

HOLD (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 34.00 (Unchanged)

Upside : 8.8%

29 SEPTEMBER 2022

Bank of Ayudhya Pcl (BAY TB)

เต็มมูลค่า

แม้ว่าเราจะปรับประมาณการขึ้น 15% ในปี 2022-24F แต่ BAY ยังถือว่าเต็มมูลค่า เรื่องราวการเติบโตของธนาคารยังคงน่าสนใจน้อยกว่าธนาคารใหญ่ ขณะที่ P/BV และ ROE อยู่ที่ค่าเฉลี่ยของกลุ่ม โดยมีอัตราผลตอบแทนปันผลต่ำลง แนะนำ “ถือ” ราคาเป้าหมายเดิมที่ 34 บาท



SARACHADA SORNSONG

662 – 779 9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ตลาดรับรู้การฟื้นตัวของสินเชื่อแล้ว

พอร์ตสินเชื่อของ BAY ราว 53% เป็นสินเชื่อเชิงพาณิชย์ (สินเชื่อเพื่อธุรกิจขนาดใหญ่ และ SME) และ 47% เป็นสินเชื่อรายย่อยใน 2Q22 ด้วยการกลับมาเปิดประเทศ การเติบโตของสินเชื่อของ BAY ได้เร่งตัวขึ้นจาก 5% y-y ใน 1Q22 เป็น 7% ใน 2Q22 เราคาดว่า BAY จะมีการเติบโตของสินเชื่อที่ดีที่ 4% ต่อปี ในปี 2022-24F จากเพียง 3% ในปี 2021 และ 1% ในปี 2020 ปัจจัยผลักดันหลักคือสินเชื่อเพื่อธุรกิจขนาดใหญ่ และ SME เนื่องจากตำแหน่งผู้นำในสินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์ สินเชื่อส่วนบุคคล และสินเชื่อบัตรเครดิต เราคาดว่าสินเชื่อรายย่อยจะเติบโตเพียง 3%

ฐานะการเงินแข็งแกร่ง

เรามองว่างบดุลของ BAY นั้นแข็งแกร่งมาก สัดส่วนสินเชื่อกำไรได้แผ่นช่วยเหลือลดลงเหลือเพียง 8% ใน 2Q22 อัตราส่วน NPL ต่ำกว่าธนาคารใหญ่อื่นมาก และถึงแม้เราจะคาดว่า NPL จะเพิ่มขึ้นหลังจากโครงการช่วยเหลือสิ้นสุดลง แต่อัตราส่วน NPL ยังคงอยู่ภายใต้การควบคุมที่ดีที่ 2.6% ในปีนี้, เพิ่มขึ้นเป็น 2.64% ในปี 2023F เช่นเดียวกับธนาคารอื่นๆ BAY ได้ลดการตั้งสำรองลง เนื่องจากสถานการณ์โควิดดีขึ้น อัตราส่วน loan-loss-coverage ของธนาคารอาจยังคงสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่ม ที่มากกว่า 150% ในปี 2022-24F

ปรับเพิ่มประมาณการกำไร

เนื่องจาก BAY มี NIM และสินเชื่อ ที่สูงขึ้น และ credit cost ที่ลดลง เราจึงปรับประมาณการกำไรขึ้น 13% ในปีนี้ 17% ในปี 2023F และ 16% ในปี 2024F แม้จะปรับกำไรขึ้น และปรับมาใช้ฐาน 2023F แต่เรายังคงราคาเป้าหมายเดิมที่ 34 บาท ด้วยราคาหุ้นมีความผันผวนสูง เบต้าของ BAY จึงกำลังเพิ่มขึ้น และเราปรับเพิ่ม cost of equity เป็น 12.1% จากเดิม 10.5% ราคาเป้าหมายของเราคิดเป็น P/BV ปี 2023F ที่ 0.7 เท่า ซึ่งเรามองว่าสมเหตุสมผล ด้วย ROE ที่คงที่ของ BAY ที่ 9% ในปี 2022-24F

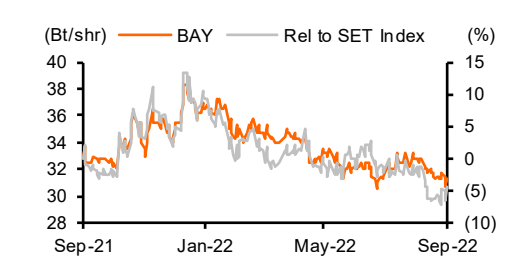
คำแนะนำ “ถือ”

ด้วยมี upside เพียง 8.8% จากราคาเป้าหมาย เรายังคงคำแนะนำ “ถือ” BAY เป็นธนาคารที่มีพื้นฐานแข็งแกร่ง แต่เรามองว่ามีเรื่องราวการเติบโตที่น่าสนใจน้อยกว่าธนาคารใหญ่ การมีสินเชื่ออัตราดอกเบี้ยคงที่ในสัดส่วน 21% เช่น สินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์ และ 10% ในสินเชื่อบัตรเครดิตและสินเชื่อส่วนบุคคลซึ่งอยู่ภายใต้อัตราดอกเบี้ยเพดาน BAY น่าจะไม่สามารถปรับอัตราดอกเบี้ยที่เรียกเก็บของสินเชื่อใหม่ตามแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นได้อย่างเต็มที่ เราคาดว่า EPS จะเติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 12% เทียบกับค่าเฉลี่ยของธนาคารใหญ่ที่ 15% P/BV และ ROE ของธนาคารอยู่ที่ค่าเฉลี่ยของกลุ่ม ขณะที่อัตราผลตอบแทนปันผลของ BAY ที่ต่ำกว่า 3% นั้นต่ำกว่าของกลุ่ม

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Pre Provision Profit	61,294	63,098	64,223	70,060
Net profit	33,794	29,205	31,003	35,890
Consensus NP	—	30,465	32,430	36,410
Diff frm cons (%)	—	(4.1)	(4.4)	(1.4)
Norm profit	25,609	29,205	31,003	35,890
Prev. Norm profit	—	25,847	26,579	30,958
Chg frm prev (%)	—	13.0	16.6	15.9
Norm EPS (Bt)	3.5	4.0	4.2	4.9
Norm EPS grw (%)	11.2	14.0	6.2	15.8
Norm PE (x)	9.0	7.9	7.4	6.4
P/BV (x)	0.7	0.7	0.6	0.6
Div yield (%)	2.7	2.5	2.7	3.1
ROE (%)	8.5	8.9	8.8	9.4
ROA (%)	1.0	1.1	1.2	1.3

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price: as of 28-Sep-22 (Bt)	31.25
Market Cap (US\$ m)	5,999
Listed Shares (m shares)	7,355.8
Free Float (%)	23.1
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	0.4
12M Price H/L (Bt)	38.50/30.50
Sector	BANK
Major Shareholder	MUFG Bank 76.88%

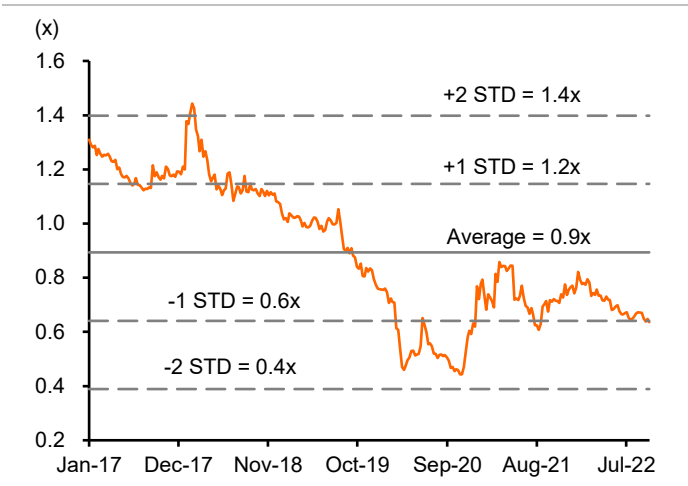
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

Ex 1: Earnings Revisions

	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
Net profits (Bt bn)								
- New	24.81	25.85	23.04	25.61	29.21	31.00	35.89	38.83
- Old					25.85	26.58	30.96	34.57
- Change (%)					12.99	16.64	15.93	12.32
Loan growth (%)								
- New	7.84	8.72	0.83	3.13	4.44	4.34	4.14	4.03
- Old					3.26	3.27	3.82	4.11
- Change (pp)					1.18	1.08	0.32	(0.08)
Lending yield (%)								
- New	6.15	5.92	5.68	5.14	5.09	5.36	5.54	5.57
- Old					5.08	5.11	5.22	5.25
- Change (pp)					0.01	0.25	0.32	0.31
NIM (%)								
- New	3.53	3.37	3.27	3.05	3.17	3.13	3.22	3.24
- Old					3.08	3.01	3.09	3.14
- Change (pp)					0.09	0.13	0.13	0.09
Net fee income (Bt bn)								
- New	21.25	21.78	17.56	16.85	16.78	17.41	17.93	18.83
- Old					17.41	18.06	18.60	19.80
- Change (%)					(3.60)	(3.59)	(3.59)	(4.92)
Opex (Bt bn)								
- New	51.74	52.17	48.47	48.95	50.26	51.81	53.61	55.25
- Old					51.31	52.96	55.50	56.93
- Change (%)					(2.04)	(2.16)	(3.41)	(2.94)
Cost-to-income ratio (%)								
- New	47.39	46.76	43.09	44.40	44.34	44.65	43.35	42.60
- Old					45.74	46.72	46.27	44.97
- Change (pp)					(1.40)	(2.07)	(2.92)	(2.37)
Credit costs (%)								
- New	1.57	1.55	2.00	1.67	1.45	1.35	1.30	1.30
- Old					1.60	1.50	1.40	1.40
- Change (pp)					(0.15)	(0.15)	(0.10)	(0.10)
NPLs (Bt bn)								
- New	38.45	41.33	45.67	47.45	51.72	54.82	57.56	59.86
- Old					51.24	54.32	57.03	59.89
- Change (%)					0.93	0.93	0.93	(0.04)

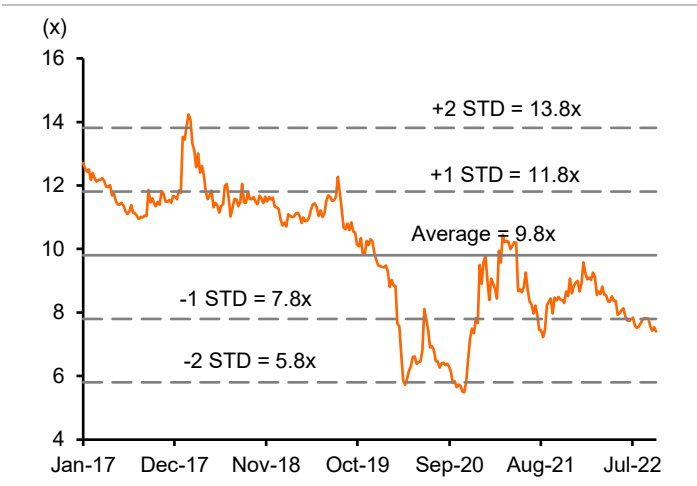
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: STD P/BV



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 3: STD PE



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

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

(Bt m)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Terminal Value
Dividend of common shares	6,021	6,689	9,413	12,062	12,886	18,449	24,361	34,132	47,624	57,532	57,532	57,532
Dividend payment	6,021	6,689	9,413	12,062	12,886	18,449	24,361	34,132	47,624	57,532	57,532	528,676
PV of dividend	6,021	5,322	6,591	7,501	7,117	9,046	10,608	13,200	16,357	16,782	14,838	136,352
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.2											
WACC (%)	12.1											
Cost of equity	12.1											
Terminal growth (%)	2.0											
Equity value	249,734											
No. of shares (m)	7,356											
Equity value / share (Bt)	34.00											

Sources: Company data, Thanachart estimates

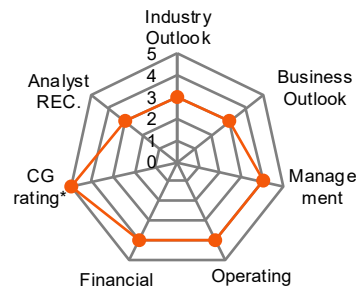
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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
- มีโอกาสทำ 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)	38.50	34.00	-12%
Net profit 22F (Bt m)	30,465	29,205	-4%
Net profit 23F (Bt m)	32,430	31,003	-4%
Consensus REC	BUY: 3	HOLD: 4	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- เราคาดการณ์การเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากเร็วกว่าตลาด
- ดังนั้นประมาณการกำไร และราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าของตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

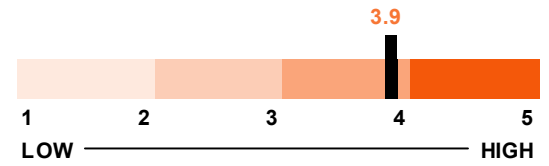
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

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

Source: Thanachart

BAY เป็นธนาคารขนาดใหญ่ที่สุดเป็นอันดับ 4 ธนาคารได้รับรางวัลและการประกาศเกียรติคุณด้าน ESG จากหลากหลายองค์กร กลุ่มได้กำหนดแผนการปรับปรุงประสิทธิภาพ ESG โดยรวมไว้อย่างชัดเจน เราให้คะแนน ESG เท่ากับ 3.92 สำหรับ BAY

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)
BAY	-	YES	-	-	59.19	73.06	33.96	-	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 - การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- วิสัยทัศน์สู่ความเป็นกลางทางคาร์บอนของ BAY คือการยึดมั่นในพันธกิจลดการปล่อยคาร์บอนจากกระบวนการดำเนินงานของธนาคารให้เหลือศูนย์ในปี 2030 และลดการปล่อยคาร์บอนจากการให้บริการทางการเงินให้เหลือศูนย์ภายในปี 2050 - เป็นธนาคารพาณิชย์แห่งแรกของประเทศไทยที่ได้รับการรับรองในระดับดีเยี่ยมซึ่งถือเป็นระดับสูงสุดของโครงการสำนักงานสีเขียว ซึ่งสะท้อนถึงความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม ตลอดจนปณิธานและความมุ่งมั่นที่ส่งเสริมการมีส่วนร่วมและดำเนินการเพื่อรับมือกับการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศ - ในปี 2021 BAY สามารถประหยัดไฟฟ้าได้ 359,331 หน่วย หรือค่าไฟฟ้า 1,535,825 บาท เนื่องจากการเปลี่ยนเครื่องแลกเปลี่ยนความร้อนแบบแผ่นของปัมแลกเปลี่ยนความร้อน (HXP) แทนที่หลอดฟลูออเรสเซนต์ในสำนักงานด้วยหลอด LED และเปลี่ยนเครื่องทำความเย็นทั้งระบบ - ได้รับรางวัลความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมยอดเยี่ยม (Best Environmental Responsibility) โดย Asean Excellence award ประจำปี 2019
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- BAY ตระหนักดีว่าการเคารพสิทธิมนุษยชนเป็นประเด็นสำคัญที่ต้องกล่าวถึงในการบริหารธุรกิจ เพื่อการบรรลุภารกิจขององค์กรในฐานะสมาชิกของกลุ่มการเงินที่น่าเชื่อถือที่สุดในโลกในการให้บริการสังคมผ่านการเติบโตอย่างยั่งยืน - ในปี 2019 กรุงศรีเป็นธนาคารแห่งแรกในเอเชียแปซิฟิกที่ออกพันธบัตรที่คำนึงถึงเพศสภาพ (Gender Bond) เพื่อสนับสนุนวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (WSMEs) ที่นำโดยผู้หญิงในประเทศไทย พันธบัตรดังกล่าวเสนอให้กับ International Finance Corporation (IFC) ซึ่งเป็นสมาชิกของ World Bank Group และ Deutsche Investitions- und Entwicklungsgesellschaft (DEG) โดยมี private subscription รวม US\$220m (หรือ 6.64 พันลบ.) การลงทุนดังกล่าวจัดทำโดย Women Entrepreneurs Opportunity Facility (WEOF) ซึ่งเป็นการริเริ่มร่วมกันระหว่าง IFC และ Goldman Sachs 10,000 Women - ได้รับรางวัล Best Bank for CSR Award จาก Asiamoney เป็นปีที่ 2 ติดต่อกัน ในปี 2021
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- จากจำนวนกรรมการทั้งหมด 12 ท่าน ทำท่านเป็นกรรมการอิสระ - ไม่มีกรรมการของ BAY คนใดถือหุ้นเกินร้อยละ 25 ของหุ้นสามัญจดทะเบียนและเรียกชำระแล้ว - โครงการประเมินความเสี่ยงและการควบคุมตนเอง (RCSA) ได้รับการตรวจสอบอย่างสม่ำเสมอโดยพิจารณาจากข้อมูลการสูญเสียในอดีตและการเปลี่ยนแปลงในสภาพแวดล้อมทางธุรกิจ ซึ่งช่วยให้ผลลัพธ์สะท้อนถึงโปรไฟล์ความเสี่ยงของธนาคาร ในปี 2021 เราเริ่มใช้โปรแกรมทดสอบการควบคุมหลักสำหรับความเสี่ยงหลักตามที่ระบุไว้ใน RCSA จุดมุ่งหมายคือเพื่อให้แน่ใจว่าการควบคุมหลักได้รับการออกแบบและดำเนินการอย่างเป็นปกติ ดังที่สะท้อนให้เห็นในโปรไฟล์ความเสี่ยง - ธนาคารตระหนักถึงความเสี่ยงด้านเทคโนโลยีสารสนเทศเป็นหมวดหมู่ความเสี่ยงที่สำคัญและเป็นองค์ประกอบของการบริหารความเสี่ยงทั่วทั้งองค์กร และจัดหาทรัพยากรที่เพียงพอสำหรับการจัดการความเสี่ยงดังกล่าวผ่านการส่งเสริมการกำกับดูแลการบริหารความเสี่ยงด้านไอทีและกรอบนโยบาย

Source: Thanachart, Company

INCOME STATEMENT

Higher loans

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Interest and Dividend Income	108,062	99,804	101,562	111,792	120,412
Interest Expenses	26,758	21,824	19,573	28,414	30,494
Net Interest Income	81,304	77,980	81,989	83,378	89,918
% of total income	72.3%	70.7%	72.3%	71.9%	72.7%
Gain on Investment	109	198	0	120	126
Fee Income	17,564	16,851	16,782	17,408	17,931
Gain on Exchange	4,112	4,096	4,700	4,747	4,794
Others	9,102	10,757	9,500	9,975	10,474
Non-interest Income	31,160	32,269	31,370	32,658	33,753
% of total income	27.7%	29.3%	27.7%	28.1%	27.3%
Total Income	112,464	110,249	113,359	116,036	123,671
Operating Expenses	48,465	48,954	50,261	51,813	53,611
Pre-provisioning Profit	63,999	61,294	63,098	64,223	70,060
Provisions	36,644	31,604	28,628	27,812	27,891
Pre-tax Profit	27,355	29,690	34,469	36,411	42,169
Income Tax	5,538	5,751	6,894	7,282	8,434
After Tax Profit	21,817	23,939	27,576	29,129	33,735
Equity Income	1,523	1,930	1,630	1,874	2,155
Minority Interest	(300)	(260)	0	0	0
Extraordinary Items	0	8,185	0	0	0
NET PROFIT	23,040	33,794	29,205	31,003	35,890
Normalized Profit	23,040	25,609	29,205	31,003	35,890
EPS (Bt)	3.1	4.6	4.0	4.2	4.9
Normalized EPS (Bt)	3.1	3.5	4.0	4.2	4.9

BALANCE SHEET

Solid balance sheet

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Liquid Items	553,718	376,187	414,000	474,000	503,000
cash & cash equivalents	30,333	29,371	28,000	28,000	28,000
interbank & money market	523,385	346,816	386,000	446,000	475,000
Securities under resale agreeme	0	0	0	0	0
Investments	176,465	197,168	162,426	169,834	177,608
Net loans	1,765,623	1,816,869	1,903,989	1,987,665	2,069,828
Gross and accrued interest	1,842,030	1,901,229	1,987,362	2,074,128	2,158,437
Provisions for doubtful	76,407	84,360	83,373	86,463	88,608
Fixed assets - net	34,562	34,095	35,019	33,415	32,043
Other assets	79,006	74,790	70,000	71,400	72,828
Total assets	2,609,374	2,499,109	2,585,433	2,736,314	2,855,307
LIABILITIES:					
Liquid Items	2,083,682	1,985,330	2,035,493	2,160,250	2,249,253
Deposit	1,834,505	1,779,139	1,825,000	1,904,250	1,987,953
Interbank & money market	243,570	202,150	206,193	250,000	255,000
Liability payable on demand	5,607	4,042	4,300	6,000	6,300
Borrow ings	146,119	118,977	108,545	108,686	108,476
Other liabilities	90,394	76,565	100,000	101,000	102,000
Total liabilities	2,320,195	2,180,872	2,244,038	2,369,936	2,459,728
Minority interest	1,635	721	721	721	721
Shareholders' equity	287,544	317,516	340,675	365,657	394,858
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	4,271	4,300	4,300	4,300	4,300
Retained earnings	156,836	186,780	209,938	234,920	264,121
Liabilities & equity	2,609,374	2,499,109	2,585,433	2,736,314	2,855,307

Sources: Company data, Thanachart estimates

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	10.0	9.0	7.9	7.4	6.4
Normalized PE - at target price (x)	10.9	9.8	8.6	8.1	7.0
PE (x)	10.0	6.8	7.9	7.4	6.4
PE - at target price (x)	10.9	7.4	8.6	8.1	7.0
P/PPP (x)	3.6	3.8	3.6	3.6	3.3
P/PPP - at target price (x)	3.9	4.1	4.0	3.9	3.6
P/BV (x)	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
P/BV - at target price (x)	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
Dividend yield (%)	1.1	2.7	2.5	2.7	3.1
Market cap / net loans (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Market cap / deposit (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
(Bt)					
Normalized EPS	3.1	3.5	4.0	4.2	4.9
EPS	3.1	4.6	4.0	4.2	4.9
DPS	0.4	0.9	0.8	0.8	1.0
PPP/Share	8.7	8.3	8.6	8.7	9.5
BV/Share	39.1	43.2	46.3	49.7	53.7

Fairly priced in our view

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate (%)					
Net interest income (NII)	6.4	(4.1)	5.1	1.7	7.8
Non-interest income (Non-II)	(11.4)	3.6	(2.8)	4.1	3.4
Operating expenses	(7.1)	1.0	2.7	3.1	3.5
Pre-provisioning profit (PPP)	7.7	(4.2)	2.9	1.8	9.1
Net profit	(29.6)	46.7	(13.6)	6.2	15.8
Normalized profit growth	(10.9)	11.2	14.0	6.2	15.8
EPS	(29.6)	46.7	(13.6)	6.2	15.8
Normalized EPS	(10.9)	11.2	14.0	6.2	15.8
Dividend payout ratio	11.2	18.5	20.0	20.0	20.0
Loan - gross	0.8	3.1	4.4	4.3	4.1
Loan - net	0.6	2.9	4.8	4.4	4.1
Deposit	17.1	(3.0)	2.6	4.3	4.4
NPLs	10.5	3.9	9.0	6.0	5.0
Total assets	10.6	(4.2)	3.5	5.8	4.3
Total equity	6.2	10.4	7.3	7.3	8.0
Operating Ratios (%)					
Net interest margin (NIM)	3.3	3.1	3.2	3.1	3.2
Net interest spread	4.8	4.5	4.5	4.6	4.7
Yield on earnings assets	4.5	4.0	4.1	4.3	4.4
Avg cost of fund	1.3	1.0	0.9	1.3	1.3
NII / operating income	72.3	70.7	72.3	71.9	72.7
Non-II / operating income	27.7	29.3	27.7	28.1	27.3
Fee income / operating income	15.6	15.3	14.8	15.0	14.5
Normalized net margin	20.5	23.2	25.8	26.7	29.0
Cost-to-income	43.1	44.4	44.3	44.7	43.3
Credit cost - provision exp / loans	2.0	1.7	1.5	1.4	1.3
PPP / total assets	2.6	2.4	2.5	2.4	2.5
PPP / total equity	22.9	20.3	19.2	18.2	18.4
ROA	0.9	1.0	1.1	1.2	1.3
ROE	8.3	8.5	8.9	8.8	9.4

Greater difficulty in repricing lending rates than other big banks

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Liquidity and Quality Ratio (%)					
Loan-to-deposit	99.9	106.3	108.2	108.2	107.9
Loan-to-deposit & S-T borrow ing	99.9	106.3	108.2	108.1	107.9
Net loan / assets	67.7	72.7	73.6	72.6	72.5
Net loan / equity	614.0	572.2	558.9	543.6	524.2
Investment / assets	6.8	7.9	6.3	6.2	6.2
Deposit / liabilities	79.1	81.6	81.3	80.4	80.8
Liabilities / equity	806.9	686.9	658.7	648.1	622.9
Net interbank lender (Bt m)	279,815	144,666	179,807	196,000	220,000
Tier 1 CAR	14.5	15.6	16.3	16.6	17.4
Tier 2 CAR	4.6	4.5	1.1	1.1	1.0
Total CAR	19.1	20.1	17.4	17.7	18.4
NPLs (Bt m)	45,672	47,448	51,718	54,821	57,562
NPLs / Total loans (NPL Ratio)	2.5	2.5	2.6	2.6	2.7
Loan-Loss-Coverage	167.3	177.8	161.2	157.7	153.9

Sources: Company data, Thanachart estimates

Strong asset quality

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, none 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.



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) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ถือและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 93 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C22301A, ADVANC16C2210A, ADVANC16C2211A, AMATA16C2212A, AMAT16C2209A, AOT16C2212A, AOT16C2209A, BANPU16C2212A, BANPU16C2210A, BBL16C2212A, BCH16C2211A, BH16C2212B, BH16C2212A, BGRIM16C2301A, BGRIM16C2212A, BGRI16C2209A, BLA16C2212A, BLA16C2209A, BTS16C2301A, CBG16C2301B, CBG16C2301A, CBG16C2210A, CENTEL16C2209A, COM716C2209A, COM716C2211A, COM716C2211B, COM716C2211C, CPALL16C2211A, CPN16C2301A, DTAC16C2212A, DOHOME16C2301A, EA16C2209A, EA16C2211A, ESSO16C2209A, ESSO16C2209B, FORTH16C2211A, GPSC16C2301A, GPSC16C2209A, GULF16C2301A, GULF16C2210A, GUNKUL16C2301A, GUNK16C2209A, HANA16C2301A, HANA16C2209A, HANA16C2211A, IVL16C2301A, IVL16C2212A, IVL16C2209A, IVL16C2211A, JMART16C2210A, JMART16C2211A, JMT16C2210A, JMT16C2211A, KBANK16C2301A, KBAN16C2209A, KBANK16C2211A, KCE16C2301A, KCE16C2209A, KCE16C2211A, KTC16C2211A, KTC16C2209A, MINT16C2301A, MINT16C2211A, MTC16C2301A, MTC16C2212A, MTC16C2209A, PSL16C2212A, PTG16C2211A, PTG16C2209A, PTTEP16C2212A, PTTE16C2209A, RBF16C2209A, SAWAD16C2211A, S5016C2209A, S5016P2209A, SAWA16C2209A, SCB16C2211A, SCGP16C2212A, SET5016P2212A, SET5016C2209B, SET5016C2212A, SET5016P2209B, SINGER16C2212A, SPRC16C2212A, SPRC16C2209A, STEC16C2209A, TIDLOR16C2212A, TOP16C2211A, TRUE16C2212A, TTA16C2211A, TU16C2210A, VGI16C2301A, WHA16C2209A (underlying securities are (ADVANC, AMATA, AOT, BANPU, BBL, BCH, BGRIM, BH, BLA, BTS, CBG, CENTEL, COM7, CPALL, CPN, DOHOM, DTAC, EA, ESSO, FORTH, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MINT, MTC, PSL, PTG, PTTEP, RBF, SAWAD, SCB, SET50, SCGP, SINGER, SPRC, STEC, TIDLOR, TOP, TRUE, TTA, TU, VGI, WHA)). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

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

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

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทุนธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอศิณี ไตลังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สหกลีดิวิเปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลีดิวิเปเมนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566” ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย พิมพ์ผกา นิการกุล, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	Strategy, ประกัน, กระดาษ จักร เรืองสินัญญา Tel: 662-779-9104 chak.reu@thanachartsec.co.th	สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์ Tel: 662-483-8296 nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th
อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติ่นเรือ พัทธดนย์ บุณนาค Tel: 662-483-8298 pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ Tel: 662-779-9109 phannarai.von@thanachartsec.co.th	ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเช่า รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th
ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน สรชดา สรทรง 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, ปิโตรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ Tel: 662-779-9110 yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล Tel: 662-779-9115 lapinee.dib@thanachartsec.co.th	
กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พัฒนทรัพย์กุล, CFA Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวลลี้ หวังมิ่งมาศ Tel: 662-779-9105 pattarawan.wan@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง Tel: 662-779-9123 witchanan.tam@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล Tel: 662-483-8304 thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์ Tel: 662-483-8303 sittichet.run@thanachartsec.co.th	ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน นลิกรณ์ คลังเปรมจิตต์ Tel: 662-779-9107 nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล Tel: 662-779-9108 monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ Tel: 662-779-9114 varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต Tel: 662-779-9117 sunset.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราชญ์ 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