

BUY (Unchanged)

TP: Bt 123.00 (From: Bt 118.00)

26 SEPTEMBER 2024

Change in Numbers

Upside : 10.8%

# SCB X Pcl (SCB TB)

## กำไรฟื้นตัว

เราแนะนำ "ซื้อ" SCBx เนื่องจากให้อัตราผลตอบแทนปันผลสูง และความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้ของบริษัทใหญ่ที่ลดลง เราคาดว่าผู้รัายย่อยที่ประกอบอาชีพอิสระจะฟื้นตัวได้ดีขึ้น ด้วยได้แรงหนุนจากต่งสำรองที่ลดลงและผลตอบแทนที่สูงขึ้นของบริษัทย่อยที่ทำธุรกิจด้านการเงินเพื่อผู้บริโภค จึงคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวขึ้น 14% ในปี 2025-26F



SARACHADA SORNSONG

662-779-9119

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

### ความกังวลผ่อนคลายนลง

ความกังวลเกี่ยวกับคุณภาพสินทรัพย์ของกลุ่มเริ่มคลี่คลายลง ลูกค้ำรายใหญ่ในภาคธุรกิจโรงไฟฟ้า แบตเตอรี่ และยานยนต์ไฟฟ้า สามารถปรับโครงสร้างเงินกู้ธนาคารระยะสั้นเป็นเงินกู้ระยะยาว 5 ปี และเลื่อนการชำระหนี้แสดงให้เห็นว่าอีกหนึ่งปี ซึ่งช่วยลดความเสี่ยงในการเกิดการผิดนัดชำระหนี้ไขว้มายัง SCB ซึ่งเป็นผู้ให้กู้หลัก นอกจากนี้ เรายังคาดว่าผู้รัายย่อยที่ทำธุรกิจส่วนตัวจะฟื้นตัวดีขึ้นจากโครงการปรับโครงสร้าง และการเก็บหนี้จาก Card X จะมีประสิทธิภาพมากขึ้นเมื่อเศรษฐกิจฟื้นตัว เรายังคงคาดว่า credit cost ในปีนี้อยู่ที่ 1.84% แต่ลดลงเป็น 1.7% ในปี 2025F และ 1.57% ในปี 2026F

### ปัจจัยหนุน NIM

การบริหารจัดการเงินทุนและสภาพคล่องอย่างมีประสิทธิภาพของ SCB สนับสนุน NIM ใน 1H24 ด้วย 8% อยู่ในสินเชื่อรายย่อยอัตราดอกเบี้ยคงที่ และ 7% เป็นสินเชื่อเพื่อผู้บริโภคผ่านบริษัทย่อย Gen 2 จึงทำให้ธนาคารมีความพร้อมในการลดผลกระทบจากอัตราดอกเบี้ยที่ลดลง นอกจากนี้ การเติบโตที่แข็งแกร่งจากบริษัททางการเงินเพื่อผู้บริโภค Gen 2 ทำให้ SCBx มีสินเชื่อเติบโตมากกว่าธนาคารใหญ่รายอื่น โดยมีการเติบโต 0.9% YTD ถึงเดือนกรกฎาคม 2024 เราคาดว่า NIM ของ SCBx จะยังคงทรงตัวอยู่ที่ 3.66-3.67% ในปี 2024-2025F

### กำไรกลับมาฟื้นตัว

เนื่องจากการตั้งสำรองพิเศษ และค่าใช้จ่ายจากการด้อยค่า เราจึงคาดว่ากำไรของ SCBx จะหดตัว 5.2% ในปี 2024 แต่อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าจะมีการฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่ง โดยมีกำไรเติบโต 14% ต่อปี ในปี 2025F และ 2026F ซึ่งได้แรงหนุนจาก 1) การเติบโตของสินเชื่อเพิ่มขึ้นเป็น 3% ต่อปี จาก 1.9% ในปี 2024F 2) NIM ที่ทรงตัว 3) การตั้งสำรองที่ลดลง เมื่อการตั้งสำรองเพิ่มเติมหมดไป และ 4) ค่าใช้จ่ายดำเนินงานที่ลดลงหลังปิดแอปพลิเคชัน Robinhood ด้วยปรับมาใช้พื้นฐาน 2025F ราคาเป้าหมายของเราจึงปรับขึ้นเป็น 123 บาท (จาก 118 บาท) โดยใช้ cost of equity ที่ 12%

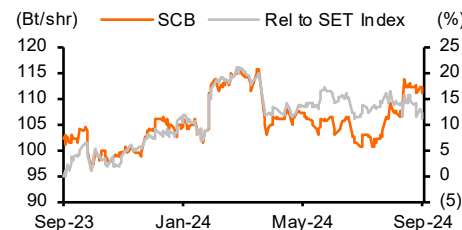
### ยังคงให้อัตราผลตอบแทนปันผลสูงสุด แนะนำ "ซื้อ"

การปรับโครงสร้างของ SCBx สู่อุตสาหกรรมโฮลดิ้งได้ปลดล็อกศักยภาพในการจ่ายเงินปันผล เมื่อปีที่แล้ว กลุ่มบริษัทได้เพิ่มอัตรการจ่ายเงินปันผลเป็น 80% และมุ่งมั่นที่จะรักษาระดับนี้ต่อไป เนื่องจากการประกาศเงินปันผลระหว่างกาลที่ 2 บาทต่อหุ้น เราจึงคาดว่าจะจ่ายปันผลสุดท้ายที่ 8 บาทต่อหุ้น ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนปันผลเกิน 9% ซึ่งถือว่าเป็นระดับสูงสุดในอุตสาหกรรม เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" SCBx

### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Pre Provision Profit	98,905	97,431	101,217	107,626
Net profit	43,521	41,256	46,950	54,032
Consensus NP	—	41,710	44,281	48,787
Diff frm cons (%)	—	(1.1)	6.0	10.7
Norm profit	43,521	41,256	46,950	54,032
Prev. Norm profit	—	41,256	44,932	54,063
Chg frm prev (%)	—	0.0	4.5	(0.1)
Norm EPS (Bt)	12.9	12.3	13.9	16.0
Norm EPS grw (%)	15.9	(5.2)	13.8	15.1
Norm PE (x)	8.6	9.1	8.0	6.9
P/BV (x)	0.8	0.8	0.8	0.7
Div yield (%)	9.3	9.0	10.0	11.6
ROE (%)	9.3	8.6	9.6	10.7
ROA (%)	1.3	1.2	1.3	1.5

### PRICE PERFORMANCE



### COMPANY INFORMATION

Price: as of 25-Sep-24 (Bt)	111.00
Market Cap (US\$ m)	11,433
Listed Shares (m shares)	3,367.1
Free Float (%)	76.4
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	31.1
12M Price H/L (Bt)	115.50/96.00
Sector	BANK
Major Shareholder	HM King Maha Vajiralongkorn Bodindradebayavarangkun 23.58%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

### ESG Summary Report ..... P57

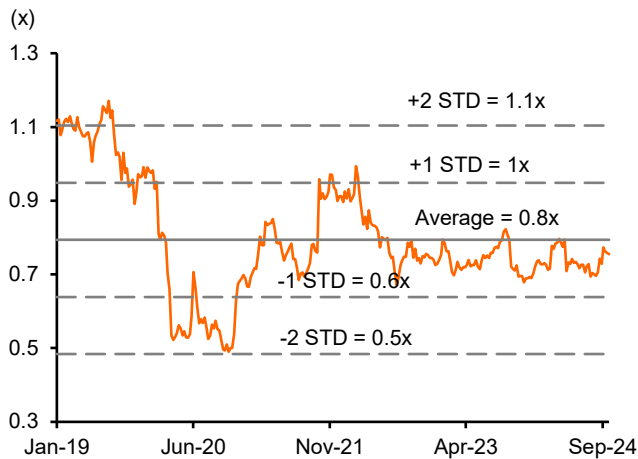
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



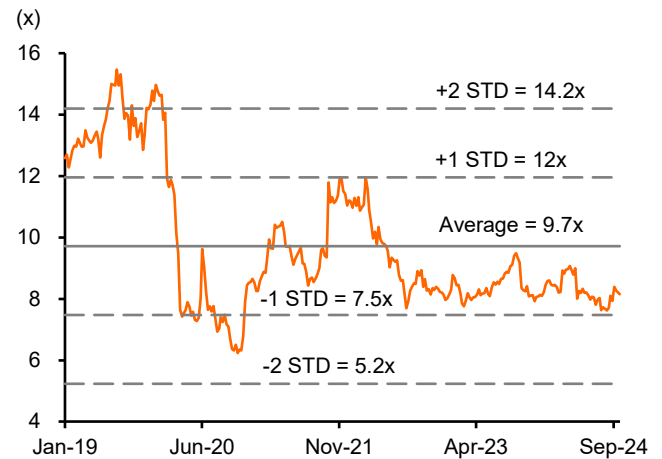
## Ex 1: Earnings Revisions

	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Net profits (Bt bn)</b>								
- New	40.44	27.22	35.59	37.55	43.52	41.26	46.95	54.03
- Old						41.26	44.93	54.06
- Change (%)						0.00	4.49	(0.06)
<b>Loan growth (%)</b>								
- New	(1.25)	6.69	2.07	3.27	2.08	1.88	2.96	2.86
- Old						1.88	2.96	2.86
- Change (ppt)						0.00	0.00	0.00
<b>NIM (%)</b>								
- New	3.23	3.10	2.89	3.19	3.62	3.66	3.67	3.84
- Old						3.66	3.67	3.84
- Change (ppt)						0.00	(0.00)	(0.00)
<b>Provisioning expenses (Bt bn)</b>								
- New	27.11	46.65	42.02	33.83	43.60	45.42	43.24	41.02
- Old						45.42	45.77	41.02
- Change (%)						0.00	(5.53)	0.00
<b>Net fee income (Bt bn)</b>								
- New	29.67	36.59	40.20	37.15	32.72	31.70	32.54	33.52
- Old						31.70	32.54	33.52
- Change (%)						0.00	0.00	0.00
<b>Non-interest income (Bt bn)</b>								
- New	42.64	47.95	54.61	46.28	46.00	44.39	45.04	46.38
- Old						44.39	45.04	46.38
- Change (%)						0.00	0.00	0.00
<b>OPEX (Bt bn)</b>								
- New	70.54	64.33	63.56	69.87	71.78	73.82	73.44	77.54
- Old						73.82	73.44	77.54
- Change (%)						0.00	0.00	0.00

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 2: STD P/BV**

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

**Ex 3: STD PE**

Sources: Bloomberg; Thanachart estimates

**Ex 4: 12-month DDM-based TP Calculation Using A Base Year Of 2025F**

(Bt m)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	Terminal Value
Dividend of common shares	33,671	37,560	43,225	46,460	48,382	50,249	52,255	54,403	56,700	59,156	59,156
Dividend payment	33,671	37,560	43,225	46,460	48,382	50,249	52,255	54,403	56,700	59,156	548,340
PV of dividend	33,671	29,675	30,355	28,992	26,835	24,773	22,199	20,445	18,856	17,409	161,369
Risk-free rate (%)	3.0										
Market risk premium (%)	8.0										
Beta	1.2										
WACC (%)	12.5										
Cost of equity	12.5										
Terminal growth (%)	2.0										
Equity value	414,579										
No. of shares (m)	3,367										
<b>Equity value / share (Bt)</b>	<b>123.0</b>										

Sources: Company data, Thanachart estimates

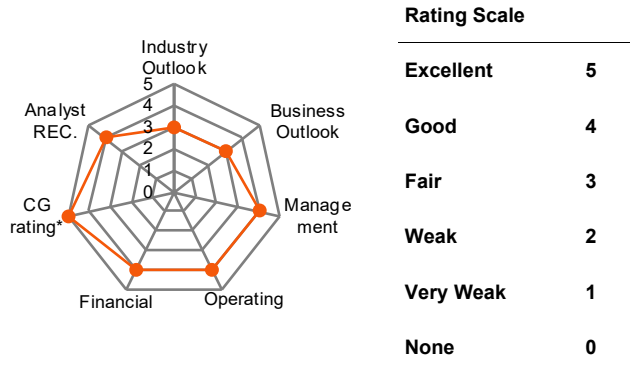
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) เป็นธนาคารไทยแห่งแรก ก่อตั้งขึ้นในปี 1906 ในพระบรมราชูปถัมภ์ และจดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเมื่อปี 1976 ณ ปี 2017 บริษัทฯ ได้ดำเนินการตามแผนการปรับโครงสร้างธุรกิจครั้งใหญ่เพื่อเปลี่ยนธนาคารเป็น SCBx ซึ่งเป็นบริษัทโฮลดิ้งเพื่อการลงทุน การโอนกิจการแล้วเสร็จใน 4Q22 ในฐานะหน่วยงานด้านการธนาคาร บริษัทฯ ได้แบ่งแพลตฟอร์มการดำเนินธุรกิจออกเป็น 3 กลุ่มหลัก ได้แก่ 1) Gen 1: กลุ่มธุรกิจธนาคาร; 2) Gen 2: กลุ่มคอนซูมเมอร์ไฟแนนซ์และบริการด้านการเงินดิจิทัล; และ 3) Gen 3: กลุ่มแพลตฟอร์มและดิจิทัลเทคโนโลยี

Source: Thanachart

## COMPANY RATING



Source: Thanachart; \*CG Rating

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

## S — Strength

- เป็นผู้ผลิตผลิตภัณฑ์เพื่อรายย่อย
- มีฐานเงินฝากที่แข็งแกร่ง
- มีงบดุลที่แข็งแกร่งอย่างมาก

## O — Opportunity

- ประสบความสำเร็จในการรุกตลาดสินเชื่อดิจิทัลที่ไม่มีหลักประกัน
- Wealth management
- ค่าธรรมเนียมบริการ non-banking

## W — Weakness

- โครงสร้างใหม่เพิ่มความเสี่ยงต่อกลุ่มที่มีความเสี่ยงสูง
- มีสินทรัพย์ดิจิทัลเพิ่มมากขึ้น ซึ่งแนวโน้มทางธุรกิจยังไม่แน่นอน

## T — Threat

- Digital disruption
- เศรษฐกิจเข้าสู่ภาวะถดถอยทั่วโลก
- ความเสี่ยงในเรื่องมาตรฐานทางบัญชี และหลักเกณฑ์ต่างๆ

## CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	111.43	123.00	10%
Net profit 24F (Bt m)	41,710	41,256	-1%
Net profit 25F (Bt m)	44,281	46,950	6%
Consensus REC	BUY: 14	HOLD: 12	SELL: 2

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- กำไรของเราในปี 2024F ต่ำกว่าของตลาด ซึ่งเราเชื่อว่าเป็นผลมาจากการลดลงของ credit cost ของ SCBx ที่ต่ำลง
- เนื่องจากเราคาดว่าจะมีการลดสำรองที่มากขึ้นและการจ่ายเงินปันผลที่สูงต่อเนื่อง คาดการณ์กำไรของเราในปี 2025F และราคาเป้าหมายจึงสูงกว่าคาดการณ์ของ Bloomberg consensus

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

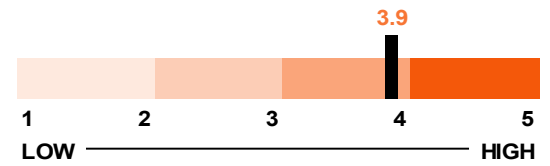
## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- คำแนะนำ "ซื้อ" ของเรามีพื้นฐานมาจากความมุ่งมั่นในการจ่ายเงินปันผลที่สูง หาก SCBx ปรับลดอัตราการจ่ายเงินปันผลให้น้อยกว่าที่เราคาดไว้ในปัจจุบัน อาจก่อให้เกิดความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญต่อราคาเป้าหมายและคำแนะนำซื้อของเรา
- เหตุการณ์ใดๆ ที่ทำให้มีความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์ที่มากกว่าคาด ซึ่งทำให้มีการตั้งสำรองมากกว่าคาด จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการกำไร และราคาเป้าหมายของเรา

Source: Thanachart

SCB ดำเนินธุรกิจโดยคำนึงถึงสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล โดยกรอบยุทธศาสตร์ 3 เสาหลัก ได้แก่ 1) การเงินที่ยั่งยืน (Sustainable Finance) 2) สังคมแห่งคุณค่า (Creating Social Impact) และ 3) สิ่งแวดล้อมเพื่ออนาคต (Better Environmental Future) เราให้คะแนน ESG เท่ากับ 3.86 สำหรับ SCB

Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	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)
SCB	YES	YES	YES	A	50.21	77.3	77.00	-	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, 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 "terms of use" toward the back of this report.

Factors Our Comments

ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)

- นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม
- การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า
- การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก
- การบริหารจัดการน้ำ
- การบริหารจัดการของเสีย

- SCBx มุ่งมั่นในการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ (Net Zero Commitment) จากการดำเนินงานภายในปี 2030 และจากการให้สินเชื่อและการลงทุนภายในปี 2050
- กลุ่ม SCBx โดย SCB ประเมินและพิจารณาความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับ ESG ใน 100% ของการสมัครสินเชื่อโครงการในปีที่แล้ว
- ธนาคารยังรวมการพิจารณาเรื่องการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศไว้ในระบบบริหารจัดการความเสี่ยง ซึ่งรวมถึงการวิเคราะห์สถานการณ์สภาพภูมิอากาศตามคำแนะนำของ TCFD ซึ่งเป็นหนึ่งในข้อมูลสำหรับการทำ stress testing เพื่อกำหนดขีดจำกัดของอุตสาหกรรมและแจ้งกลยุทธ์ทางธุรกิจ
- ธนาคารให้เงินทุนกว่า 75.2 พันลบ. เพื่อช่วยบรรเทาผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศ ลดความไม่เท่าเทียมกัน และส่งเสริมความเป็นอยู่ที่ดี เป้าหมายคือให้เงินทุน 2 แสนลบ. เพื่อสนับสนุนการเงินที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม/ESG ภายในปี 2030

ด้านสังคม (SOCIAL)

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- SCBx Group โดย SCB มุ่งมั่นที่จะสร้างโอกาสให้เยาวชนทุกวัยมีโอกาสทางการศึกษาเพื่อช่วยพัฒนาทักษะสำหรับศตวรรษที่ 21 เพราะคนหนุ่มสาวเป็นรากฐานสำคัญในการพัฒนาประเทศเพื่อช่วยให้พวกเขาก้าวทันการเปลี่ยนแปลงในอนาคต
- ในปี 2022 SCB ยังคงสนับสนุนโครงการริเริ่มเพื่อสังคมอย่างต่อเนื่อง เช่น SCB Challenge, CONNEXT ED,ทุนการศึกษา และความรู้ทางการเงิน
- เยาวชนและครู 6,000 คน และโรงเรียน 700 แห่งเข้าร่วมในโครงการนี้ SCB มอบทุนการศึกษาด้านวิทยาศาสตร์และเทคโนโลยี จำนวน 240 ทุน และทุนทั่วไป 543 ทุน

ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- ด้วยความมุ่งมั่นขับเคลื่อนกลยุทธ์การเติบโตตามแนวทางการพัฒนาอย่างยั่งยืน ในปี 2022 SCBx จึงได้กำหนดโครงสร้างการกำกับดูแลความยั่งยืนของกลุ่ม พร้อมนโยบายและกรอบยุทธศาสตร์ 4 เสาหลักเมล็ดพันธุ์ดิจิทัล สังคมแห่งโอกาส เศรษฐกิจเพื่ออนาคต และภูมิอากาศที่ยั่งยืน — ภายใต้พันธกิจ “ทุกคนมีโอกาส ทุกวันเป็นไปได้” (Opportunities for Everyone, Possibilities Everyday)
- นวัตกรรมของ SCBx ในการมีส่วนร่วมสร้างระบบนิเวศทางการเงินที่ทั่วถึงและสนับสนุนทุกภาคส่วนในการเร่งรับมือกับการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศผ่านการผสานศักยภาพด้านเทคโนโลยีและนวัตกรรม โดยกรอบยุทธศาสตร์ความยั่งยืนของกลุ่ม SCBx ได้ยึดหลักสากล 10 ประการ ตามข้อตกลงโลกแห่งสหประชาชาติ (United Nations Global Compact) รวมถึงสนับสนุนเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืนขององค์การสหประชาชาติ (United Nations Sustainable Development Goals: SDGs) และความตกลงปารีส (Paris Agreement)
- SCBx ได้รับเลือกเป็นสมาชิกดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) ในกลุ่ม World Index และกลุ่ม Emerging Markets Index ต่อเนื่องเป็นปีที่ 5 SCBx ยังได้รับการจัดอันดับอยู่ที่ "Top 5% S&P Global ESG Score" ของอุตสาหกรรมธนาคารทั่วโลก ในรายงาน The Sustainability Yearbook 2023

Sources: Company data, Thanachart

## INCOME STATEMENT

*Hit by one-off expenses  
and a slower pace of  
credit cost reduction*

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Interest and Dividend Income	126,993	161,121	167,383	169,123	176,852
Interest Expenses	19,127	36,439	40,521	39,505	38,063
<b>Net Interest Income</b>	<b>107,865</b>	<b>124,682</b>	<b>126,862</b>	<b>129,618</b>	<b>138,789</b>
% of total income	70.0%	73.0%	74.1%	74.2%	75.0%
Gain on Investment	54	68	70	70	70
Fee Income	37,148	32,723	31,700	32,541	33,517
Gain on Exchange	6,669	8,828	9,000	9,180	9,364
Others	2,262	4,234	3,400	3,000	3,150
<b>Non-interest Income</b>	<b>46,283</b>	<b>46,003</b>	<b>44,385</b>	<b>45,036</b>	<b>46,376</b>
% of total income	30.0%	27.0%	25.9%	25.8%	25.0%
<b>Total Income</b>	<b>154,148</b>	<b>170,686</b>	<b>171,247</b>	<b>174,654</b>	<b>185,165</b>
Operating Expenses	69,874	71,781	73,816	73,437	77,538
<b>Pre-provisioning Profit</b>	<b>84,274</b>	<b>98,905</b>	<b>97,431</b>	<b>101,217</b>	<b>107,626</b>
Provisions	33,829	43,600	45,418	43,236	41,023
<b>Pre-tax Profit</b>	<b>50,445</b>	<b>55,305</b>	<b>52,013</b>	<b>57,981</b>	<b>66,604</b>
Income Tax	13,592	11,955	11,131	11,596	13,321
After Tax Profit	36,853	43,351	40,882	46,385	53,283
Equity Income	273	418	618	818	1,018
Minority Interest	421	(247)	(243)	(253)	(269)
Extraordinary Items	0	0	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>37,546</b>	<b>43,521</b>	<b>41,256</b>	<b>46,950</b>	<b>54,032</b>
<b>Normalized Profit</b>	<b>37,546</b>	<b>43,521</b>	<b>41,256</b>	<b>46,950</b>	<b>54,032</b>
EPS (Bt)	11.2	12.9	12.3	13.9	16.0
Normalized EPS (Bt)	11.2	12.9	12.3	13.9	16.0

## BALANCE SHEET

*Caution in lending  
practices leads to weak  
loan growth*

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>ASSETS:</b>					
<b>Liquid Items</b>	<b>569,309</b>	<b>477,473</b>	<b>520,000</b>	<b>529,000</b>	<b>546,000</b>
cash & cash equivalents	47,254	40,676	35,000	34,000	33,000
interbank & money market	522,056	436,797	485,000	495,000	513,000
Securities under resale agreeme	0	0	0	0	0
Investments	390,671	386,162	347,820	347,920	348,020
<b>Net loans</b>	<b>2,247,848</b>	<b>2,301,044</b>	<b>2,340,243</b>	<b>2,409,079</b>	<b>2,476,593</b>
Gross and accrued interest	2,396,738	2,450,030	2,495,093	2,568,985	2,640,867
Provisions for doubtful	148,890	148,985	154,850	159,906	164,274
Fixed assets - net	68,898	71,919	74,784	72,374	68,285
Other assets	177,726	202,124	208,188	214,433	220,866
<b>Total assets</b>	<b>3,454,452</b>	<b>3,438,722</b>	<b>3,491,034</b>	<b>3,572,806</b>	<b>3,659,764</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
<b>Liquid Items</b>	<b>2,748,576</b>	<b>2,677,324</b>	<b>2,714,221</b>	<b>2,804,694</b>	<b>2,897,116</b>
Deposit	2,555,800	2,442,860	2,457,758	2,526,230	2,596,652
Interbank & money market	181,347	221,459	241,459	261,459	281,459
Liability payable on demand	11,429	13,005	15,005	17,005	19,005
Borrowings	71,996	109,911	120,642	100,409	80,204
Other liabilities	167,268	167,754	165,754	163,754	161,754
<b>Total liabilities</b>	<b>2,987,840</b>	<b>2,954,989</b>	<b>3,000,617</b>	<b>3,068,858</b>	<b>3,139,075</b>
Minority interest	5,380	5,651	5,894	6,147	6,416
<b>Shareholders' equity</b>	<b>461,232</b>	<b>478,082</b>	<b>484,523</b>	<b>497,801</b>	<b>514,273</b>
Preferred capital	-	-	-	-	-
Paid-in capital	33,671	33,671	33,671	33,671	33,671
Share premium	11,019	11,019	11,019	11,019	11,019
Surplus/ Others	21,955	20,833	20,833	20,833	20,833
Retained earnings	394,587	412,559	418,999	432,278	448,749
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>3,454,452</b>	<b>3,438,722</b>	<b>3,491,034</b>	<b>3,572,806</b>	<b>3,659,764</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

## VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	10.0	8.6	9.1	8.0	6.9
Normalized PE - at target price (x)	11.0	9.5	10.0	8.8	7.7
PE (x)	10.0	8.6	9.1	8.0	6.9
PE - at target price (x)	11.0	9.5	10.0	8.8	7.7
P/PPP (x)	4.4	3.8	3.8	3.7	3.5
P/PPP - at target price (x)	4.9	4.2	4.3	4.1	3.8
P/BV (x)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7
P/BV - at target price (x)	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
Dividend yield (%)	6.0	9.3	9.0	10.0	11.6
Market cap / net loans (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Market cap / deposit (x)	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	11.2	12.9	12.3	13.9	16.0
EPS	11.2	12.9	12.3	13.9	16.0
DPS	6.7	10.3	10.0	11.2	12.8
PPP/Share	25.0	29.4	28.9	30.1	32.0
BV/Share	137.0	142.0	143.9	147.8	152.7

*Highest dividend yield in the sector*

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>Growth Rate (%)</b>					
Net interest income (NII)	13.3	15.6	1.7	2.2	7.1
Non-interest income (Non-II)	(15.3)	(0.6)	(3.5)	1.5	3.0
Operating expenses	9.9	2.7	2.8	(0.5)	5.6
Pre-provisioning profit (PPP)	(2.3)	17.4	(1.5)	3.9	6.3
Net profit	5.5	15.9	(5.2)	13.8	15.1
Normalized profit growth	5.5	15.9	(5.2)	13.8	15.1
EPS	5.5	15.9	(5.2)	13.8	15.1
Normalized EPS	5.5	15.9	(5.2)	13.8	15.1
Dividend payout ratio	60.0	80.0	81.6	80.0	80.0
Loan - gross	3.3	2.1	1.9	3.0	2.9
Loan - net	3.8	2.4	1.7	2.9	2.8
Deposit	3.6	(4.4)	0.6	2.8	2.8
NPLs	(12.6)	1.6	(0.0)	2.6	1.9
Total assets	4.2	(0.5)	1.5	2.3	2.4
Total equity	4.6	3.7	1.3	2.7	3.3
<b>Operating Ratios (%)</b>					
Net interest margin (NIM)	3.2	3.6	3.7	3.7	3.8
Net interest spread	4.7	5.3	5.2	5.3	5.5
Yield on earnings assets	3.9	4.9	5.1	5.0	5.1
Avg cost of fund	0.7	1.3	1.4	1.4	1.3
NII / operating income	70.0	73.0	74.1	74.2	75.0
Non-II / operating income	30.0	27.0	25.9	25.8	25.0
Fee income / operating income	24.1	19.2	18.5	18.6	18.1
Normalized net margin	24.4	25.5	24.1	26.9	29.2
Cost-to-income	45.3	42.1	43.1	42.0	41.9
Credit cost - provision exp / loans	1.4	1.8	1.8	1.7	1.6
PPP / total assets	2.5	2.9	2.8	2.9	3.0
PPP / total equity	18.7	21.1	20.2	20.6	21.3
ROA	1.1	1.3	1.2	1.3	1.5
ROE	8.3	9.3	8.6	9.6	10.7

*NIM support from exposures to fixed interest rate retail and consumer finance loans*

Sources: Company data, Thanachart estimates

## FINANCIAL RATIOS

	FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<i>Efficient management of excess liquidity</i>	<b>Liquidity and Quality Ratio (%)</b>					
	Loan-to-deposit	93.0	99.3	100.6	100.8	100.8
	Loan-to-deposit & S-T borrowing	93.0	99.3	100.6	100.7	100.8
	Net loan / assets	65.1	66.9	67.0	67.4	67.7
	Net loan / equity	487.4	481.3	483.0	483.9	481.6
	Investment / assets	11.3	11.2	10.0	9.7	9.5
	Deposit / liabilities	85.5	82.7	81.9	82.3	82.7
	Liabilities / equity	647.8	618.1	619.3	616.5	610.4
	Net interbank lender (Bt m)	340,708	215,338	243,541	233,541	231,541
	Tier 1 CAR	17.7	17.6	17.3	17.5	17.7
	Tier 2 CAR	1.1	1.1	1.9	1.8	1.8
	Total CAR	18.9	18.8	19.2	19.3	19.5
	NPLs (Bt m)	95,329	96,832	96,809	99,343	101,258
	NPLs / Total loans (NPL Ratio)	4.0	4.0	3.9	3.9	3.8
Loan-Loss-Coverage	156.2	153.9	160.0	161.0	162.2	

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. ESG Book (0-100)
3. Refinitiv (0-100)
4. S&P Global (0-100)
5. Moody's ESG Solutions (0-100)
6. SET ESG Rating (BBB-AAA)

### SETESG Index (SETESG)

The SETESG Index reflects the price movement of stock of companies that have sustainable business practices which consider environmental, social and governance (ESG) aspect.

SET Index, SET50 Index, SET100 Index and all indices calculated by the Stock Exchange of Thailand ( "SET" ) (collectively called "SET Index Series" ) are the registered trademarks/service marks solely owned by, and proprietary to SET. Any unauthorized use of SET Index Series is strictly prohibited. All information provided is for information purposes only and no warranty is made as to its fitness for purpose, satisfactory quality or otherwise. Every effort has been made to ensure that all information given is accurate, but no responsibility or liability (including in negligence) can be accepted by SET for errors or omissions or for any losses arising from the use of this information.

### SET ESG Index (SET ESG)

Currently, long-term investment guidelines abroad are beginning to focus on investing in companies that have sustainable business practices. which considers environmental, social and governance factors (Environmental, Social and Governance or ESG) of the company in making investment decisions along with analyzing the company's financial data.

Stock Exchange Has prepared the results of evaluating sustainable stocks which are stocks of listed companies (SETESG Rating) as an alternative for investors who want to invest in stocks of listed companies that are outstanding in ESG, including to support listed companies with operations. sustainable business Taking into account all stakeholders in both social and environmental aspects. There is a management process to create sustainability for the organization, such as risk management. Supply chain management and innovation development. Therefore, the SETESG Index was created to be an index that reflects the price movement of a group of securities. of companies with sustainable business operations that meet the required 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 disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, non of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

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

### The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

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

### S&P Global Market Intelligence

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

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

### Moody's ESG Solutions

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

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

ASSESSMENTS AND OTHER OPINIONS AND PUBLISHES ITS PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS, AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS OR PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

#### Refinitiv ESG

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Disclaimers

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

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

### Recommendation Structure:

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

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

### Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

**หมายเหตุ:** บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TCAP) ถือหุ้น 89.96% ในบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP ยังเป็นผู้ถือหุ้น 100% ในบริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดย TCAP และ Thanachart SPV1 Co. Ltd ถือหุ้นรวมกันทั้งทางตรงและทางอ้อมใน บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) อยู่ในสัดส่วนร้อยละ 60

**หมายเหตุ:** บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.35 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

**หมายเหตุ:** บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรสมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

**หมายเหตุ:** \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

**หมายเหตุ:**\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น Joint Lead Underwriter ให้กับบริษัท บริษัท ยูโรเอเชีย โทเทิล โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) Euroasia Total Logistics Pcl (ETL) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

**หมายเหตุ:**\* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท ศรีสวัสดิ์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 4/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2570-72 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

**หมายเหตุ:**\* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 7/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2569-71 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

## Thanachart Research Team

### หัวหน้าฝ่าย, Strategy

พิมพ์ผกา นิजरกุล, CFA  
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์, CFA  
adisak.phu@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ  
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

### สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์  
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

### อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติมน้ำมัน

พัทธดนย์ บุญนาค  
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

### อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์  
phanarai.von@thanachartsec.co.th

### ยานยนต์, หินผุ, Property Fund, REITs, บันทึกลง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ  
rata.lim@thanachartsec.co.th

### ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

สรชดา ศรทรง  
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

### ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์  
saksid.pha@thanachartsec.co.th

### Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุณชัย  
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

### พลังงาน, อิเล็กทรอนิกส์

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ  
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

### นักวิเคราะห์, แพลตฟอร์ม

ลาภินี ทิพย์มณฑล  
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ธรรมบำรุง  
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล  
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์  
sittichet.run@thanachartsec.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA  
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

## Data Support Team

### มณฑุณี เพชรแสงใสกุล

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

### เกษมรัตน์ จิตกุล

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

### วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

varathip.run@thanachartsec.co.th

### สุนทร รักษาวัต

sunet.rak@thanachartsec.co.th

### สุขสวัสดิ์ ลิ้มวณิชประภาณี

suksawat.lim@thanachartsec.co.th

### สุจินตนา สภาพร

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