

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 2.00

(From: Bt 1.75)

24 AUGUST 2023

Upside : 11.1%

TMBThanachart Bank (TTB TB)

เติบโตและให้อัตราผลตอบแทนดี

แม้ช่วง YTD ราคาหุ้นจะปรับตัวได้อย่างน่าประทับใจ แต่ TTB ยังคงเป็นตัวเลือกที่เราชอบ และให้ราคาเป้าหมายสูงขึ้นเป็น 2 บาท ความเชื่อมั่นของเรามาจากแผนกลยุทธ์ของธนาคารในการขยาย ROE โดยไม่กระทบต่อคุณภาพสินทรัพย์ แม้จะขาดการเติบโตทางเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งก็ตาม นอกจากนี้ยังให้อัตราผลตอบแทนปันผลที่น่าสนใจที่มากกว่า 6%



SARACHADA SORNSONG

662 – 779 9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ปรับเพิ่มราคาเป้าหมายเป็น 2 บาท คงคำแนะนำ “ซื้อ”

เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรของ TTB ขึ้น 9% ต่อปี ในปี 2023-24F และอีก 2% ในปี 2025F การปรับเพิ่มดังกล่าวมีสาเหตุหลักมาจากการปรับลดประมาณการค่าใช้จ่ายตั้งสำรองลง 2/5/10% ในช่วงปีดังกล่าวเนื่องจาก NPLs อยู่ภายใต้การควบคุมมากขึ้น เนื่องจากเราปรับมาใช้ปีฐาน 2024F เราจึงปรับราคาเป้าหมายขึ้น 14% เป็น 2 บาท จากเดิมที่ 1.75 บาท เรายังคงชอบ TTB และคงคำแนะนำ “ซื้อ” ด้วยมีราคาหุ้นมีพีไรซ์ 11%

สัดส่วนสินเชื่อดีขึ้น

เราไม่กังวลต่อการเติบโตของสินเชื่อเติบโตที่ชะลอลงเป็น 0.4% q-q ใน 2Q23 ของ TTB การชะลอตัวนี้มีสาเหตุหลักมาจากการชำระคืนเงินกู้ของกลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่ แม้จะมีฐานที่สูงขึ้น แต่สินเชื่อรายย่อยมีอัตราการเติบโตที่เร่งตัวขึ้นมากกว่าพอร์ตสินเชื่อโดยรวม ในระหว่างนี้ TTB ได้ดำเนินกลยุทธ์อย่างแข็งขันในการเพิ่มสัดส่วนของสินเชื่อที่มีหลักประกันที่ให้อัตราผลตอบแทนสูง เช่น สินเชื่อเช่าซื้อ (HP) สินเชื่อที่อยู่อาศัย และสินเชื่อเพื่อการบริโภค การให้ความสำคัญกับสินเชื่อที่ให้อัตราผลตอบแทนสูงขึ้นนี้คาดว่าจะช่วยรักษาแนวโน้มของรายได้ดอกเบี้ยสุทธิ (NII) และส่วนต่างดอกเบี้ยสุทธิ (NIM) ในอนาคตอันใกล้ จากอัตราการเติบโตเริ่มต้นที่ 11% y-y ใน 1H23 เราคาดว่า NII จะขยายตัว 10% ในปีนี้ โดยมีอัตราการเติบโตตามมาที่ 3% ต่อปี ในปี 2024F และ 2025F

คุณภาพสินทรัพย์มั่นคง

แม้จะมีสินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์ในสัดส่วนที่สูง ซึ่งเป็นกลุ่มที่เพิ่มความกังวลให้แก่บริษัทข้อมูลเครดิตแห่งชาติ (NCB) เนื่องจากมีสัญญาณของสินเชื่อกล่าวถึงเป็นพิเศษ แต่คุณภาพสินทรัพย์ของ TTB ยังอยู่ภายใต้การควบคุมที่ดี ด้วยเห็นได้จากความสามารถของธนาคารในการรักษา NPLs ให้ต่ำกว่า 2.7% มี credit costs ในระดับต่ำ แต่อัตราส่วน loan loss coverage ที่เพิ่มขึ้นเป็น 144% ใน 2Q23 คุณภาพสินเชื่อที่ค่อนข้างแข็งแกร่งของ TTB เมื่อเปรียบเทียบกับธนาคารอื่นๆ ด้วยเน้นสินเชื่อเช่าซื้อทำให้ธนาคารใช้ความระมัดระวังมากขึ้นในการขยายสินเชื่อ และความพยายามเชิงรุกในการจัดการกับสินเชื่อที่แสดงสัญญาณเริ่มต้นของคุณภาพที่ลดลง

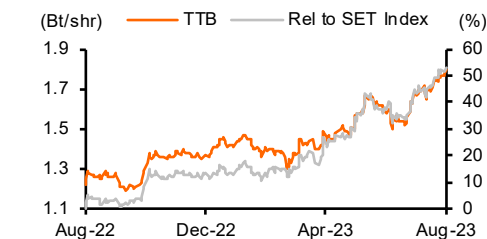
ความพยายามในการเพิ่ม ROE อย่างต่อเนื่อง

TTB มุ่งมั่นที่จะบริหารจัดการสภาพคล่องส่วนเกินอย่างมีประสิทธิภาพ โดยเริ่มซื้อคืน hybrid Tier I securities รอบที่ 3 ก่อนครบกำหนดในปี 2024 TTB จะซื้อสูงสุดไม่เกิน 15% ของส่วนที่เหลือในราคาที่ไม่เกิน 97% ของมูลค่าที่ตราไว้ในเดือนสิงหาคมปีนี้ เราเห็นประโยชน์จากการซื้อคืนผ่านฐานทุนที่น้อยลง ต้นทุนทางการเงินที่ลดลง และกำไรจากการลงทุนบางส่วนใน 3Q23 ซึ่งจะช่วยให้ ROE ของธนาคารดีขึ้นไปอีกควบคู่ไปกับการดำเนินงานหลักที่ดีขึ้น

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2022A	2023F	2024F	2025F
Pre Provision Profit	35,639	38,918	41,218	43,219
Net profit	14,195	17,571	20,296	22,121
Consensus NP	—	16,793	18,527	20,262
Diff firm cons (%)	—	4.6	9.6	9.2
Norm profit	14,195	17,571	20,296	22,121
Prev. Norm profit	—	16,142	18,697	21,634
Chg frm prev (%)	—	8.9	8.6	2.2
Norm EPS (Bt)	0.1	0.2	0.2	0.2
Norm EPS grw (%)	35.5	23.8	15.5	9.0
Norm PE (x)	12.3	9.9	8.6	7.9
P/BV (x)	0.8	0.8	0.7	0.7
Div yield (%)	4.1	5.6	6.4	7.0
ROE (%)	6.6	7.8	8.6	9.0
ROA (%)	0.8	1.0	1.1	1.2

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price: as of 23-Aug-23 (Bt)	1.80
Market Cap (US\$ m)	4,973
Listed Shares (m shares)	96,865.6
Free Float (%)	29.8
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	17.3
12M Price H/L (Bt)	1.78/1.19
Sector	BANK
Major Shareholder	TCAP 24.39%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P63

หมายเหตุ: บริษัททุนธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้นร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.33 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าเชื่อถือได้ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Earnings Revisions

	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Net profits (Bt bn)							
- New	7.22	10.11	10.47	14.20	17.57	20.30	22.12
- Old					16.14	18.70	21.63
- Change (%)					8.85	8.55	2.25
Loan growth (%)							
- New	103.03	0.05	(1.55)	0.35	1.33	1.82	1.86
- Old					3.29	3.23	3.29
- Change (ppt)					(1.96)	(1.41)	(1.43)
NIM (%)							
- New	1.95	2.93	2.86	2.88	3.10	3.14	3.16
- Old					2.93	2.99	3.08
- Change (ppt)					0.17	0.15	0.08
Non-NII (Bt bn)							
- New	12.63	15.18	14.19	13.97	13.70	14.59	15.31
- Old					14.03	14.92	15.61
- Change (%)					(2.37)	(2.24)	(1.90)
Opex (Bt bn)							
- New	20.67	32.18	31.22	29.95	31.55	31.60	32.17
- Old					29.98	30.55	31.14
- Change (%)					5.25	3.44	3.30
Provisions (Bt bn)							
- New	10.34	24.83	21.51	18.35	17.43	16.47	15.91
- Old					17.81	17.40	17.67
- Change (%)					(2.16)	(5.35)	(9.97)
NPLs (Bt bn)							
- New	37.75	39.59	42.12	41.71	41.71	42.12	42.97
- Old					41.71	42.12	43.39
- Change (%)					0.00	0.00	(0.97)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: 12-month DDM-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2024F

(Bt m)	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Terminal Value
Dividend of common shares	9,662	11,163	12,167	14,623	15,897	17,227	18,615	23,367	25,083	38,385	38,385
Dividend payment	9,662	11,163	12,167	14,623	15,897	17,227	18,615	23,367	25,083	38,385	355,286
PV of dividend	9,689	8,814	8,538	9,119	8,808	8,483	8,147	8,772	8,328	11,276	104,373
Risk-free rate (%)	2.5										
Market risk premium (%)	8.0										
Beta	1.2										
WACC (%)	12.0										
Cost of equity (%)	12.0										
Terminal growth (%)	2.0										
Equity value	194,347										
No. of shares (m)	96,623										
Equity value / share (Bt)	2.00										

Sources: Company data, Thanachart estimates

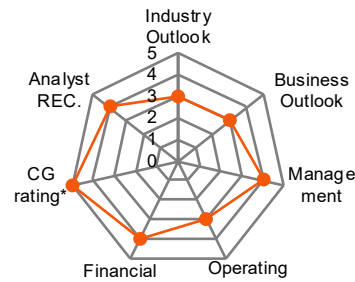
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

ก่อตั้งขึ้นในปี 1957 ธนาคารทหารไทย จำกัด (มหาชน) เป็นหนึ่งในธนาคารพาณิชย์ขนาดกลางชั้นนำของประเทศไทย TMB ควบรวมกิจการกับธนาคาร ธนชาติ และกลายเป็นธนาคารที่ใหญ่เป็นอันดับ 6 ของประเทศไทยในปี 2019 ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) บริษัทควบรวมได้เปิดตัว หลังจากการโอนธุรกิจทั้งหมดเสร็จสมบูรณ์ในปี 2020 ด้วยสำเร็จการกิจการ ควบรวมกิจการเมื่อวันที่ 5 กรกฎาคมปีที่แล้วตามแผนที่วางไว้ TTB กลายเป็น หนึ่งในธนาคารที่มีความสำคัญต่อระบบในประเทศ (D-SIB) ในประเทศไทย ในปี 2021

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Rating Scale

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

Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- แพลตฟอร์มธนาคารที่สมบูรณ์
- ผลิตภัณฑ์ที่มีความหลากหลาย
- มี Know-how จากพาร์ทเนอร์ต่างชาติอย่าง ING

O — Opportunity

- สินเชื่อไม่มีหลักประกัน
- ความสามารถในการทำ cross-sell และเสนอผลิตภัณฑ์ที่มีราคาแข่งขัน
- โอกาสเพิ่มรายได้ค่าธรรมเนียม

W — Weakness

- เนื่องจากให้สินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์มากที่สุด การเติบโตของสินเชื่อจึง ขึ้นอยู่กับยอดขายรถยนต์ในประเทศและการเปลี่ยนแปลงของอุปสงค์/อุปทาน และอุตสาหกรรมยานยนต์เป็นอย่างมาก

T — Threat

- เศรษฐกิจโลกอ่อนแอ
- เกณฑ์มาตรฐานบัญชีใหม่

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	1.70	2.00	17%
Net profit 23F (Bt m)	16,793	17,571	5%
Net profit 24F (Bt m)	18,527	20,296	10%
Consensus REC	BUY: 14	HOLD: 10	SELL: 2

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- เรารวม NIM ที่เพิ่มขึ้น และตั้งสำรองที่ลดลงก่อนตลาด
- ด้วยเหตุนี้ ประเมินการกำไร และราคาเป้าหมายของเราจึงสูงขึ้น

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

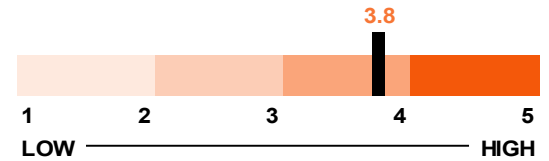
- หาก TTB ไม่สามารถดำเนินการตามแผนเพื่อดึงผลประโยชน์จากการร่วมกิจการด้านรายได้หลังการควบรวมกิจการมากขึ้นใน 3 กลุ่มหลัก (ecosystem) และไม่สามารถจัดการคุณภาพสินทรัพย์ได้ดีอย่างที่เราคาดไว้ จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการกำไร และราคาเป้าหมายของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

TTB มุ่งมั่นที่จะรวมความยั่งยืนเข้ากับธุรกิจ โดยมีเป้าหมายเพื่อหลีกเลี่ยงและลดผลกระทบด้านลบจากการปฏิบัติการ ผลิตภัณฑ์ และบริการ และสร้างโอกาสทางธุรกิจเพื่อให้เกิดผลกระทบเชิงบวก เราให้คะแนน ESG เท่ากับ 3.82 สำหรับ TTB

Thanachart ESG Rating



	SETTHSI Index	THSI Index	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
TTB	YES	YES	-	-	54.16	59.71	71.00	36.0	5.0

Sources: SETTRADE, SETTHSI Index, Thailand Sustainability Investment (THSI), The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)

Note: Please see third party on "term of use" in the following back page.

Factors

Our Comments

ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)

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

- TTB ตั้งเป้าที่จะลดการใช้ไฟฟ้าของธนาคาร 15% และลดการใช้น้ำ 10% ภายในปี 2026 เทียบกับปีฐาน 2019
- การเปลี่ยนไปสู่เศรษฐกิจที่ปล่อยมลภาวะสุทธิเป็นศูนย์จำเป็นต้องย้ายออกจากกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่มีคาร์บอนเข้มข้น นโยบายของ TTB คือการลดการให้เงินทุนสำหรับกิจกรรมทางธุรกิจที่มีส่วนทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศที่เลวร้าย ธนาคารจะไม่ให้เงินสนับสนุนกิจกรรมที่เกี่ยวข้องกับโครงการโรงไฟฟ้าถ่านหินใหม่ และการขุดและสำรวจถ่านหินอีกต่อไปตั้งแต่ปี 2020 ในขณะที่แหล่งเงินทุนที่มีอยู่จะลดลงเหลือศูนย์ภายในปี 2028
- ในปี 2022 ธนาคารได้ออกหุ้นกู้เพื่อสิ่งแวดล้อมจำนวน 13.1 พันลบ. นอกจากนี้ ยังออกสินเชื่อที่เชื่อมโยงกับการดำเนินงานด้านความยั่งยืนมูลค่า 2 พันลบ. กับกลุ่มไทยยูเนียน
- TTB เป็นธนาคารพาณิชย์ไทยแห่งแรกและแห่งเดียวที่ออกหุ้นกู้เพื่อสิ่งแวดล้อมและหุ้นกู้เพื่อความยั่งยืนทางทะเล

ด้านสังคม (SOCIAL)

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- นโยบายสิทธิมนุษยชนของธนาคารก่อให้เกิดความมุ่งมั่นในการเคารพสิทธิมนุษยชนต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทั้งหมดที่เกี่ยวข้องกับกิจกรรมทางธุรกิจ สอดคล้องกับปฏิญญาสากลว่าด้วยสิทธิมนุษยชน หลักการชี้แนะของสหประชาชาติว่าด้วยธุรกิจกับสิทธิมนุษยชน ข้อตกลงโลกแห่งสหประชาชาติ และองค์การแรงงานระหว่างประเทศ
- TTB มีความมุ่งมั่นที่จะมีพนักงานที่หลากหลายและครอบคลุมเพื่อสร้างสนามแข่งขันที่พนักงานทุกคนทั้งชายและหญิงมีโอกาสในการจ้างงานที่เท่าเทียมกัน เป้าหมายของธนาคารคือการมีพนักงานหญิงอย่างน้อย 40% ในตำแหน่งผู้บริหาร
- ธนาคารได้จัดตั้งโครงการ TTB Stock Retention Program (TSRP) 2021 โดยได้รับอนุมัติจากคณะกรรมการธนาคาร โดยจะเสนอขายหุ้นจำนวน 305,000,000 หุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 0.95 บาท ให้แก่พนักงานที่มีคุณสมบัติตาม TSRP โดยมีกำหนดเวลาการให้สิทธิ 3 ปี (ปี 2021-2023)

ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ
(GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- คณะกรรมการ 14 คน ประกอบด้วย กรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 8 คน กรรมการที่เป็นผู้บริหาร 1 คน และกรรมการอิสระ 5 คน
- คณะกรรมการธนาคาร ร่วมกับคณะกรรมการชุดย่อย 6 คณะ ได้แก่ คณะกรรมการสรรหา กำหนดค่าตอบแทน และบรรษัทภิบาล คณะกรรมการสินเชื่อ คณะกรรมการกำกับความเสี่ยง คณะกรรมการกำกับเทคโนโลยีสารสนเทศ คณะกรรมการตรวจสอบ และคณะกรรมการบริหาร ทำหน้าที่กำกับดูแลที่สำคัญเพื่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของธนาคาร
- ผ่านช่องทางการแจ้งเบาะแส มีการสอบสวน 45 เหตุการณ์ และพนักงานที่เกี่ยวข้องทั้งหมดถูกลงโทษ มีพฤติกรรมไม่เหมาะสมในที่ทำงาน 1 ครั้ง, ทูจริต 6 ครั้ง, ไม่ปฏิบัติตามขั้นตอนและกฎระเบียบ 18 ครั้ง และคดีฉ้อโกง 20 คดี ในปี 2022
- พนักงานทั้งหมดจบหลักสูตรฝึกอบรมการรับรู้ความเสี่ยงทางออนไลน์ ซึ่งครอบคลุมหัวข้อต่างๆ เช่น ความตระหนักในเรื่องความเสี่ยงด้านความปลอดภัยทางไซเบอร์ และการจัดการความเสี่ยงที่ไม่ใช่ทางการเงิน คณะกรรมการบริษัททั้งหมดได้เข้าร่วมการอบรมที่เกี่ยวกับความเสี่ยง เช่น การอบรม Security Awareness Training: Cybersecurity และ Cyber Resilience

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

*Boosted by higher NIM
and lower provisions*

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Interest and Dividend Income	64,239	65,627	78,104	80,258	83,062
Interest Expenses	13,240	14,010	21,334	22,026	22,987
Net Interest Income	51,000	51,617	56,770	58,232	60,075
% of total income	78.2%	78.7%	80.6%	80.0%	79.7%
Gain on Investment	182	7	50	100	100
Fee Income	11,248	10,391	10,449	10,986	11,551
Gain on Exchange	1,480	1,693	1,800	2,000	2,060
Others	1,281	1,884	1,400	1,500	1,600
Non-interest Income	14,191	13,974	13,699	14,586	15,311
% of total income	21.8%	21.3%	19.4%	20.0%	20.3%
Total Income	65,191	65,591	70,469	72,818	75,386
Operating Expenses	31,219	29,952	31,551	31,600	32,167
Pre-provisioning Profit	33,972	35,639	38,918	41,218	43,219
Provisions	21,514	18,353	17,430	16,470	15,909
Pre-tax Profit	12,458	17,286	21,488	24,748	27,310
Income Tax	2,327	3,352	4,167	4,702	5,189
After Tax Profit	10,131	13,934	17,321	20,046	22,121
Equity Income	346	261	250	250	0
Minority Interest	(3)	(0)	0	0	0
Extraordinary Items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	10,474	14,195	17,571	20,296	22,121
Normalized Profit	10,474	14,195	17,571	20,296	22,121
EPS (Bt)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
Normalized EPS (Bt)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2

BALANCE SHEET

*Adopting a less
aggressive volume
growth approach*

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
ASSETS:					
Liquid Items	174,884	203,069	211,000	223,000	235,000
cash & cash equivalents	16,011	15,506	13,000	12,000	11,000
interbank & money market	158,873	187,563	198,000	211,000	224,000
Securities under resale agreeme	0	0	0	0	0
Investments	180,229	211,432	190,288	195,997	201,877
Net loans	1,324,201	1,326,505	1,343,695	1,368,725	1,395,283
Gross and accrued interest	1,378,673	1,383,895	1,402,897	1,428,496	1,455,054
Provisions for doubtful	54,472	57,390	59,203	59,771	59,771
Fixed assets - net	30,252	31,941	33,568	34,674	34,452
Other assets	48,604	53,333	54,933	56,581	58,279
Total assets	1,758,170	1,826,279	1,833,484	1,878,977	1,924,891
LIABILITIES:					
Liquid Items	1,429,486	1,489,603	1,493,292	1,523,158	1,553,621
Deposit	1,339,195	1,399,247	1,401,692	1,429,726	1,458,321
Interbank & money market	84,966	84,770	85,000	86,700	88,434
Liability payable on demand	5,325	5,586	6,600	6,732	6,867
Borrowings	68,398	59,644	60,813	60,806	60,299
Other liabilities	49,449	58,024	50,000	55,000	60,000
Total liabilities	1,547,334	1,607,271	1,604,105	1,638,964	1,673,920
Minority interest	1	1	1	1	1
Shareholders' equity	210,835	219,006	229,378	240,012	250,970
Preferred capital	-	-	-	-	-
Paid-in capital	91,792	91,937	91,792	91,792	91,792
Share premium	43,345	43,360	43,360	43,360	43,360
Surplus/ Others	5,172	4,456	4,456	4,456	4,456
Retained earnings	70,526	79,253	89,771	100,405	111,363
Liabilities & equity	1,758,170	1,826,279	1,833,484	1,878,977	1,924,891

Sources: Company data, Thanachart estimates

VALUATION

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Normalized PE (x)	16.6	12.3	9.9	8.6	7.9
Normalized PE - at target price (x)	18.4	13.6	11.0	9.5	8.7
PE (x)	16.6	12.3	9.9	8.6	7.9
PE - at target price (x)	18.4	13.6	11.0	9.5	8.7
P/PPP (x)	5.1	4.9	4.5	4.2	4.0
P/PPP - at target price (x)	5.7	5.4	5.0	4.7	4.5
P/BV (x)	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
P/BV - at target price (x)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
Dividend yield (%)	2.1	4.1	5.6	6.4	7.0
Market cap / net loans (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Market cap / deposit (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
(Bt)					
Normalized EPS	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
EPS	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
DPS	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
PPP/Share	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
BV/Share	2.2	2.3	2.4	2.5	2.6

Very attractive dividend
yield, in our view

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Growth Rate (%)					
Net interest income (NII)	(5.2)	1.2	10.0	2.6	3.2
Non-interest income (Non-II)	(6.5)	(1.5)	(2.0)	6.5	5.0
Operating expenses	(3.0)	(4.1)	5.3	0.2	1.8
Pre-provisioning profit (PPP)	(7.7)	4.9	9.2	5.9	4.9
Net profit	3.6	35.5	23.8	15.5	9.0
Normalized profit growth	3.6	35.5	23.8	15.5	9.0
EPS	3.6	35.5	23.8	15.5	9.0
Normalized EPS	3.6	35.5	23.8	15.5	9.0
Dividend payout ratio	35.1	49.7	55.0	55.0	55.0
Loan - gross	(1.6)	0.4	1.3	1.8	1.9
Loan - net	(1.8)	0.2	1.3	1.9	1.9
Deposit	(2.5)	4.5	0.2	2.0	2.0
NPLs	6.4	(1.0)	0.0	1.0	2.0
Total assets	(2.8)	3.9	0.4	2.5	2.4
Total equity	3.0	3.9	4.7	4.6	4.6
Operating Ratios (%)					
Net interest margin (NIM)	2.9	2.9	3.1	3.1	3.2
Net interest spread	3.9	4.0	4.4	4.5	4.5
Yield on earnings assets	3.7	3.7	4.4	4.4	4.5
Avg cost of fund	0.9	0.9	1.4	1.4	1.4
NII / operating income	78.2	78.7	80.6	80.0	79.7
Non-II / operating income	21.8	21.3	19.4	20.0	20.3
Fee income / operating income	17.3	15.8	14.8	15.1	15.3
Normalized net margin	16.1	21.6	24.9	27.9	29.3
Cost-to-income	47.9	45.7	44.8	43.4	42.7
Credit cost - provision exp / loans	1.6	1.3	1.3	1.2	1.1
PPP / total assets	1.9	2.0	2.1	2.2	2.3
PPP / total equity	16.4	16.6	17.4	17.6	17.6
ROA	0.6	0.8	1.0	1.1	1.2
ROE	5.0	6.6	7.8	8.6	9.0

Rising ROE

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

Solid balance sheet

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Liquidity and Quality Ratio (%)					
Loan-to-deposit	102.4	98.3	99.5	99.3	99.2
Loan-to-deposit & S-T borrowing	102.4	98.3	99.4	99.3	99.2
Net loan / assets	75.3	72.6	73.3	72.8	72.5
Net loan / equity	628.1	605.7	585.8	570.3	556.0
Investment / assets	10.3	11.6	10.4	10.4	10.5
Deposit / liabilities	86.5	87.1	87.4	87.2	87.1
Liabilities / equity	733.9	733.9	699.3	682.9	667.0
Net interbank lender (Bt m)	73,907	102,793	113,000	124,300	135,566
Tier 1 CAR	15.3	16.3	16.0	16.2	16.2
Tier 2 CAR	4.0	3.7	3.5	3.4	3.2
Total CAR	19.3	20.0	19.5	19.6	19.4
NPLs (Bt m)	42,120	41,707	41,707	42,124	42,967
NPLs / Total loans (NPL Ratio)	3.1	3.0	3.0	2.9	3.0
Loan-Loss-Coverage	129.3	137.6	141.9	141.9	139.1

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. ESG Book (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.

ESG Book's Disclaimer

Arabesque S-Ray GmbH, also trading as "ESG Book", is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organised 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 (hereinafter "ESG Book"). ESG Book, with its UK branch and local subsidiaries, is a provider of sustainability data and advisory services and operates the sustainability data platform ESG Book. ESG Book does not offer any regulated financial services nor products. This document is provided on a confidential basis by ESG Book and is for information purposes only; accordingly, it is not a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in any trading activities nor should it be construed as a recommendation or advice on the merits of investing in any financial product. **THIRD PARTY INFORMATION.** Certain information contained in this document has been obtained from sources outside ESG Book. While such information is believed to be reliable for the purposes used herein, no representations are made as to the accuracy or completeness thereof and neither ESG Book nor its affiliates take any responsibility for such information. To the extent this document contains any links to third party websites, such links are provided as a convenience and for informational purposes only; they do not constitute an endorsement or an approval by ESG Book of any of the products, services or opinions of the corporations or organization or individual operating such third party websites. ESG Book bears no responsibility for the accuracy, legality or content of the external site or for that of subsequent links. **RELIANCE –** ESG Book 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. **CONFIDENTIALITY.** This document contains highly confidential information regarding ESG Book's strategy and organization. Your acceptance of this document constitutes your agreement to keep confidential all the information contained in this document, as well as any information derived by you from the information contained in this document and not disclose any such information to any other person. This document may not be copied, reproduced, in any way used or disclosed or transmitted, in whole or in part, to any other person.

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 redisseminated 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.



General Disclaimers And Disclosures:

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent.

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

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

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

Note: Thanachart Securities Public Company Limited act as a Market Maker and Derivative Warrants Issuer. At present, TNS has issued 25 Derivative Warrants which are CPALL16C2310A, DELTA16C2309A, EA16C2311A, EA16C2309A, GULF16C2311A, GULF16C2309A, HANA16C2312A, HANA16C2309A, HANA16C2308A, JMT16C2311A, JMART16C2310A, JMART16C2308A, KBANK16C2312A, KBANK16C2310A, KCE16C2309A, PTTEP16C2311A, SAWAD16C2312A, SAWAD16C2309A, SCB16C2311A, SET5016C2312A, SET5016P2312A, SET5016C2309B, SET5016C2309A, SET5016P2309A, TIDLOR16C2311A (underlying securities are (CPALL, DELTA, EA, GULF, HANA, JMART, JMT, KBANK, KCE, PTTEP, SAWAD, SCB, SET50, TIDLOR). before making investment decisions.

Note: Our major shareholder TCAP (Thanachart Capital Pcl) which holding 89.96% of Thanachart Securities and also TCAP holding 100% of Thanachart SPV1 Co. Ltd. TCAP and Thanachart SPV1 Co. Ltd has stake in THANI for 60% and being the major shareholder of THANI.

Note: Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP), TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB), are related companies to Thanachart Securities Public Company Limited (TNS). Thanachart Securities Pcl is a subsidiary of Thanachart Capital Pcl (TCAP) which holds 24.33% of the shareholding in TMBThanachart Bank Pcl.

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

Note: Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) acts as an underwriter of "Debentures of True Corporation Pcl (TRUE) No. 1/2023 (B.E. 2566) (No. 1-4) which its maturity at 2025, 2026, 2028, 2033 (B.E. 2568, 2569, 2571, 2576)", therefore investors need to be aware that there could be conflicts of interest in this research.

Disclosure of Interest of Thanachart Securities

Investment Banking Relationship

Within the preceding 12 months, Thanachart Securities has lead-managed public offerings and/or secondary offerings (excluding straight bonds) of the securities of the following companies: Moshi Moshi Retail Corporation Pcl. (MOSHI TB)

Recommendation Structure:

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

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

Thanachart Securities Pcl.

Research Team

18 Floor, MBK Tower

444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330

Tel: 662 - 779-9119

Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th

Pimpaka Nichgaroon, CFA

Head of Research, Strategy

Tel: 662-779-9199

pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

Nuttapop Prasitsuksant

Telecom, Utilities

Tel: 662-483-8296

nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

Rata Limsuthiwanpoom

Auto, Industrial Estate, Media, Prop. Fund

Tel: 662-483-8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

Siriporn Arunothai

Small Cap, Healthcare, Hotel

Tel: 662-779-9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

Sittichet Rungrassameephath

Analyst, Quantitative

Tel: 662-483-8303

sittichet.run@thanachartsec.co.th

Adisak Phupipathirungul, CFA

Retail Market Strategy

Tel: 662-779-9120

adisak.phu@thanachartsec.co.th

Pattadol Bunnak

Electronics, Food & Beverage, Shipping

Tel: 662-483-8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

Saksid Phadthananarak

Construction, Transportation

Tel: 662-779-9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

Yupapan Polpornprasert

Energy, Petrochemical

Tel: 662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

Thaloengsak Kucharoenpaisan

Analyst, Retail Market

Tel: 662-483-8304

thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

Pattarawan Wangmingmat

Senior Technical Analyst

Tel: 662-779-9105

pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

Phannarai Tiypittayarut

Property, Retail

Tel: 662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

Sarachada Sornsong

Bank, Finance

Tel: 662-779-9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

Witchanan Tambamroong

Technical Analyst

Tel: 662-779-9123

witchanan.tam@thanachartsec.co.th

Nariporn Klangpremchitt

Analyst, Retail Market

Tel: 662-779-9107

nariporn.kla@thanachartsec.co.th