

HOLD (From: BUY)
Change in Recommendation

TP: Bt 34.00 (Unchanged)
Upside : 0.7%

28 SEPTEMBER 2021

Bank of Ayudhya Pcl (BAY TB)

นำเสนอใจน้อยลง

เนื่องจากสภาพคล่องที่สูงมาก การสูญเสียส่วนแบ่งตลาด และอัตราผลตอบแทนจากสินเชื่อเพื่อการอุปโภคบริโภคที่ลดลง BAY จึงกำลังเผชิญกับแรงกดดันอย่างมากต่อ NIM ด้วยข้อขายสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มฯ และมีกำไรที่เติบโตต่ำกว่า เราจึงปรับลดคำแนะนำ BAY เป็น “ถือ” จากซื้อ



SARACHADA SORNSONG

662 – 779 9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ปรับลดคำแนะนำเป็น “ถือ”

เราปรับลดคำแนะนำ BAY เป็น “ถือ” โดยมีราคาเป้าหมายเดิมที่ 34 บาท 1) เรื่องราวที่นำขึ้นต้นของ BAY ได้จบลงหลังการขาย TIDLOR แล้วเสร็จ และรับรู้ถึงกำไรจากการลงทุนจำนวนมากใน 2Q21 แล้ว ธนาคารพอใจกับการถือหุ้น 30% ใน TIDLOR และไม่มีแผนที่จะขายบริษัทในเครือที่ถือหุ้นเพื่อเพื่อการอุปโภคบริโภค 2) ด้วยผลของการปรับลดอัตราดอกเบี้ย Prime rate อัตราผลตอบแทนจากการปล่อยสินเชื่อเพื่อการอุปโภคบริโภคจึงลดลง และมีสภาพคล่องส่วนเกินสูงมาก ซึ่งทำให้ NIM ของ BAY หดตัวอย่างมาก และเรามองว่ายังอาจลดลงได้อีกมาก 3) ด้วยความระมัดระวังในการพิจารณาสินเชื่อรายย่อย การสูญเสียส่วนแบ่งตลาดสินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์ให้คู่แข่ง และการลงทุนที่ช้าของบริษัทญี่ปุ่น ทำให้การเติบโตของสินเชื่อของ BAY เกือบจะทรงตัวในปี เราคาดว่าสินเชื่อจะเติบโต 5-6% แต่กำไรจะเติบโตเพียง 3-4% ในปี 2022-23F และ 4) BAY ข้อขายที่ P/BV to ROE ที่สูงกว่ากลุ่มฯ 10% โดยมีผลตอบแทนปันผลที่ต่ำกว่าที่ 0.7%

แรงกดดันต่อ NIM

หลังจากอัปเดตเป็น D-SIBs แล้ว BAY ได้ปรับลดอัตราดอกเบี้ย Prime rate ให้เท่ากับธนาคารขนาดใหญ่ ประกอบกับเพดานอัตราดอกเบี้ยบัตรเครดิตและสินเชื่อส่วนบุคคลที่ลดลง (10% ของสินเชื่อของ BAY) อัตราผลตอบแทนการปล่อยสินเชื่อของ BAY จึงลดลงจากระดับที่สูงกว่า 6% ในปี 2018 เป็น 5.7% ในปี 2020 และ 5.2% ในปีนี้ เนื่องจากสินทรัพย์/หนี้สินของบริษัทญี่ปุ่นในเครือของ BAY ที่ติดลบ และการสูญเสียส่วนแบ่งตลาดในสินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์ NIM ของ BAY จึงกำลังลดลงจาก 3.4% ในปี 2019 และ 3.3% ในปี 2020 เป็น 2.9% ในปีนี้

สินเชื่อฟื้นตัว

พอร์ตสินเชื่อของ BAY, 50% เป็นสินเชื่อเชิงพาณิชย์ (สินเชื่อเพื่อธุรกิจขนาดใหญ่ + SME) และ 50% เป็นสินเชื่อรายย่อย ด้วยมาตรการล็อกดาวน์ที่ผ่อนคลายลง การกลับมาเปิดประเทศอีกครั้ง และภาพรวมเศรษฐกิจที่ปรับตัวดีขึ้น เราจึงคาดว่า BAY จะมีสินเชื่อฟื้นตัวที่ดีที่ 5-6% ในปี 2021-23F อีกทั้งเรายังคาดว่าจะเห็นการฟื้นตัวของรายได้ค่าธรรมเนียมที่ดี และประสิทธิภาพด้านต้นทุนที่ดีขึ้นในอีกสามปีข้างหน้า แต่ด้วยอัตรากำไรที่ลดลงอย่างมาก เราจึงคาดว่ากำไรของ BAY จะเติบโตเพียง 3-4% จากปี 2021-23F

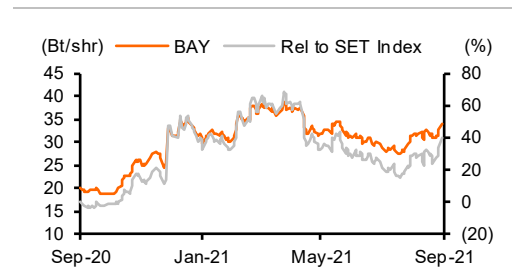
งบดุลแข็งแกร่งเป็นเบาะรองรับที่ดี

งบดุลของ BAY เป็นหนึ่งในงบดุลที่แข็งแกร่งที่สุดของเรา สินเชื่อที่อยู่ในแผนช่วยเหลือของ BAY มีสัดส่วน 11% ณ 2Q20 อัตราส่วน NPL ต่ำกว่าธนาคารใหญ่อื่นอย่างมาก โดยอยู่ที่เพียง 2.5% ในปีนี้ และเพิ่มขึ้นเป็น 2.8% ในปี 2022 และ 3.1% ในปี 2023 แม้ว่าจะมี NPL ที่ต่ำกว่า แต่ BAY ยังคงนโยบายการกันสำรองล่วงหน้า Credit cost อยู่ที่ 1.8% ในปี 2020 ลดลงเล็กน้อยมาอยู่ที่ 1.7% ใน 1H21 เช่นเดียวกับธนาคารอื่นๆ เราคาดว่า credit cost ของ BAY จะลดลง แต่อัตราส่วน loan loss coverage ของธนาคารอาจสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มฯ ที่มากกว่า 150%

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Pre Provision Profit	63,999	60,027	61,885	63,151
Net profit	23,040	32,004	24,644	25,625
Consensus NP	—	30,700	25,128	27,872
Diff frm cons (%)	—	4.2	(1.9)	(8.1)
Norm profit	23,040	23,819	24,644	25,625
Prev. Norm profit	—	20,978	19,336	23,671
Chg frm prev (%)	—	13.5	27.5	8.3
Norm EPS (Bt)	3.1	3.2	3.4	3.5
Norm EPS grw (%)	(10.9)	3.4	3.5	4.0
Norm PE (x)	10.8	10.4	10.1	9.7
P/BV (x)	0.9	0.8	0.7	0.7
Div yield (%)	1.0	2.6	2.5	2.6
ROE (%)	8.3	7.9	7.6	7.5
ROA (%)	0.9	0.9	0.9	0.9

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price: as of 27-Sep-21 (Bt)	33.75
Market Cap (US\$ m)	7,408
Listed Shares (m shares)	7,355.8
Free Float (%)	23.1
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	1.1
12M Price H/L (Bt)	38.75/18.80
Sector	BANK
Major Shareholder	MUFG Bank 76.88%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

Ex 1: 12-month DDM-based TP Calculation Using A Base Year Of 2022F

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal Value
Dividend of common shares	6,281	6,284	7,636	11,376	14,609	19,302	27,906	34,150	37,532	41,257	47,059	47,059
Dividend of preferred shares	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Dividend payment	6,281	6,284	7,636	11,376	14,609	19,302	27,906	34,150	37,532	41,257	47,059	480,582
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.0											
WACC (%)	11.0											
Cost of equity	11.0											
Terminal growth (%)	2.0											
Equity value	249,897											
No. of shares (m)	7,356											
Equity value / share (Bt)	34.00											

Sources: Company data, Thanachart estimates

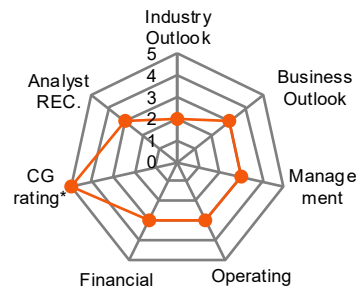
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน) ก่อตั้งเมื่อวันที่ 27 ม.ค. 1945 ด้วยทุนจดทะเบียนเริ่มแรก 1 ล้านบาท และเปิดดำเนินการในวันที่ 1 เม.ย.45 ธนาคารได้เข้าเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เมื่อวันที่ 26 ก.ย.1977 ณ เดือน มี.ค.13 ธนาคารมีทุนจดทะเบียนจำนวน 71 พันลบ. และทุนชำระแล้ว 61 พันลบ. หลังจากการเข้าซื้อ GE ซึ่งเป็น strategic partner ในปี 2007 BAY กลายเป็นผู้นำธุรกิจลูกค้ารายย่อยในประเทศไทย ธนาคารได้เข้าซื้อ Bank of Tokyo Mitsubishi UFJ (BTMU) และรวมการดำเนินงานในประเทศไทยของ BTMU ในปี 2015 พอร์ตสินเชื่อบริษัทรวมของธนาคาร เป็นสินเชื่อเพื่อธุรกิจรายย่อย และสินเชื่อ SME 47%และ 53% เป็นสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Rating Scale

Excellent	5
Good	4
Fair	3
Weak	2
Very Weak	1
None	0

Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เข้าถึงบริษัทญี่ปุ่นอย่างมาก
- มีสินเชื่อย่อยแข็งแกร่ง
- เข้าถึงเงินทุนราคาถูก ด้วยได้รับการสนับสนุนจาก BTMU
- มี Know-how ในนวัตกรรมของผลิตภัณฑ์

O — Opportunity

- การให้กู้ยืมผ่านระบบดิจิทัล
- มีโอกาสมำ M&A

W — Weakness

- ฐานต้นทุนการดำเนินงานสูง
- มี credit cost ที่สูงกว่าระดับเฉลี่ยของกลุ่มธนาคารพาณิชย์
- มีสัดส่วน CASA ที่ค่อนข้างต่ำ

T — Threat

- เศรษฐกิจโลกเข้าสู่ภาวะถดถอย
- มาตรฐานบัญชี และหลักเกณฑ์ทางบัญชีใหม่

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	34.71	34.00	-2%
Net profit 21F (Bt m)	30,700	32,004	4%
Net profit 22F (Bt m)	25,128	24,644	-2%
Consensus REC	BUY: 5	HOLD: 3	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- เรารวมการบริหารจัดการกันสำรองก่อนตลาด ด้วยเหตุนี้ การคาดการณ์ของเราจึงสูงกว่าสำหรับปี 2021F

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- Downside risk จากเศรษฐกิจชะลอตัวซึ่งจะทำให้การบริโภคลดลงและส่งผลกระทบต่อธุรกิจ ทำให้เกิดความเสี่ยงต่อการประมาณการของเรา
- ในกรณีที่ BAY สามารถปรับปรุง NIM ได้มากกว่าที่เราคิด จะเป็น upside ต่อประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

NIM under pressure

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Interest and Dividend Income	110,455	108,062	100,471	102,974	108,053
Interest Expenses	34,032	26,758	22,378	22,696	26,403
Net Interest Income	76,423	81,304	78,092	80,278	81,650
% of total income	68.5%	72.3%	71.3%	71.2%	70.5%
Gain on Investment	607	109	200	210	221
Fee Income	21,777	17,564	16,571	17,238	18,227
Gain on Exchange	4,350	4,112	4,300	4,343	4,386
Others	8,207	9,102	10,000	10,300	10,815
Non-interest Income	35,151	31,160	31,471	32,511	34,090
% of total income	31.5%	27.7%	28.7%	28.8%	29.5%
Total Income	111,574	112,464	109,563	112,789	115,740
Operating Expenses	52,169	48,465	49,536	50,904	52,589
Pre-provisioning Profit	59,405	63,999	60,027	61,885	63,151
Provisions	28,203	36,644	32,283	33,414	33,803
Pre-tax Profit	31,202	27,355	27,744	28,471	29,348
Income Tax	6,380	5,538	5,549	5,694	5,870
After Tax Profit	24,822	21,817	22,195	22,777	23,478
Equity Income	1,409	1,523	1,623	1,867	2,147
Minority Interest	(383)	(300)	0	0	0
Extraordinary Items	6,900	0	8,185	0	0
NET PROFIT	32,749	23,040	32,004	24,644	25,625
Normalized Profit	25,849	23,040	23,819	24,644	25,625
EPS (Bt)	4.5	3.1	4.4	3.4	3.5
Normalized EPS (Bt)	3.5	3.1	3.2	3.4	3.5

BALANCE SHEET

Loan growth looks set to improve next year

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Liquid Items	365,262	553,718	615,000	629,000	641,000
cash & cash equivalents	33,830	30,333	30,000	30,000	30,000
interbank & money market	331,431	523,385	585,000	599,000	611,000
Securities under resale agreeme	0	0	0	0	0
Investments	130,292	176,465	184,870	193,680	202,916
Net loans	1,754,976	1,765,623	1,768,024	1,856,780	1,956,035
Gross and accrued interest	1,822,360	1,842,030	1,852,732	1,949,647	2,056,073
Provisions for doubtful	67,384	76,407	84,708	92,867	100,038
Fixed assets - net	32,530	34,562	33,133	31,703	29,350
Other assets	76,532	79,006	85,000	86,700	88,434
Total assets	2,359,592	2,609,374	2,686,028	2,797,863	2,917,735
LIABILITIES:					
Liquid Items	1,822,808	2,083,682	2,127,237	2,219,752	2,319,391
Deposit	1,566,885	1,834,505	1,890,937	1,978,468	2,073,003
Interbank & money market	252,121	243,570	232,000	236,640	241,373
Liability payable on demand	3,802	5,607	4,300	4,644	5,016
Borrow ings	175,667	146,119	150,701	150,658	150,550
Other liabilities	89,001	90,394	91,394	92,394	93,394
Total liabilities	2,087,476	2,320,195	2,369,332	2,462,804	2,563,335
Minority interest	1,326	1,635	1,635	1,635	1,635
Shareholders' equity	270,790	287,544	315,061	333,424	352,766
Preferred capital	-	-	-	-	-
Paid-in capital	73,558	73,558	73,558	73,558	73,558
Share premium	52,879	52,879	52,879	52,879	52,879
Surplus/ Others	4,312	4,271	4,271	4,271	4,271
Retained earnings	140,041	156,836	184,352	202,716	222,057
Liabilities & equity	2,359,592	2,609,374	2,686,028	2,797,863	2,917,735

Sources: Company data, Thanachart estimates

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	9.6	10.8	10.4	10.1	9.7
Normalized PE - at target price (x)	9.7	10.9	10.5	10.1	9.8
PE (x)	7.6	10.8	7.8	10.1	9.7
PE - at target price (x)	7.6	10.9	7.8	10.1	9.8
P/PPP (x)	4.2	3.9	4.1	4.0	3.9
P/PPP - at target price (x)	4.2	3.9	4.2	4.0	4.0
P/BV (x)	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
P/BV - at target price (x)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
Dividend yield (%)	2.5	1.0	2.6	2.5	2.6
Market cap / net loans (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Market cap / deposit (x)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
(Bt)					
Normalized EPS	3.5	3.1	3.2	3.4	3.5
EPS	4.5	3.1	4.4	3.4	3.5
DPS	0.9	0.4	0.9	0.8	0.9
PPP/Share	8.1	8.7	8.2	8.4	8.6
BV/Share	36.8	39.1	42.8	45.3	48.0

Above the sector's mean

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate (%)					
Net interest income (NII)	1.5	6.4	(4.0)	2.8	1.7
Non-interest income (Non-II)	3.8	(11.4)	1.0	3.3	4.9
Operating expenses	0.8	(7.1)	2.2	2.8	3.3
Pre-provisioning profit (PPP)	3.4	7.7	(6.2)	3.1	2.0
Net profit	32.0	(29.6)	38.9	(23.0)	4.0
Normalized profit growth	4.2	(10.9)	3.4	3.5	4.0
EPS	32.0	(29.6)	38.9	(23.0)	4.0
Normalized EPS	4.2	(10.9)	3.4	3.5	4.0
Dividend payout ratio	19.1	11.2	20.0	25.0	25.0
Loan - gross	8.7	0.8	0.6	5.3	5.5
Loan - net	8.7	0.6	0.1	5.0	5.3
Deposit	9.9	17.1	3.1	4.6	4.8
NPLs	7.5	10.5	15.0	15.0	5.0
Total assets	8.6	10.6	2.9	4.2	4.3
Total equity	11.6	6.2	9.6	5.8	5.8
Operating Ratios (%)					
Net interest margin (NIM)	3.4	3.3	2.9	2.9	2.9
Net interest spread	4.7	4.8	4.6	4.6	4.6
Yield on earnings assets	5.1	4.5	3.9	3.9	3.9
Avg cost of fund	1.8	1.3	1.0	1.0	1.1
NII / operating income	68.5	72.3	71.3	71.2	70.5
Non-II / operating income	31.5	27.7	28.7	28.8	29.5
Fee income / operating income	19.5	15.6	15.1	15.3	15.7
Normalized net margin	23.2	20.5	21.7	21.8	22.1
Cost-to-income	46.8	43.1	45.2	45.1	45.4
Credit cost - provision exp / loans	1.6	2.0	1.8	1.7	1.7
PPP / total assets	2.6	2.6	2.3	2.3	2.2
PPP / total equity	23.1	22.9	19.9	19.1	18.4
ROA	1.1	0.9	0.9	0.9	0.9
ROE	10.1	8.3	7.9	7.6	7.5

Better cost control

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

Solid balance sheet

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Liquidity and Quality Ratio (%)					
Loan-to-deposit	116.0	99.9	97.6	98.2	98.8
Loan-to-deposit & S-T borrow ing	116.0	99.9	97.5	98.2	98.8
Net loan / assets	74.4	67.7	65.8	66.4	67.0
Net loan / equity	648.1	614.0	561.2	556.9	554.5
Investment / assets	5.5	6.8	6.9	6.9	7.0
Deposit / liabilities	75.1	79.1	79.8	80.3	80.9
Liabilities / equity	770.9	806.9	752.0	738.6	726.6
Net interbank lender (Bt m)	79,310	279,815	353,000	362,360	369,627
Tier 1 CAR	13.3	14.5	16.2	16.5	16.9
Tier 2 CAR	4.6	4.6	1.2	1.2	1.1
Total CAR	17.8	19.1	17.4	17.7	18.0
NPLs (Bt m)	41,334	45,672	52,523	60,401	63,421
NPLs / Total loans (NPL Ratio)	2.3	2.5	2.8	3.1	3.1
Loan-Loss-Coverage	163.0	167.3	161.3	153.8	157.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

General Disclaimers And Disclosures:

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.

This report is prepared by analysts who are employed by the research department of TNS. While the information is from sources believed to be reliable, neither the information nor the forecasts shall be taken as a representation or warranty for which TNS or TCAP or its group companies or any of their employees incur any responsibility. This report is provided to you for informational purposes only and it is not, and is not to be construed as, an offer or an invitation to make an offer to sell or buy any securities. Neither TNS, TCAP nor its group companies accept any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of this report or its contents.

The information and opinions contained herein have been compiled or arrived at from sources believed reliable. However, TNS, TCAP and its group companies make no representation or warranty, express or implied, as to their accuracy or completeness. Expressions of opinion herein are subject to change without notice. The use of any information, forecasts and opinions contained in this report shall be at the sole discretion and risk of the user.

TNS, TCAP and its group companies perform and seek to perform business with companies covered in this report. TNS, TCAP, its group companies, their employees and directors may have positions and financial interest in securities mentioned in this report. TNS, TCAP or its group companies may from time to time perform investment banking or other services for, or solicit investment banking or other business from, any entity mentioned in this report. Therefore, investors should be aware of conflict of interest that may affect the objectivity of this report.

Note: Thanachart Securities Public Company Limited act as a Market Maker and Derivative Warrants Issuer. At present, TNS has issued 117 Derivative Warrants which are ACE16C2111A, ACE16C2201A, ADVA16C2110A, ADVA16C2201A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AMAT16C2112A, AOT16C2109A, AOT16C2112A, BAM16C2110A, BAM16C2112A, BANP16C2109A, BANP16C2110A, BANP16C2112A, BANP16C2201A, BCH16C2109A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCH16C2201A, BCPG16C2111A, BDMS16C2109A, BGRI16C2110A, BGRI16C2112A, BH16C2109A, CBG16C2109A, CBG16C2109B, CBG16C2201A, CHG16C2111A, CHG16C2112A, COM716C2110A, COM716C2112A, CPAL16C2109A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPF16C2112A, CPN16C2109A, DELT16C2109A, DELT16C2112A, DOHO16C2111A, DOHO16C2112A, DTAC16C2112A, EA16C2110A, EGCO16C2110A, EPG16C2109A, GLOB16C2201A, GPSC16C2109A, GPSC16C2110A, GPSC16C2201A, GULF16C2112A, GUNK16C2110A, GUNK16C2112A, GUNK16C2201A, HANA16C2112A, INTU16C2201A, IRPC16C2110A, IRPC16C2112A, IVL16C2109A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, JMAR16C2111A, JMAR16C2201A, JMT16C2110A, KBAN16C2109A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KBAN16C2201A, KCE16C2109A, KCE16C2110A, KCE16C2201A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, KTC16C2112A, MEGA16C2112A, MINT16C2109A, MINT16C2112A, MTC16C2109A, MTC16C2112A, OR16C2109A, OR16C2112A, PRM16C2109A, PTG16C2109A, PTG16C2201A, PTT16C2109A, PTT16C2112A, PTTE16C2112A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RBF16C2112A, RS16C2109A, RS16C2112A, S5016C2109A, S5016C2109B, S5016C2109C, S5016C2109D, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016P2112C, S5016P2109A, S5016P2109B, S5016P2112A, S5016P2112B, SAWA16C2112A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCC16C2112A, SCGP16C2109A, SCGP16C2201A, SPRC16C2201A, STA16C2112A, STEC16C2110A, STEC16C2201A, STGT16C2111A, TASC16C2109A, TOP16C2112A, TU16C2110A, TU16C2111A (underlying securities are ACE, ADVANC, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BCH, BCPG, BDMS, BGRIM, BH, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, EPG, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MEGA, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, STA, STEC, STGT, TASCO, TOP, TU). Since TNS covers those underlying securities in research report, consequently TNS incurs conflicts of interest. Moreover, Investors are advised to carefully review the details and information in the prospectus before making investment decisions.

Note: Thanachart Securities has an indirect financial interest in Ratchthani Leasing Pcl (THANI). Thanachart Securities Pcl is a subsidiary of Thanachart Capital Pcl (TCAP) which holds more than 56% of the shareholding in Ratchthani Leasing Pcl (THANI).

Note: Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP), TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB), are related companies to Thanachart Securities Public Company Limited (TNS). Thanachart Securities Pcl is a subsidiary of Thanachart Capital Pcl (TCAP) which holds 20.1% of the shareholding in TMBThanachart Bank Pcl.

Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP), Ratchthani Leasing Public Company Limited (THANI), TMB Public Company Limited, MBK PUBLIC COMPANY LIMITED (MBK) and PATUM RICE MILL AND GRANARY PUBLIC COMPANY LIMITED (PRG) are related companies to Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) . Since TNS covers those securities in research report, consequently TNS incurs conflicts of interest.

Disclosure of Interest of Thanachart Securities

Investment Banking Relationship

Within the preceding 12 months, Thanachart Securities has lead-managed public offerings and/or secondary offerings (excluding straight bonds) of the securities of the following companies: Saksiam Leasing Pcl. (SAK TB), SCG Packaging Pcl (SCGP TB)

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.

Thanachart Securities Pcl.

Research Team

19 Floor, MBK Tower

444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330

Tel: 662 - 779-9119

Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th

Pimpaka Nichgaroon, CFA

Head of Research

Tel: 662-779-9199

pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

Pattarawan Wangmingmat

Senior Technical Analyst

Tel: 662-779-9105

pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

Phannarai Tiypittayarut

Property, Retail

Tel: 662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

Sarachada Sornsong

Bank, Finance, Insurance

Tel: 662-779-9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

Sittichet Rungrassameeaphat

Analyst, Quantitative

Tel: 662-483-8303

sittichet.run@thanachartsec.co.th

Adisak Phupiphathirungul, CFA

Retail Market Strategy

Tel: 662-779-9120

adisak.phu@thanachartsec.co.th

Nuttapop Prasitsuksant

Telecom, Utilities

Tel: 662-483-8296

nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

Rata Limsuthiwanpoom

Auto, Industrial Estate, Media, Prop. Fund

Tel: 662-483-8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

Siriporn Arunothai

Small Cap, Healthcare, Hotel

Tel: 662-779-9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

Thaloengsak Kucharoenpaisan

Analyst, Retail Market

Tel: 662-483-8304

thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

Chak Reungsinpinya

Energy, Petrochemical, Paper

Tel: 662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

Pattadol Bunnak

Electronics, Food & Beverage, Shipping

Tel: 662-483-8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

Saksid Phadthananarak

Construction, Transportation

Tel: 662-779-9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

Witchanan Tambamroong

Technical Analyst

Tel: 662-779-9123

witchanan.tam@thanachartsec.co.th