

HOLD (From: BUY)

Change in Recommendation

TP: Bt 102.00

Upside : 8.8%

(From: Bt 106.00)

29 SEPTEMBER 2022

TISCO Financial Group (TISCO TB)

มี upside จำกัด

ด้วยพื้นฐานตัวขึ้นมาแล้ว 9% จากเดือนก.ค. ราคาหุ้น TISCO จึงมี upside ที่จำกัด ขณะที่เรามองว่าอัตราผลตอบแทนปันผลที่สูงที่ 8% เป็นปัจจัยรองรับราคาหุ้นไม่ใช่ปัจจัยผลักดัน ด้วยยังคงมีแรงหนุนเพียงตัวเดียว เรื่องราวการเติบโตของกำไรของ TISCO จึงอ่อนแอที่สุดในกลุ่มฯ และเราปรับลดคำแนะนำเป็น “ถือ”

**SARACHADA SORNSONG**

662 – 779 9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

การเติบโตของสินเชื่อฟื้นตัว...

ด้วยการกลับมาเปิดประเทศอีกครั้งหลังจากการระบอบของโควิดบรรเทาลง TISCO จึงกลับมาให้สินเชื่ออีกครั้ง สินเชื่อเติบโตแข็งแกร่งที่ 3.5% m-m ในเดือนสิงหาคม ทำให้การเติบโต 8MTD อยู่ที่ 4% โดยเป็นการเติบโตในทุกกลุ่ม – สินเชื่อเพื่อธุรกิจขนาดใหญ่ SME และสินเชื่อรายย่อย เนื่องจากการเพิ่มขึ้นของสินเชื่อโครงการ และสินเชื่อเพื่อซื้อสินค้าคงคลัง สินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่ และ SME จึงคาดว่าจะเติบโต 13% และ 30% y-y ในปี 2022 นอกจากนี้ ธนาคารยังได้ประโยชน์จากความสำเร็จของการเปลี่ยนโมเดลของ Ford Ranger อีกด้วย เพื่อหลีกเลี่ยงการหดตัวอย่างรุนแรงของอัตรากำไรในไตรมาส TISCO จึงยังคงชอบสินเชื่ออัตโนมัติแคช สินเชื่อเช่าซื้อรถจักรยานยนต์และรถยนต์มือสองที่ให้อัตราผลตอบแทนสูงมากกว่าเช่าซื้อรถยนต์ใหม่ แต่เรายังคงคาดการณ์การหดตัวของสินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์ใหม่จะสิ้นสุดลง จาก -10% ในปี 2021 เราคาดว่าสินเชื่อจะเติบโตที่ 3.7% ในปีนี้ 4.4% ในปี 2023F และ 4.7% ในปี 2024F

...แต่การเติบโตของกำไรยังคงซำที่ลดลง

ขณะที่ปริมาณสินเชื่อเพิ่มขึ้นดี รายได้ที่มีขีดดอกเบี้ยของธนาคารได้รับผลกระทบจากสภาวะตลาดที่อ่อนแอ เราคาดว่ารายได้ที่มีขีดดอกเบี้ยจะลดลง 12% ในปีนี้ ก่อนที่จะฟื้นตัว 13% และ 7% ในปี 2023-24F ตั้งแต่ปีหน้า การฟื้นตัวของรายได้ที่มีขีดดอกเบี้ยจะชดเชยรายได้ดอกเบี้ยที่ลดลง เนื่องจากเราคาดว่า NIM จะหดตัว 31bps ในปี 2023F และ 1bps ในปี 2024F ดังนั้นความสามารถที่มากขึ้นของธนาคารในลดต้นทุนส่วนเกินจึงเป็นปัจจัยหนุนกำไรเพียงอย่างเดียวสำหรับปีถัดๆ ไป เราคาดว่า EPS จะเติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่อ่อนแอที่ 4% ในปี 2021-24F

ปันผลสูง = เบาะรองรับราคาหุ้น

ในฐานะที่เป็นบริษัทโฮลดิ้ง TISCO จึงมีความยืดหยุ่นมากกว่าธนาคารอื่น ขณะที่ผลกำไรของธนาคารไม่อยู่ภายใต้เพดานอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลสูงสุด 50% ของรพท. อีกต่อไป ประกอบกับการเติบโตของสินทรัพย์ที่จำกัดและอัตราส่วนเงินทุนสูงสุด ทำให้เราคาดว่า TISCO จะยังคงจ่ายเงินปันผลในระดับสูงต่อไป เราสมมติให้อัตราการจ่ายเงินปันผลอยู่ที่ 85% ตลอดประมาณการของเรา เราคาดว่าอัตราผลตอบแทนปันผลจะมากกว่า 8% ซึ่งเรามองว่าเป็นเบาะรองรับที่ดีต่อราคาหุ้นแต่ไม่ใช่ปัจจัยผลักดัน

ปรับลดคำแนะนำเป็น “ถือ”

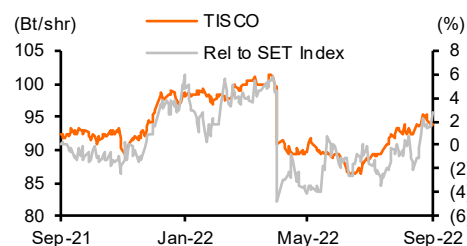
เนื่องจากโบรกเราคาดว่าอัตราดอกเบี้ยจะเพิ่มขึ้นในเชิงรุก เราจึงปรับลดประมาณการกำไรและปรับราคาเป้าหมายเป็น 102 บาท เพื่อสะท้อนต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้น เราไม่เห็นการเปลี่ยนแปลงในปัจจัยพื้นฐานที่แข็งแกร่งของ TISCO และยังคงชอบกลยุทธ์ที่เน้นผลตอบแทนของธนาคาร การปรับลดคำแนะนำของเราอิงจาก valuation เป็นหลัก ด้วยมองว่าหุ้นนั้นเต็มมูลค่าแล้วที่ 10 เท่า PE และ 1.7 เท่า P/BV เทียบกับ EPS ที่เติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 4% ในปี 2021-24F และ ROE ทรงตัวที่ 17% ในปี 2022-23F ขณะที่ upside risk อาจเกิดขึ้นหาก TISCO ตัดสินใจจ่ายปันผลในอัตรา 100% อย่างไรก็ตามไม่เคยมีมาก่อน และสมมติฐานของเราที่ 85% นั้นเป็นอัตราการจ่ายที่สูงที่สุดในช่วงที่ผ่านมาของธนาคารอยู่แล้ว

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไม่เข้าข่าย ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Pre Provision Profit	10,550	9,477	9,671	10,132
Net profit	6,785	7,168	7,305	7,562
Consensus NP	—	7,042	7,074	7,339
Diff frm cons (%)	—	1.8	3.3	3.0
Norm profit	6,785	7,168	7,305	7,562
Prev. Norm profit	—	7,106	7,373	7,595
Chg frm prev (%)	—	0.9	(0.9)	(0.4)
Norm EPS (Bt)	8.5	9.0	9.1	9.4
Norm EPS grw (%)	11.9	5.6	1.9	3.5
Norm PE (x)	11.1	10.5	10.3	9.9
P/BV (x)	1.8	1.8	1.7	1.7
Div yield (%)	7.6	8.1	8.3	8.6
ROE (%)	16.8	17.1	17.0	17.1
ROA (%)	2.6	2.9	2.8	2.8

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price: as of 28-Sep-22 (Bt)	93.75
Market Cap (US\$ m)	1,959
Listed Shares (m shares)	800.6
Free Float (%)	77.4
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	9.7
12M Price H/L (Bt)	101.50/86.25
Sector	BANK
Major Shareholder	Thai NVDR 10.2%

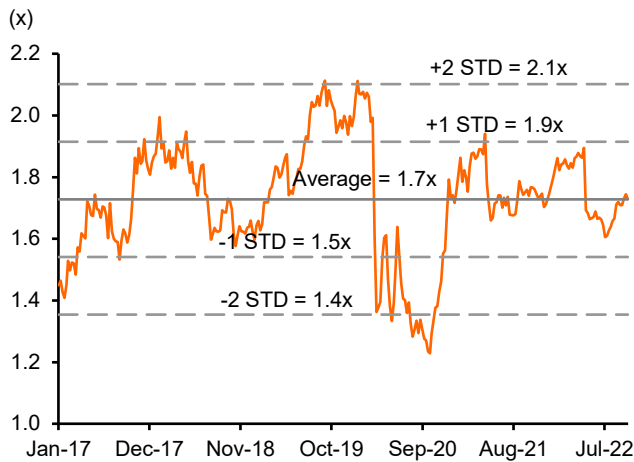
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates



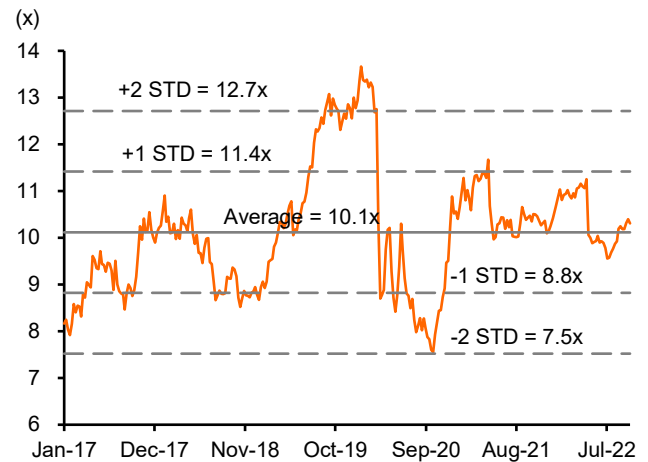
Ex 1: Earnings Revisions

	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
Net profits (Bt bn)								
- New	7.02	7.27	6.06	6.78	7.17	7.30	7.56	7.67
- Old					7.11	7.37	7.59	7.59
- Change (%)					0.86	(0.92)	(0.43)	1.12
Loan growth (%)								
- New	(4.27)	0.90	(7.42)	(9.72)	3.67	4.31	4.38	4.70
- Old					0.59	4.53	5.33	5.10
- Change (pp)					3.09	(0.22)	(0.95)	(0.40)
Lending yield (%)								
- New	6.82	7.06	7.00	6.81	6.97	7.14	7.26	7.26
- Old					6.99	7.13	7.22	7.22
- Change (pp)					(0.03)	0.01	0.04	0.04
NIM (%)								
- New	4.16	4.26	4.57	4.80	4.92	4.61	4.60	4.57
- Old					5.02	4.82	4.78	4.63
- Change (pp)					(0.09)	(0.21)	(0.17)	(0.06)
Net fee income (Bt bn)								
- New	6.10	6.19	5.15	5.62	5.36	5.85	6.28	6.68
- Old					5.36	5.85	6.28	6.68
- Change (%)					0.00	0.00	0.00	0.00
Opex (Bt bn)								
- New	8.75	9.27	8.01	8.28	8.46	8.79	9.13	9.43
- Old					8.46	8.79	9.13	9.38
- Change (%)					0.00	(0.03)	(0.04)	0.52
Cost-to-income ratio (%)								
- New	44.19	47.73	42.38	43.97	47.16	47.60	47.40	47.22
- Old					47.13	47.16	46.80	46.82
- Change (pp)					0.03	0.44	0.60	0.40
Credit costs (%)								
- New	1.12	0.46	1.48	1.02	0.25	0.25	0.30	0.40
- Old					0.30	0.30	0.40	0.50
- Change (pp)					(0.05)	(0.05)	(0.10)	(0.10)
NPLs (Bt bn)								
- New	6.88	5.84	5.62	4.96	4.61	4.75	4.94	5.19
- Old					4.66	4.80	4.99	5.24
- Change (%)					(1.06)	(1.06)	(1.06)	(1.06)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: STD P/BV

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 3: STD PE

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 4: DDM-based 12-month 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	6,151	6,319	6,475	6,649	6,901	7,139	7,448	7,863	8,318	8,816	9,371	9,371
Dividend payment	6,151	6,319	6,475	6,649	6,901	7,139	7,448	7,863	8,318	8,816	9,371	109,861
PV of dividend	6,151	5,249	4,837	4,507	4,245	3,984	3,772	3,613	3,330	3,187	3,060	35,880
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.9											
WACC (%)	9.7											
Cost of equity	9.7											
Terminal growth (%)	2.0											
Equity value	81,817											
No. of shares (m)	800.6											
Equity value / share (Bt)	102.00											

Sources: Company data, Thanachart estimates

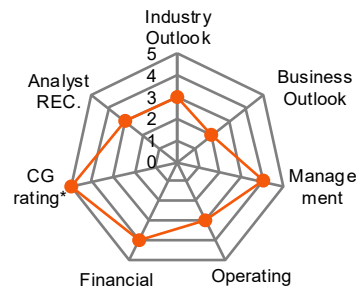
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ทีสโก้ไฟแนนเชียลกรุ๊ป จำกัด (มหาชน) เป็นบริษัทที่ตั้งขึ้นใหม่ของกลุ่มทีสโก้ สถาบันการเงินที่มีฐานะมั่นคงของประเทศไทย ภายใต้โครงสร้างผู้ถือหุ้นใหม่ บมจ. ทีสโก้ไฟแนนเชียลกรุ๊ป ได้กลายเป็นบริษัทแม่ของกลุ่มทีสโก้ และมีบริษัทย่อยประกอบไปด้วย ธนาคารทีสโก้, บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนทีสโก้ จำกัด, บริษัทหลักทรัพย์ทีสโก้ จำกัด, บริษัท ไอเวย์ จำกัด, บริษัท ทีสโก้ อินฟอร์เมชันเทคโนโลยี จำกัด และบริษัท ทีสโก้ โทเคียว ลีสซิ่ง จำกัด

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

- มีการบริหารจัดการที่แข็งแกร่งอย่างมาก
- ได้เปรียบในเรื่องต้นทุนการดำเนินงานที่ต่ำ
- มีความไว้วางใจและความยืดหยุ่น

O — Opportunity

- มีโอกาสเข้าไปยังธุรกิจสินเชื่อ auto cash
- Wealth management

W — Weakness

- เนื่องจากเป็นธนาคารเพื่อรายย่อย ธุรกิจของ TISCO จึงมีความผันผวนไปตามวัฏจักรเศรษฐกิจมากกว่าคู่แข่ง
- มีสัดส่วนเงินฝาก CASA ก่อนข้างต่ำ

T — Threat

- เศรษฐกิจโลกเข้าสู่ภาวะถดถอย
- มาตรฐานบัญชี และหลักเกณฑ์ทางบัญชีใหม่

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	104.79	102.00	-3%
Net profit 22F (Bt m)	7,042	7,168	2%
Net profit 23F (Bt m)	7,074	7,305	3%
Consensus REC	BUY: 16	HOLD: 6	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรของเราสูงกว่าของตลาด เนื่องจากเราเชื่อว่าเรามีการปรับลดตั้งสำรองในเชิงรุกมากขึ้น
- เนื่องจากเราไม่คิดว่าธนาคารจะได้รับการ re-rate จากปัจจุบันไปอีกมากนัก ราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าของตลาด

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

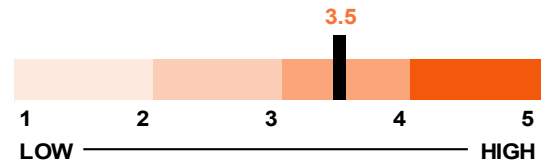
- คุณภาพสินทรัพย์ที่อ่อนแอยังเป็นความเสี่ยงต่อมุมมองแนวโน้มการตั้งสำรองที่ลดลงของเรา
- Upside ต่อประมาณการกำไรของเราจะมาจากสินเชื่อที่เติบโตมากขึ้น ขณะที่การจ่ายปันผลที่มากขึ้นยังเป็น upside ต่อราคาเป้าหมายของเราด้วย

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

บริษัท ทีเอสโกไฟแนนเชียลกรุ๊ป จำกัด (มหาชน) มุ่งมั่นที่จะให้บริการโซลูชันทางการเงินที่แข่งขันได้และสร้างสรรค์เพื่อสร้างความพึงพอใจสูงสุดให้กับลูกค้า ความมุ่งมั่นนี้ใช้กับ TISCO ตลอดจนบริษัทในเครือ กรรมการผู้บริหาร และพนักงานของบริษัทย่อย อย่างไรก็ตาม ด้วยเป้าหมายที่ไม่ชัดเจนในการปรับปรุงผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม เราจึงให้คะแนน ESG แก่ TISCO ที่ 3.54

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)
TISCO	YES	YES	-	-	54.68	72.28	29.44	-	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
<p>ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)</p> <ul style="list-style-type: none"> - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย 	<ul style="list-style-type: none"> - TISCO เล็งเห็นถึงความสำคัญของสภาพแวดล้อมที่ดี และจึงได้ออกนโยบายด้านสิ่งแวดล้อมที่สร้างกรอบการดำเนินธุรกิจด้วยความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม - กลุ่มกำลังลดผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม โดยลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกในการดำเนินงาน ลดการใช้กระดาษและไฟฟ้า งดใช้บรรจุภัณฑ์โฟมในสำนักงานทุกแห่งของทีเอสโก จำกัดการใช้ถุงพลาสติกแบบใช้ครั้งเดียวทิ้ง และส่งเสริมการใช้เคิลถุงพลาสติกผ่านการแยกขยะ การนำถุงมาใช้อีก และโครงการรีไซเคิลถุงพลาสติก "วน" (รีไซเคิล) - ธนาคารสนับสนุนธุรกิจที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อมและเศรษฐกิจหมุนเวียน บริษัทฯ ให้การสนับสนุนทางการเงินแก่ EV และพลังงานแสงอาทิตย์เพื่อส่งเสริมพลังงานสะอาด
<p>ด้านสังคม (SOCIAL)</p> <ul style="list-style-type: none"> - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม 	<ul style="list-style-type: none"> - กลุ่ม TISCO เน้น "การเลื่อนตำแหน่งจากภายใน" สำหรับตำแหน่งที่ว่าง พนักงานจะได้รับการประเมินในทุกขั้นตอน ตั้งแต่การคัดเลือกผู้สมัครใหม่ไปจนถึงการเลื่อนตำแหน่ง การพัฒนาอาชีพ และการวางแผนสืบทอดตำแหน่ง - จากรายงานสถิติการบาดเจ็บ โรคจากการทำงาน และการเสียชีวิตจากการทำงานในปี 2020 TISCO ไม่มีพนักงานที่เสียชีวิตจากการทำงาน - TISCO ตระหนักถึงความรับผิดชอบต่อสังคม และคิดริเริ่มในการพัฒนาเพื่อสร้างสังคมที่ดีขึ้น TISCO มีความรอบคอบในการพิจารณาการกระทำใดๆ ที่อาจกระทบต่อประโยชน์สาธารณะ นอกจากนี้ TISCO ยังตั้งเป้าที่จะส่งเสริมการเข้าถึงบริการทางการเงิน (financial inclusion) และการรู้หนังสือ ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของสังคมที่เข้มแข็งและแข็งแกร่ง และสนับสนุนกิจกรรมที่เป็นประโยชน์ต่อชุมชนและสังคม
<p>ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)</p> <ul style="list-style-type: none"> - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม 	<ul style="list-style-type: none"> - โครงสร้างคณะกรรมการประกอบด้วย คณะกรรมการบริษัท และคณะอนุกรรมการ 5 ชุด การบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายในได้รับการติดตามและควบคุมโดยคณะกรรมการบริษัท โดยมอบหมายให้คณะกรรมการบริหารของกลุ่ม - คณะกรรมการบริษัทประกอบด้วยกรรมการ 12 คน เป็นหญิง 3 คน และชาย 9 คน โดย 50% เป็นกรรมการอิสระ และ 17% ของกรรมการไม่ใช่ผู้บริหาร - เพื่อรักษามาตรฐานสูงสุดของการกำกับดูแลกิจการที่ดี กลุ่มทีเอสโกจึงได้กำหนด "จรรยาบรรณในการดำเนินธุรกิจ" ที่แสดงถึงความมุ่งมั่นในการเป็นบรรษัทที่ดีในสังคม กลุ่มนี้ยังจัดให้มีการทดสอบความเข้าใจใน Compliance & HR Policy เป็นประจำทุกปีผ่านระบบอินทราเน็ตของ TISCO - ในปี 2020 TISCO ได้รับรางวัลบรรษัทจดทะเบียนด้านการรายงานบรรษัทภิบาลดีเยี่ยม จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) เป็นปีที่ 13 ติดต่อกันตั้งแต่ปี 2007

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

In light of its loan contraction over the past few years, NII is unlikely to turn around in 2022F

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Interest and Dividend Income	16,757	14,792	14,625	15,663	16,600
Interest Expenses	3,659	2,332	2,272	3,532	4,103
Net Interest Income	13,098	12,460	12,353	12,132	12,497
% of total income	69.3%	66.2%	68.9%	65.7%	64.9%
Gain on Investment	12	6	2	6	8
Fee Income	5,146	5,615	5,358	5,848	6,283
Gain on Exchange	257	404	150	200	200
Others	59	70	70	72	74
Non-interest Income	5,808	6,369	5,580	6,326	6,765
% of total income	30.7%	33.8%	31.1%	34.3%	35.1%
Total Income	18,906	18,829	17,933	18,458	19,262
Operating Expenses	8,012	8,279	8,457	8,787	9,131
Pre-provisioning Profit	10,894	10,550	9,477	9,671	10,132
Provisions	3,331	2,064	526	549	687
Pre-tax Profit	7,563	8,486	8,951	9,122	9,444
Income Tax	1,498	1,708	1,790	1,824	1,889
After Tax Profit	6,066	6,778	7,161	7,298	7,555
Equity Income	(2)	7	10	10	10
Minority Interest	(0)	(0)	(3)	(3)	(3)
Extraordinary Items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	6,063	6,785	7,168	7,305	7,562
Normalized Profit	6,063	6,785	7,168	7,305	7,562
EPS (Bt)	7.6	8.5	9.0	9.1	9.4
Normalized EPS (Bt)	7.6	8.5	9.0	9.1	9.4

BALANCE SHEET

We expect marginal loan growth after five years of contraction

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Liquid Items	39,432	31,593	41,000	41,000	38,000
cash & cash equivalents	1,220	1,103	1,000	1,000	1,000
interbank & money market	38,212	30,489	40,000	40,000	37,000
Securities under resale agreeme	0	0	0	0	0
Investments	10,758	8,852	7,967	8,286	8,617
Net loans	214,888	192,922	199,915	209,383	219,534
Gross and accrued interest	226,714	204,662	212,181	221,320	231,013
Provisions for doubtful	11,826	11,740	12,266	11,937	11,479
Fixed assets - net	2,951	2,901	2,725	2,555	2,368
Other assets	7,413	7,354	6,500	6,565	6,631
Total assets	275,443	243,622	258,107	267,789	275,150
LIABILITIES:					
Liquid Items	210,565	174,897	186,144	194,188	202,598
Deposit	203,473	166,542	178,883	186,787	195,054
Interbank & money market	5,808	8,081	7,000	7,140	7,283
Liability payable on demand	1,285	274	261	261	261
Borrow ings	12,826	14,962	17,503	17,744	15,204
Other liabilities	12,590	12,563	12,000	12,240	12,485
Total liabilities	235,981	202,422	215,647	224,172	230,287
Minority interest	3	3	6	9	12
Shareholders' equity	39,459	41,197	42,454	43,608	44,852
Preferred capital	-	-	-	-	-
Paid-in capital	8,007	8,007	8,003	8,003	8,003
Share premium	1,018	1,018	1,018	1,018	1,018
Surplus/ Others	1,838	1,828	1,828	1,828	1,828
Retained earnings	28,596	30,344	31,604	32,759	34,002
Liabilities & equity	275,443	243,622	258,107	267,789	275,150

Sources: Company data, Thanachart estimates

VALUATION*Fairly priced, in our view*

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	12.4	11.1	10.5	10.3	9.9
Normalized PE - at target price (x)	13.5	12.0	11.4	11.2	10.8
PE (x)	12.4	11.1	10.5	10.3	9.9
PE - at target price (x)	13.5	12.0	11.4	11.2	10.8
P/PPP (x)	6.9	7.1	7.9	7.8	7.4
P/PPP - at target price (x)	7.5	7.7	8.6	8.4	8.1
P/BV (x)	1.9	1.8	1.8	1.7	1.7
P/BV - at target price (x)	2.1	2.0	1.9	1.9	1.8
Dividend yield (%)	6.7	7.6	8.1	8.3	8.6
Market cap / net loans (x)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3
Market cap / deposit (x)	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
(Bt)					
Normalized EPS	7.6	8.5	9.0	9.1	9.4
EPS	7.6	8.5	9.0	9.1	9.4
DPS	6.3	7.2	7.6	7.8	8.0
PPP/Share	13.6	13.2	11.8	12.1	12.7
BV/Share	49.3	51.5	53.0	54.5	56.0

FINANCIAL RATIOS*Lower credit costs act as a key earnings driver*

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate (%)					
Net interest income (NII)	2.4	(4.9)	(0.9)	(1.8)	3.0
Non-interest income (Non-II)	(12.4)	9.7	(12.4)	13.4	6.9
Operating expenses	(13.6)	3.3	2.1	3.9	3.9
Pre-provisioning profit (PPP)	7.3	(3.2)	(10.2)	2.1	4.8
Net profit	(16.6)	11.9	5.6	1.9	3.5
Normalized profit growth	(16.6)	11.9	5.6	1.9	3.5
EPS	(16.6)	11.9	5.6	1.9	3.5
Normalized EPS	(16.6)	11.9	5.6	1.9	3.5
Dividend payout ratio	83.1	84.3	85.0	85.0	85.0
Loan - gross	(7.4)	(9.7)	3.7	4.3	4.4
Loan - net	(7.9)	(10.2)	3.6	4.7	4.8
Deposit	(5.8)	(18.2)	7.4	4.4	4.4
NPLs	(3.8)	(11.8)	(7.0)	3.0	4.0
Total assets	(7.6)	(11.6)	5.9	3.8	2.7
Total equity	0.7	4.4	3.1	2.7	2.9
Operating Ratios (%)					
Net interest margin (NIM)	4.6	4.8	4.9	4.6	4.6
Net interest spread	5.7	6.0	6.1	6.0	5.9
Yield on earnings assets	5.8	5.7	5.8	5.9	6.1
Avg cost of fund	1.6	1.1	1.2	1.7	1.9
NII / operating income	69.3	66.2	68.9	65.7	64.9
Non-II / operating income	30.7	33.8	31.1	34.3	35.1
Fee income / operating income	27.2	29.8	29.9	31.7	32.6
Normalized net margin	32.1	36.0	40.0	39.6	39.3
Cost-to-income	42.4	44.0	47.2	47.6	47.4
Credit cost - provision exp / loans	1.5	1.0	0.3	0.3	0.3
PPP / total assets	3.8	4.1	3.8	3.7	3.7
PPP / total equity	27.7	26.2	22.7	22.5	22.9
ROA	2.1	2.6	2.9	2.8	2.8
ROE	15.4	16.8	17.1	17.0	17.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

	FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Solid balance sheet quality	Liquidity and Quality Ratio (%)					
	Loan-to-deposit	110.5	121.9	117.6	117.5	117.4
	Loan-to-deposit & S-T borrow ing	110.5	121.8	117.3	117.0	117.3
	Net loan / assets	78.0	79.2	77.5	78.2	79.8
	Net loan / equity	544.6	468.3	470.9	480.2	489.5
	Investment / assets	3.9	3.6	3.1	3.1	3.1
	Deposit / liabilities	86.2	82.3	83.0	83.3	84.7
	Liabilities / equity	598.0	491.3	508.0	514.1	513.4
	Net interbank lender (Bt m)	32,404	22,409	33,000	32,860	29,717
	Tier 1 CAR	17.5	18.6	18.6	18.6	18.7
	Tier 2 CAR	4.4	4.6	4.4	4.3	4.2
	Total CAR	21.9	23.2	23.1	22.9	22.9
	NPLs (Bt m)	5,618	4,957	4,610	4,749	4,939
	NPLs / Total loans (NPL Ratio)	2.5	2.4	2.2	2.1	2.1
Loan-Loss-Coverage	210.5	236.8	266.1	251.4	232.4	

Sources: Company data, Thanachart estimates

ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

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

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

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

SET THSI Index (SETTHSI)

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

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

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

Arabesque S-Ray®

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

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

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

MSCI ESG Research LLC

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

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

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

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

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

S&P Global Market Intelligence

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

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

Moody's ESG Solutions

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc. have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc. for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from \$1,000 to approximately \$5,000,000. MCO and Moody's Investors Service also maintain policies and procedures to address the independence of Moody's Investors Service credit ratings and credit rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold credit ratings from Moody's Investors Service and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is 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 การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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 ADVANC16C2301A, 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, GUNKUL16C2209A, 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, PTTEP16C2209A, 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, DOHOME, 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 ธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

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

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

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

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

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

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

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิजारุณ, CFA

Tel: 662-779-9199

pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

Strategy, ประกัน, กระดาษ

จักร เรื่องสิทธิสัญญา

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, เติบเรื่อ

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, บันเทิง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ

Tel: 662-483-8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

สรชดา ศรทรง

Tel: 662-779-9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์

Tel: 662-779-9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุโณทัย

Tel: 662-779-9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

พลังงาน, 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 ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA

Tel: 662-779-9120

adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ

Tel: 662-779-9105

pattawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ชรรคมป่ารุ่ง

Tel: 662-779-9123

witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล

Tel: 662-483-8304

thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ รุ่งรัศมีพัฒน์

Tel: 662-483-8303

sittichet.run@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน

นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์

Tel: 662-779-9107

nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล

Tel: 662-779-9108

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล

Tel: 662-779-9118

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

Tel: 662-779-9114

varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต

Tel: 662-779-9117

sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี

Tel: 662-779-9116

suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สถาพร

Tel: 662-779-9198

sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team

18 Floor, MBK Tower

444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330

Tel: 662 -779-9119

Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th