

BUY (From: HOLD)

TP: Bt 20.00

(From: Bt 30.00)

Change in Recommendation

Upside : 37.9%

2 APRIL 2025

TQM Alpha Pcl (TQM TB)

กลับมาเติบโต

ขณะที่เรามองว่าการที่ TQM หันกลับมาให้ความสำคัญกับธุรกิจประกันภัยหลักเป็นสิ่งที่ดี การลงทุนในอดีตไม่เป็นปัญหาอีกต่อไป เนื่องจากบริษัทกลับมาทำกำไรเติบโตในระดับเลขสองหลัก ROE ขยายตัว และให้ผลตอบแทนปันผลมากกว่า 7% เราคาดว่า การถูก de-rate จะสิ้นสุดลง เราจึงปรับคำแนะนำเป็น "ซื้อ" ราคาเป้าหมายที่ 20 บาท

ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น "ซื้อ" ราคาเป้าหมาย 20 บาท

เราปรับลดประมาณการกำไรของ TQM เพื่อสะท้อนถึงค่าใช้จ่ายที่สูงกว่าคาด อย่างไรก็ตาม เราปรับคำแนะนำขึ้นเป็น "ซื้อ" จากเดิม ถือ พร้อมปรับลดราคาเป้าหมายใหม่เป็น 20 บาท เนื่องจาก 1) เราเห็นความชัดเจนมากขึ้นในการเติบโตของผลิตภัณฑ์ประกันภัยที่ไม่ใช่ยานยนต์มีอัตรากำไรสูงขึ้น โดยเฉพาะกลุ่มประกันชีวิตและประกันที่อยู่อาศัย 2) เราคาดว่า การชะลอตัวของยอดขายรถยนต์ใหม่จะส่งต่อรายได้ประกันภัยรถยนต์น้อยมาก 3) การลงทุนในอดีตของ TQM ในธุรกิจที่ไม่ใช่ธุรกิจหลักส่วนใหญ่เริ่มสร้างกำไรแล้ว ซึ่งช่วยลดภาระต่อผลการดำเนินงานโดยรวมของกลุ่มบริษัท และ 4) หลังจากราคาหุ้นปรับลดลง 78% จากจุดสูงสุดในปี 2021 PE ของ TQM ไม่ได้ซื้อขายที่ระดับพรีเมียมเมื่อเทียบกับดัชนี SET อีกต่อไป ปัจจุบัน บริษัท กลับเข้าสู่เส้นทางของการเติบโตของกำไรในระดับเลขสองหลัก ROE ขยายตัว และมีอัตราผลตอบแทนปันผลมากกว่า 7%

เติบโต และมีการกระจายความเสี่ยงมากขึ้น

ธุรกิจหลักของ TQM ยังคงเป็นการต่ออายุประกันภัยรถยนต์ ซึ่งได้แรงหนุนจากอัตราความตั้งใจต่ออายุที่แข็งแกร่งกว่า 70% แม้ยอดขายรถยนต์ในประเทศจะลดลงถึง 24% ในปี 2024 แต่เราคาดว่ามูลค่าเบี้ยประกันภัยรวมจะเติบโต 3.8%, 4.4% และ 4.9% ในปี 2025-27F หนุนโดย 1) ยอดขายประกันชีวิตและประกันที่อยู่อาศัยที่คาดว่าจะเติบโต 20% และ 30% ในปี 2025 และเติบโต 30% และ 20% ต่อปี ในปี 2026-27F 2) TQM ได้ขยายผลิตภัณฑ์ประกันภัยรถยนต์ให้ครอบคลุมมากขึ้น ไม่จำกัดเฉพาะการต่ออายุประกันชั้นหนึ่งเท่านั้น นอกจากนี้ เรายังคาดว่าค่าเบี้ยประกันภัยเฉลี่ยที่เพิ่มขึ้นจากการใช้รถยนต์ไฟฟ้า (EV) ที่มากขึ้น จะส่งผลเชิงบวก และช่วยให้ประกันภัยรถยนต์เติบโต 1% ต่อปี และ 3) กลุ่มประกันสุขภาพและอุบัติเหตุยังเติบโตอย่างต่อเนื่องในประมาณ 5% ต่อปี

กลับมาเติบโตในระดับเลขสองหลัก

หลังจากกำไรลดลงติดต่อกันสองปี เราคาดว่า TQM จะกลับมาเติบโตในระดับเลขสองหลัก โดยคาดว่ากำไรจะเติบโต 12% ต่อปี ในปี 2025-26F และ 10% ในปี 2027F นอกจากนี้ยังคาดว่า ROE จะฟื้นตัวจาก 29% ในปี 2024 เป็น 30% ขึ้นไปตั้งแต่ปี 2025F เป็นต้นไป ปัจจัยหลักหนุนการเติบโต ได้แก่ เบี้ยประกันภัยที่เติบโตเฉลี่ย 4% อัตราค่าคอมมิชชันที่สูงขึ้นซึ่งช่วยชดเชยการเติบโตที่ชะลอลงของรายได้จากบริการเสริม ประโยชน์จาก Operating Leverage ในปี 2023-24 TQM ได้ลงทุนอย่างมากในด้านไอที เพิ่มจำนวนพนักงาน และเพิ่มงบใช้จ่ายด้านการตลาด เราคาดว่าอัตรากำไรสุทธิจะเพิ่มขึ้นจาก 22% ในปี 2024 เป็น 25% ในปี 2027F

การลงทุนในอดีตไม่ใช่ตัวจุดอีกต่อไป

TQM ดำเนินธุรกิจผ่าน 11 บริษัทย่อยและบริษัทร่วม ซึ่งส่วนใหญ่ทำกำไรในปีที่ผ่านมา ยกเว้น TJN, SureKrub, TQD และ TQC ที่ยังคงขาดทุน บริษัท คาดว่า SureKrub, TQD และ TQC จะพลิกกลับมาทำกำไรได้ในปี 2025 ขณะที่ TJN ซึ่งเป็นนายหน้าประกันภัยที่ดำเนินธุรกิจผ่านตัวแทนอาจยังขาดทุนต่อไป แต่คาดว่าผลกระทบจะไม่มากนัก



SARACHADA SORNSONG

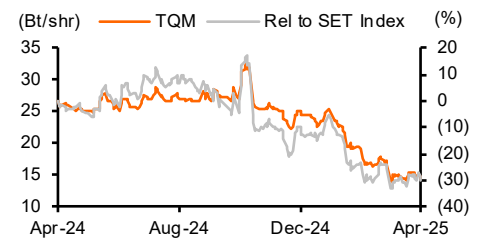
662-779-9119

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	3,906	4,087	4,248	4,443
Net profit	811	908	1,015	1,118
Consensus NP	—	881	937	1,001
Diff frm cons (%)	—	3.1	8.3	11.7
Norm profit	811	908	1,015	1,118
Prev. Norm profit	—	971	1,090	1,236
Chg frm prev (%)	—	(6.5)	(6.9)	(9.5)
Norm EPS (Bt)	1.4	1.5	1.7	1.9
Norm EPS grw (%)	(0.7)	12.0	11.8	10.2
Norm PE (x)	10.7	9.6	8.6	7.8
EV/EBITDA (x)	6.5	6.1	5.6	5.1
P/BV (x)	3.0	2.7	2.5	2.3
Div yield (%)	6.6	7.3	8.2	9.0
ROE (%)	29.0	29.9	30.4	30.4
Net D/E (%)	(13.6)	(12.4)	(11.9)	(13.7)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price: (Bt) as of 2-Apr-25	14.50
Market Cap (US\$ m)	254.7
Listed Shares (m shares)	600.0
Free Float (%)	30.4
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	0.7
12M Price H/L (Bt)	32.50/13.90
Sector	Insurance
Major Shareholder	Eternal Growth Corp Ltd 51.15%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P7

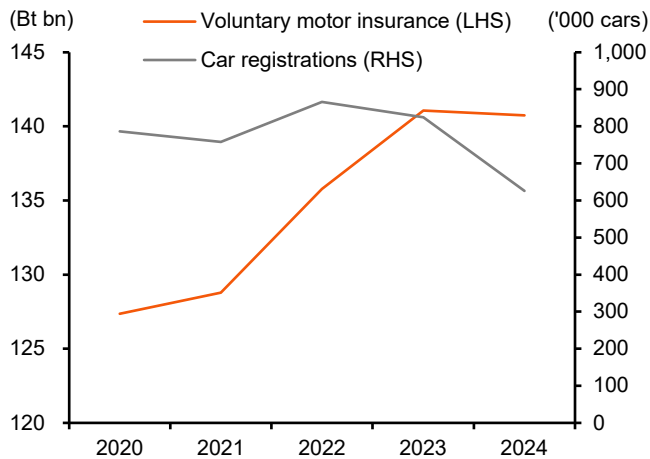
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์

ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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

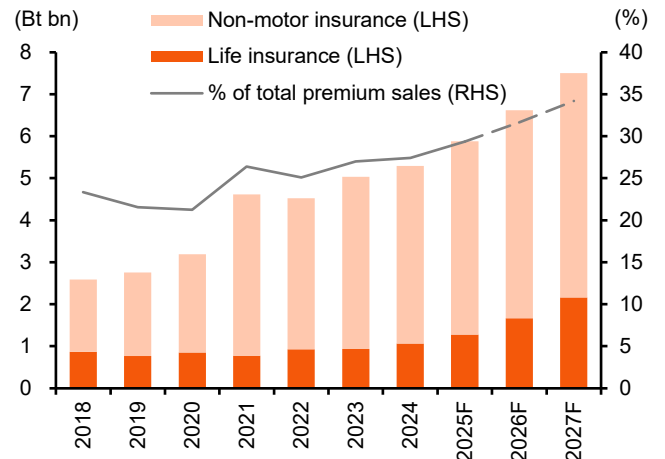


Ex 1: Car Registrations Vs. Voluntary Motor Insurance



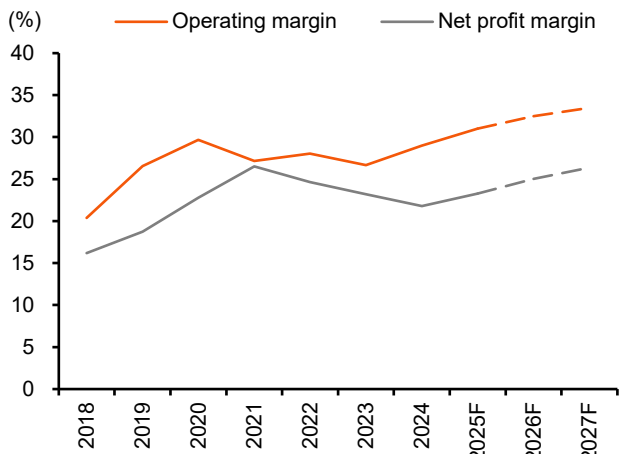
Source: OIC

Ex 2: TQM's Higher Life And Non-Motor Ins. Portions



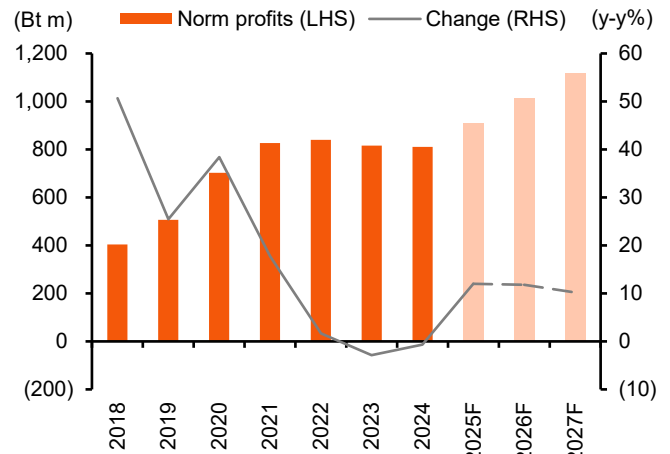
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Margin Expansion



Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 4: Double-Digit Earnings Growth



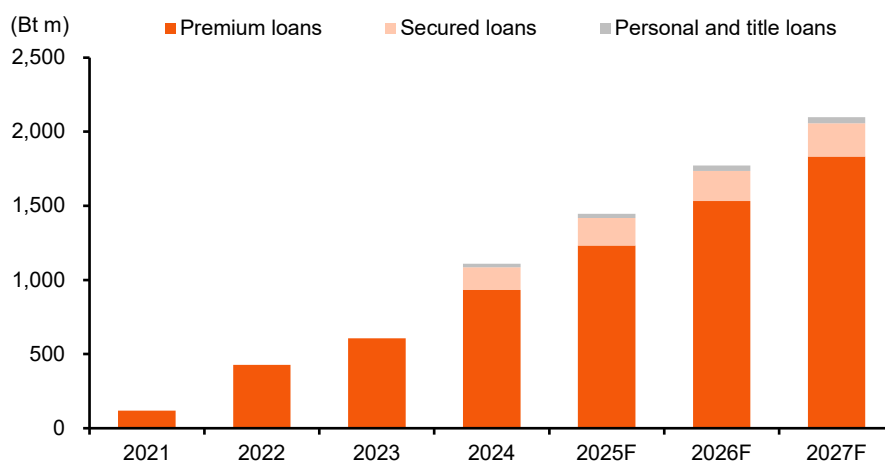
Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 5: Performance Of Subsidiaries And Affiliates

Company	Business operation	% ownership	Net Profits (Bt m)		
			2022	2023	2024
Builkone	Providing and developing business software solution	40.0	3.40	(6.70)	(0.06)
Casmatt	Providing IT and software	100.0	4.24	4.61	4.00
Easy Lending	Providing personal loan	74.0	0.23	5.57	22.66
My Group Intelligent	A leading shipping aggregator with a network of over 6,600 service points nationwide.	19.0	na	38.17	na
Surekub	Non-life insurance broker business	58.0	(4.74)	(6.10)	(9.35)
TJN insurance broker	Non-life insurance broker business	100.0	(3.49)	(5.66)	(3.67)
TQC	Providing claim service for health & accident insurance	100.0	(1.08)	(3.58)	na
TQD	Providing consultation on insurance	100.0	2.56	0.10	na
TQR TB	Reinsurance broker business	44.5	98.23	100.31	100.35
True Extra	Non-life insurance broker business	51.0	2.32	3.78	2.55
True Life	Life insurance broker business	51.0	61.06	51.35	54.95

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: EL's Portfolio



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Earnings Revisions

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Normalized profits (Bt m)									
- New	507.23	702.00	826.62	840.28	816.27	810.87	907.90	1,014.87	1,118.27
- Old							970.91	1,089.97	1,235.60
- Change (%)							(6.49)	(6.89)	(9.50)
Total revenues (Bt bn)									
- New	2.71	3.08	3.50	3.59	3.68	3.91	4.09	4.25	4.44
- Old							4.02	4.21	4.42
- Change (%)							1.64	1.01	0.59
Cost of services (Bt bn)									
- New	1.46	1.52	1.61	1.69	1.74	1.93	1.93	1.93	1.97
- Old							1.88	1.94	1.99
- Change (%)							2.50	(0.40)	(1.28)
SG&A expenses (Bt bn)									
- New	0.70	0.75	0.85	0.92	0.92	0.94	0.97	1.00	1.03
- Old							0.93	0.94	0.94
- Change (%)							5.19	7.27	9.39

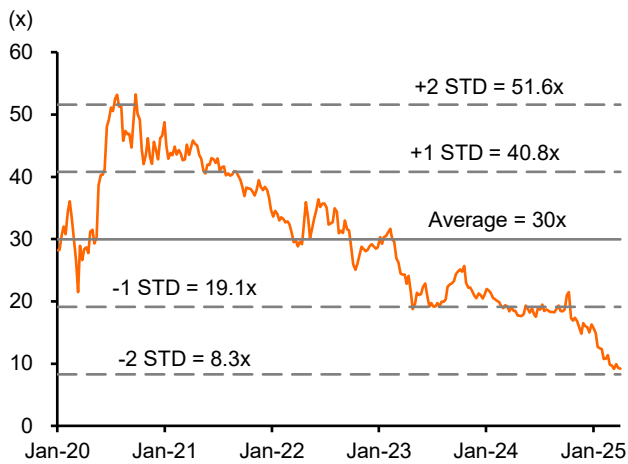
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2025F

(Bt m)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	Terminal Value
EBITDA	1,312	1,440	1,556	1,664	1,706	1,812	1,948	2,101	2,257	2,446	2,674	—
Free cash flow	976	1,074	1,175	1,265	1,296	1,384	1,494	1,618	1,745	1,898	2,082	18,467
PV of free cash flow	976	841	814	775	703	664	635	587	558	535	517	4,583
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.3											
WACC (%)	12.5											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value, incl. investments*	12,189											
Net debt (2024)	(469)											
Minority Interest	573											
Equity value (Bt m)	12,085											
No .of shares (m)	600											
Target price/share (Bt)	20.00											

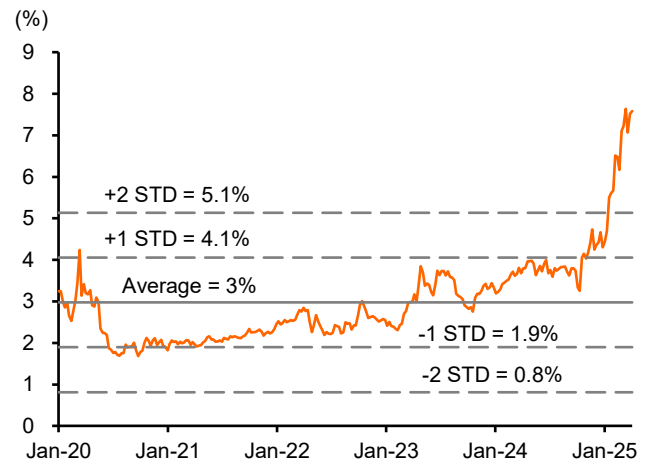
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: STD PE



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 10: STD Dividend Yield



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 11: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG Code	Market	EPS growth		— PE —		— P/BV —		— ROE —		— Div. Yield —	
			25F (%)	26F (%)	25F (x)	26F (x)	25F (x)	26F (x)	25F (%)	26F (%)	25F (%)	26F (%)
China Life Insurance	601628 CH	China	(27.8)	8.7	13.7	12.6	1.8	1.7	12.2	12.4	1.6	1.8
China Pacific Insurance	601601 CH	China	(4.5)	6.3	7.3	6.8	1.0	0.9	12.9	12.6	3.5	3.7
Ping An Insurance Group	601318 CH	China	6.5	7.3	6.8	6.3	0.9	0.8	13.2	12.8	5.1	5.4
China Life Insurance	2628 HK	Hong Kong	(25.6)	4.6	5.5	5.3	0.8	0.7	12.0	11.6	4.0	4.3
China Reinsurance Group	1508 HK	Hong Kong	(14.0)	6.0	4.6	4.3	0.4	0.4	8.2	8.3	6.1	6.7
Ping An Insurance Group	2318 HK	Hong Kong	6.2	7.6	6.3	5.8	0.8	0.8	14.3	13.7	5.6	5.9
LPI Capital	LPI MK	Malaysia	3.7	4.9	14.5	13.8	2.2	2.2	15.9	16.1	5.9	6.1
Dongbu Insurance	005830 KS	South Korea	(4.0)	7.7	3.0	2.8	0.5	0.5	19.9	19.3	8.6	10.0
Hyundai Marine & Fire	001450 KS	South Korea	8.9	3.6	1.8	1.8	0.3	0.3	18.6	17.7	6.0	10.8
Samsung Fire & Marine	000810 KS	South Korea	3.8	5.1	7.1	6.8	0.9	0.9	12.8	12.7	6.0	6.5
Cathay Financial Holding	2882 TT	Taiwan	(11.7)	2.9	9.6	9.3	1.0	0.9	10.6	10.2	4.7	4.8
Shin Kong Financial	2888 TT	Taiwan	(34.4)	12.8	15.2	13.5	na	na	na	na	na	1.5
Bangkok Life Assurance	BLA TB	Thailand	18.4	8.2	7.1	6.6	0.6	0.5	8.4	8.3	4.1	4.2
Thai Reinsurance	THRE TB	Thailand	29.6	0.0	5.7	5.7	0.4	0.4	7.2	7.5	2.5	2.5
Thaire Life Assurance	THREL TB	Thailand	na	100.0	24.5	12.3	0.7	0.7	3.2	5.9	3.4	6.1
TQM Alpha Pcl	TQM TB *	Thailand	12.0	11.8	9.6	8.6	2.7	2.5	29.9	30.4	7.3	8.2
Average			(2.2)	12.4	8.9	7.6	1.0	0.9	13.3	13.3	5.0	5.5

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates , using Thanachart normalized EPS

Based on 2 April 2025 closing prices

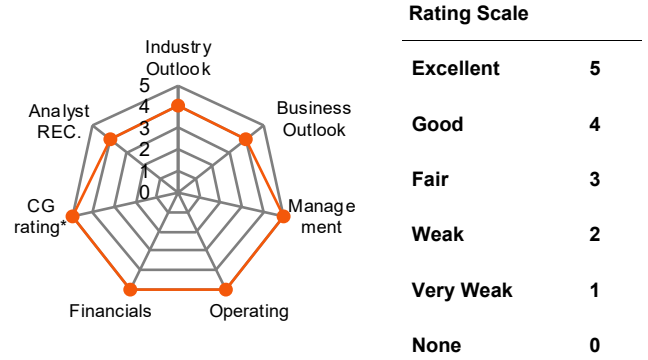
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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)	21.58	20.00	-7%
Net profit 25F (Bt m)	881	908	3%
Net profit 26F (Bt m)	937	1,015	8%
Consensus REC	BUY: 4	HOLD: 0	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- เรามีมุมมองเชิงบวกต่อแนวโน้มการขยายตัวของอัตรากำไรของ TQM มากกว่าตลาด ดังนั้น ประเมินการกำไรของเราจึงสูงกว่า

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

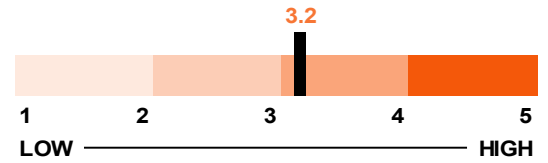
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การเติบโตที่ชะลอตัวของยอดขายประกันชีวิตและประกันที่อยู่อาศัย เป็นความเสี่ยงด้านลบหลักต่อมุมมองของเรา
- การแข่งขันด้านราคาที่รุนแรงเป็นอีกหนึ่งความเสี่ยงด้านลบ
- หาก TQM ดำเนินการให้สินเชื่อใหม่และไม่สามารถรักษาคุณภาพสินทรัพย์ได้ตามที่เราคาดการณ์ไว้ในขณะนี้ นั่นจะเป็นความเสี่ยงเชิงลบอีกประการหนึ่งต่อการคาดการณ์ของเรา

Source: Thanachart

TQM เป็นนายหน้าประกันภัยรายใหญ่ที่สุดในประเทศไทย บริษัทฯ ให้ความสำคัญกับการพัฒนาผลิตภัณฑ์ประกันภัยที่สนับสนุนความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อม และตระหนักถึงความรับผิดชอบต่อผู้ถือกรมธรรม์ รวมถึงการกระจายความเสี่ยงสำหรับบุคคลและทรัพย์สินของพวกเขา เราให้คะแนน TQM ที่ 3.20

Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
TQM	YES	A	-	-	49.94	60.36	21.00	-	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
 Note: Please see third party on "terms of use" in the following back page.

Factors Our Comments

ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)

- นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม
- การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า
- การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก
- การบริหารจัดการน้ำ
- การบริหารจัดการของเสีย

- เราให้คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) ของ TQM ที่ 3 แม้ว่าบริษัทฯ จะมีเป้าหมายบรรลุความเป็นกลางทางคาร์บอน (Carbon Neutrality) ภายในปี 2050 และการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ (Net-Zero) ภายในปี 2065 แต่เป้าหมายเหล่านี้ยังถือว่าเป็นแผนระยะยาวเมื่อเทียบกับบริษัทจดทะเบียนอื่นๆ
- TQM ได้ดำเนินนโยบายภายในเพื่อส่งเสริมจิตสำนึกด้านสิ่งแวดล้อมในหมู่พนักงานทุกระดับ โดยมีมาตรการลดการใช้กระดาษและเพิ่มการใช้ช่องทางดิจิทัล เช่น เครือข่ายข้อมูล (Data Networks), FTP (File Transfer Protocol) และอีเมล เพื่ออำนวยความสะดวกในการแลกเปลี่ยนเอกสารกับพนักงาน ลูกค้า และพันธมิตร ซึ่งช่วยลดการใช้กระดาษและต้นทุนการดำเนินงานได้อย่างมีนัยสำคัญ
- นอกจากนี้ TQM ยังดำเนินมาตรการปรับปรุงการจัดการขยะภายในอาคารสำนักงาน โดยติดตั้งถังแยกขยะในจุดสำคัญหลายแห่ง ได้แก่ อาคารพรรณนิภา 1, อาคารพรรณนิภา 2, อาคารแสงสุข, อาคารน้ำเพชร และอาคารมรกต

ด้านสังคม (SOCIAL)

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- เราให้คะแนนด้านสังคม (S) ของ TQM ที่ 3.4 สะท้อนถึงความมุ่งมั่นของบริษัทฯ ต่อความรับผิดชอบต่อสังคม ซึ่งเห็นได้จากการพัฒนาผลิตภัณฑ์ประกันภัยที่ตอบโจทย์ความเสี่ยงด้านสุขภาพของประชาชน และการมีส่วนร่วมอย่างต่อเนื่องในโครงการบริจาคและกิจกรรม CSR
- TQM ได้พัฒนาผลิตภัณฑ์ประกันภัยที่หลากหลายเพื่อตอบสนองต่อความเสี่ยงด้านสุขภาพและสิ่งแวดล้อมที่ส่งผลกระทบต่อประชาชนไทย ตัวอย่างสำคัญ ได้แก่ ประกันสุขภาพที่ครอบคลุมโรคที่เกิดจากมลพิษทางอากาศ PM 2.5, โรคไข้เลือดออก และโรคไข้หวัดใหญ่
- บริษัทฯ ยังมีบทบาทเชิงรุกในการสนับสนุนชุมชนและโครงการการกุศล ตัวอย่างเช่น การมอบประกันภัยฟรีให้กับผู้ที่ได้รับผลข้างเคียงจากวัคซีนโควิด-19 การบริจาคชุดยังชีพจำนวน 1,000 ชุดให้กับชุมชนใกล้สำนักงานใหญ่ และการมอบกรมธรรม์ประกันอุบัติเหตุจำนวน 407 ฉบับให้แก่เจ้าหน้าที่ตำรวจจากสถานีตำรวจนครบาลโคกครามและโชคชัย ซึ่งเป็นโครงการที่ดำเนินมาอย่างต่อเนื่องเป็นปีที่ 13

ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- คะแนนด้านบรรษัทภิบาล (G) ของ TQM อยู่ที่ 3.2 โดยได้รับการสนับสนุนจากโมเดลธุรกิจที่ยั่งยืนและการนำเทคโนโลยีขั้นสูงมาใช้ตั้งแต่ระยะแรก บริษัทฯ ถือเป็นหนึ่งในนายหน้าประกันภัยรายแรกในประเทศไทยที่ลงทุนอย่างมีนัยสำคัญใน Insurtech
- อย่างไรก็ตาม เราพบว่ายังมีจุดที่สามารถพัฒนาได้ในโครงสร้างคณะกรรมการและความเป็นอิสระของบอร์ด โดยประธานคณะกรรมการ ซึ่งเป็นหัวหน้าคณะกรรมการด้านความยั่งยืนและการบริหารความเสี่ยง ไม่ถือเป็นกรรมการอิสระ เนื่องจากมีสถานะเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ นอกจากนี้ มีกรรมการอิสระเพียง 5 คนจากทั้งหมด 12 คน ซึ่งต่ำกว่าสัดส่วนที่เหมาะสมที่ควรอยู่ที่ 2 ใน 3
- TQM มีคณะกรรมการตรวจสอบ คณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทน และคณะกรรมการบริหารความเสี่ยง ซึ่งสอดคล้องกับแนวทางปฏิบัติด้านบรรษัทภิบาลองค์กรมาตรฐาน

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

Growing sales with improved margins

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	3,685	3,906	4,087	4,248	4,443
Cost of sales	1,735	1,928	1,928	1,928	1,966
Gross profit	1,950	1,978	2,159	2,320	2,476
% gross margin	52.9%	50.6%	52.8%	54.6%	55.7%
Selling & administration expenses	917	937	974	1,003	1,034
Operating profit	1,033	1,041	1,185	1,317	1,443
% operating margin	28.0%	26.7%	29.0%	31.0%	32.5%
Depreciation & amortization	231	224	153	149	141
EBITDA	1,263	1,265	1,338	1,466	1,584
% EBITDA margin	34.3%	32.4%	32.7%	34.5%	35.7%
Non-operating income	72	86	87	93	99
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(25)	(61)	(81)	(79)	(74)
Pre-tax profit	1,079	1,066	1,191	1,331	1,467
Income tax	224	215	240	269	296
After-tax profit	855	851	950	1,062	1,171
% net margin	23.2%	21.8%	23.3%	25.0%	26.4%
Shares in affiliates' Earnings	5	11	12	12	12
Minority interests	(43)	(51)	(55)	(60)	(65)
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	816	811	908	1,015	1,118
Normalized profit	816	811	908	1,015	1,118
EPS (Bt)	1.4	1.4	1.5	1.7	1.9
Normalized EPS (Bt)	1.4	1.4	1.5	1.7	1.9

BALANCE SHEET

Growing lending business

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	3,282	3,679	4,038	4,411	4,797
Cash & cash equivalent	1,338	1,441	1,400	1,400	1,400
Account receivables	982	1,063	1,120	1,164	1,217
Inventories	605	1,108	1,446	1,771	2,098
Others	358	67	72	77	82
Investments & loans	920	927	927	927	927
Net fixed assets	123	100	74	51	37
Other assets	1,133	997	954	909	863
Total assets	5,459	5,704	5,992	6,299	6,625
LIABILITIES:					
Current liabilities:	1,341	1,661	1,606	1,599	1,481
Account payables	486	499	502	502	512
Bank overdraft & ST loans	554	948	898	884	752
Current LT debt	101	24	28	27	23
Others current liabilities	200	190	179	186	194
Total LT debt	713	482	465	474	483
Others LT liabilities	131	106	106	106	106
Total liabilities	2,185	2,249	2,177	2,179	2,069
Minority interest	560	573	627	627	692
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	(147)	(296)	(296)	(296)	(296)
Retained earnings	954	1,271	1,577	1,881	2,253
Shareholders' equity	2,714	2,882	3,187	3,492	3,863
Liabilities & equity	5,459	5,704	5,992	6,299	6,625

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	1,079	1,066	1,191	1,331	1,467
Tax paid	(226)	(219)	(245)	(264)	(291)
Depreciation & amortization	231	224	153	149	141
Chg In working capital	(306)	(573)	(391)	(368)	(371)
Chg In other CA & CL / minorities	(53)	20	0	(50)	9
Cash flow from operations	725	517	707	798	956
Capex	(150)	(105)	(100)	(100)	(100)
Right of use	(170)	(27)	(30)	(30)	(30)
ST loans & investments	(300)	300	0	0	0
LT loans & investments	285	(7)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	79	(76)	31	57	57
Cash flow from investments	(256)	86	(99)	(73)	(73)
Debt financing	416	144	(47)	(14)	(136)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(690)	(647)	(603)	(710)	(747)
Warrants & other surplus	17	4	0	0	0
Cash flow from financing	(256)	(500)	(649)	(725)	(883)
Free cash flow	576	412	607	698	856

Healthy dividend payments

VALUATION

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	10.7	10.7	9.6	8.6	7.8
Normalized PE - at target price (x)	14.7	14.8	13.2	11.8	10.7
PE (x)	10.7	10.7	9.6	8.6	7.8
PE - at target price (x)	14.7	14.8	13.2	11.8	10.7
EV/EBITDA (x)	6.5	6.5	6.1	5.6	5.1
EV/EBITDA - at target price (x)	9.1	9.1	8.6	7.9	7.2
P/BV (x)	3.2	3.0	2.7	2.5	2.3
P/BV - at target price (x)	4.4	4.2	3.8	3.4	3.1
P/CFO (x)	12.0	16.8	12.3	10.9	9.1
Price/sales (x)	2.4	2.2	2.1	2.0	2.0
Dividend yield (%)	6.9	6.6	7.3	8.2	9.0
FCF Yield (%)	6.6	4.7	7.0	8.0	9.8
(Bt)					
Normalized EPS	1.4	1.4	1.5	1.7	1.9
EPS	1.4	1.4	1.5	1.7	1.9
DPS	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3
BV/share	4.5	4.8	5.3	5.8	6.4
CFO/share	1.2	0.9	1.2	1.3	1.6
FCF/share	1.0	0.7	1.0	1.2	1.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	2.7	6.0	4.7	3.9	4.6
Net profit (%)	0.9	(0.7)	12.0	11.8	10.2
EPS (%)	0.9	(0.7)	12.0	11.8	10.2
Normalized profit (%)	(2.9)	(0.7)	12.0	11.8	10.2
Normalized EPS (%)	(2.9)	(0.7)	12.0	11.8	10.2
Dividend payout ratio (%)	73.5	70.3	70.0	70.0	70.0
Operating performance					
Gross margin (%)	52.9	50.6	52.8	54.6	55.7
Operating margin (%)	28.0	26.7	29.0	31.0	32.5
EBITDA margin (%)	34.3	32.4	32.7	34.5	35.7
Net margin (%)	23.2	21.8	23.3	25.0	26.4
D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
Interest coverage - EBIT (x)	41.0	17.1	14.6	16.7	19.4
Interest coverage - EBITDA (x)	50.1	20.7	16.5	18.6	21.3
ROA - using norm profit (%)	15.8	14.5	15.5	16.5	17.3
ROE - using norm profit (%)	30.9	29.0	29.9	30.4	30.4
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	32.3	30.4	31.3	31.8	31.8
- asset turnover (x)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
- operating margin (%)	30.0	28.8	31.1	33.2	34.7
- leverage (x)	2.0	2.0	1.9	1.8	1.8
- interest burden (%)	97.7	94.6	93.6	94.4	95.2
- tax burden (%)	79.2	79.8	79.8	79.8	79.8
WACC (%)	12.5	12.5	12.5	13.0	13.0
ROIC (%)	44.0	37.7	39.2	38.8	38.3
NOPAT (Bt m)	818	831	946	1,051	1,151
invested capital (Bt m)	2,205	2,413	2,713	3,003	3,238

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. ESG Book (0-100)
3. Refinitiv (0-100)
4. S&P Global (0-100)
5. Moody's ESG Solutions (0-100)
6. SET ESG Rating (BBB-AAA)

SETESG Index (SETESG)

The SETESG Index reflects the price movement of stock of companies that have sustainable business practices which consider environmental, social and governance (ESG) aspect.

SET Index, SET50 Index, SET100 Index and all indices calculated by the Stock Exchange of Thailand ("SET") (collectively called "SET Index Series") are the registered trademarks/service marks solely owned by, and proprietary to SET. Any unauthorized use of SET Index Series is strictly prohibited. All information provided is for information purposes only and no warranty is made as to its fitness for purpose, satisfactory quality or otherwise. Every effort has been made to ensure that all information given is accurate, but no responsibility or liability (including in negligence) can be accepted by SET for errors or omissions or for any losses arising from the use of this information.

SET ESG Index (SET ESG)

Currently, long-term investment guidelines abroad are beginning to focus on investing in companies that have sustainable business practices. which considers environmental, social and governance factors (Environmental, Social and Governance or ESG) of the company in making investment decisions along with analyzing the company's financial data.

Stock Exchange Has prepared the results of evaluating sustainable stocks which are stocks of listed companies (SETESG Rating) as an alternative for investors who want to invest in stocks of listed companies that are outstanding in ESG, including to support listed companies with operations. sustainable business Taking into account all stakeholders in both social and environmental aspects. There is a management process to create sustainability for the organization, such as risk management. Supply chain management and innovation development. Therefore, the SETESG index was created to be an index that reflects the price movement of a group of securities. of companies with sustainable business operations that meet the required size and liquidity criteria

ESG Book's Disclaimer

Arabesque S-Ray GmbH, also trading as "ESG Book", is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organised 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 (hereinafter "ESG Book"). ESG Book, with its UK branch and local subsidiaries, is a provider of sustainability data and advisory services and operates the sustainability data platform ESG Book. ESG Book does not offer any regulated financial services nor products. This document is provided on a confidential basis by ESG Book and is for information purposes only; accordingly, it is not a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in any trading activities nor should it be construed as a recommendation or advice on the merits of investing in any financial product. THIRD PARTY INFORMATION. Certain information contained in this document has been obtained from sources outside ESG Book. While such information is believed to be reliable for the purposes used herein, no representations are made as to the accuracy or completeness thereof and neither ESG Book nor its affiliates take any responsibility for such information. To the extent this document contains any links to third party websites, such links are provided as a convenience and for informational purposes only; they do not constitute an endorsement or an approval by ESG Book of any of the products, services or opinions of the corporations or organization or individual operating such third party websites. ESG Book bears no responsibility for the accuracy, legality or content of the external site or for that of subsequent links. RELIANCE – ESG Book 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. CONFIDENTIALITY. This document contains highly confidential information regarding ESG Book's strategy and organization. Your acceptance of this document constitutes your agreement to keep confidential all the information contained in this document, as well as any information derived by you from the information contained in this document and not disclose any such information to any other person. This document may not be copied, reproduced, in any way used or disclosed or transmitted, in whole or in part, to any other person.

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 posted 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 and 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 และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TCAP) ถือหุ้น 89.96% ในบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP ยังเป็นผู้ถือหุ้น 100% ในบริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดย TCAP และ Thanachart SPV1 Co. Ltd ถือหุ้นรวมกันทั้งทางตรงและทางอ้อมใน บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) อยู่ในสัดส่วนร้อยละ 60

หมายเหตุ: บริษัททูนธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.42 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: บริษัททูนธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรชมิล 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 หมศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น Joint Lead Underwriter ให้กับบริษัท บริษัท ยูโรเอเชีย โทเทิล โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) Euroasia Total Logistics Pcl (ETL) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้" ของบริษัท เมืองไทยแคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (MTC) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2571, 2573, 2575 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้" ของบริษัท ศรีสวัสดิ์ แคปปิตอล 1969 จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2570-72 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้" ของบริษัท กัลฟ์ เอ็นเนอร์จี ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) (GULF) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2571 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy

พิมพ์ผกา นิจารุณ, CFA
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์, CFA
adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติมน้ำมัน

พัทธดนย์ บุญนาค
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์
phanarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันทึกลง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

สรชดา ศรทรง
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
saksid.pha@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุโณทัย
siripom.aru@thanachartsec.co.th

พลังงาน, อิเล็กทรอนิกส์

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพลตฟอร์ม

ลาภินี ทิพยมณฑล
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ธรรมบำรุง
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ คุณเจริญไพศาล
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์
sittichet.run@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA
naripom.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฑุณี เพชรแสงใสกุล

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต

sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิ้มวณิชปราชญ์

suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สภาพร

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