- operating margin (%)	33.1	31.0	32.7	35.0	38.2
- leverage (x)	1.6	1.7	1.9	2.0	2.0
- interest burden (%)	99.8	99.8	99.3	99.2	99.2
- tax burden (%)	80.1	79.7	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5
ROIC (%)	109.2	54.4	47.7	44.0	41.9
NOPAT (Bt m)	832	777	886	985	1,139
invested capital (Bt m)	1,428	1,859	2,240	2,719	2,992

Sources: Company data, Thanachart estimates

ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

SETTRADE: You acknowledge that the use of data, information or service displayed and/or contained in this website may require third party's data, content or software which is subject to the terms of third party provider. By accessing and/or using of such certain data, you acknowledge and agree to comply with and be bound by the applicable third party terms specified below.

ESG Scores by Third Party data from www.SETTRADE.com

1. MSCI (CCC- AAA)
2. Arabesque S-Ray (0-100)
3. Refinitiv (0-100)
4. S&P Global (0-100)
5. Moody's ESG Solutions (0-100)

SET THSI Index (SETTHSI)

Nowadays, long-term investment tends to be more focused on sustainable companies. The financial statement performance and the consideration in environmental, social and governance (ESG) perspective are keys aspects for analysis.

SET has created a Thailand Sustainability Investment (THSI) list since 2015 for using as an alternative investment in the high performance ESG stocks for investors while, supporting the sustainable Thai companies. SET defines the sustainable companies as the companies that embrace risk management, supply chain management and innovations together with responsibility for environmental, social and governance aspects

As a result, SET has created the SETTHSI for the purpose of indicating the price of these sustainable companies that pass the market capital size and liquidity criteria.

Arabesque S-Ray®

The S-Ray data here is published with a 3 month delay. For the latest data, please contact sray@arabesque.com

Arabesque S-Ray® is a service (the "Service") provided by Arabesque S-Ray GmbH ("Arabesque S-Ray") and its branch and subsidiary companies. Arabesque S-Ray is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organized under the laws of Germany with registered number HRB 113087 in the commercial register of the local court with its seat and business address at Zeppelinallee 15, 60325 Frankfurt am Main, Germany. The Service is unconnected to any of the asset management activities conducted within the wider group of Arabesque companies, and is not investment advice or a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in investment services. RELIANCE - Arabesque S-Ray makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein, and accepts no liability for any loss, of whatever kind, howsoever arising, in relation thereto, and nothing contained herein should be relied upon. ENQUIRIES - Any enquiries in respect of this document should be addressed to Arabesque S-Ray.

Arabesque S-Ray® - The ESG Score, ranging from 0 to 100, identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long run, based on the principles of financial materiality. That is, when computing the ESG Score of a company, the algorithm will only use information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by overweighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis to stay up-to-date

MSCI ESG Research LLC

"Certain information @2021 MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission"

"Although [User ENTITY NAME's] information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, non of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

Score range	Description
CCC - B	LAGGARD: A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	AVERAGE : A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	LEADER: A company leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) are a family of best-in-class benchmarks for investors who have recognized that sustainable business practices are critical to generating long-term shareholder value and who wish to reflect their sustainability convictions in their investment portfolios. The family was launched in 1999 as the first global sustainability benchmark and tracks the stock performance of the world's leading companies in terms of economic, environmental and social criteria. Created jointly by S&P Dow Jones Indices and SAM, the DJSI combine the experience of an established index provider with the expertise of a specialist in Sustainable Investing to select the most sustainable companies from across 61 industries. The indices serve as benchmarks for investors who integrate sustainability considerations into their portfolios, and provide an effective engagement platform for investors who wish to encourage companies to improve their corporate sustainability practices.

S&P Global Market Intelligence

Copyright © 2021, S&P Global Market Intelligence (and its affiliates as applicable). Reproduction of any information, opinions, views, data or material, including ratings ("Content") in any form is prohibited except with the prior written permission of the relevant party. Such party, its affiliates and suppliers ("Content Providers") do not guarantee the accuracy, adequacy, completeness, timeliness or availability of any Content and are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, or for the results obtained from the use of such Content. In no event shall Content Providers be liable for any damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including lost income or lost profit and opportunity costs) in connection with any use of the Content. A reference to a particular investment or security, a rating or any observation concerning an investment that is part of the Content is not a recommendation to buy, sell or hold such investment or security, does not address the suitability of an investment or security and should not be relied on as investment advice. Credit ratings are statements of opinions and are not statements of fact.

ESG risk combines the concepts of management and exposure to arrive at an absolute assessment of ESG risk. We identify five categories of ESG risk severity that could impact a company's enterprise value

Moody's ESG Solutions

© 2022 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. and/or their licensors and affiliates (collectively, "MOODY'S"). All rights reserved.

CREDIT RATINGS ISSUED BY MOODY'S CREDIT RATINGS AFFILIATES ARE THEIR CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES, AND MATERIALS, PRODUCTS, SERVICES AND INFORMATION PUBLISHED BY MOODY'S (COLLECTIVELY, "PUBLICATIONS") MAY INCLUDE SUCH CURRENT OPINIONS. MOODY'S DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT OR IMPAIRMENT. SEE APPLICABLE MOODY'S RATING SYMBOLS AND DEFINITIONS PUBLICATION FOR INFORMATION ON THE TYPES OF CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS ADDRESSED BY MOODY'S CREDIT RATINGS. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS, NON-CREDIT ASSESSMENTS ("ASSESSMENTS"), AND OTHER OPINIONS INCLUDED IN MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. MOODY'S PUBLICATIONS MAY ALSO INCLUDE QUANTITATIVE MODEL-BASED ESTIMATES OF CREDIT RISK AND RELATED OPINIONS OR COMMENTARY PUBLISHED BY MOODY'S ANALYTICS, INC. AND/OR ITS AFFILIATES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT CONSTITUTE OR PROVIDE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT AND DO NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MOODY'S ISSUES ITS CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS AND OTHER OPINIONS AND PUBLISHES ITS PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS, AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS OR PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT MOODY'S PRIOR WRITTEN CONSENT.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY ANY PERSON AS A BENCHMARK AS THAT TERM IS DEFINED FOR REGULATORY PURPOSES AND MUST NOT BE USED IN ANY WAY THAT COULD RESULT IN THEM BEING CONSIDERED A BENCHMARK.

All information contained herein is obtained by MOODY'S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. MOODY'S adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources MOODY'S considers to be reliable including, when appropriate, independent third-party sources. However, MOODY'S is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the rating process or in preparing its Publications.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability to any person or entity for any indirect, special, consequential, or incidental losses or damages whatsoever arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information, even if MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers is advised in advance of the possibility of such losses or damages, including but not limited to: (a) any loss of present or prospective profits or (b) any loss or damage arising where the relevant financial instrument is not the subject of a particular credit rating assigned by MOODY'S.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability for any direct or compensatory losses or damages caused to any person or entity, including but not limited to by any negligence (but excluding fraud, willful misconduct or any other type of liability that, for the avoidance of doubt, by law cannot be excluded) on the part of, or any contingency within or beyond the control of, MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers, arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information.

NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY CREDIT RATING, ASSESSMENT, OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY'S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.

Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc. have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc. for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from \$1,000 to approximately \$5,000,000. MCO and Moody's Investors Service also maintain policies and procedures to address the independence of Moody's Investors Service credit ratings and credit rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold credit ratings from Moody's Investors Service and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is stated annually at www.moody.com under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy." Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors.

Additional terms for Japan only: Moody's Japan K.K. ("MJKK") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Group Japan G.K., which is wholly-owned by Moody's Overseas Holdings Inc., a wholly-owned subsidiary of MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of MJKK. MSFJ is not a Nationally Recognized Statistical Rating Organization ("NRSRO"). Therefore, credit ratings assigned by MSFJ are Non-NRSRO Credit Ratings. Non-NRSRO Credit Ratings are assigned by an entity that is not a NRSRO and, consequently, the rated obligation will not qualify for certain types of treatment under U.S. laws. MJKK and MSFJ are credit rating agencies registered with the Japan Financial Services Agency and their registration numbers are FSA Commissioner (Ratings) No. 2 and 3 respectively.

Additional terms for Hong Kong only: Any Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the Hong Kong Securities and Futures Ordinance ("SFO") is issued by Vigeo Eiris Hong Kong Limited, a company licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission to carry out the regulated activity of advising on securities in Hong Kong. This Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the SFO is intended for distribution only to "professional investors" as defined in the SFO and the Hong Kong Securities and Futures (Professional Investors) Rules. This Second Party Opinion or other opinion must not be distributed to or used by persons who are not professional investors.

MJKK or MSFJ (as applicable) hereby disclose that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MJKK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to MJKK or MSFJ (as applicable) for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY125,000 to approximately JPY550,000,000.

MJKK and MSFJ also maintain policies and procedures to address Japanese regulatory requirements.

Refinitiv ESG

These Terms of Use govern your access or use of the ESG information and materials on the Refinitiv website and any AI powered voice assistance software ("Refinitiv ESG Information"). 2020© Refinitiv. All rights reserved. Refinitiv ESG Information is proprietary to Refinitiv Limited and/or its affiliates ("Refinitiv").

The Refinitiv ESG Information is for general informational and non-commercial purposes only. Reproduction, redistribution or any other form of copying or transmission of the Refinitiv ESG Information is prohibited without Refinitiv's prior written consent.

All warranties, conditions and other terms implied by statute or common law including, without limitation, warranties or other terms as to suitability, merchantability, satisfactory quality and fitness for a particular purpose, are excluded to the maximum extent permitted by applicable laws. The Refinitiv ESG Information is provided "as is" and Refinitiv makes no express or implied warranties, representations or guarantees concerning the accuracy, completeness or currency of the information in this service or the underlying Third Party Sources (as defined below). You assume sole responsibility and entire risk as to the suitability and results obtained from your use of the Refinitiv ESG Information.

The Refinitiv ESG Information does not amount to financial, legal or other professional advice, nor does it constitute: (a) an offer to purchase shares in the funds referred to; or (b) a recommendation relating to the sale and purchase of instruments; or (c) a recommendation to take any particular legal, compliance and/or risk management decision. Investors should remember that past performance is not a guarantee of future results.

The Refinitiv ESG Information will not be used to construct or calculate an index or a benchmark, used to create any derivative works or used for commercial purposes. Refinitiv's disclaimer in respect of Benchmark Regulations applies to the Refinitiv ESG Information.

No responsibility or liability is accepted by Refinitiv its affiliates, officers, employees or agents (whether for negligence or otherwise) in respect of the Refinitiv ESG Information, or for any inaccuracies, omissions, mistakes, delays or errors in the computation and compilation of the Refinitiv ESG Information (and Refinitiv shall not be obliged to advise any person of any error therein). For the avoidance of doubt, in no event will Refinitiv have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) relating to any use of the Refinitiv ESG Information.

You agree to indemnify, defend and hold harmless Refinitiv from and against any claims, losses, damages, liabilities, costs and expenses, including, without limitation, reasonable legal and experts' fees and costs, as incurred, arising in any manner out of your use of, or inability to use, any Information contained on the Refinitiv web site or obtained via any AI powered voice assistance software.

You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.

By accepting these Terms of Use you are also expressly agreeing to the following Refinitiv's website Terms of Use.

Refinitiv ESG scores are derived from third party publicly available sources ("Third Party Sources") and are formulated on the basis of Refinitiv own transparent and objectively applied methodology. Refinitiv's ESG Information methodology can be accessed here.

Score range	Description	
0 to 25	First Quartile	Scores within this range indicates poor relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 25 to 50	Second Quartile	Scores within this range indicates satisfactory relative ESG performance and moderate degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 50 to 75	Third Quartile	Scores within this range indicates good relative ESG performance and above average degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 75 to 100	Fourth Quartile	Score within this range indicates excellent relative ESG performance and high degree of transparency in reporting material ESG data publicly.

CG Report : by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD), Established in December 1999, the Thai IOD is a membership organization that strives to promote professionalism in directorship. The Thai IOD offers directors certification and professional development courses, provides a variety of seminars, forums and networking events, and conducts research on board governance issues and practices. Membership comprises board members from companies ranging from large publicly listed companies to small private firms.

90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
80-89	▲▲▲▲	Very Good
70-79	▲▲▲	Good
60-69	▲▲	Satisfactory
50-59	▲	Pass
Below		N/A

Disclaimers

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

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

Recommendation Structure:

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

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

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 51 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2307A, AOT16C2305A, BANPU16C2303A, BBL16C2305A, BCP16C2305A, BEC16C2305A, BH16C2303A, BH16C2304A, BYD16C2306A, CBG16C2305A, COM716C2305A, CPALL16C2306A, CPALL16C2307A, CPN16C2303A, CRC16C2303A, DELTA16C2305A, DOHOME16C2303A, EA16C2303A, EA16C2305A, EA16C2306A, ESSO16C2303A, GULF16C2306A, HANA16C2303A, HANA16C2307A, JMART16C2303A, JMT16C2305A, JMT16C2306A, JMT16C2306B, KBANK16C2304A, KBANK16C2306A, KBANK16C2307A, KBANK16C2307B, KCE16C2303A, KCE16C2305A, KCE16C2306A, KTB16C2303A, MTC16C2306A, NEX16C2306A, PTTEP16C2303A, RCL16C2303A, SAWAD16C2305A, SCGP16C2303A, SET5016C2303A, SET5016C2306A, SET5016C2306B, SET5016C2306C, SET5016C2306D, SET5016P2303A, SET5016P2303B, SET5016P2306A, SET5016P2306B (underlying securities are (ADVANC, AOT, BANPU, BBL, BCP, BEC, BH, BH, BYD, CBG, COM7, CPALL, CPN, CRC, DELTA, DOHOME, EA, ESSO, GULF, HANA, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTB, MTC, NEX, PTTEP, RCL, SAWAD, SCGP, SET50). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 89.96 โดย ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.33 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

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

หมายเหตุ: * "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย "หุ้นกู้บริษัท ทีพีไอ โพลีน จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2566 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2571" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy

พิมพ์ผกา นิจารุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

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

วิเคราะห์เทคนิค

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

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์
Tel: 662-483-8296
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ

พัทธดนย์ บุนนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์
Tel: 662-779-9109
phanarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิตมข, Property Fund, REITs, บันเทิง

รตา ลิ้มสุทธีวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

สรชดา 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

พลังงาน, วิโทรเคมี

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

นักวิเคราะห์, แอป

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

วิเคราะห์ทางเทคนิค

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

กลยุทธ์การลงทุน

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

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน

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

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล

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

เกษมรัตน์ จิตกุล

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

18 Floor, MBK Tower

444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330

Tel: 662 -779-9119

Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th
