

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 109.00

Upside : 12.1%

(From: Bt 111.00)

26 SEPTEMBER 2024

TISCO Financial Group (TISCO TB)

แสวงหาผลตอบแทน

แม้เราจะปรับกำไรปี 2024-26F ลงเฉลี่ย 6% แต่ยังคงแนะนำ "ซื้อ" TISCO ยังคงให้อัตราผลตอบแทนปันผลแข็งแกร่ง เราคาดว่าธนาคารจะขยายช่องทางการให้สินเชื่อต่อเนื่อง ขณะที่ขยายสินทรัพย์อย่างระมัดระวังเพื่อรักษา ROE ที่สูง ด้วยให้ผลตอบแทนปันผลที่ 8% และ ROE แข็งแกร่งที่ 16% เราจึงมองว่า TISCO มีมูลค่าที่น่าสนใจ



SARACHADA SORNSONG

662-779-9119

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ปล่อยสินเชื่ออย่างระมัดระวัง

การเติบโตของสินเชื่อในปีนี้อยู่ที่เพียง 0.6% YTD ใน 2Q24 สะท้อนถึงแนวทางการไม่สินเชื่อที่ระมัดระวังมากขึ้นของ TISCO แรกกุดต้นหลักมาจากสินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์ที่ได้รับผลกระทบจากการหดตัวของยอดขายรถใหม่ แม้สินเชื่ออโต้แคชของสมหวังยังคงเติบโต แต่เติบโตในอัตราที่ช้าลงเมื่อเทียบกับปีที่แล้ว ทั้งที่เปิดสาขาใหม่ 84 แห่งใน 1H24 TISCO ยังคงระมัดระวัง โดยมุ่งเน้นการสร้างสมดุลระหว่างการเติบโตของปริมาณสินเชื่อกับคุณภาพ ด้วยเหตุนี้ เราจึงปรับคาดการณ์การเติบโตของสินเชื่อในปีนี้เป็น -3.7% โดยคาดว่าจะฟื้นตัวขึ้นเป็น 3% ในปี 2025F และ 3.6% ในปี 2026F

ช่วงสุดท้ายของการเพิ่มขึ้นของต้นทุนทางการเงิน

เนื่องจากเป็นธนาคารขนาดเล็กที่มีสัดส่วน CASA จำกัด TISCO จึงเผชิญกับความท้าทายในสภาพแวดล้อมที่อัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น ซึ่งส่งผลกระทบต่อ net spread และ NIM ของธนาคาร ต้นทุนทางการเงินเฉลี่ยของธนาคารเพิ่มขึ้นจากจุดต่ำสุดในปี 2022 ที่ 1.1% เป็น 1.89% ในปี 2023 อย่างไรก็ตาม เนื่องจากการปรับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำที่ช้า เราจึงคาดว่าแรงกดดันด้านต้นทุนทางการเงินจะลดลงตั้งแต่ 3Q24 เราคาดว่าต้นทุนทางการเงินของ TISCO จะเพิ่มขึ้นจาก 2% ใน 1H24 เป็น 2.35% ในปี 2024 ก่อนที่จะลดลงเป็น 2.2% ในปี 2025 และ 2% ในปี 2026 การคาดการณ์นี้เนื่องจากคาดการณ์ของบล.ธนาชาว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะถูกปรับลดลง 50bps ภายในปี 2025

NPLs และตั้งสำรองอยู่ภายใต้การควบคุม

ด้วยการขยายตัวในเชิงรุกไปยังสินเชื่อเช่าซื้อ และสินเชื่ออโต้แคชที่มีผลตอบแทนสูงกว่า เราจึงคาดว่าอัตราส่วน NPL ของ TISCO จะเพิ่มขึ้นจาก 2.2% ในปี 2023 เป็น 2.6-2.7% ในปี 2024-26F เนื่องจากธนาคารปล่อยสำรองที่เกินออก เราคาดว่าอัตราส่วน loan-loss coverage จะลดลงจาก 190% ในปี 2023 แต่จะยังคงอยู่ในระดับที่แข็งแกร่งที่มากกว่า 130% ตั้งแต่ปี 2025 เป็นต้นไป เราประเมินว่าจะใช้เวลาสองถึงสามปีกว่า credit cost จะกลับสู่ระดับปกติที่ 1% และด้วยเหตุนี้ เราคาดจึงคาดว่า credit cost จะอยู่ที่ 0.6-0.7% ในปี 2024-25F

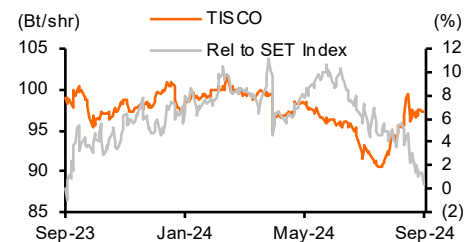
ปันผลยังคงสูงที่ 7.75 บาท แนะนำ "ซื้อ"

เพื่อสะท้อนการเติบโตของสินเชื่อและรายได้ค่าธรรมเนียมที่ต่ำกว่าที่คาดการณ์ถึง credit cost ที่สูงเกินกว่าที่คาดไว้ เราจึงปรับลดกำไรของ TISCO ลงเฉลี่ย 6% ในปี 2024-26F ด้วยเหตุนี้ เราจึงปรับลดราคาเป้าหมาย (ใช้ปี 2025F เป็นปีฐาน) ลงจาก 111 บาท เป็น 109 บาท แม้จะมีการปรับลดดังกล่าว เรายังเห็นว่ามีช่องทางที่จะเพิ่มอัตรากำไรเงินปันผลได้เนื่องจาก TISCO มีสถานะทางการเงินที่แข็งแกร่ง ดังนั้น การจ่ายเงินปันผลที่ไม่เคยเกิดขึ้นมาก่อนที่ 7.75 บาทต่อหุ้น จึงดูเหมือนจะเป็นขั้นต่ำ ซึ่งหมายความว่าอัตราผลตอบแทนปันผลจะสูงมากที่ 8% ในปี 2024F ในขณะที่ ROE ของ TISCO อยู่ในระดับสูงสุดของกลุ่มฯ ที่มากกว่า 16% ด้วยมี upside 12% เราจึงยังคงคำแนะนำ "ซื้อ" TISCO

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Pre Provision Profit	9,676	9,942	10,243	11,306
Net profit	7,301	6,935	7,016	7,343
Consensus NP	—	6,832	6,679	6,897
Diff frm cons (%)	—	1.5	5.0	6.5
Norm profit	7,301	6,935	7,016	7,343
Prev. Norm profit	—	7,247	7,431	7,924
Chg frm prev (%)	—	(4.3)	(5.6)	(7.3)
Norm EPS (Bt)	9.1	8.7	8.8	9.2
Norm EPS grw (%)	1.1	(5.0)	1.2	4.7
Norm PE (x)	10.7	11.2	11.1	10.6
P/BV (x)	1.8	1.8	1.8	1.7
Div yield (%)	8.0	8.0	8.0	8.0
ROE (%)	17.1	16.2	16.1	16.5
ROA (%)	2.6	2.4	2.3	2.3

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price: as of 25-Sep-24 (Bt)	97.25
Market Cap (US\$ m)	2,382
Listed Shares (m shares)	800.6
Free Float (%)	81.3
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	12.9
12M Price H/L (Bt)	101.50/90.50
Sector	BANK
Major Shareholder	CDIB & Partners Investment
	Holding 10%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P65

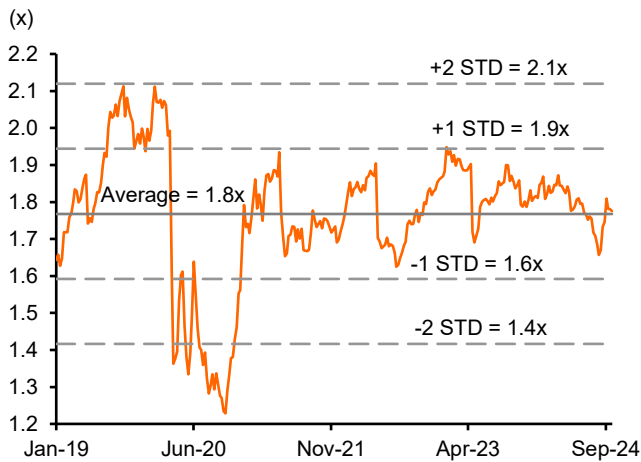
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชา จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



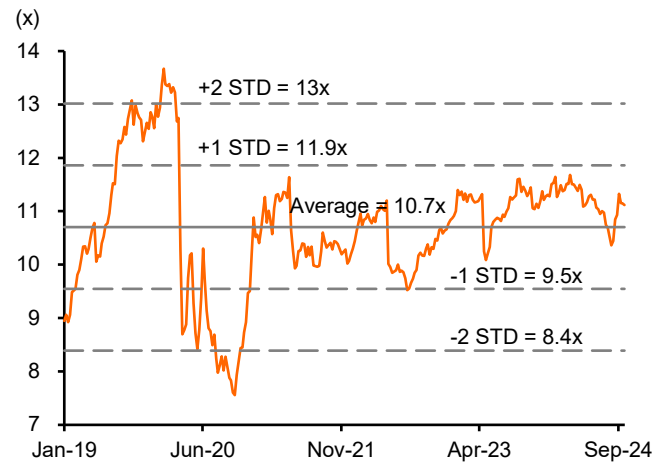
Ex 1: Earnings Revision

	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Net profits (Bt bn)								
- New	7.27	6.06	6.78	7.22	7.30	6.93	7.02	7.34
- Old						7.25	7.43	7.92
- Change (%)						(4.31)	(5.59)	(7.33)
Loans growth (%)								
- New	0.90	(7.42)	(9.72)	7.91	7.22	(3.54)	2.99	3.60
- Old						4.65	4.90	4.30
- Change (ppt)						na	(1.91)	(0.71)
NIM (%)								
- New	3.89	4.28	4.58	4.78	4.63	4.36	4.43	4.63
- Old						4.43	4.64	4.89
- Change (ppt)						(0.06)	(0.21)	(0.26)
Provisioning expenses (Bt bn)								
- New	1.11	3.33	2.06	0.72	0.62	1.31	1.52	2.17
- Old						1.23	2.06	2.69
- Change (%)						6.92	(26.47)	(19.11)
Net fee income (Bt bn)								
- New	6.19	5.15	5.62	5.05	4.87	4.85	4.82	4.96
- Old						5.14	5.38	5.64
- Change (%)						(5.64)	(10.45)	(11.90)
Non-interest income (Bt bn)								
- New	6.63	5.81	6.37	5.52	5.19	5.48	5.23	5.38
- Old						5.56	5.89	6.16
- Change (%)						(1.46)	(11.08)	(12.74)
OPEX (Bt bn)								
- New	9.27	8.01	8.28	8.59	9.34	9.46	9.36	9.59
- Old						9.65	10.08	10.54
- Change (%)						(1.98)	(7.18)	(9.01)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: STD P/BV

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 3: STD PE

Sources: Bloomberg; Thanachart estimates

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

(Bt m)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Terminal Value
Dividend of common shares	6,205	6,205	6,565	7,170	7,698	8,290	8,935	9,659	11,197	11,197
Dividend payment	6,205	6,205	6,565	7,170	7,698	8,290	8,935	9,659	11,197	120,218
PV of dividend	6,205	5,036	4,800	4,722	4,567	4,431	4,169	4,041	4,201	45,106
Risk-free rate (%)	3.0									
Market risk premium (%)	8.0									
Beta	1.0									
WACC (%)	11.0									
Cost of equity	11.0									
Terminal growth (%)	2.0									
Equity value	87,278									
No. of shares (m)	801									
Equity value / share (Bt)	109.00									

Sources: Company data, Thanachart estimates

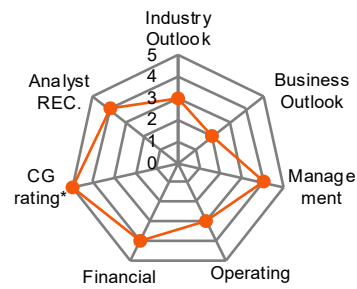
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Rating Scale

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

Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีการบริหารจัดการที่แข็งแกร่งอย่างมาก
- ได้เปรียบในเรื่องต้นทุนการดำเนินงานที่ต่ำ
- มีความไว้วางใจและความยืดหยุ่น

O — Opportunity

- มีโอกาสเข้าไปยังธุรกิจสินเชื่อ auto cash
- ธุรกิจ Wealth management และบริการที่ปรึกษาทางการเงิน

W — Weakness

- เนื่องจากเป็นธนาคารเพื่อรายย่อย ธุรกิจของ TISCO จึงมีความผันผวนไปตามวัฏจักรเศรษฐกิจมากกว่าคู่แข่ง
- มีสัดส่วนเงินฝาก CASA ค่อนข้างต่ำ

T — Threat

- เศรษฐกิจโลกเข้าสู่ภาวะถดถอย
- มาตรฐานบัญชี และหลักเกณฑ์ทางบัญชีใหม่

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	98.91	109.00	10%
Net profit 24F (Bt m)	6,832	6,935	2%
Net profit 25F (Bt m)	6,679	7,016	5%
Consensus REC	BUY: 4	HOLD: 19	SELL: 2

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรของเราสำหรับ TISCO สูงกว่าของ Bloomberg consensus เนื่องจากตั้งสำรองที่ต่ำกว่า
- ดังนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงสูงกว่าของตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

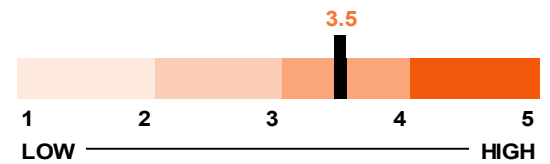
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- คุณภาพสินทรัพย์ที่อ่อนแอเป็นความเสี่ยงต่อมุมมองแนวโน้มการตั้งสำรองที่ลดลงของเรา
- ความเสี่ยงด้านลบรองต่อประมาณการกำไรของเราอาจมาจากการเติบโตของสินเชื่อที่ต่ำกว่าคาด
- อัตราการจ่ายเงินปันผลที่ต่ำกว่าที่คาดอาจเป็นความเสี่ยงด้านลบอีกประการหนึ่งต่อราคาเป้าหมายของเรา

Source: Thanachart

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

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)
TISCO	YES	YES	-	-	65.71	63.28	26.00	-	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

- TISCO ให้บริการทางการเงินและให้คำปรึกษาแก่ธุรกิจและโครงการที่เป็นประโยชน์ต่อสิ่งแวดล้อมและสังคม ธนาคารสนับสนุนสินเชื่อรถยนต์ไฟฟ้าผ่านพันธมิตรซึ่งเป็นผู้บุกเบิกตลาดในประเทศไทย โดยมีวงเงินสินเชื่อสูงถึง 25% ของยอดขายรถยนต์ไฟฟ้ารุ่นยอดนิยม TISCO ยังสนับสนุนสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่สำหรับโครงการที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อมสูงถึง 20.99% ของสินเชื่อเพื่อธุรกิจขนาดใหญ่ทั้งหมด
- นอกจากนี้ ธนาคารยังได้ผนวกการบริหารจัดการผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมเข้าสู่กระบวนการดำเนินงานสร้างความตระหนักให้กับพนักงานใช้ทรัพยากรอย่างรู้คุณค่าและเกิดประโยชน์สูงสุด และเผยแพร่องค์ความรู้ด้านการอนุรักษ์สิ่งแวดล้อมให้ชุมชนที่เราดำเนินธุรกิจเพื่อส่งเสริมให้มีการบริหารจัดการสิ่งแวดล้อมร่วมกัน และสนับสนุนกิจกรรมด้านการอนุรักษ์สิ่งแวดล้อมร่วมกับหน่วยงานภายนอกอย่างต่อเนื่อง อาทิ โครงการ Care the Whale: ชยะล่องหน โครงการ Care the Bear: Eco Event และโครงการ "วน" ส่งพลาสติกกลับบ้าน เป็นต้น

ด้านสังคม (SOCIAL)

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- TISCO มีนโยบายเป็น "องค์กรแห่งความสุข" ที่คล่องตัว พนักงานผูกพันกับองค์กร และเติบโตไปด้วยกันอย่างมั่นคงดูแลและเพิ่มศักยภาพพนักงานให้พร้อมรับความท้าทาย รวมถึงพัฒนาทักษะการใช้เครื่องมือและเทคโนโลยีใหม่ๆ เพื่อเพิ่มคุณภาพและประสิทธิภาพในการทำงาน
- กลุ่มทีเอสโกเน้น "การส่งเสริมจากภายใน" สำหรับตำแหน่งงานว่าง พนักงานจะได้รับการประเมินในทุกชั้นตอน ตั้งแต่การคัดเลือกผู้สมัครใหม่ไปจนถึงการเลื่อนตำแหน่ง การพัฒนาอาชีพ และการวางแผนสืบทอดตำแหน่ง
- ในด้านสังคม TISCO ให้ความสำคัญกับรากฐานทางเศรษฐกิจ ธนาคารให้การสนับสนุนลูกค้าที่ได้รับผลกระทบด้วยการปรับโครงสร้างหนี้ที่ยั่งยืน เช่น คินรถ ยุติหนี้ ซึ่งช่วยให้ลูกค้ากว่า 8,600 ราย สามารถแก้ไขหนี้ได้อย่างสมบูรณ์โดยไม่กระทบต่อบັນที่ทางการเงิน พร้อมขยายโอกาสในการเข้าถึงบริการทางการเงินในพื้นที่ห่างไกลด้วยการเพิ่มสาขา "สมหวัง เงินสั่งได้" โดยเน้นหลักการปล่อยสินเชื่ออย่างมีความรับผิดชอบ

ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- โครงสร้างคณะกรรมการประกอบด้วย คณะกรรมการบริษัท และคณะอนุกรรมการ 5 ชุด การบริหารความเสี่ยงและการควบคุมภายในได้รับการติดตามและควบคุมโดยคณะกรรมการบริษัท โดยมอบหมายให้คณะกรรมการบริหารของกลุ่ม
- คณะกรรมการบริษัทประกอบด้วยกรรมการ 12 คน เป็นหญิง 3 คน และชาย 9 คน โดย 50% เป็นกรรมการอิสระ และ 17% ของกรรมการไม่ใช่ผู้บริหาร
- เพื่อรักษามาตรฐานสูงสุดของการกำกับดูแลกิจการที่ดี กลุ่มทีเอสโกจึงได้กำหนด "จรรยาบรรณในการดำเนินธุรกิจ" ที่แสดงถึงความมุ่งมั่นในการเป็นบริษัทที่ดีในสังคม นอกจากนี้ กลุ่มบริษัทยังจัดให้มีการทดสอบการปฏิบัติตามข้อกำหนดและนโยบายทรัพย์สินบุคคลภาคบังคับเป็นประจำทุกปีผ่านระบบอินทราเน็ตของ TISCO
- TISCO ได้รับรางวัลบริษัทจดทะเบียนด้านการรายงานบรรษัทภิบาลดีเยี่ยม จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) เป็นปีที่ 16 ติดต่อกันตั้งแต่ปี 2007

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

Hit by higher expenses

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Interest and Dividend Income	14,904	18,037	19,470	19,602	20,591
Interest Expenses	2,171	4,208	5,549	5,233	5,077
Net Interest Income	12,734	13,829	13,920	14,369	15,514
% of total income	69.8%	72.7%	71.7%	73.3%	74.3%
Gain on Investment	3	5	2	6	8
Fee Income	5,046	4,867	4,850	4,815	4,965
Gain on Exchange	86	(29)	300	100	100
Others	73	90	100	103	106
Non-interest Income	5,516	5,188	5,482	5,234	5,379
% of total income	30.2%	27.3%	28.3%	26.7%	25.7%
Total Income	18,249	19,017	19,402	19,603	20,893
Operating Expenses	8,591	9,340	9,460	9,361	9,587
Pre-provisioning Profit	9,658	9,676	9,942	10,243	11,306
Provisions	723	615	1,314	1,516	2,175
Pre-tax Profit	8,936	9,061	8,629	8,726	9,131
Income Tax	1,767	1,788	1,726	1,745	1,826
After Tax Profit	7,169	7,273	6,903	6,981	7,305
Equity Income	55	29	32	35	38
Minority Interest	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Extraordinary Items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	7,224	7,301	6,935	7,016	7,343
Normalized Profit	7,224	7,301	6,935	7,016	7,343
EPS (Bt)	9.0	9.1	8.7	8.8	9.2
Normalized EPS (Bt)	9.0	9.1	8.7	8.8	9.2

BALANCE SHEET

More cautious lending

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Liquid Items	41,277	49,408	60,000	65,950	70,600
cash & cash equivalents	1,005	918	1,000	950	900
interbank & money market	40,272	48,490	59,000	65,000	69,700
Securities under resale agreeme	0	0	0	0	0
Investments	4,863	4,205	4,541	4,546	4,551
Net loans	208,881	226,828	219,662	226,777	234,795
Gross and accrued interest	220,726	236,744	228,400	235,165	243,546
Provisions for doubtful	11,845	9,916	8,738	8,388	8,751
Fixed assets - net	2,793	3,205	3,257	3,322	3,403
Other assets	7,600	7,079	7,000	7,050	7,100
Total assets	265,414	290,724	294,460	307,645	320,450
LIABILITIES:					
Liquid Items	194,718	217,388	228,727	239,511	250,817
Deposit	188,266	208,645	218,467	228,761	239,552
Interbank & money market	6,195	8,506	10,000	10,500	11,025
Liability payable on demand	257	237	260	250	240
Borrowings	15,757	17,286	7,955	8,541	7,899
Other liabilities	12,149	13,602	14,602	15,602	16,602
Total liabilities	222,624	248,276	251,283	263,654	275,318
Minority interest	3	3	4	4	5
Shareholders' equity	42,787	42,445	43,173	43,987	45,127
Preferred capital	-	-	-	-	-
Paid-in capital	8,007	8,007	8,006	8,006	8,006
Share premium	1,018	1,018	1,018	1,018	1,018
Surplus/ Others	1,831	2,021	2,021	2,021	2,021
Retained earnings	31,931	31,399	32,132	32,945	34,085
Liabilities & equity	265,414	290,724	294,460	307,645	320,450

Sources: Company data, Thanachart estimates

VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	10.8	10.7	11.2	11.1	10.6
Normalized PE - at target price (x)	12.1	12.0	12.6	12.4	11.9
PE (x)	10.8	10.7	11.2	11.1	10.6
PE - at target price (x)	12.1	12.0	12.6	12.4	11.9
P/PPP (x)	8.1	8.0	7.8	7.6	6.9
P/PPP - at target price (x)	9.0	9.0	8.8	8.5	7.7
P/BV (x)	1.8	1.8	1.8	1.8	1.7
P/BV - at target price (x)	2.0	2.1	2.0	2.0	1.9
Dividend yield (%)	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
Market cap / net loans (x)	0.4	0.3	0.4	0.3	0.3
Market cap / deposit (x)	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
(Bt)					
Normalized EPS	9.0	9.1	8.7	8.8	9.2
EPS	9.0	9.1	8.7	8.8	9.2
DPS	7.8	7.8	7.8	7.8	7.7
PPP/Share	12.1	12.1	12.4	12.8	14.1
BV/Share	53.4	53.0	53.9	55.0	56.4

High yield looks set to stay

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate (%)					
Net interest income (NII)	2.2	8.6	0.7	3.2	8.0
Non-interest income (Non-II)	(13.4)	(5.9)	5.7	(4.5)	2.8
Operating expenses	3.8	8.7	1.3	(1.0)	2.4
Pre-provisioning profit (PPP)	(8.4)	0.2	2.7	3.0	10.4
Net profit	6.5	1.1	(5.0)	1.2	4.7
Normalized profit growth	6.5	1.1	(5.0)	1.2	4.7
EPS	6.5	1.1	(5.0)	1.2	4.7
Normalized EPS	6.5	1.1	(5.0)	1.2	4.7
Dividend payout ratio	85.9	85.0	89.4	88.4	84.5
Loan - gross	7.9	7.2	(3.5)	3.0	3.6
Loan - net	8.3	8.6	(3.2)	3.2	3.5
Deposit	13.0	10.8	4.7	4.7	4.7
NPLs	(7.7)	14.1	14.9	5.0	5.0
Total assets	8.9	9.5	1.3	4.5	4.2
Total equity	3.9	(0.8)	1.7	1.9	2.6
Operating Ratios (%)					
Net interest margin (NIM)	5.0	5.0	4.8	4.8	4.9
Net interest spread	6.1	6.1	5.9	6.2	6.5
Yield on earnings assets	5.9	6.5	6.7	6.6	6.6
Avg cost of fund	1.1	1.9	2.4	2.2	2.0
NII / operating income	69.8	72.7	71.7	73.3	74.3
Non-II / operating income	30.2	27.3	28.3	26.7	25.7
Fee income / operating income	27.6	25.6	25.0	24.6	23.8
Normalized net margin	39.6	38.4	35.7	35.8	35.1
Cost-to-income	47.1	49.1	48.8	47.8	45.9
Credit cost - provision exp / loans	0.3	0.3	0.6	0.7	0.9
PPP / total assets	3.8	3.5	3.4	3.4	3.6
PPP / total equity	23.0	22.7	23.2	23.5	25.4
ROA	2.8	2.6	2.4	2.3	2.3
ROE	17.2	17.1	16.2	16.1	16.5

Funding costs set to peak by end-2024F

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Liquidity and Quality Ratio (%)					
Loan-to-deposit	116.3	112.5	103.7	102.0	100.9
Loan-to-deposit & S-T borrowing	116.3	112.5	103.6	101.6	100.8
Net loan / assets	78.7	78.0	74.6	73.7	73.3
Net loan / equity	488.2	534.4	508.8	515.6	520.3
Investment / assets	1.8	1.4	1.5	1.5	1.4
Deposit / liabilities	84.6	84.0	86.9	86.8	87.0
Liabilities / equity	520.3	584.9	582.0	599.4	610.1
Net interbank lender (Bt m)	34,077	39,983	49,000	54,500	58,675
Tier 1 CAR	17.2	16.3	16.1	15.8	15.7
Tier 2 CAR	3.5	3.2	3.1	3.0	2.9
Total CAR	20.6	19.5	19.2	18.8	18.5
NPLs (Bt m)	4,577	5,223	6,000	6,300	6,615
NPLs / Total loans (NPL Ratio)	2.1	2.2	2.6	2.7	2.7
Loan-Loss-Coverage	258.8	189.9	145.6	133.1	132.3

*Rising but manageable
NPLs*

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

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

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

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

Refinitiv ESG

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Disclaimers

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

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

Recommendation Structure:

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

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

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) 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 ราชธานีลิสซิ่ง 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 ราชธานีลิสซิ่ง 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 นิजरูณ, 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 ลิ้มวงษ์ปราณี

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