

**HOLD** (From: BUY)

**TP: Bt 43.00**

(From: Bt 45.50)

**11 NOVEMBER 2024**

**Change in Recommendation**

**Upside : 6.8%**

# Srisawad Corporation Pcl (SAWAD TB)

## กำไรชะลอตัวลง

เราปรับกำไรของ SAWAD ลง 8% สะท้อนการเติบโตของสินเชื่อที่ชะลอตัว และการลดลงของขาดทุนจากการขายที่น้อยลง แม้เราคาดว่าราคาจะดีขึ้นในปีหน้า แต่หุ้นมูลค่าที่เหมาะสมแล้วที่ 11 เท่า PE เทียบกับ EPS ที่คาดว่าจะเติบโตที่ 12% ในปี 2025F ด้วย upside ที่จำกัดจากราคาเป้าหมายที่ลดลงของเรามาอยู่ที่ 43 บาท เราจึงปรับลดคำแนะนำ SAWAD เป็น "ถือ"



**SARACHADA SORNSONG**

662-779-9119

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

### การเติบโตของสินเชื่อชะลอตัวลง

เพื่อตอบสนองต่อการเพิ่มขึ้นของการผิดนัดชำระหนี้และอัตราผลตอบแทนที่น้อยลงจากสินเชื่อเช่าซื้อจักรยานยนต์ใหม่ SAWAD จึงได้ชะลอการขยายสินเชื่อในกลุ่มนี้ ขณะที่บริษัท ต้องการขยายธุรกิจสินเชื่อจำนำทะเบียนรถยนต์และจักรยานยนต์ แต่ความผันผวนที่เพิ่มขึ้นในตลาดหุ้นกู้—หลังจากที่มีการเลื่อนการชำระหนี้ในหุ้นกู้ที่มีอันดับความน่าเชื่อถือสูง—ได้จำกัดศักยภาพการเติบโตของ SAWAD เมื่อปลายเดือนกรกฎาคม SAWAD ได้ออกหุ้นกู้ 2.08 พันลพ. และนำกระแสเงินสดภายในมาชำระหุ้นกู้ 2.8 พันลพ. ที่ครบกำหนดชำระในเดือนสิงหาคม บริษัท ยังได้ดำเนินการขอเงินกู้จากธนาคารเพิ่มอีก US\$80m จาก Sumitomo Mitsui Banking Corporation และกำลังอยู่ในขั้นตอนการออกหุ้นกู้ใหม่มูลค่า 2-3 พันลพ. เพื่อเตรียมการชำระหุ้นกู้ 2.88 พันลพ. ที่ครบกำหนดในปลายเดือนธ.ค.2024 เพื่อให้สอดคล้องกับปัญหาสภาพคล่องในตลาดหุ้นกู้ เราจึงได้ปรับประมาณการการเติบโตของสินเชื่อของ SAWAD เป็นทรงตัวในปีนี้ และคาดว่าจะฟื้นตัวที่ 10% ต่อปี ในปี 2025-26F

### คุณภาพสินทรัพย์อยู่ภายใต้การควบคุม

ตั้งแต่ 2Q23 SAWAD ได้เริ่มดำเนินการเคลียร์รับดูแลผ่านการตัดจำหน่ายหนี้เสียและขายสินทรัพย์ ความพยายามเหล่านี้ช่วยให้สามารถควบคุม NPLs ได้ดี และเราคาดว่า NPL เริ่มมีเสถียรภาพตั้งแต่ 2Q24 กระบวนการนี้มีความเข้มข้น โดยเฉพาะกลุ่มสินเชื่อเช่าซื้อจักรยานยนต์ใหม่ และเราเชื่อว่า SAWAD ได้ผ่านจุดสูงสุดของขาดทุนจากการขายแล้ว ซึ่งมีมูลค่ารวม 558.5 ลพ. ใน 1Q24 การขาดทุนจากการขายเริ่มมีแนวโน้มลดลงตามที่ราคาตัวก่อนหน้า อย่างไรก็ตาม ด้วยรายการถยนต์มือสองที่ยังคงปรับตัวลงและความตั้งใจของ SAWAD ที่จะยังคงเคลียร์รับดูแลอยู่ เราจึงปรับคาดการณ์การลดลงของผลขาดทุนจากการขายให้ลดลงจาก 1.21 พันลพ. ในปี 2023 และ 972 ลพ. ใน 1H24 เป็น 1.7 พันลพ. ในปี 2024F และ 1.38 พันลพ. ต่อปี ในปี 2025F

### ปรับลดกำไรลง 8% ในปี 2024-26F

เราได้ปรับประมาณการกำไรของ SAWAD ลง 7% ในปีนี้ 10% ในปี 2025F และ 8% ใน 2026F การปรับลดครั้งนี้สะท้อนถึงการลดลงของการเติบโตของสินเชื่อ 5%, ต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้น, และการขาดทุนจากการขายที่เพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม เราได้ปรับลดการตั้งสำรองและค่าใช้จ่ายการดำเนินงานลง เนื่องจากสินเชื่อที่ชะลอตัว, NPL ที่ลดลง, และการเปิดตัวแอปพลิเคชันออนไลน์ของ SAWAD ดังนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงถูกปรับลงเป็น 43 บาท จากเดิมที่ 45.5 บาท

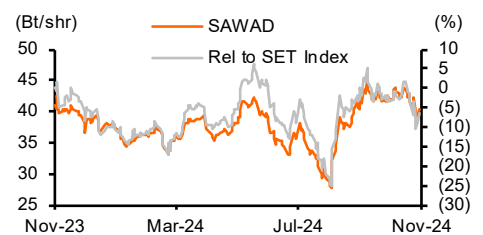
### ปรับลดคำแนะนำเป็น "ถือ" ราคาเป้าหมายลดลงเหลือ 43 บาท

สภาวะตลาดหุ้นกู้ค่อยๆ ดีขึ้น และ SAWAD มีแผนที่จะปรับโครงสร้างการระดมทุนให้มีน้ำหนักเท่ากันระหว่างหุ้นกู้และเงินกู้จากธนาคาร แม้เราคาดว่ากำไรเติบโตของสินเชื่อจะปรับตัวดีขึ้น และมีผลขาดทุนจากการขายลดลง แต่หุ้นดูเหมือนจะมีมูลค่าที่เหมาะสมแล้ว โดยซื้อขายที่ 11 เท่า 2025F PE เทียบกับการเติบโตของ EPS ที่คาดไว้ที่ 12% ในปี 2025F ด้วยมี upside ที่จำกัด เราจึงปรับคำแนะนำเป็น "ถือ" จาก "ซื้อ"

### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Pre Provision Profit	8,367	8,567	9,227	10,673
Net profit	5,001	5,163	5,769	6,868
Consensus NP	—	5,187	5,799	6,411
Diff frm cons (%)	—	(0.5)	(0.5)	7.1
Norm profit	5,001	5,163	5,769	6,868
Prev. Norm profit	—	5,548	6,435	7,445
Chg frm prev (%)	—	(6.9)	(10.4)	(7.7)
Norm EPS (Bt)	3.2	3.3	3.7	4.4
Norm EPS grw (%)	16.5	3.1	11.6	19.1
Norm PE (x)	12.5	12.2	10.9	9.1
P/BV (x)	2.0	1.9	1.6	1.4
Div yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE (%)	18.6	16.8	16.0	16.2
ROA (%)	5.5	4.7	5.1	5.6

### PRICE PERFORMANCE



### COMPANY INFORMATION

Price as of 11-Nov-24 (Bt)	40.25
Market Cap (US\$ m)	1,768.9
Listed Shares (m shares)	1,510.5
Free Float (%)	44.8
Avg Daily Turnover (US\$ m)	8.4
12M Price H/L (Bt)	45.00/27.75
Sector	Finance
Major Shareholder	Kaewbootta Family 29.5%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

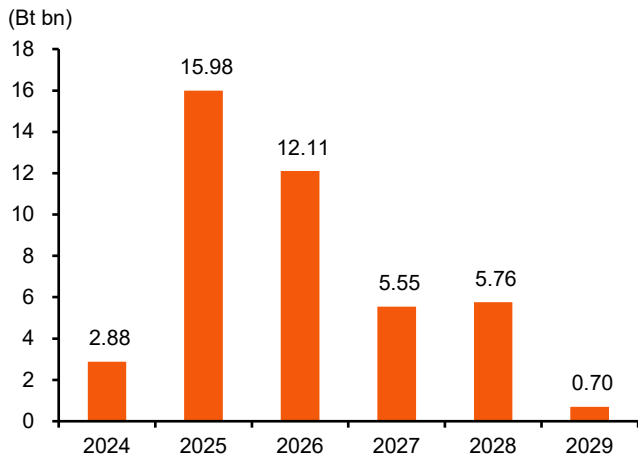
### ESG Summary Report ..... P8

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

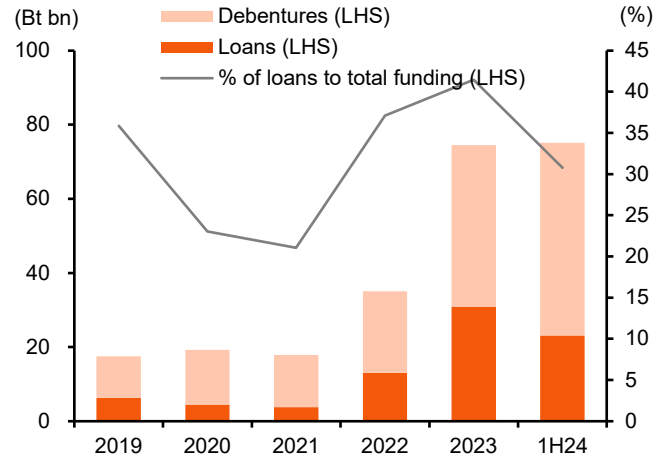


**Ex 1: Debentures In Hand**



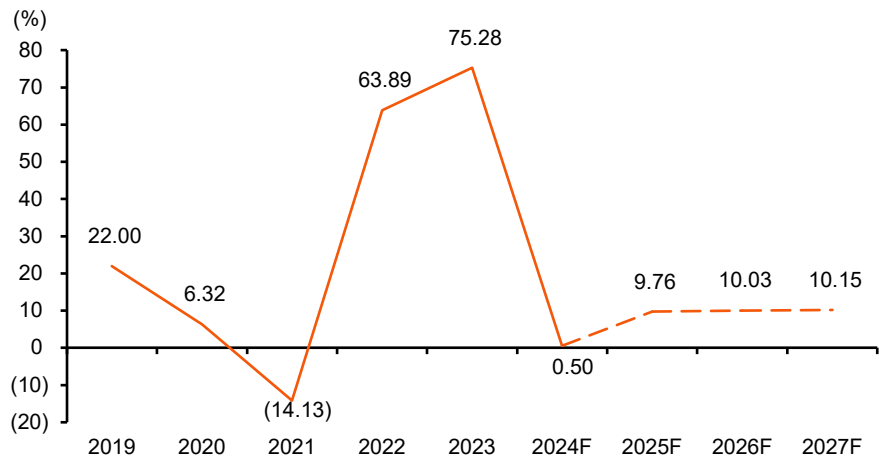
Source: Company data

**Ex 2: Funding Structure**



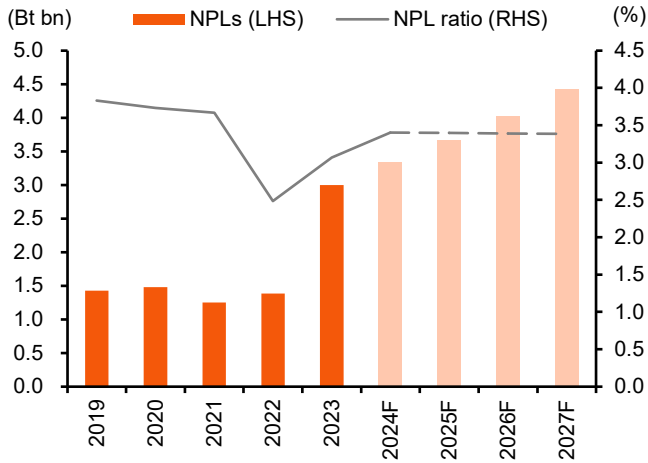
Source: Company data

**Ex 3: SAWAD's Loan Growth**



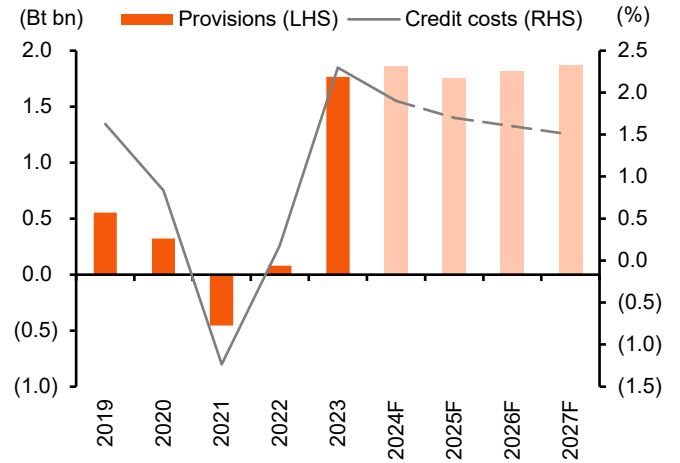
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 4: NPLs And NPL Ratio**



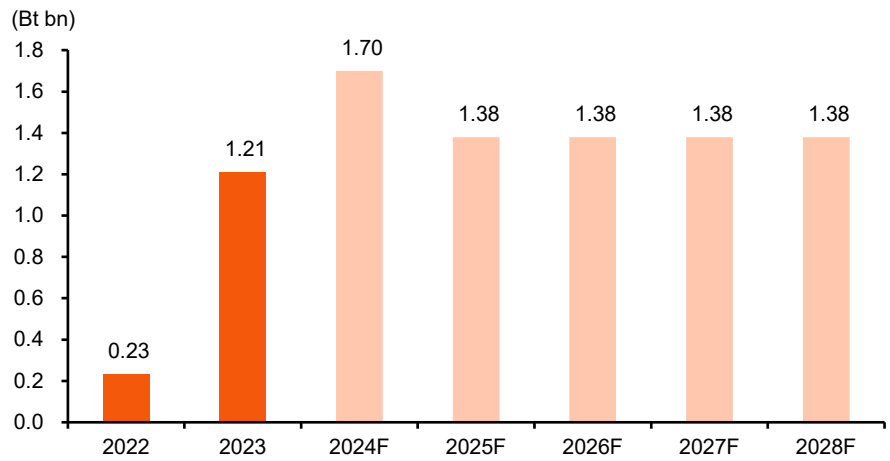
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 5: Provisions And Credit Costs**



Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 6: Losses On Sales**



Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 7: Earnings Revisions**

	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Net profits (Bt bn)</b>								
- New	3.76	4.51	4.72	4.48	5.00	5.16	5.77	6.87
- Old						5.55	6.44	7.45
- Change (%)						(6.93)	(10.35)	(7.75)
<b>Loans growth (%)</b>								
- New	22.00	6.32	(14.13)	63.89	75.28	0.50	9.76	10.03
- Old						10.00	13.71	11.98
- Change (ppt)						(9.50)	(3.95)	(1.94)
<b>Average funding costs (%)</b>								
- New	3.28	3.64	3.74	3.26	4.14	4.40	4.30	4.20
- Old						4.25	4.20	4.10
- Change (ppt)						0.15	0.10	0.10
<b>Non-interest income (Bt bn)</b>								
- New	2.55	2.83	3.15	3.31	3.17	2.89	3.03	3.19
- Old						2.90	3.05	3.20
- Change (%)						(0.34)	(0.34)	(0.34)
<b>Operating expenses (Bt bn)</b>								
- New	3.53	3.79	3.48	5.44	8.28	9.40	9.62	10.20
- Old						9.30	10.00	11.40
- Change (%)						1.08	(3.81)	(10.56)
<b>Provisions (Bt bn)</b>								
- New	0.55	0.32	(0.46)	0.08	1.76	1.86	1.75	1.81
- Old						2.06	2.08	2.09
- Change (ppt)						(9.51)	(15.73)	(13.08)
<b>Credit costs (%)</b>								
- New	1.63	0.83	(1.23)	0.17	2.30	1.90	1.70	1.60
- Old						2.00	1.80	1.60
- Change (ppt)						(0.10)	(0.10)	—
<b>NPLs (Bt bn)</b>								
- New	1.43	1.48	1.25	1.39	3.00	3.34	3.66	4.03
- Old						3.67	4.18	4.67
- Change (%)						(9.03)	(12.30)	(13.78)

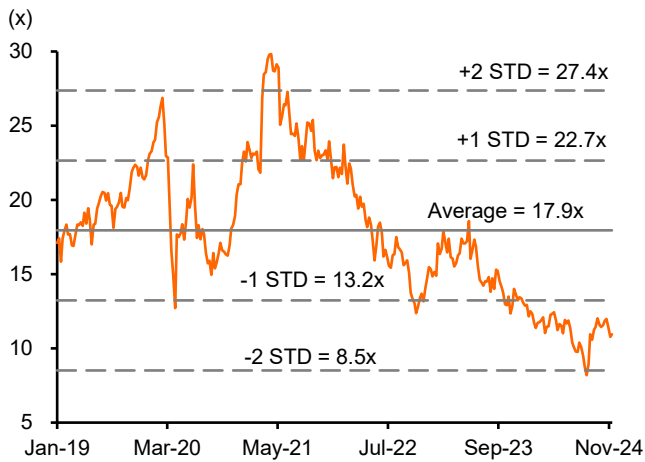
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 8: 12-month DDM-based Valuation Using A Base Year Of 2025F**

(Bt m)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	Terminal value
Dividend of common shares	19	19	19	4,068	4,456	4,877	5,141	6,388	10,921	11,439	11,439
Dividend payment	19	19	19	4,068	4,456	4,877	5,141	6,388	10,921	11,439	129,646
PV of dividend	19	15	14	2,679	2,644	2,607	2,476	2,770	4,267	4,026	45,633
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	67,149										
No. of shares (m)	1,560										
<b>Equity value / share (Bt)</b>	<b>43.00</b>										

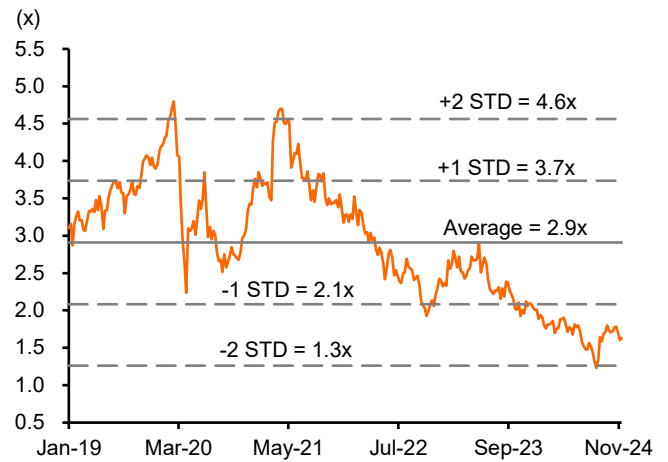
Source: Thanachart estimates

**Ex 9: STD PE**



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

**Ex 10: STD P/BV**



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

## Valuation Comparison

### Ex 11: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		PE		P/BV		ROE		Div. yield		
			24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	
Afterpay Ltd	APT AU	Australia	na	68.5	na	na	na	na	na	16.8	na	na	na
Finvolution Group	FINV US	China	447.7	15.8	0.6	0.6	0.1	0.1	16.6	16.5	29.6	33.8	
Mahindra & Mahindra Fin Secs	MMFS IN	India	(0.2)	28.6	17.3	13.4	1.7	1.5	10.4	13.4	1.9	2.3	
Bajaj Finance Ltd	BAF IN	India	(1.1)	15.7	29.0	25.1	5.5	4.5	22.1	19.6	0.5	0.6	
Manappuram Finance Ltd	MGFL IN	India	1.7	(8.6)	5.9	6.5	1.2	1.0	20.8	16.9	2.4	2.4	
GMO Payment Gateway Inc.	3769 JP	Japan	26.3	21.0	39.4	32.6	6.5	5.5	17.9	19.1	1.2	1.5	
Infomart Corp.	2492 JP	Japan	168.7	120.9	85.2	38.6	6.2	5.6	7.4	15.3	0.6	1.3	
Ally Financial Inc	ALLY US	US	(1.2)	42.8	12.7	8.9	0.9	0.8	7.1	9.1	3.2	3.3	
World Acceptance Corp	WRLD US	US	(14.6)	14.0	10.7	9.4	1.6	1.4	15.3	15.1	na	na	
Navient Corp	NAVI US	US	32.6	(40.2)	6.1	10.2	0.6	0.6	9.4	5.8	4.2	4.2	
SLM Corp	SLM US	US	12.4	9.4	8.5	7.7	2.6	2.3	31.4	29.9	2.0	2.2	
Amanah Leasing	AMANAH TB	Thailand	(49.2)	25.0	15.1	12.1	0.8	0.8	(0.2)	6.6	5.0	5.0	
Asia Sermkij Leasing *	ASK TB	Thailand	(38.3)	14.6	7.7	6.7	0.5	0.5	6.9	7.7	6.5	7.4	
Bangkok Commercial Asset Mgt.	BAM TB	Thailand	28.8	20.3	11.6	9.6	0.5	0.5	4.5	5.3	7.7	6.2	
Chayo Group	CHAYO TB	Thailand	(7.0)	31.3	9.9	7.6	1.0	0.8	8.4	10.5	2.5	2.7	
JMT Network Services *	JMT TB	Thailand	(30.5)	24.6	19.7	15.8	1.0	1.0	5.2	6.4	3.0	3.8	
Krungthai Card *	KTC TB	Thailand	17.3	18.4	14.2	12.0	2.9	2.6	22.2	22.9	3.2	3.8	
Muangthai Capital *	MTC TB	Thailand	20.8	23.0	16.9	13.7	2.7	2.3	17.2	18.2	0.9	1.1	
Saksiam Leasing *	SAK TB	Thailand	13.5	18.9	12.8	10.8	1.7	1.6	14.0	15.3	3.1	3.7	
Srisawad Corporation *	SAWAD TB	Thailand	3.1	11.6	12.2	10.9	1.9	1.6	16.8	16.0	0.0	0.0	
Ratchthani Leasing *	THANI TB	Thailand	4.5	13.1	7.8	6.9	0.8	0.7	10.4	11.1	7.0	8.0	
Ngern Tid Lor *	TIDLOR TB	Thailand	10.3	16.9	11.0	9.4	1.5	1.4	14.2	15.3	1.8	2.1	
<b>Average</b>			<b>30.7</b>	<b>23.0</b>	<b>16.9</b>	<b>12.8</b>	<b>2.0</b>	<b>1.8</b>	<b>13.4</b>	<b>14.1</b>	<b>4.3</b>	<b>4.8</b>	

Source: Bloomberg

Note: \* Thanachart estimates using normalized EPS growth

Based on 11 November 2024 closing price

### กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

บริษัท ทุนธนชาติ 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

## COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ศรีสวัสดิ์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) เป็นบริษัทโฮลดิ้ง (Holding company) บริษัทย่อยที่สำคัญของบริษัท ได้แก่ บริษัทเงินทุน ศรีสวัสดิ์ จำกัด (มหาชน) (BFIT) ซึ่งเป็นเจ้าของใบอนุญาตการลงทุนในหลักทรัพย์ จากธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) และบริษัท ศรีสวัสดิ์ พาวเวอร์ 2014 จำกัด กลุ่มบริษัท ให้บริการสินเชื่อส่วนบุคคล และผลิตภัณฑ์ทางการเงินอื่นที่เกี่ยวข้อง SAWAD นำเสนอผลิตภัณฑ์และบริการแก่ลูกค้ารายย่อยผ่านสาขาทั่วประเทศ SAWAD สิ้นสุดการร่วมทุนกับธนาคารออมสิน (GSB) และบริษัทเงินสดทันใจ (FM) ได้กลายเป็นบริษัทย่อยเพื่อให้บริการสินเชื่อจำนำทะเบียนรถจักรยานยนต์ตั้งแต่ 2Q23

Source: Thanachart

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

## S — Strength

- ชื่อเสียงของบริษัทเป็นที่รู้จักอย่างกว้างขวาง
- มีความเชี่ยวชาญและประสบการณ์ในการดำเนินธุรกิจ
- มีสาขาคอลอบคลุมหลายพื้นที่
- ได้ประโยชน์จากการประหยัดต่อขนาด

## O — Opportunity

- โอกาสการได้ค่าธรรมเนียมเพิ่มขึ้นจากการขายบริการอื่นเพิ่มเติม
- การขยายไปประเทศเพื่อนบ้าน

## COMPANY RATING



## Rating Scale

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

Source: Thanachart; \* CG Rating

## W — Weakness

- พึ่งพิงแหล่งเงินทุนภายนอก
- โครงสร้างองค์กรที่ซับซ้อน
- โครงสร้างราคาผลิตภัณฑ์ที่ซับซ้อน

## T — Threat

- หนี้สินครัวเรือนที่สูงและมีผู้กู้ยืมที่เงินจืดมากขึ้น
- ราคาขายต่อของรถยนต์ที่ลดลงอย่างรวดเร็ว
- การเปลี่ยนแปลงกฎเกณฑ์ ข้อระเบียบต่างๆ

## CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	42.17	43.00	2%
Net profit 24F (Bt m)	5,187	5,163	0%
Net profit 25F (Bt m)	5,799	5,769	-1%
Consensus REC	BUY: 10	HOLD: 13	SELL: 1

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรของเราในปี 2025F ต่ำกว่าคาดการณ์ของ Bloomberg Consensus เล็กน้อย เนื่องจากเรามีสมมติฐานการเติบโตของสินเชื่อที่ระมัดระวังกว่า
- เนื่องจากเราคาดว่าจะมีการเติบโตของสินเชื่อที่แข็งแกร่งขึ้น และการควบคุมขาดทุนจากการขายได้ในระยะกลาง เราจึงเชื่อว่านี่คือเหตุผลที่ทำให้ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่า

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

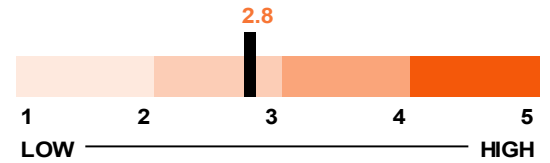
## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ประมาณการการเติบโตของกำไรของเรา อิงจากค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่สามารถจัดการได้และคุณภาพสินทรัพย์ที่ดี
- เรารวมการลดลงของขาดทุนจากการยึดคืนสินทรัพย์และการตั้งสำรอง เนื่องจากเราคาดว่า SAWAD จะเคลียร์งบการเงินเสร็จสิ้นในปีนี้
- หากมีปัจจัยใดที่ส่งผลกระทบต่อปัจจัยสำคัญที่เรากล่าวถึงข้างต้น นั่นจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- เรายังเห็น upside ในประมาณการกำไรและคำแนะนำ "ถือ" หาก SAWAD สามารถกลับมามีการเติบโตของสินเชื่อที่แข็งแกร่งกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ในปัจจุบัน

Source: Thanachart

SAWAD เป็นบริษัทไมโครไฟแนนซ์รายใหญ่เป็นอันดับ 3 ด้วยยอดสินเชื่อกว่า 4 หมื่นลบ. มีสาขา 5,000 แห่ง และพนักงานกว่า 7,000 คน SAWAD ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมผ่านการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) และการสร้างของเสีย เราให้คะแนน ESG เท่ากับ 2.82 สำหรับ SAWAD

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)
SAWAD	YES	BBB	-	BBB	63.26	27.77	19.00	-	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" in the following back page.

**Factors Our Comments**

**ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)**

- นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม
- การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า
- การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก
- การบริหารจัดการน้ำ
- การบริหารจัดการของเสีย

- บริษัท มุ่งมั่นที่จะปกป้องสิ่งแวดล้อมและป้องกันมลพิษ โดยใช้ทรัพยากรและพลังงานอย่างมีประสิทธิภาพ และเพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดจากการบริโภค การควบคุมปริมาณของเสีย และการนำกลับมาใช้ใหม่ บริษัท ได้จัดกิจกรรม Big Cleaning Day เพื่อจัดการทรัพยากร ทำความสะอาด ลดการคัดแยกวัสดุสิ้นเปลือง และกำจัดวัสดุที่ไม่ได้รับการจัดสรร
- บริษัท กำหนดแนวทางการประหยัดไฟและน้ำให้ทุกหน่วยงาน นอกจากนี้ยังเลือกใช้อุปกรณ์ไฟฟ้าที่มีคุณสมบัติประหยัดพลังงานโดยเฉพาะหลอดไฟ เครื่องปรับอากาศ และอุปกรณ์ไฟฟ้าในอาคารสำนักงาน
- บริษัท ได้จัดตั้งเทคโนโลยีการตลาดดิจิทัลขึ้นเพื่ออำนวยความสะดวกแก่ลูกค้า และลดการใช้ทรัพยากร เช่น กระดาษ และพลังงานจากขั้นตอนการถ่ายเอกสาร หรือการทำลายเอกสาร

**ด้านสังคม (SOCIAL)**

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- SAWAD ได้กำหนดนโยบายด้านสิทธิมนุษยชนเพื่อให้มั่นใจว่าบริษัท ดำเนินการตามหลักกฎหมายที่สำคัญและมาตรฐานสากล
- บริษัท ดำเนินการตามหลักการตรวจสอบและประเมินผลกระทบด้านสิทธิมนุษยชน เพื่อประเมินความเสี่ยง และผลกระทบด้านสิทธิมนุษยชน
- SAWAD มุ่งมั่นที่จะให้สินเชื่อย่างมีความรับผิดชอบ นอกจากนี้ยังได้ให้สินเชื่ออัตราดอกเบี้ยต่ำเพื่อสนับสนุนธุรกิจในพื้นที่และกิจกรรมชุมชน
- SAWAD จัดให้มี "โครงการพัฒนาภาวะผู้นำ" เพื่อเพิ่มศักยภาพพนักงานให้พร้อมสำหรับการเลื่อนตำแหน่ง
- ผู้หญิงคิดเป็น 60% ของพนักงานทั้งหมด โดยจ้างพนักงานที่มีความพิการ 100 คน

**ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)**

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- คณะกรรมการของ SAWAD ประกอบด้วยกรรมการ 13 ท่าน ซึ่งมีวาระการดำรงตำแหน่ง 3 ปี สืบคนมาจากผู้บริหาร ในขณะที่อีก 9 คนไม่ได้เป็นสมาชิกของฝ่ายบริหาร
- ประธานกรรมการได้รับการแต่งตั้งจากคณะกรรมการบริษัท ประธานกรรมการไม่เป็นบุคคลเดียวกับประธานกรรมการบริหารหรือกรรมการผู้จัดการ
- คณะกรรมการบริหารความเสี่ยงมี 6 คน ทุกคนเป็นกรรมการตรวจสอบ กรรมการอิสระ และกรรมการบริหาร
- บริษัท ได้จัดตั้งคณะกรรมการ ESG ซึ่งประกอบด้วยกรรมการอิสระ 3 คน เพื่อสนับสนุนความมุ่งมั่นอย่างต่อเนื่องของ BOD ต่อ ESG

Sources: Thanachart, Company data

## INCOME STATEMENT

*Hit by high losses on sales, but the expenses already peaked in 2Q24*

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Interest Income	8,780	15,744	18,171	18,723	20,662
Interest Expenses	862	2,266	3,094	2,911	2,979
<b>Net Interest Income</b>	<b>7,918</b>	<b>13,478</b>	<b>15,077</b>	<b>15,811</b>	<b>17,683</b>
% of total income	70.5%	81.0%	83.9%	83.9%	84.7%
Fee income	1,215	740	829	878	0
Gains from loans receivable from purchase of loans	59	0	50	50	0
Insurance commission income	1,019	974	1,200	1,280	0
Other non-interest income	1,018	1,457	811	826	0
<b>Non-interest Income</b>	<b>3,311</b>	<b>3,171</b>	<b>2,890</b>	<b>3,035</b>	<b>3,186</b>
% of total income	29.5%	19.0%	16.1%	16.1%	15.3%
<b>Total Income</b>	<b>11,229</b>	<b>16,648</b>	<b>17,967</b>	<b>18,846</b>	<b>20,869</b>
Operating Expenses	5,442	8,282	9,400	9,619	10,196
<b>Pre-provisioning Profit</b>	<b>5,787</b>	<b>8,367</b>	<b>8,567</b>	<b>9,227</b>	<b>10,673</b>
Bad debt expenses	78	1,763	1,863	1,753	1,813
<b>Pre-tax Profit</b>	<b>5,709</b>	<b>6,603</b>	<b>6,704</b>	<b>7,474</b>	<b>8,860</b>
Income Tax	1,097	1,375	1,341	1,495	1,772
After Tax Profit	4,611	5,228	5,363	5,979	7,088
Equity Income	31	26	0	0	0
Minority Interest	(351)	(253)	(200)	(210)	(220)
Extraordinary Items	184	0	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>4,476</b>	<b>5,001</b>	<b>5,163</b>	<b>5,769</b>	<b>6,868</b>
<b>Normalized Profit</b>	<b>4,292</b>	<b>5,001</b>	<b>5,163</b>	<b>5,769</b>	<b>6,868</b>
EPS (Bt)	2.9	3.2	3.3	3.7	4.4
Normalized EPS (Bt)	2.8	3.2	3.3	3.7	4.4

## BALANCE SHEET

*Slow loan growth due to liquidity issues in the debenture market*

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>Cash and Interbank</b>	<b>2,823</b>	<b>3,962</b>	<b>2,000</b>	<b>2,000</b>	<b>2,000</b>
Other liquid items	2,872	3,310	2,501	2,511	2,521
<b>Total liquid items</b>	<b>5,694</b>	<b>7,273</b>	<b>4,501</b>	<b>4,511</b>	<b>4,521</b>
Gross loans & accr. interest	55,811	97,826	98,317	107,909	118,736
Provisions	748	1,830	2,317	2,559	2,710
<b>Net loans</b>	<b>55,063</b>	<b>95,996</b>	<b>96,000</b>	<b>105,350</b>	<b>116,026</b>
Fixed assets	1,455	2,415	2,229	1,945	1,623
Right of use	1,372	1,416	1,396	1,375	1,352
Other assets	5,898	4,366	4,129	4,199	4,269
<b>Total assets</b>	<b>69,482</b>	<b>111,465</b>	<b>108,254</b>	<b>117,379</b>	<b>127,791</b>
Short term borrow ing	7,356	13,085	10,500	10,500	10,500
Due to related party	0	0	0	0	0
Other current liabilities	609	690	698	687	676
Long term borrow ing	9,698	23,140	11,160	14,303	12,425
<b>Total borrowings</b>	<b>18,852</b>	<b>39,167</b>	<b>45,272</b>	<b>45,263</b>	<b>50,452</b>
Other L-T liabilities	483	498	508	518	528
Minority interest	18,852	39,167	45,272	45,263	50,452
Shareholders' equity	25,662	28,177	33,177	38,930	45,781
<b>Total Liab. &amp; Equity</b>	<b>69,482</b>	<b>111,465</b>	<b>108,254</b>	<b>117,379</b>	<b>127,791</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

## VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	14.6	12.5	12.2	10.9	9.1
Normalized PE - at target price (x)	15.6	13.4	13.0	11.6	9.8
PE (x)	14.0	12.5	12.2	10.9	9.1
PE - at target price (x)	14.9	13.4	13.0	11.6	9.8
P/PPP (x)	10.8	7.5	7.3	6.8	5.9
P/PPP - at target price (x)	11.6	8.0	7.8	7.3	6.3
P/BV (x)	2.2	2.0	1.9	1.6	1.4
P/BV - at target price (x)	2.3	2.1	2.0	1.7	1.5
Dividend yield (%)	4.5	0.0	0.0	0.0	0.0
Normalized EPS	2.8	3.2	3.3	3.7	4.4
EPS	2.9	3.2	3.3	3.7	4.4
DPS	1.8	0.0	0.0	0.0	0.0
PPP/Share	3.7	5.4	5.5	5.9	6.8
BV/share	18.7	20.5	21.3	24.9	29.3
P/BV to ROE	12.6	10.6	11.2	10.1	8.5

*We see limited potential share price upside*

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>Growth Rate (%)</b>					
Net interest income (NII)	30.6	70.2	11.9	4.9	11.8
Non-interest income (Non-II)	5.1	(4.2)	(8.9)	5.0	5.0
Operating expenses	56.6	52.2	13.5	2.3	6.0
Pre-provisioning profit (PPP)	0.8	44.6	2.4	7.7	15.7
Net profit	(5.2)	11.7	3.2	11.7	19.1
Normalized profit growth	(5.5)	16.5	3.2	11.7	19.1
EPS	(5.2)	11.7	3.1	11.6	19.1
Normalized EPS	(5.5)	16.5	3.1	11.6	19.1
Dividend payout ratio	55.2	0.3	0.4	0.3	0.3
Loan - gross	69.3	72.4	(1.5)	8.6	8.9
Loan - net	65.3	74.3	0.0	9.7	10.1
Borrowings	96.4	112.8	(11.2)	4.8	4.8
NPLs	10.9	116.4	11.5	9.6	9.9
Total assets	39.1	60.4	(2.9)	8.4	8.9
Total equity	3.9	9.8	17.7	17.3	17.6
<b>Operating Ratios (%)</b>					
Net interest margin (NIM)	13.3	14.9	13.7	14.0	14.4
Net interest spread	16.6	16.7	16.6	16.6	16.6
Yield on earnings assets	19.0	20.5	18.5	18.2	18.2
Avg cost of fund	3.3	4.1	4.4	4.3	4.2
NII / operating income	70.5	81.0	83.9	83.9	84.7
Non-II / operating income	29.5	19.0	16.1	16.1	15.3
Fee income / operating income	10.8	4.4	4.6	4.7	0.0
Normalized net margin	38.2	30.0	28.7	30.6	32.9
Others (late penalty and bad debt recoveries)	9.1	8.8	4.5	4.4	0.0
Cost-to-income	48.5	49.7	52.3	51.0	48.9
Credit cost - provision exp / loans	0.2	2.3	1.9	1.7	1.6
PPP / total assets	9.7	9.2	7.8	8.2	8.7
PPP / total equity	23.0	31.1	27.9	25.6	25.2
Avg assets/avg equity (leverage)	2.4	3.4	3.6	3.1	2.9
ROA	7.2	5.5	4.7	5.1	5.6
ROE	17.0	18.6	16.8	16.0	16.2

*Smaller decline in cost of funds*

Sources: Company data, Thanachart estimates

**FINANCIAL RATIOS**

<b>FY ending Dec</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
<b>Liquidity and Quality Ratio (%)</b>					
Gross Loan / Borrow ings	613.3	654.9	756.7	821.8	895.1
Net Loan / Borrow ings	506.2	546.7	641.1	703.5	774.8
Net Loan / Assets	79.2	86.1	88.7	89.8	90.8
Net Loan / Equity	214.6	340.7	289.4	270.6	253.4
S-T / L-T Borrow ings	67.6	74.5	70.1	70.1	70.1
Borrow ings / Liabilities	26.9	21.9	20.8	20.0	19.1
Interest-bearing Debt / Equity	136.4	264.4	199.3	178.0	158.6
Liabilities / Equity	157.7	284.9	216.6	192.7	171.2
Equity to Gross Loan	38.5	24.5	29.3	31.6	34.2
<i>Manageable asset quality</i>					
NPLs	1,385.3	2,997.7	3,342.8	3,663.5	4,025.1
NPLs / Total Loans (NPL Ratio)	2.5	3.1	3.4	3.4	3.4
Loan-Loss-Coverage (Provision / NPLs)	54.0	61.0	69.3	69.9	67.3

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 ปทุมไรชมิล 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)"

**หมายเหตุ:**\* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 8/2567 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, บันเทิง

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 ลิ้มวณิชปราชญ์

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