

**HOLD** (Unchanged)

**TP: Bt 40.00**

(From: Bt 48.00)

**15 NOVEMBER 2022**

**Change in Numbers**

**Upside : 8.1%**

# Muangthai Capital Pcl (MTC TB)



**SARACHADA SORNSONG**

662 – 779 9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

## ไม่ถูกอย่างที่เห็น

เราเห็นเหตุผลเชิงโครงสร้างที่อยู่เบื้องหลังการเพิ่มขึ้นของ NPL ของ MTC ดังนั้นการเข้าสู่ภาวะปกติของบริษัทฯ จึงดูจะยืดเยื้อไปอีกประมาณหนึ่งปี หรือมากกว่านั้นในมุมมองของเรา เนื่องจากการลดลงของ ROE ของ MTC ยังไม่สิ้นสุด หุ้นจึงไม่ถูกอย่างที่เห็น แนะนำ “ถือ” ราคาเป้าหมาย 40 บาท

### การเปลี่ยนโครงสร้างคุณภาพสินทรัพย์

การเพิ่มขึ้นของ NPL ของ MTC ส่วนใหญ่ไม่ได้มาจากวัฏจักรเศรษฐกิจที่อ่อนแอหลังแผนช่วยเหลือลูกหนี้ที่ถูกกระทบจากโควิดสิ้นสุดลงซึ่งต่างจากคู่แข่ง เราเห็นเหตุผลที่อยู่เบื้องหลังการเพิ่มขึ้นนี้ คือ 1) การเปลี่ยนสัดส่วนสินเชื่อของ MTC ไปสู่กลุ่มที่มีความเสี่ยงสูง เช่น สินเชื่อส่วนบุคคล นาโนไฟแนนซ์ เช่าซื้อรถจักรยานยนต์ใหม่ และซื้อก่อนจ่ายทีหลัง สินเชื่อเหล่านี้เติบโตเร็วมากจาก 11% ในปี 2017 ของสินเชื่อรวม เป็น 23% ในปี 2023F 2) MTC ได้ขยายเข้าไปสู่ตำบลและหมู่บ้านในต่างจังหวัดมากขึ้น 3) กลยุทธ์การขายสินเชื่อของ MTC โดยตั้งเป้าขยายฐานสินเชื่อสองเท่า เป็น 2 แสนลบ.ใน 3 ปี เนื่องจาก MTC ได้ชะลอการขายสินเชื่อ นาโนไฟแนนซ์และสินเชื่อเช่าซื้อรถจักรยานยนต์ใหม่แล้ว เราจึงคาดว่า NPL จะเพิ่มขึ้นในอัตราที่ช้าลง q-q อัตราส่วน NPL อาจถึงจุดสูงสุดที่ 3.3% ใน 2Q23 และค่อยๆ ลดลงสู่ระดับปกติใหม่ที่ 3.1% หลังปี 2024F

### ขนาดที่ใหญ่ขึ้นจำกัดความเสี่ยงด้านการแข่งขัน

ด้วยการขยายสาขาและการจัดหาลูกค้าในเชิงรุก ทำให้ MTC สามารถรักษาการเติบโตของสินเชื่อในระดับตัวเลขสองหลักได้ไปอีกหลายปี ข้างหน้า ลูกค้าที่ใช้บริการจริงเพิ่มขึ้นเป็น 4 ล้านราย โดย 80% ของสินเชื่อเป็นสินเชื่อหมุนเวียน และ 20% เป็นสินเชื่อใหม่ การแข่งขันที่เพิ่มขึ้น ด้วยมีผู้เล่นเงินหนารายใหม่อย่าง Auto X ของ SCBx น่าจะไม่ทำให้การเติบโตของปริมาณสินเชื่อของ MTC ลดลงในมุมมองของเรา แต่อาจบดบังความสามารถในการปรับขึ้นราคา เราคาดว่าสินเชื่อของ MTC จะเติบโตที่ 34/20/18/15% ในปี 2022-25F ด้วยต้นทุนทางการเงินที่เพิ่มขึ้น แต่อัตราผลตอบแทนจากการให้สินเชื่อทรงตัวที่ 18% เราจึงคาดว่า net spread จะลดลงจาก 15% ในปี 2021 เป็น 14.4% ในปี 2023F

### ROE ลดลงไปอีก

เนื่องจากเราไม่คาดว่าอัตราส่วน NPL ของ MTC จะลดลงกลับสู่เป้าหมายก่อนโควิดที่ต่ำกว่า 2% เราจึงปรับเพิ่มคาดการณ์ NPL และ credit cost ของเราเป็น 2.4/2.8/2.2% ในปี 2022-24F ซึ่งเป็นสาเหตุหลักที่ทำให้กำไรถูกปรับลง 6%, 17% และ 12% ตามลำดับ หลังปรับลดกำไร เรามองว่าการเติบโตของกำไรจะชะลอตัวลงเหลือ 2% ในปีนี้, 12% ในปี 2023F ก่อนที่จะเพิ่มขึ้นเป็น 29% เมื่อ credit costs ใกล้เคียงระดับปกติที่ 1.8% เราคาดว่า ROE จะลดลงอีกจาก 22% ในปี 2021 เป็น 19% ในปีนี้ สู่จุดระดับต่ำสุดที่ 18% ในปี 2023F เนื่องจากการปรับลดกำไร ราคาเป้าหมายจึงปรับลดลงเหลือ 40 บาท จากเดิมที่ 48 บาท

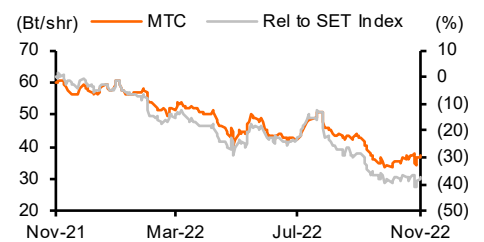
### ไม่ได้ถูกอย่างที่เห็น แนะนำ “ถือ”

ด้วย NPLs ที่เพิ่มขึ้น และกำไรรายไตรมาสที่อ่อนแอ ราคาหุ้นของ MTC จึงปรับลง 27% จากจุดสูงสุดในเดือนส.ค.ที่ 50.75 บาท เราเชื่อว่าหุ้นถูก de-rated ตาม ROE ที่ลดลง และคุณภาพงบดุลที่อ่อนแอลง เนื่องจากการลดลงของ ROE ยังไม่สิ้นสุดลง เราจึงไม่คิดว่าการ de-rate จบลง การซื้อขายที่ 14 เท่า PE ขณะที่ EPS เติบโต 12% ในปี 2023F นั้น เรามองว่า MTC ไม่ถูกอย่างที่เห็น เราคาดว่า NPLs จะยังคงอยู่ในระดับสูงไปจนถึงกลางปี 2023F ดังนั้นแนะนำให้กลับเข้ามาลงทุนอีกครั้งใน 2Q23 เนื่องจากมี upside จากราคาหุ้นที่จำกัด เราจึงคงคำแนะนำ “ถือ”

### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Pre Provision Profit	6,930	8,931	10,871	12,694
Net profit	4,945	5,062	5,668	7,321
Consensus NP	—	5,412	6,436	7,462
Diff frm cons (%)	—	(6.5)	(11.9)	(1.9)
Norm profit	4,945	5,062	5,668	7,321
Prev. Norm profit	—	5,368	6,828	8,277
Chg frm prev (%)	—	(5.7)	(17.0)	(11.5)
Norm EPS (Bt)	2.3	2.4	2.7	3.5
Norm EPS grw (%)	(5.2)	2.4	12.0	29.2
Norm PE (x)	15.9	15.5	13.8	10.7
P/BV (x)	3.2	2.7	2.3	2.0
Div yield (%)	1.0	1.0	1.2	1.5
ROE (%)	21.7	18.7	18.0	19.8
ROA (%)	5.6	4.4	4.0	4.4

### PRICE PERFORMANCE



### COMPANY INFORMATION

Price as of 15-Nov-22 (Bt)	37.00
Market Cap (US\$ m)	2,205.7
Listed Shares (m shares)	2,120.0
Free Float (%)	32.1
Avg Daily Turnover (US\$ m)	14.0
12M Price H/L (Bt)	60.75/33.75
Sector	Finance
Major Shareholder	Petaumpai Family 67.45%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

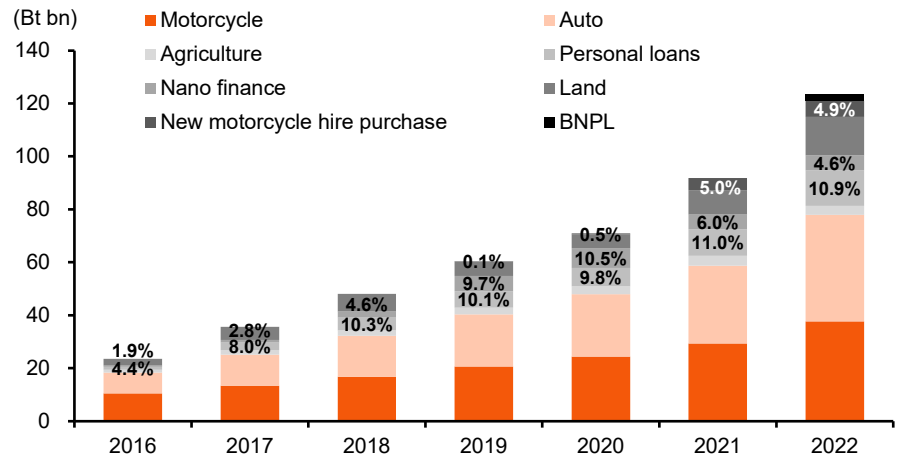
ESG Summary Report ..... P7

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่คิดว่าดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ทำทั้งหมดหรือบางส่วนไปซ้ำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

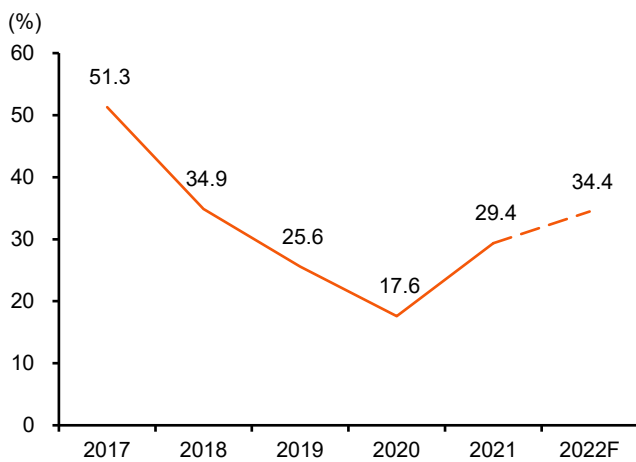


**Ex 1: Much Larger Loan Base And Shift In Loan Mix**



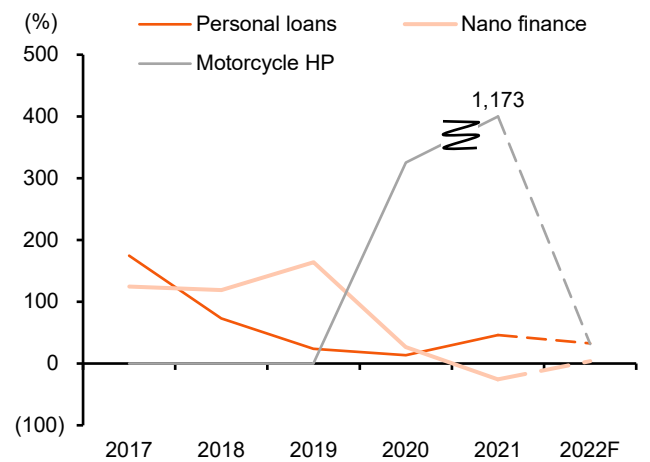
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 2: Robust Loan Growth**



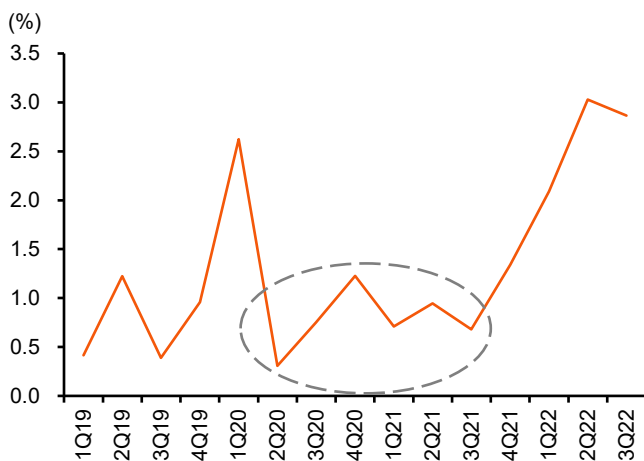
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 3: Fast-growing High Risk Segment**



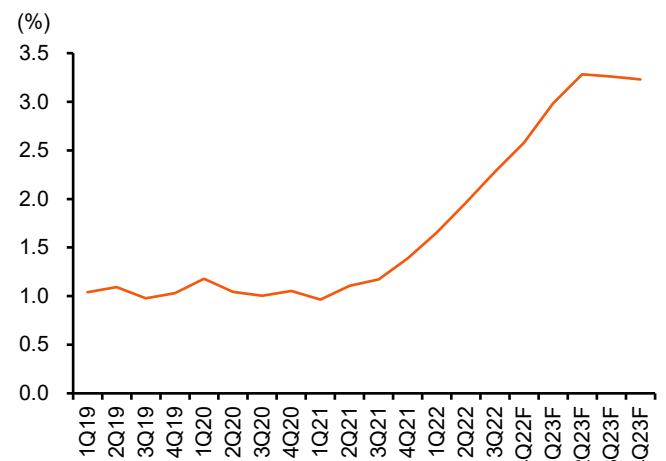
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 4: New NPL Formation**



Source: Company data

**Ex 5: NPL Ratio**



Source: Company data

**Ex 6: Earnings Revisions**

	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Net profits (Bt bn)</b>							
- New	4.24	5.21	4.94	5.06	5.67	7.32	8.66
- Old				5.37	6.83	8.28	9.90
- Change (%)				(5.70)	(16.99)	(11.55)	(12.47)
<b>Loan growth (%)</b>							
- New	25.58	17.62	29.37	34.44	20.35	18.27	14.82
- Old				35.71	30.00	20.02	14.52
- Change (pp)				(1.27)	(9.65)	(1.75)	0.30
<b>Lending yield (%)</b>							
- New	22.59	21.77	19.04	18.09	18.09	17.97	17.93
- Old				18.20	18.20	18.21	18.20
- Change (pp)				(0.11)	(0.11)	(0.24)	(0.27)
<b>Opex (Bt bn)</b>							
- New	5.31	6.14	6.96	8.21	10.00	11.80	13.69
- Old				8.28	10.44	12.53	14.40
- Change (%)				(0.84)	(4.20)	(5.79)	(4.97)
<b>Credit costs (%)</b>							
- New	1.02	0.39	0.90	2.42	2.80	2.20	2.00
- Old				1.90	2.00	2.00	1.90
- Change (pp)				0.52	0.80	0.20	0.10
<b>NPLs (Bt bn)</b>							
- New	0.62	0.75	1.28	3.21	4.83	5.62	6.35
- Old				2.93	3.97	4.67	5.30
- Change (%)				9.61	21.66	20.50	19.94

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 7: 12-month DDM-based Valuation 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	907	1,171	1,386	2,036	4,559	6,365	7,021	9,312	10,315	13,361	16,624	16,624
Dividend payment	907	1,171	1,386	2,036	4,559	6,365	7,021	9,312	10,315	13,361	16,624	178,490
PV of dividend	907	959	1,013	1,341	2,705	3,401	3,380	4,038	3,870	4,495	5,016	53,852
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.0											
WACC (%)	10.5											
Cost of equity	10.5											
Terminal growth (%)	2.0											
Equity value	84,976											
No. of shares (m)	2,120											
<b>Equity value / share (Bt)</b>	<b>40.00</b>											

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Valuation Comparison

### Ex 8: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		PE		P/BV		ROE		Div. yield	
			22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
Afterpay Ltd	APT AU	Australia	na	na	na	na	na	na	(0.4)	6.6	na	na
Finvolution Group	FINV US	China	356.8	15.9	0.6	0.5	0.1	0.1	20.2	18.8	25.6	29.8
Mahindra & Mahindra Fin Secs	MMFS IN	India	(28.5)	105.4	32.3	15.7	1.7	1.5	5.7	10.4	0.7	1.6
Bajaj Finance Ltd	BAF IN	India	(0.5)	57.6	60.4	38.3	9.8	8.0	17.4	22.6	0.2	0.3
Manappuram Finance Ltd	MGFL IN	India	1.2	6.8	7.4	6.9	1.2	1.0	17.2	16.8	2.5	2.6
GMO Payment Gateway Inc.	3769 JP	Japan	(7.1)	(40.2)	41.4	69.3	11.8	10.8	34.7	16.2	0.5	0.7
Infomart Corp.	2492 JP	Japan	(27.7)	132.5	263.8	113.5	8.9	8.4	3.6	8.1	0.1	0.4
Ally Financial Inc	ALLY US	US	(29.0)	(26.4)	4.7	6.4	0.8	0.7	13.6	11.2	4.3	4.5
World Acceptance Corp	WRLD US	US	30.8	na	6.6	28.6	1.1	1.2	17.3	6.0	na	na
Navient Corp	NAVI US	US	(20.2)	(15.1)	4.7	5.6	0.7	0.6	17.0	11.8	4.0	4.0
SLM Corp	SLM US	US	(31.9)	3.9	6.9	6.6	2.5	2.2	35.1	34.1	2.6	2.8
Amanah Leasing	AMANA TH	Thailand	3.3	24.2	12.3	9.9	2.1	1.9	18.0	20.2	3.8	4.8
Asia Sermkij Leasing *	ASK TH	Thailand	15.7	21.1	12.3	10.1	1.9	1.7	16.0	17.8	4.1	4.9
Bangkok Commercial Asset Mgt.	BAM TH	Thailand	25.3	17.6	15.4	13.1	1.1	1.1	7.5	8.6	4.6	5.4
Chayo Group	CHAYO TH	Thailand	34.6	20.5	26.9	22.3	2.4	1.9	10.6	10.4	1.0	0.9
JMT Network Services *	JMT TH	Thailand	24.6	49.6	47.0	31.4	4.0	3.9	9.6	12.6	1.7	2.5
Krungthai Card *	KTC TH	Thailand	7.2	16.0	24.0	20.7	5.0	4.3	22.0	22.3	1.9	2.2
Muangthai Capital *	MTC TH	Thailand	2.4	12.0	15.5	13.8	2.7	2.3	18.7	18.0	1.0	1.2
Saksiam Leasing *	SAK TH	Thailand	15.9	22.2	20.0	16.3	2.6	2.4	13.8	15.4	2.0	2.4
Srisawad Corporation *	SAWAD TH	Thailand	(2.6)	21.0	13.2	10.9	2.2	2.0	17.3	19.2	4.1	4.6
Ratchthani Leasing *	THANI TH	Thailand	14.4	15.2	12.4	10.8	2.0	1.8	16.4	17.6	4.8	5.6
Ngern Tid Lor *	TIDLOR TH	Thailand	14.8	27.8	18.1	14.1	2.7	2.3	15.7	17.5	1.1	1.4
<b>Average</b>			<b>19.0</b>	<b>24.4</b>	<b>30.7</b>	<b>22.1</b>	<b>3.2</b>	<b>2.9</b>	<b>15.8</b>	<b>15.6</b>	<b>3.5</b>	<b>4.1</b>

Source: Bloomberg

Note: \* Thanachart estimates using normalized EPS growth

Based on 15 Nov 2022 closing price

หมายเหตุ: บริษัท ทูนคราชาด จากัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธาราชาด จากัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 89.96 โดย ทูนคราชาด จากัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ธาราชาลีซิ่ง จากัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

บริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (MTC) ก่อนหน้านี้ใช้ชื่อ ดีเอส ลิสซิ่ง ก่อตั้งโดยนาย ชูชาติเพชรอำไพ และนาง ดาวนภา เพ็ชรอำไพ ในปี 1992 บริษัทเริ่มจากการธุรกิจเช่าซื้อรถจักรยานยนต์ในภาคเหนือของประเทศไทย และได้ขยายเข้าสู่ธุรกิจ micro-financing เพื่อเพิ่มทางเลือกให้กับลูกค้า ต่อมาในปี 1998 MTC กลายเป็นบริษัท micro-finance เต็มตัว โดยทำหน้าที่เป็นผู้ปล่อยสินเชื่อเพื่อการพาณิชย์โดยเป็นสินเชื่อประเภท มีรถหรือจักรยานยนต์เป็นหลักทรัพย์สินค้ำประกันบวกกับสินเชื่อส่วนบุคคล ที่ไม่มีหลักทรัพย์สินค้ำประกัน MTC มุ่งเน้นที่สินเชื่อที่มีจักรยานยนต์เป็นหลัก

Source: Thanachart

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

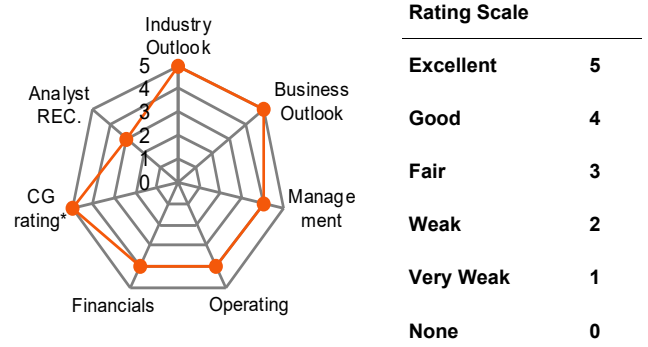
### S — Strength

- มีขนาดใหญ่
- ชื่อเสียงของบริษัทเป็นที่รู้จักอย่างกว้างขวาง
- ความเชี่ยวชาญและประสบการณ์ในการดำเนินธุรกิจ

### O — Opportunity

- ผลิตภัณฑ์สินเชื่อใหม่
- การขยายธุรกิจไปยังประเทศเพื่อนบ้าน

## COMPANY RATING



Source: Thanachart; \* CG Rating

### Rating Scale

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

### W — Weakness

- ฟังพาแหล่งเงินทุนภายนอก

### T — Threat

- การเปลี่ยนแปลงกฎเกณฑ์ และข้อระเบียบต่างๆ
- การแข่งขันที่มากขึ้นจากธนาคารพาณิชย์

## CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	42.68	40.00	-6%
Net profit 22F (Bt m)	5,412	5,062	-6%
Net profit 23F (Bt m)	6,436	5,668	-12%
Consensus REC	BUY: 8	HOLD: 8	SELL: 4

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- เรารวมการตั้งสำรองที่สูงอย่างมากก่อนตลาด
- เนื่องจากเราคาดว่า การตั้งสำรองที่เพิ่มขึ้นจะไม่เกิดขึ้นชั่วคราว ถ้าไร และราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าของตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

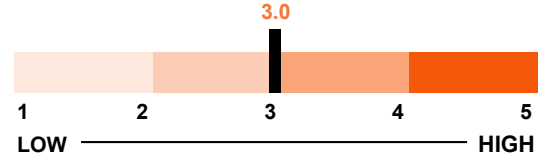
## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หาก MTC สามารถรักษาการเติบโตของสินเชื่อที่แข็งแกร่ง และคุณภาพสินทรัพย์ไม่ถดถอยได้ จะเป็น upside risk ที่สำคัญต่อประมาณการกำไร และคำแนะนำ "ถือ" ของเรา
- การเพิ่มขึ้นของอัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ของ MTC และต้นทุนทางการเงิน จะเป็นความเสี่ยงด้านลบต่อการคาดการณ์กำไร และราคาเป้าหมายของเรา
- ความเสี่ยงอีกประการน่าจะมาจาก หาก MTC ไม่สามารถมีสินเชื่อที่เติบโตเพียงพอที่จะชดเชยตั้งสำรองที่สูงขึ้นได้

Source: Thanachart

MTC เป็นธุรกิจไมโครไฟแนนซ์ที่ใหญ่ที่สุด โดยมียอดสินเชื่อคงค้างกว่า 1 แสนลบ. มีสาขา 6,475 แห่ง และพนักงานกว่า 11,000 คน MTC ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมผ่านการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) และการสร้างของเสีย ด้วยเป้าหมายที่ชัดเจนในการลดผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม เราจึงให้คะแนน ESG ที่ 3.04 สำหรับ MTC

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)
MTC	YES	YES	-	A	44.56	58.77	42.82	-	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 "terms of use" toward the back of this report.

**Factors Our Comments**

**ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)**

- นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม
- การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า
- การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก
- การบริหารจัดการน้ำ
- การบริหารจัดการของเสีย

- MTC ตั้งเป้าหมายที่จะลดปริมาณการปล่อยก๊าซเรือนกระจกทั้งหมด ได้แก่ ขอบเขตที่ 1, 2 และ 3 ลง 10% จากปีฐานของปี 2020 ในปี 2023 ขณะที่บริษัทฯ ได้เปลี่ยนรูปแบบการประชุมพบปะประจำปีเป็นการประชุมทางวิดีโอคอลตั้งแต่ปี 2020 ทั้งนี้เพื่อลดการใช้น้ำมัน และสามารถลดคาร์บอนฟุตพริ้นท์ได้เทียบเท่ากับต้นไม้ 517 ต้นที่ดูดซับ CO2 ต่อปี
- MTC สนับสนุนให้ทุกหน่วยงานในองค์กรร่วมมือกันลดการใช้กระดาษ โดยรณรงค์ให้เลือกพิมพ์และใช้กระดาษทั้งสองด้าน บริษัทฯ ได้พัฒนาใบเสร็จรับเงินอิเล็กทรอนิกส์ (e-Receipt) ในเดือนตุลาคม 2020 ซึ่งช่วยลดปริมาณได้ 5,300.20 ใบ หรือเทียบเท่า 11,544.44 กก. หรือช่วยลดการปล่อยคาร์บอนฟุตพริ้นท์ 7.71 ตัน CO2e ขอบเขตของโปรแกรม e-Receipt ได้ขยายครอบคลุมสำนักงานสาขาทั่วประเทศตั้งแต่เดือนเมษายน 2021

**ด้านสังคม (SOCIAL)**

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- MTC ให้ความสำคัญอย่างมากในการดูแลพนักงานให้สามารถทำงานได้อย่างมีความสุข ได้รับค่าตอบแทนและผลประโยชน์ที่เหมาะสม เพื่อดึงดูดและรักษาบุคลากรที่มีศักยภาพเพื่อขับเคลื่อนองค์กรและเติบโตไปพร้อมกับองค์กรในระยะยาว
- พนักงานผู้หญิงมีสัดส่วน 39% ของพนักงานทั้งหมด ซึ่ง 18% อยู่ในทุกตำแหน่งบริหาร รวมถึงผู้บริหารระดับจูเนียร์ ระดับกลาง และระดับสูง
- MTC ได้จัดตั้ง "MTC University" เพื่อส่งเสริมให้พนักงานพัฒนาทักษะและความรู้ที่จำเป็นในการปฏิบัติงานให้มีประสิทธิภาพและประสิทธิผลสูงสุด
- ภายใต้แนวคิด การให้สินเชื่ออย่างมีความรับผิดชอบ (Responsible Lending), บริษัทฯ ได้ดำเนินโครงการ "เมืองไทยไม่ทิ้งกัน" เพื่อสนับสนุนชุมชนในด้านการศึกษา สาธารณสุข ศาสนา และวัฒนธรรม
- ในฐานะบริษัทที่ดำเนินกิจการโดยครบครัน MTC ได้เตรียมแผนการสืบทอดตำแหน่งโดยระบุผู้สืบทอดตำแหน่งกรรมการผู้จัดการ ผู้บริหารระดับสูง และหัวหน้าหน่วยงาน/แผนกหลัก โดยพิจารณาจากผลการปฏิบัติงาน ศักยภาพ และความพร้อมของแต่ละบุคคล

**ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)**

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- มีกรรมการบริหาร 7 คน โดย 42% เป็นกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหารและกรรมการอิสระ
- BOD ของ MTC ยังกำหนดเป้าหมายด้านความยั่งยืนเพื่อให้ครอบคลุม ESG ทั้งสามมิติ
- บริษัทฯ ได้แต่งตั้งฝ่ายบริหารความเสี่ยง และฝ่ายกฎหมาย เพื่อบริหารจัดการความเสี่ยง ซึ่งรวมถึงการจัดการความเสี่ยงทางกฎหมายอย่างใกล้ชิด คณะกรรมการบริษัทได้อนุมัติให้จัดตั้ง "ฝ่ายกำกับดูแลกิจการ" ซึ่งมีหน้าที่กำกับดูแลและติดตามการปฏิบัติงานให้เป็นไปตามกรอบของกฎ หลักเกณฑ์ และกฎหมายที่เกี่ยวข้องในปี 2019 ฝ่ายบริหารความเสี่ยงและกฎหมาย ฝ่ายกำกับดูแล และแผนกตรวจสอบภายใน ต้องทำงานด้วยความโปร่งใสและรายงานต่อผู้บริหาร คณะกรรมการบริหารความเสี่ยง และคณะกรรมการตรวจสอบอย่างสม่ำเสมอ
- มีการสร้างช่องทางการแจ้งเบาะแสเพื่อเป็นมาตรการในการป้องกันและตรวจจับการโจมตีทางไซเบอร์และสามารถป้องกันอาชญากรรมได้ทันท่วงที

Source: Thanachart

## INCOME STATEMENT

	FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<i>Higher provisions after COVID-relief plans end and boosting penetration of higher-risk segments</i>	Interest Income	13,962	15,195	19,116	23,939	28,386
	Interest Expenses	1,817	2,127	2,807	3,909	4,726
	<b>Net Interest Income</b>	<b>12,145</b>	<b>13,068</b>	<b>16,309</b>	<b>20,031</b>	<b>23,660</b>
	% of total income	94.0%	94.1%	95.1%	96.0%	96.6%
	Fee income	726	769	760	760	745
	% of total income	5.6%	5.5%	4.4%	3.6%	3.0%
	Other income	45	55	77	80	90
	% of total income	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
	<b>Non-interest Income</b>	<b>771</b>	<b>824</b>	<b>837</b>	<b>840</b>	<b>835</b>
	% of total income	6.0%	5.9%	4.9%	4.0%	3.4%
<b>Total Income</b>	<b>12,916</b>	<b>13,891</b>	<b>17,146</b>	<b>20,871</b>	<b>24,494</b>	
Operating Expenses	6,144	6,961	8,214	10,000	11,800	
<b>Pre-provisioning Profit</b>	<b>6,771</b>	<b>6,930</b>	<b>8,931</b>	<b>10,871</b>	<b>12,694</b>	
Bad debt expenses	255	728	2,604	3,786	3,543	
<b>Pre-tax Profit</b>	<b>6,516</b>	<b>6,201</b>	<b>6,327</b>	<b>7,085</b>	<b>9,152</b>	
Income Tax	1,303	1,257	1,265	1,417	1,830	
<b>After Tax Profit</b>	<b>5,214</b>	<b>4,945</b>	<b>5,062</b>	<b>5,668</b>	<b>7,321</b>	
Equity Income	0	0	0	0	0	
Minority Interest	0	0	0	0	0	
Extraordinary Items	0	0	0	0	0	
<b>NET PROFIT</b>	<b>5,214</b>	<b>4,945</b>	<b>5,062</b>	<b>5,668</b>	<b>7,321</b>	
<b>Normalized Profit</b>	<b>5,214</b>	<b>4,945</b>	<b>5,062</b>	<b>5,668</b>	<b>7,321</b>	
EPS (Bt)	2.5	2.3	2.4	2.7	3.5	
Normalized EPS (Bt)	2.5	2.3	2.4	2.7	3.5	

## BALANCE SHEET

	FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<i>Still has room to grow loans</i>	Cash and ST investments	1,378	1,306	1,300	1,300	1,300
	Other current assets	225	397	450	503	556
	<b>Total current assets</b>	<b>1,603</b>	<b>1,703</b>	<b>1,750</b>	<b>1,803</b>	<b>1,856</b>
	Gross loans & accr. interest	70,152	92,353	122,837	147,557	174,514
	Provisions	1,328	1,832	3,325	5,550	6,985
	<b>Net loans</b>	<b>69,640</b>	<b>89,981</b>	<b>120,112</b>	<b>143,007</b>	<b>168,712</b>
	Fixed assets	1,928	2,054	2,109	2,128	2,115
	Other assets	4,050	4,652	5,308	5,820	6,325
	<b>Total assets</b>	<b>77,222</b>	<b>98,390</b>	<b>129,279</b>	<b>152,758</b>	<b>179,008</b>
	Short term borrow ing	19,243	28,793	34,500	39,200	44,350
A/P & notes payables	1,075	1,237	1,337	1,437	1,537	
Other current liabilities	1,633	1,672	1,642	1,894	1,923	
Long term borrow ing	31,732	38,521	59,000	72,300	86,760	
<b>Total borrowings</b>	<b>50,975</b>	<b>67,314</b>	<b>93,500</b>	<b>111,500</b>	<b>131,110</b>	
Other L-T liabilities	2,858	3,299	3,658	4,004	4,343	
Minority interest	0	0	0	0	0	
<b>Shareholders' equity</b>	<b>20,682</b>	<b>24,869</b>	<b>29,142</b>	<b>33,924</b>	<b>40,095</b>	
<b>Total Liab. &amp; Equity</b>	<b>77,222</b>	<b>98,390</b>	<b>129,279</b>	<b>152,758</b>	<b>179,008</b>	

Sources: Company data, Thanachart estimates

## VALUATION

*Asset-quality concerns  
cap valuation multiples at  
below average levels*

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	15.0	15.9	15.5	13.8	10.7
Normalized PE - at target price (x)	16.3	17.2	16.8	15.0	11.6
PE (x)	15.0	15.9	15.5	13.8	10.7
PE - at target price (x)	16.3	17.2	16.8	15.0	11.6
P/PPP (x)	11.6	11.3	8.8	7.2	6.2
P/PPP - at target price (x)	12.5	12.2	9.5	7.8	6.7
P/BV (x)	3.8	3.2	2.7	2.3	2.0
P/BV - at target price (x)	4.1	3.4	2.9	2.5	2.1
Dividend yield (%)	1.0	1.0	1.0	1.2	1.5
Normalized EPS (Bt)	2.5	2.3	2.4	2.7	3.5
EPS (Bt)	2.5	2.3	2.4	2.7	3.5
DPS (Bt)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.6
PPP/Share (Bt)	3.2	3.3	4.2	5.1	6.0
BV/share (Bt)	9.8	11.7	13.7	16.0	18.9
P/BV to ROE (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1

## FINANCIAL RATIOS

*Normalized yield but  
higher credit costs*

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>Growth Rate (%)</b>					
Net interest income (NII)	17.3	7.6	24.8	22.8	18.1
Non-interest income (Non-II)	(4.6)	6.8	1.6	0.4	(0.6)
Operating expenses	15.6	13.3	18.0	21.7	18.0
Pre-provisioning profit (PPP)	15.8	2.3	28.9	21.7	16.8
Net profit	23.0	(5.2)	2.4	12.0	29.2
Normalized profit growth	23.0	(5.2)	2.4	12.0	29.2
EPS	23.0	(5.2)	2.4	12.0	29.2
Normalized EPS	23.0	(5.2)	2.4	12.0	29.2
Dividend payout ratio	15.0	15.9	16.0	16.0	16.0
Loan - gross	18.0	31.6	33.0	20.1	18.3
Loan - net	18.8	29.2	33.5	19.1	18.0
Borrowings	75.1	18.7	145.9	30.0	18.0
NPLs	20.3	70.7	151.5	50.4	16.4
Total assets	24.8	27.4	31.4	18.2	17.2
Total equity	29.5	20.2	17.2	16.4	18.2
<b>Operating Ratios (%)</b>					
Net interest margin (NIM)	17.5	16.1	14.3	14.2	14.3
Net interest spread	17.9	15.4	14.7	14.4	14.3
Yield on earnings assets	21.2	18.6	17.7	17.6	17.5
Avg cost of fund	3.8	3.6	3.5	3.8	3.9
NII / operating income	94.0	94.1	95.1	96.0	96.6
Non-II / operating income	6.0	5.9	4.9	4.0	3.4
Fee Income / Opt Income	5.6	5.5	4.4	3.6	3.0
Norm Net Margin	40.4	35.6	29.5	27.2	29.9
Cost-to-income	47.6	50.1	47.9	47.9	48.2
Credit cost - provision exp / loans	0.4	0.9	2.4	2.8	2.2
PPP / total assets	9.7	7.9	7.8	7.7	7.7
PPP / total equity	36.9	30.4	33.1	34.5	34.3
Avg assets/avg equity (leverage)	3.8	3.9	4.2	4.5	4.5
ROA	7.5	5.6	4.4	4.0	4.4
ROE	28.4	21.7	18.7	18.0	19.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

**FINANCIAL RATIOS**

<b>FY ending Dec</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>
<b>Liquidity and Quality Ratio (%)</b>					
Gross Loan / Borrow ings	819.3	908.6	491.3	454.0	455.1
Net Loan / Borrow ings	813.3	885.2	480.4	440.0	439.9
Net Loan / Assets	90.2	91.5	92.9	93.6	94.2
Net Loan / Equity	336.7	361.8	412.2	421.6	420.8
S-T / L-T Borrow ings	28.0	41.7	40.0	40.0	39.0
Borrow ings / Liabilities	15.1	13.8	25.0	27.3	27.6
Interest-bearing Debt / Equity	246.5	270.7	320.8	328.7	327.0
Liabilities / Equity	273.4	295.6	343.6	350.3	346.5
Equity/ Gross loans	29.5	26.9	23.7	23.0	23.0
<i>New, higher NPL base</i>					
NPLs	747.4	1,275.9	3,209.4	4,828.1	5,622.3
NPLs / Total Loans (NPL Ratio)	1.1	1.4	2.6	3.3	3.2
Loan-Loss-Coverage (Provision / NPLs)	177.6	143.6	103.6	115.0	124.2

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	<b>LAGGARD:</b> A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	<b>AVERAGE :</b> A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	<b>LEADER:</b> 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](http://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. ("MJJK") 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 MJJK. 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. MJJK 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.

MJJK 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 MJJK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to MJJK or MSFJ (as applicable) for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY125,000 to approximately JPY550,000,000.

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

#### Refinitiv ESG

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Disclaimers

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

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

### Recommendation Structure:

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

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

### Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ถือและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 88 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2211A, ADVANC16C2301A, ADVANC16C2302A, AMATA16C2212A, AOT16C2212A, AOT16C2302A, BANPU16C2212A, BANPU16C2302A, BBL16C2212A, BCH16C2211A, BGRIM16C2212A, BGRIM16C2301A, BGRIM16C2302A, BH16C2212A, BH16C2212B, BLA16C2212A, BLA16C2302A, BTS16C2301A, CBG16C2301A, CBG16C2301B, CBG16C2302A, COM716C2211A, COM716C2211B, COM716C2211C, COM716C2302A, CPALL16C2211A, CPN16C2301A, CRC16C2303A, DOHOME16C2301A, DOHOME16C2303A, DTAC16C2212A, EA16C2211A, EA16C2303A, ESSO16C2302A, FORTH16C2211A, GPSC16C2301A, GPSC16C2302A, GULF16C2301A, GULF16C2302A, GULF16C2302B, GUNKUL16C2301A, GUNKUL16C2302A, HANA16C2211A, HANA16C2301A, HANA16C2303A, IVL16C2211A, IVL16C2212A, IVL16C2301A, JMART16C2211A, JMART16C2303A, JMT16C2211A, JMT16C2302A, KBANK16C2211A, KBANK16C2301A, KBANK16C2302A, KCE16C2211A, KCE16C2301A, KCE16C2301B, KCE16C2302A, KTB16C2303A, KTC16C2211A, MINT16C2211A, MINT16C2301A, MINT16C2302A, MTC16C2212A, MTC16C2301A, PSL16C2212A, PTG16C2211A, PTTEP16C2212A, PTTEP16C2303A, SAWAD16C2211A, SAWAD16C2302A, SCB16C2211A, SCB16C2301A, SCGP16C2212A, SCGP16C2303A, SET5016C2212A, SET5016C2212B, SET5016C2212C, SET5016P2212A, SET5016P2212B, SINGER16C2212A, SPRC16C2212A, TIDLOR16C2212A, TOP16C2211A, TRUE16C2212A, TTA16C2211A, VGI16C2301A (underlying securities are (ADVANC, AMATA, AOT, BANPU, BBL, BCH, BGRIM, BH, BLA, BTS, CBG, COM7, CPALL, CPN, CRC, DOHOME, DTAC, EA, ESSO, FORTH, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTB, KTC, MINT, MTC, PSL, PTG, PTTEP, SAWAD, SCB, SCGP, SET50, SINGER, SPRC, TIDLOR, TOP, TTA, VGJ, TRUE)). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

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

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซมิล 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 มีกรรมกร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

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

หมายเหตุ: \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ ของบริษัท 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 นิजारุณ, CFA

Tel: 662-779-9199

pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

### Strategy, ประกัน, กระดาษ

จักร เรื่องสินทรัพย์

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

pattarawan.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

### วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

Tel: 662-779-9114

varathip.run@thanachartsec.co.th

### สุนทร รักษาวัต

Tel: 662-779-9117

sunet.rak@thanachartsec.co.th

### สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี

Tel: 662-779-9116

suksawat.lim@thanachartsec.co.th

### สุจินตนา สถาพร

Tel: 662-779-9198

sujintana.sth@thanachartsec.co.th

## Thanachart Securities Pcl.

Research Team

18 Floor, MBK Tower

444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330

Tel: 662 -779-9119

Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th

---