

HOLD (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 11.00 (From: Bt 12.00)

Upside : 7.8%

11 JULY 2023

Bangkok Com. Asset Mgt. (BAM TB)

แนวโน้มอ่อนแอลง

เนื่องจาก **NPL cash collection** ที่อ่อนแอ เราจึงจำเป็นต้องปรับลดกำไรลงอีก 9% โดยเฉลี่ยในปี 2023-25F ด้วยคาดว่า EPS จะลดลง 12% ในปีนี้ และฟื้นตัวเล็กน้อยที่ 7% ในปี 2024F เราจึงมองว่า BAM ไม่ได้แพง เราปรับลดราคาเป้าหมายลงเหลือ 11 บาท แต่คงคำแนะนำ “ถือ” เพื่อได้อัตราผลตอบแทนปันผลที่มากกว่า 5%



SARACHADA SORNSONG

662 – 779 9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

NPL cash collection ยังคงอ่อนแอใน 2Q23F

เนื่องจากความผิดพลาดและความล่าช้าในการชำระคืนของรายการใหญ่ เราจึงคาดว่ากำไรสุทธิ (cash collection) ของ NPLs อยู่ที่เพียง 2 พันลบ. ใน 2Q23F ซึ่งหมายถึงการเก็บหนี้ลดลง 17% y-y และฟื้นตัวเพียง 1% q-q เนื่องจากต่ำกว่าคาดการณ์ 2Q23 ของ BAM รว 25% เราจึงปรับสมมติฐาน NPL cash collection ปีนี้ลง 6% และ 3% ต่อปี ในปี 2024-25F อย่างไรก็ตามด้วยโปรโมชันที่น่าสนใจและกลยุทธ์ทางการตลาดเชิงรุก ทำให้การเก็บหนี้ของ NPAs ดำเนินไปได้ด้วยดีตามแผน เราประเมินการเติบโตของ NPA cash collection ที่ 16% y-y และ 43% q-q ใน 2Q23F แต่เนื่องจาก NPA คิดเป็นสัดส่วนเพียง 40% ของงบประมาณ จัดเก็บหนี้ทั้งหมดของ BAM ดังนั้น NPA cash collection ที่ดีขึ้นจึงยังไม่เพียงพอที่จะรองรับ NPL ที่ต่ำกว่าคาดได้ เราคาดว่า cash collection รวมในปีนี้จะลดลง 3% เป็น 1.64 หมื่นลบ. และฟื้นตัว 7/8% ในปี 2024-25F

การซื้อหนี้มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น

จาก 2.65 พันลบ. ใน 1Q23 BAM ชะการประมูลเพิ่มขึ้นใน 2Q23 เราคาดว่ากำไรสุทธิใน NPL กว่า 5 พันลบ. ใน 2Q23 จะทำให้ BAM มี NPL ภายใต้การบริหารกว่า 8.1 หมื่นลบ. ใน 1H23F ด้วยอุปทาน NPL ที่เพิ่มขึ้นจากสถาบันการเงินเนื่องจากโครงการ COVID-forbearance สิ้นสุดลง BAM จึงได้เพิ่มงบลงทุนเป็น 1 หมื่นลบ. จาก 9 พันลบ. แนวโน้มการซื้อ NPL ในปีหน้ายังสดใส เนื่องจากธนาคารอาคารสงเคราะห์เตรียมประมูล NPL ภายในกว่า 3 หมื่นลบ. เราสมมติให้ลงทุนใน NPL 1 หมื่นลบ. ในปีนี้ และปีหน้า และ 9 พันลบ. ในปี 2025F NPL backlog ที่เพิ่มขึ้นน่าจะหนุนการสร้างรายได้ของ BAM ในระยะกลางถึงระยะยาว

ปรับลดกำไรลงไปอีก

เนื่องจาก NPL cash collection ที่ต่ำกว่าคาด เราจึงคาดว่ากำไร 2Q23 จะอยู่ที่ 508 ลบ. เท่านั้น ซึ่งหมายถึงการลดลง 39% จาก 2Q22 และติดตัวขึ้น 90% q-q จากฐานกำไรที่ต่ำใน 1Q23 เนื่องจาก cash collection ที่ลดลง แต่การลงทุนที่สูงขึ้น เราจึงจำเป็นต้องปรับลดกำไรลงอีก 11% ในปี 2023F, 9% ในปี 2024F และ 7% ในปี 2025F ราคาเป้าหมายของเรา (ปีฐาน 2023F) จึงลดลงเหลือ 11 บาท/หุ้น จากเดิมที่ 12 บาท

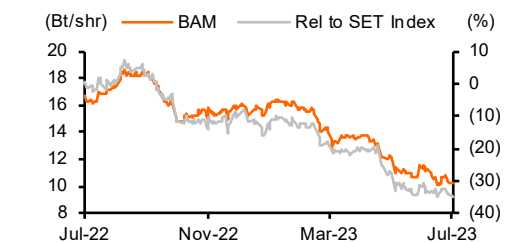
คงคำแนะนำ “ถือ”

ราคาหุ้น BAM ปรับตัวลงในช่วง YTD โดยวนเวียนอยู่ที่ระดับต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ หุ่นซื้อขายที่ 2023F PE ที่ 14 เท่า ก่อนที่จะลดลงเหลือ 13 เท่า ในปี 2024F อีกทั้ง P/BV ยังลดลงเหลือ 0.7 เท่า เทียบกับ ROE ที่ราว 6% ในปี 2023-24F เรามองว่า valuation ไม่ได้แพง แต่เราไม่เห็นปัจจัยผลักดันที่ทำให้ valuation กลับมาจากระดับต่ำ นอกจากกำไร 2Q23F ที่อ่อนแอแล้ว ความคืบหน้าของ JVAMC ยังเป็นประเด็นที่สงสัยเนื่องจากเราเชื่อว่า BAM จะสามารถรักษาระดับปันผลต่อหุ้นที่ 0.55 บาทต่อหุ้นได้ อัตราผลตอบแทนปันผลของ BAM นั้นจึงถือว่าไม่เลวที่ 5% และนี่คือเหตุผลหลักที่ทำให้เราคงคำแนะนำ “ถือ”

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2022A	2023F	2024F	2025F
Pre Provision Profit	7,256	6,900	7,084	7,726
Net profit	2,725	2,406	2,584	2,956
Consensus NP	—	2,948	3,307	3,419
Diff frm cons (%)	—	(18.4)	(21.9)	(13.5)
Norm profit	2,725	2,406	2,584	2,956
Prev. Norm profit	—	2,715	2,830	3,193
Chg frm prev (%)	—	(11.4)	(8.7)	(7.4)
Norm EPS (Bt)	0.8	0.7	0.8	0.9
Norm EPS grw (%)	4.8	(11.7)	7.4	14.4
Norm PE (x)	12.1	13.7	12.8	11.2
P/BV (x)	0.8	0.7	0.7	0.7
Div yield (%)	5.4	5.4	5.1	5.8
ROE (%)	6.3	5.5	5.8	6.4
ROA (%)	2.1	1.7	1.7	1.8

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price: as of 11-Jul-23 (Bt)	10.20
Market Cap (US\$ m)	947
Listed Shares (m shares)	3,232.0
Free Float (%)	54.2
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	6.69
12M Price H/L (Bt)	18.60/10.10
Sector	Finance
Major Shareholder	FIDF 45.79%

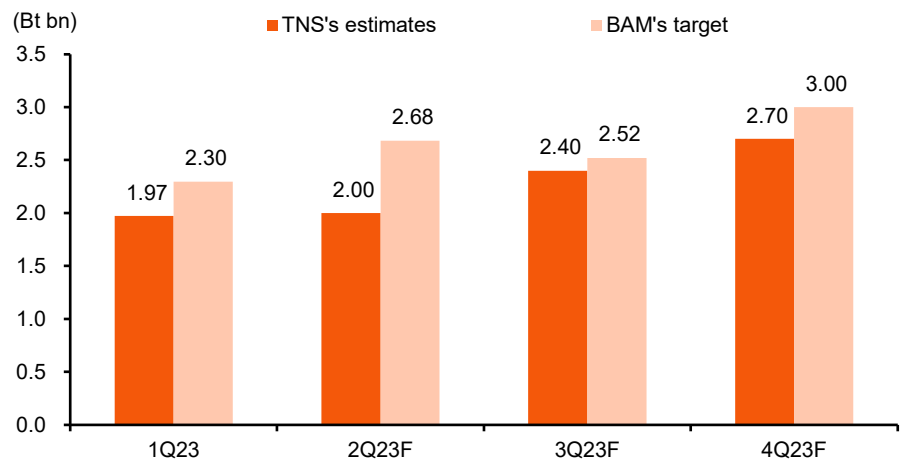
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P6

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

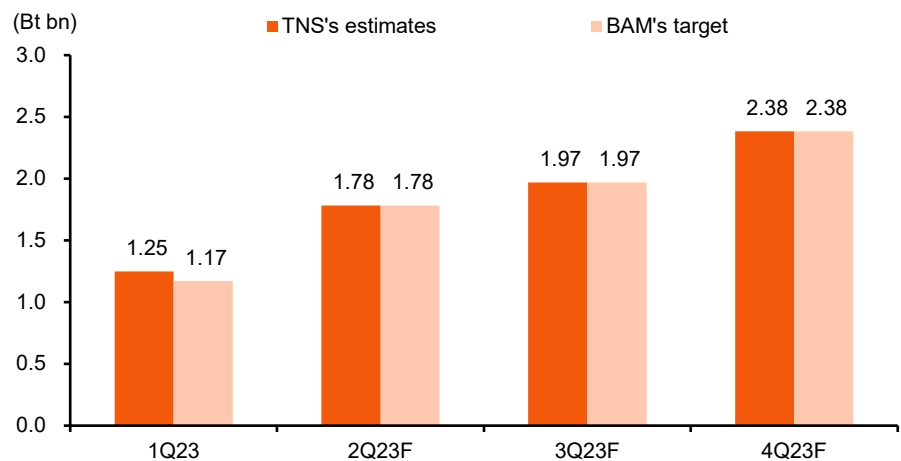
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือชักชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: NPL Collection



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: NPA Collection



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: 2Q23F Earnings Preview

(Bt m)	2Q22	1Q23	2Q23F	% change	
				Y-Y	Q-Q
Total cash collection	3,961.70	3,221.10	3,782.00	(4.54)	17.41
Gross profits	2,297.21	1,700.38	2,004.46	(12.74)	17.88
Opex	736.61	684.34	700.00	(4.97)	2.29
Interest expenses	651.49	692.76	692.76	6.33	0.00
EBT	909.11	323.28	611.70	(32.71)	89.22
Tax expenses	78.49	56.72	103.99	32.49	83.33
EAT	830.62	266.56	507.71	(38.88)	90.47

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Earnings Revisions

	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Net profits (Bt bn)							
- New	10.68	1.84	2.60	2.72	2.41	2.58	2.96
- Old					2.72	2.83	3.19
- Change (%)					(11.37)	(8.72)	(7.44)
Cash collection (Bt bn)							
- New	19.73	13.12	15.99	16.87	16.40	17.80	19.13
- Old					16.97	18.09	19.43
- Change (%)					(3.32)	(1.64)	(1.57)
Purchased NPLs (Bt bn)							
- New	13.33	11.72	3.70	8.30	10.22	10.22	9.22
- Old					9.72	10.02	10.22
- Change (%)					5.15	2.00	(9.79)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: 12-month DDM-based TP Calculation Using A Base Year Of 2023F

(Bt m)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Terminal Value
Dividend of common shares	1,778	1,728	1,800	2,075	2,373	2,675	3,004	3,348	3,696	4,066	5,367	5,367
Dividend payment	1,778	1,728	1,800	2,075	2,373	2,675	3,004	3,348	3,696	4,066	5,367	64,402
PV of dividend	1,778	1,415	1,316	1,367	1,408	1,429	1,446	1,452	1,387	1,368	1,619	19,431
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	35,415											
No. of shares (m)	3,232											
Equity value / share (Bt)	11.00											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 6: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		— ROE —		— Div. yield —	
			23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F
Afterpay Ltd	APT AU	Australia	na	236.6	na	na	na	na	6.6	16.8	na	na
Finvolution Group	FINV US	China	453.3	14.3	0.6	0.5	0.1	0.1	18.0	17.8	32.3	35.6
Mahindra & Mahindra Fin Secs	MMFS IN	India	(9.0)	21.0	21.3	17.6	2.3	2.0	10.8	12.5	1.2	1.6
Bajaj Finance Ltd	BAF IN	India	(2.1)	23.5	39.9	32.3	8.4	6.8	23.1	23.3	0.3	0.4
Manappuram Finance Ltd	MGFL IN	India	0.5	18.5	7.4	6.2	1.2	1.0	16.5	17.1	2.6	2.8
GMO Payment Gateway Inc.	3769 JP	Japan	(46.5)	27.3	63.3	49.7	9.0	8.2	14.7	17.9	0.8	1.0
Infomart Corp.	2492 JP	Japan	0.0	149.0	267.2	107.3	6.7	6.4	2.5	6.1	0.2	0.5
Ally Financial Inc	ALLY US	US	(31.3)	37.3	7.7	5.6	0.7	0.6	8.8	10.7	4.5	4.5
World Acceptance Corp	WRLD US	US	na	na	445.3	17.1	2.2	1.8	1.2	10.4	na	na
Navient Corp	NAVI US	US	(27.9)	(6.0)	5.7	6.0	0.7	0.6	13.4	11.2	3.9	3.5
SLM Corp	SLM US	US	48.9	3.7	6.1	5.9	2.2	2.0	37.3	35.7	2.8	2.9
Amanah Leasing	AMANA TH	Thailand	(15.7)	35.6	9.8	7.2	1.3	1.3	13.7	17.9	6.2	8.2
Asia Sermkij Leasing *	ASK TH	Thailand	18.1	19.1	7.3	6.2	1.2	1.1	16.7	18.2	6.8	8.1
Bangkok Commercial Asset Mgt.*	BAM TH	Thailand	(11.7)	7.4	13.7	12.8	0.7	0.7	5.5	5.8	5.4	5.1
Chayo Group	CHAYO TH	Thailand	60.1	(9.1)	17.4	19.1	1.5	1.4	10.4	7.6	2.1	2.1
JMT Network Services *	JMT TH	Thailand	52.1	37.4	19.6	14.3	2.2	2.1	11.3	15.0	4.1	5.6
Krungthai Card *	KTC TH	Thailand	4.0	15.4	16.4	14.2	3.4	2.9	21.9	22.2	2.7	3.2
Muangthai Capital *	MTC TH	Thailand	8.4	24.5	13.7	11.0	2.2	1.9	17.6	18.8	1.2	1.5
Saksiam Leasing *	SAK TH	Thailand	20.4	20.3	12.2	10.1	1.8	1.6	15.2	16.7	3.3	4.0
Srisawad Corporation *	SAWAD TH	Thailand	26.2	28.2	11.3	8.8	2.2	1.9	20.1	22.8	4.4	5.7
Ratchthani Leasing *	THANI TH	Thailand	9.6	10.5	9.6	8.7	1.4	1.3	15.0	15.5	5.8	6.4
Ngern Tid Lor *	TIDLOR TH	Thailand	12.5	22.0	15.6	12.7	2.3	2.0	15.3	16.7	1.3	1.6
Average			28.5	35.1	48.1	17.8	2.6	2.3	14.3	16.2	4.6	5.2

Source: Bloomberg
Note: * Thanachart estimates using normalized EPS growth
Based on 11 Jul 2023 closing price

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

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

BAM ก่อตั้งขึ้นในปี 1998 ภายใต้แผนพัฒนาสถาบันการเงินของกระทรวงการคลัง หน้าที่ของ BAM คือการเข้าซื้อและบริหารจัดการสินทรัพย์ด้วยคุณภาพจากธนาคารกรุงเทพ พาณิชย์การ จำกัด มหาชน ("BBC") ต่อมาบริษัทฯ ได้รับการอนุมัติจากธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) ให้ดำเนินการภายใต้บรรษัทบริหารสินทรัพย์สถาบันการเงินในปี 2001 เพื่อบริหารสินทรัพย์ด้วยคุณภาพของสถาบันการเงินอื่น ปัจจุบัน BAM เป็นบริษัทบริหารสินทรัพย์ (AMC) ที่ใหญ่ที่สุดในประเทศไทย โดยมีสินทรัพย์ภายใต้การบริหาร รวม 1.06 แสนล.บ. ณ ปี 2022

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

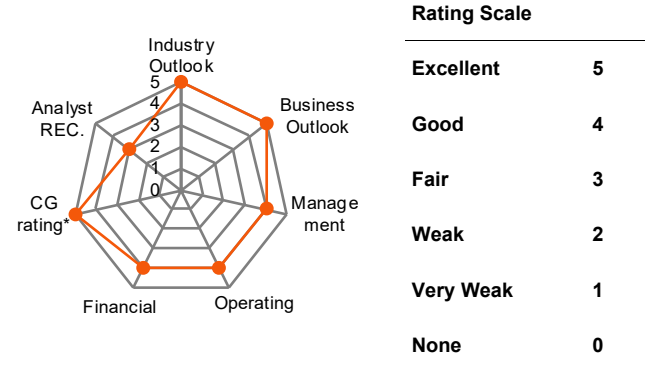
S — Strength

- มีประสบการณ์ในธุรกิจมากกว่า 20 ปี
- ได้เปรียบจากขนาด
- มีอำนาจต่อรอง

O — Opportunity

- การเข้าซื้อสินทรัพย์

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG Rating

W — Weakness

- เป็นธุรกิจที่ใช้เงินลงทุนสูง และมีระยะเวลาคืนทุนนาน
- กำไรบันทึกเป็นก้อน เนื่องจากรายได้ส่วนใหญ่มาจากกำไรจากการขายสินทรัพย์

T — Threat

- การขายสินทรัพย์ที่น้อยลง เนื่องจากธนาคารกำลังปรับโครงสร้างการบริหารจัดการภายใน
- การเปลี่ยนแปลงมาตรฐานบัญชี

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	15.75	11.00	-30%
Net profit 23F (Bt m)	2,948	2,406	-18%
Net profit 24F (Bt m)	3,307	2,584	-22%
Consensus REC	BUY: 4	HOLD: 4	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- เรารวมการเก็บหนี้ของ NPL ที่อ่อนแอมาก่อนตลาด
- ด้วยเหตุนี้ การคาดการณ์กำไรและราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าของตลาด

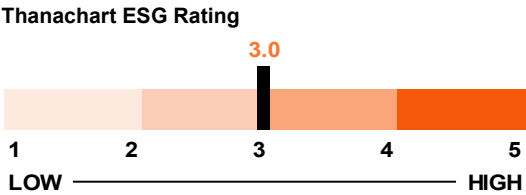
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หาก BAM ขาย NPL และ NPA สูงกว่าที่คาด จะเป็นความเสี่ยงเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อประมาณการและราคาเป้าหมายของเรา
- หาก BAM สามารถควบคุมต้นทุนการดำเนินงานได้ดีกว่าคาด จะเป็นอีกความเสี่ยงเชิงบวกต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

BAM วางเป้าหมายระยะยาวสู่การเป็นบริษัทที่มีคาร์บอนสุทธิเป็นศูนย์และเป็นกลางทางคาร์บอน บริษัทฯ ยังได้ริเริ่มโครงการต่าง ๆ เพื่อลดผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม ดูแลสังคม และสร้างหลักธรรมาภิบาล เนื่องจากเราคาดว่าจะมีการพัฒนาไปทีละขั้น เราจึงให้คะแนน ESG สำหรับ BAM ที่ระดับ 3



	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)
BAM	YES	YES	-	B	44.48	49.83	14.00	-	5.0

Sources: SETTRADE, SETTHSI Index, Thailand Sustainability Investment (THSI), The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, Arabesque S-Ray®, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "term of use" in the following back page.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- BAM กำหนดเป้าหมายในการบรรลุความเป็นกลางทางคาร์บอนไว้ในปี 2025 และกลายเป็นศูนย์ในปี 2026 ซึ่งเป้าหมายเหล่านี้จะบรรลุผลได้ผ่านการดำเนินการดังต่อไปนี้ 1) ใช้พลังงานสีเขียว 2) การประหยัดพลังงาน 3) ลดการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ และ 4) การดักจับคาร์บอน - บริษัทฯ กำลังติดตั้งระบบผลิตไฟฟ้าจากพลังงานแสงอาทิตย์ (โซลาร์เซลล์) ขนาด 70kWp ที่สำนักงานใหญ่ และ 72.16kWp ที่สำนักงานภูมิภาค - บริษัทฯ สามารถประหยัดค่าใช้จ่ายด้านพลังงานได้ 435,000 บาท ในปี 2022 เทียบเท่ากับการลดการปล่อย CO2 66.24 ตันต่อปีในปี 2022 - สำหรับน้ำ การใช้น้ำลดลง 15.9% จากปีฐาน 2019 ซึ่งดีกว่าเป้าหมายการลด 3%
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- BAM สนับสนุนให้พนักงานรายงานเหตุการณ์ที่ต้องสงสัยว่ามีการละเมิดสิทธิมนุษยชนในการดำเนินธุรกิจ หรือถูกเลือกปฏิบัติ และ/หรือถูกละเมิดสิทธิมนุษยชนต่อผู้บังคับบัญชา หรือแจ้งผ่านช่องทางการร้องเรียน/แจ้งเบาะแส ตามขั้นตอนการจัดการข้อร้องเรียนที่ BAM กำหนด ซึ่งเผยแพร่บน bamnet.com - BAM เล็งเห็นความสำคัญของการศึกษาโดยจัดโครงการมอบทุนการศึกษาต่อเนื่องเป็นปีที่ 14 - โครงการ "HOPE" ก่อตั้งขึ้นเพื่อช่วยสร้างบ้านใหม่ให้กับผู้ด้อยโอกาส คนไร้บ้าน หรือคนที่ต้องการความช่วยเหลืออย่างมาก โครงการสร้างบ้านในโครงการ "HOPE" ได้สร้างบ้านใหม่ทดแทนหลังเก่าให้กับผู้ด้อยโอกาส 2 ราย ที่จ.เชียงราย และนครสวรรค์
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- คณะกรรมการบริษัทประกอบด้วยประธานและกรรมการ ปัจจุบัน คณะกรรมการบริษัทมีทั้งหมด 10 คน โดยเป็นกรรมการอิสระ 4 คน คิดเป็นร้อยละ 40 ของจำนวนกรรมการทั้งหมด - BAM พัฒนาและยกระดับการกำกับดูแลกิจการที่ดีอย่างต่อเนื่อง เพื่อปรับปรุงผลการประเมินรายงานการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CGR) ของ BAM จากระดับดีมากเป็นระดับดีเยี่ยม - แผนแม่บท BAM Digital Enterprise ได้รับการคิดค้นขึ้นเพื่อปรับปรุงกระบวนการทางธุรกิจ ตั้งแต่กระบวนการที่เป็นรากฐานของธุรกิจไปจนถึงกระบวนการติดต่อลูกค้าและการบริการ และยังปรับปรุงความปลอดภัยทางไซเบอร์เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการทำงานอีกด้วย

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

Weak NPL cash
collection

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Interest Income	9,569	9,839	9,490	9,881	10,640
Interest Expenses	2,559	2,637	2,817	3,218	3,543
Net Interest Income	7,010	7,202	6,673	6,663	7,097
% of total income	65.2%	71.0%	67.7%	65.7%	65.0%
Gain on sale of properties for sale	2,963	2,535	2,754	2,995	3,263
Gain on installment sales	690	247	281	328	388
Gain on investments	0	0	0	0	0
Others	84	159	155	159	171
Non-interest Income	3,737	2,942	3,189	3,481	3,823
% of total income	34.8%	29.0%	32.3%	34.3%	35.0%
Total Income	10,747	10,144	9,862	10,144	10,919
Operating Expenses	2,727	2,888	2,962	3,060	3,194
Pre-provisioning Profit	8,021	7,256	6,900	7,084	7,726
Provisions	4,765	4,049	4,001	3,971	4,121
Pre-tax Profit	3,256	3,207	2,899	3,113	3,605
Income Tax	656	482	493	529	649
After Tax Profit	2,600	2,725	2,406	2,584	2,956
Equity Income	0	0	0	0	0
Minority Interest	0	0	0	0	0
Extraordinary Items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	2,600	2,725	2,406	2,584	2,956
Normalized Profit	2,600	2,725	2,406	2,584	2,956
EPS (Bt)	0.8	0.8	0.7	0.8	0.9
Normalized EPS (Bt)	0.8	0.8	0.7	0.8	0.9

BALANCE SHEET

Growing purchased
NPLs

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
ASSETS:					
Liquid Items	3,903	7,209	5,481	5,636	5,795
Cash and ST investments	3,903	7,209	5,481	5,636	5,795
Securities under resale agreement	833	903	1,450	1,795	2,189
Net loan purchased	73,406	72,384	86,863	97,485	106,501
Properties for sales-net	29,666	32,026	34,615	34,234	36,015
property for sales - gross	37,592	40,169	42,758	45,347	47,906
(less) allowance for impairment	7,926	8,143	8,143	11,114	11,891
Fixed assets - net	1,155	1,090	1,022	954	886
Other assets	16,941	19,192	19,734	20,320	20,919
Total assets	125,904	132,805	149,165	160,424	172,306
LIABILITIES:					
Liquid Items	1,540	1,656	1,686	1,716	1,746
Accrued interest payable	553	656	686	716	746
Provisions	987	999	999	999	999
Current portion of lease liabilities	0	0	0	0	0
Debt issued and borrowings	80,155	85,591	101,687	111,500	122,766
Other liabilities	1,453	1,850	1,425	1,957	1,357
Total liabilities	83,148	89,097	104,799	115,172	125,868
Minority interest	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	42,756	43,708	44,367	45,252	46,437
Preferred capital	0	0	0	0	0
Paid-in capital	16,160	16,160	16,160	16,160	16,160
Share premium	6,044	6,044	6,044	6,044	6,044
Surplus/ Others	255	260	290	320	350
Retained earnings	20,296	21,243	21,872	22,727	23,883
Liabilities & Equity	125,904	132,805	149,165	160,424	172,306

Sources: Company data, Thanachart estimates

VALUATION

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Normalized PE (x)	12.7	12.1	13.7	12.8	11.2
Normalized PE - at target price (x)	13.7	13.0	14.8	13.8	12.0
PE (x)	12.7	12.1	13.7	12.8	11.2
PE - at target price (x)	13.7	13.0	14.8	13.8	12.0
P/PPP (x)	4.1	4.5	4.8	4.7	4.3
P/PPP - at target price (x)	4.4	4.9	5.2	5.0	4.6
P/BV (x)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
P/BV - at target price (x)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
Dividend yield (%)	5.4	5.4	5.4	5.1	5.8
Market cap / net assets (x)	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
Market cap / appraisal value (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
(Bt)					
Normalized EPS	0.8	0.8	0.7	0.8	0.9
EPS	0.8	0.8	0.7	0.8	0.9
DPS	0.6	0.6	0.6	0.5	0.6
PPP/Share	2.5	2.2	2.1	2.2	2.4
BV/Share	13.2	13.5	13.7	14.0	14.4

Expecting weak 2Q23F
profits

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Growth Rate (%)					
Net interest income (NII)	(7.2)	2.7	(7.3)	(0.2)	6.5
Non-interest income (Non-II)	50.6	(21.3)	8.4	9.2	9.8
Operating expenses	3.2	5.9	2.6	3.3	4.4
Pre-provisioning profit (PPP)	48.3	(1.5)	(9.6)	7.4	15.8
Net profit	41.3	4.8	(11.7)	7.4	14.4
Normalized profit growth	41.3	4.8	(11.7)	7.4	14.4
EPS	41.3	4.8	(11.7)	7.4	14.4
Normalized EPS	41.3	4.8	(11.7)	7.4	14.4
Dividend payout ratio	68.4	65.2	73.9	65.0	65.0
NPL portfolio	0.3	3.1	12.3	10.0	7.6
NPA portfolio	3.6	6.9	6.4	6.1	5.6
Debt and borrowings	453.5	431.3	8,742.1	8,015.4	8,555.2
Total assets	(4.7)	5.5	12.3	7.5	7.4
Total equity	2.3	2.2	1.5	2.0	2.6
Operating Ratios (%)					
Interest yield on NPL	10.3	33.4	36.2	37.5	30.0
Interest yield on installment sales rec.	7.2	4.9	5.3	5.2	5.5
Interest yield on investment in securities	47.7	0.2	0.0	0.0	0.0
Avg cost of fund	6.3	2.7	2.6	3.2	3.0
NII / operating income	187.6	244.8	209.2	191.4	185.7
Non-II / operating income	34.8	29.0	32.3	34.3	35.0
Normalized net margin	19.5	21.3	19.0	19.3	20.4
Cost-to-income	25.4	28.5	30.0	30.2	29.2
Pretax Profits/ total assets	2.5	2.5	2.1	2.0	2.2
Pretax Profits / total equity	7.7	7.4	6.6	6.9	7.9
Avg assets/avg equity (leverage)	3.1	3.0	3.2	3.5	3.6
ROA	2.0	2.1	1.7	1.7	1.8
ROE	6.2	6.3	5.5	5.8	6.4

Rising funding costs

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

	FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Solid balance sheet	Liquidity and Quality Ratio (%)					
	Receivables to borrowing ratio	111.3	114.4	109.3	106.8	105.9
	Debt to equity ratio (x)	1.9	2.0	2.3	2.5	2.6
	Allow ance for doubtful A/C to rec.	19.6	23.1	17.8	16.2	14.9
	Cash collection from NPL management business to NPLs	18.2	10.8	11.9	14.0	11.9
	Cash collection from NPA management business to NPAs	23.1	16.4	23.9	20.4	22.4
	Interest yield on gross NPL	1.8	6.5	6.6	6.5	6.1
	Gain on loan purchase/loan purchase	8.9	4.2	3.6	3.9	3.8
	Return on NPL management business	10.7	10.7	10.3	10.4	9.9
	Interest yield on installment receivables	7.2	4.9	5.3	5.2	5.5
	Gain on installment sales/installment sales	6.3	20.9	31.8	11.6	11.6
	Gain on sales of foreclosed properties properties foreclosed	13.1	7.7	10.3	8.2	8.7
	Return on NPA management business	10.1	6.9	9.5	6.9	7.2

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, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

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

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

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

S&P Global Market Intelligence

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

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

Moody's ESG Solutions

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc. have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc. for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from \$1,000 to approximately \$5,000,000. MCO and Moody's Investors Service also maintain policies and procedures to address the independence of Moody's Investors Service credit ratings and credit rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold credit ratings from Moody's Investors Service and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at www.moody.com under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy."

Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors.

Additional terms for Japan only: Moody's Japan K.K. ("MJKK") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Group Japan G.K., which is wholly-owned by Moody's Overseas Holdings Inc., a wholly-owned subsidiary of MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of MJKK. MSFJ is not a Nationally Recognized Statistical Rating Organization ("NRSRO"). Therefore, credit ratings assigned by MSFJ are Non-NRSRO Credit Ratings. Non-NRSRO Credit Ratings are assigned by an entity that is not a NRSRO and, consequently, the rated obligation will not qualify for certain types of treatment under U.S. laws. MJKK and MSFJ are credit rating agencies registered with the Japan Financial Services Agency and their registration numbers are FSA Commissioner (Ratings) No. 2 and 3 respectively.

Additional terms for Hong Kong only: Any Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the Hong Kong Securities and Futures Ordinance ("SFO") is issued by Vigeo Eiris Hong Kong Limited, a company licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission to carry out the regulated activity of advising on securities in Hong Kong. This Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the SFO is intended for distribution only to "professional investors" as defined in the SFO and the Hong Kong Securities and Futures (Professional Investors) Rules. This Second Party Opinion or other opinion must not be distributed to or used by persons who are not professional investors.

MJKK or MSFJ (as applicable) hereby disclose that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MJKK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to MJKK or MSFJ (as applicable) for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY125,000 to approximately JPY550,000,000.

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

Refinitiv ESG

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน 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 ธนชาต จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 20 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2307A, CPALL16C2310A, CPALL16C2307A, DELTA16C2309A, EA16C2309A, GULF16C2309A, HANA16C2309A, HANA16C2308A, HANA16C2307A, JMART16C2310A, JMART16C2308A, KBANK16C2310A, KBANK16C2307A, KBANK16C2307B, KCE16C2309A, PTTEP16C2311A, SAWAD16C2309A, SET5016C2309B, SET5016C2309A, SET5016P2309A (underlying securities are (ADVANC, CPALL, DELTA, EA, GULF, HANA, JMART, KBANK, KCE, PTTEP, SAWAD, SET50). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.33 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรสมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP มีการรวมกัน ได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมกัน ได้แก่ นางอติวัน ไดลังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: *** "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท ทรู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2566 ชุดที่ 1-4 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2568 2569 2571 และ 2576" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy พิมพ์ภา นิการุณ, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พัฒนทรัพย์กุล, CFA Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ Tel: 662-779-9105 pattarawan.wan@thanachartsec.co.th
สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์ Tel: 662-483-8296 nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th	อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรอ 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, บันทึ รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th	ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน สรัชดา 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, อิโตรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ Tel: 662-779-9110 yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล Tel: 662-779-9115 lapinee.dib@thanachartsec.co.th
วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง Tel: 662-779-9123 witchanan.tam@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล Tel: 662-483-8304 thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์ Tel: 662-483-8303 sittichet.run@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์ Tel: 662-779-9107 nariporn.kla@thanachartsec.co.th		

Data Support Team

มณฑุดี 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 ลิมาวงษ์ปรางค์ 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