

# Thailand Finance Sector

## มาตรการเชิงบวก

Sector Valuation			Current	Target	Norm EPS grw		Norm PE		P/BV		Div yield	
Company	BBG Code	Rec.	price (Bt)	price (Bt)	2024F (%)	2025F (%)	2024F (x)	2025F (x)	2024F (x)	2025F (x)	2024F (%)	2025F (%)
Muangthai Capital	MTC TB	BUY	50.00	53.00	20.8	23.0	17.9	14.5	2.9	2.5	0.8	1.0
Srisawad Corporation	SAWAD TB	HOLD	40.75	43.00	3.1	11.6	12.3	11.0	1.9	1.6	0.0	0.0
Ngern Tid Lor	TIDLOR TB	BUY	16.80	22.00	13.8	17.3	11.3	9.6	1.6	1.5	1.8	2.1

Source: Thanachart estimates, Based on 13 December 2024 closing prices

กรม. ได้อนุมัติแผนบรรเทาหนี้แก่ผู้กู้ที่มีฐานะการเงินเปราะบางของกลุ่ม Non-bank ซึ่งช่วยให้ผู้กู้สามารถปรับโครงสร้างหนี้ด้วยอัตราดอกเบี้ยที่ลดลง ซึ่งหนุนโดยสินเชื่อดอกเบี้ยต่ำ มาตรการเหล่านี้เป็นประโยชน์ต่อ SAWAD และ MTC แต่ TIDLOR ไม่สามารถเข้าร่วมมาตรการเหล่านี้ได้ และมีแนวโน้มที่จะถูกระงับจากแผนการร่วมสมทบเงิน (Co-payment)

### เกณฑ์ของโครงการ

ในขณะที่รอการประกาศอย่างเป็นทางการจากธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) โครงการนี้มุ่งเป้าไปที่สินเชื่อ stage 2 และหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (NPLs) มีอายุไม่เกิน 1 ปี โดยผลิตภัณฑ์ที่เข้าเงื่อนไข ได้แก่ 1) สินเชื่อจำนำทะเบียนรถยนต์และรถจักรยานยนต์ที่มียอดคงค้างไม่เกิน 800,000 บาท และ 50,000 บาท 2) สินเชื่อส่วนบุคคลที่มียอดคงค้างตั้งแต่ 100,000 บาท ถึง 200,000 บาท 3) สินเชื่อดิจิทัลที่มียอดคงค้างน้อยกว่า 20,000 บาท 4) สินเชื่อนาโนไฟแนนซ์ที่มียอดคงค้างน้อยกว่า 50,000 บาท โดยจะต้องเป็นหนี้ที่เกิดก่อนวันที่ 1 มกราคม 2024 โดยกำหนดวันตัดยอดสินเชื่อ Stage 2 และ NPLs ภายในวันที่ 31 ตุลาคม 2024

### เงื่อนไขการปรับโครงสร้างหนี้ที่อัตราดอกเบี้ยต่ำ

ผู้กู้ที่มีสิทธิ์ต้องลงทะเบียนผ่านธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) และจะได้รับประโยชน์จากการปรับโครงสร้างหนี้ ได้แก่ การลดภาระการผ่อนชำระค้างงวดเหลือ 30% และลดอัตราดอกเบี้ย 10% จากอัตราที่มีอยู่เดิม เป็นระยะเวลา 3 ปี โดย 90% ของอัตราดอกเบี้ยที่ลดลงจะได้รับการอุดหนุนผ่านเงินกู้ดอกเบี้ยต่ำ (soft loans) จากธนาคารออมสิน (GSB) ที่อัตราดอกเบี้ย 0.01% ส่วนที่เหลืออีก 10% non-bank จะเป็นผู้รับผิดชอบไป งบประมาณสำหรับเงินกู้ดอกเบี้ยต่ำจำกัดที่ 5.0 หมื่นลบ. โดยกระทรวงการคลังจะชดเชยต้นทุนเงินในอัตรา 2% ต่อปี เป็นระยะเวลา 3 ปี งบประมาณทั้งสิ้นไม่เกิน 3.0 พันลบ. หากผู้กู้ไม่ปฏิบัติตามเงื่อนไขการปรับโครงสร้างหนี้ non-bank จะมีอำนาจเต็มในการดำเนินการตามขั้นตอนการแก้ไขหนี้ปกติ

### ผลกระทบทางการเงิน

สินเชื่อดอกเบี้ยต่ำ (soft loan) ที่ 0.01% หมายถึงการประหยัดต้นทุนทางการเงินราว 4% ด้วยจำนวนเงินกู้ดอกเบี้ยต่ำนั้นเชื่อมโยงโดยตรงกับการลดอัตราดอกเบี้ยที่เสนอให้กับผู้กู้ที่เข้าเงื่อนไข ดังนั้นยังสนับสนุนการเงินให้ความช่วยเหลือผู้กู้มากเท่าไร แหล่งเงินทุนที่สามารถเข้าถึงได้ก็ยิ่งมากขึ้นเท่านั้น นอกจากนี้เราคาดว่าโครงการนี้จะช่วยลดการผิดนัดชำระหนี้ การเกิด NPL และระดับ NPL โดยรวมด้วย

### เรามองว่า SAWAD จะได้รับประโยชน์มากที่สุด

SAWAD อยู่ในตำแหน่งที่ดีที่สุดที่จะได้ประโยชน์จากโครงการนี้ รองลงมาคือ MTC เราไม่ได้รวมประโยชน์ที่อาจเกิดขึ้นจากการปรับโครงสร้างหนี้ในประมาณการกำไรหรือราคาเป้าหมายของเรา เนื่องจาก TIDLOR เป็นบริษัทย่อยของธนาคารกรุงศรีอยุธยา (BAY) จึงต้องร่วมโครงการร่วมสมทบเงินจากการพักชำระดอกเบี้ยของสถาบันการเงินเป็นระยะเวลา 3 ปี แม้มีการอุดหนุนดอกเบี้ยที่สูญเสียไป 50% โดย ธปท. แต่การขาดรายได้ดอกเบี้ยของ TIDLOR ยังคงสูง เนื่องจากราคาหุ้น TIDLOR ปรับลง 7% ล่าสุด ปัจจัยลบเหล่านี้จึงดูเหมือนได้สะท้อนในราคาหุ้นแล้ว

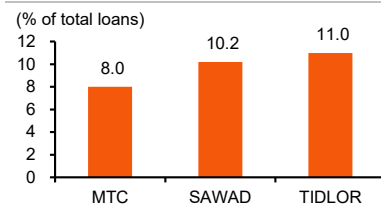


SARACHADA SORNSONG

662-779-9119

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

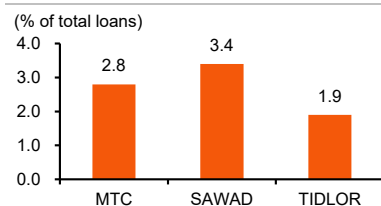
### Stage 2 Loan Comparison



Sources: Company data; Thanachart estimates

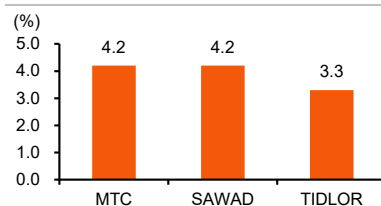
Note: We exclude SICR from TIDLOR's Stage 2

### NPL Comparison



Sources: Company data; Thanachart estimates

### Funding Cost Comparison



Sources: Company data; Thanachart estimates

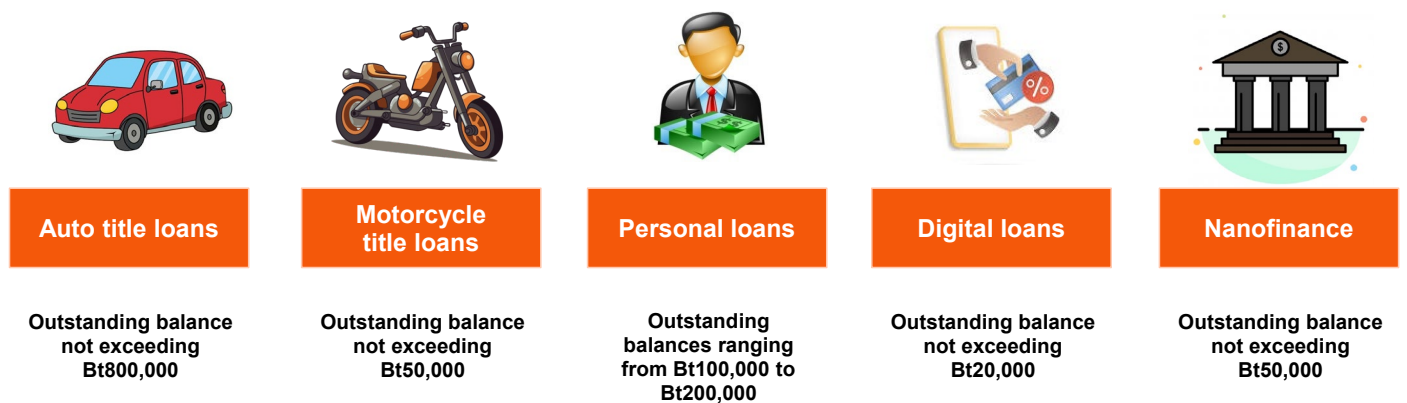
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

**Ex 1: Program Criteria And Qualifications Of Eligible Borrowers**

**Target:** Stage 2 loans and non-performing loans (NPLs) that are no more than one year old and consist of five lending products with a maximum credit line with each non-bank financial institution, as illustrated in the diagram below.

**Enrollment and qualifications:**

- Opt-in via the BoT's system.
- Loans originated before 1 January 2024.
- Defining customer status of either Stage 2 or NPLs of less than one year using data as of 31 October 2024.
- Normal loans that were categorized as Stage 2 or NPLs and have been under a restructuring process since 1 January 2022 are also eligible for the program.



Source: Thanachart Compilation

**Ex 2: How The Co-Pay Model Works For Borrowers And Implications For Non-banks**

**Example borrower:**

Loan amount	50,000	Bt
Pre-co-pay interest rate	24	%
Post-co-pay interest rate	14	%

**Implications for borrower:**

<b>Interest savings for borrower</b>	<b>5,000</b>	<b>Bt</b>
Government co-pay (90%)	4,500	Bt
Non-bank contribution (10%)	500	Bt

**Non-bank interest income recognition**

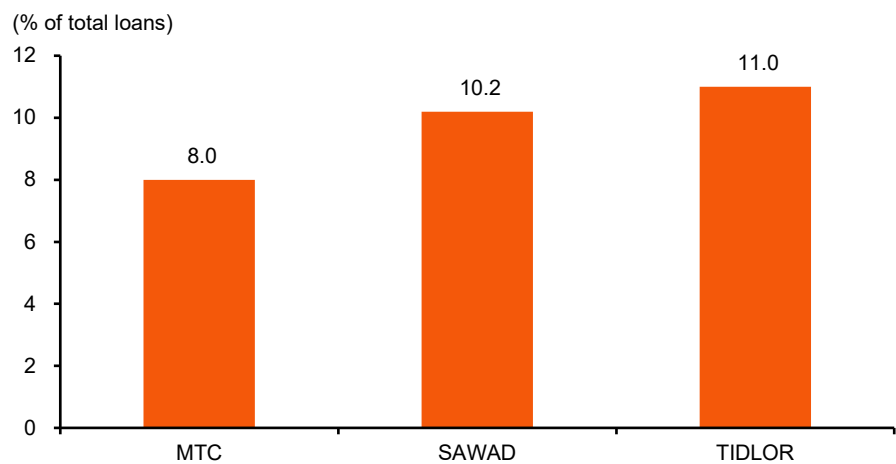
Pre-co-pay interest income	12,000	Bt
Post-co-pay interest income	7,000	Bt
Change in non-bank interest income	(5,000)	Bt

**Funding cost savings for non-banks:**

Average funding costs	4.00	%
Allotted soft loans = Government co-pay interest (4,500) divided by funding costs (4%)	112,500	Bt
Soft loan interest rate (0.01%)	11.25	Bt
Non-bank funding cost reduction	4,489	Bt

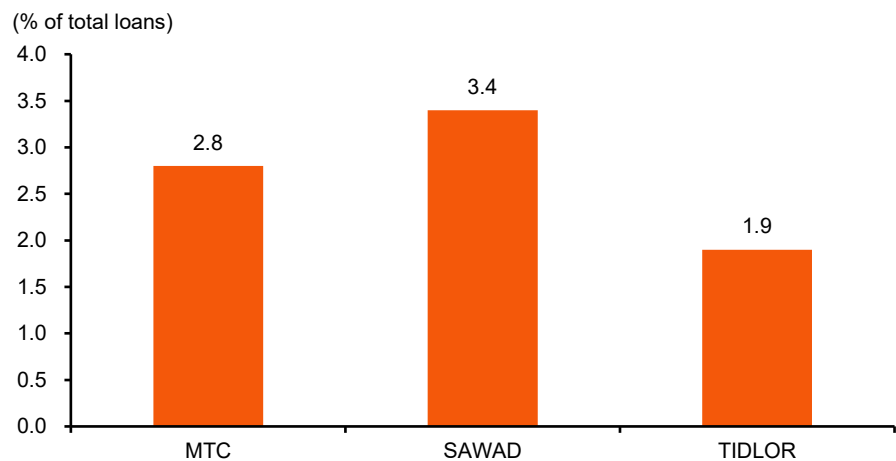
The forgone interest income of Bt5,000 would be offset by funding cost savings through soft loans of Bt4,489. Meanwhile, we expect non-banks to recover the loss of Bt511 through a reduction in provisions

Sources: Company data, Thanachart estimates

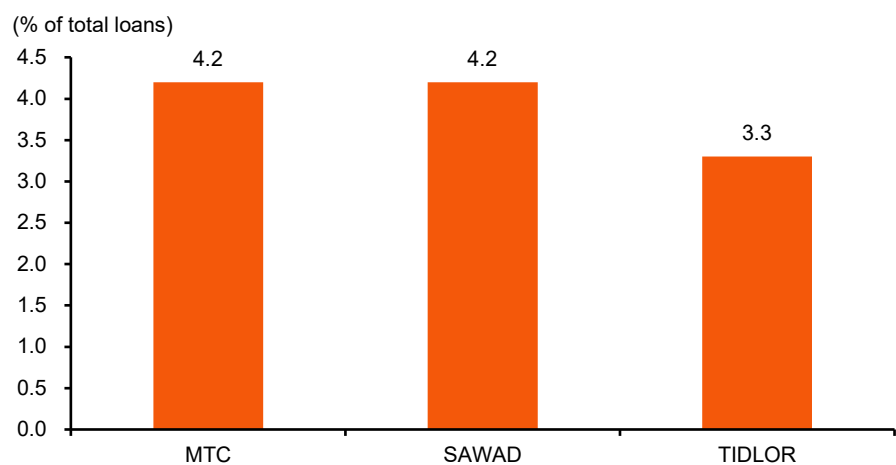
**Ex 3: Stage 2 Comparison**

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: We exclude SICR from TIDLOR's Stage 2 loans

**Ex 4: NPL Comparison**

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 5: Funding Cost Comparison**

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Ex 6: Comparison Of Our Key Assumptions

		MTC	SAWAD	TIDLOR	Industry
<b>Rating</b>		<b>BUY</b>	<b>HOLD</b>	<b>BUY</b>	<b>Overweight</b>
<b>Target price</b>	<b>(Bt)</b>	<b>53.00</b>	<b>43.00</b>	<b>22.00</b>	
<i>Upside</i>	<i>(%)</i>	6.0	5.5	31.0	
<b>Consensus TP</b>	<b>(Bt)</b>	<b>56.35</b>	<b>42.78</b>	<b>19.91</b>	
<i>Difference from consensus</i>	<i>(%)</i>	(5.9)	0.5	10.5	
<b>Market cap.</b>	<b>(US\$ m)</b>	<b>3,105</b>	<b>1,803</b>	<b>1,434</b>	
<b>Pre-provision profit (Bt m)</b>	2023A	10,967	8,367	7,729	<b>27,063</b>
	2024F	12,202	8,567	9,015	<b>29,785</b>
	2025F	14,364	9,227	9,959	<b>33,550</b>
	2026F	16,701	10,673	11,212	<b>38,587</b>
<b>Net profit (Bt m)</b>	2023A	4,906	5,001	3,790	<b>13,698</b>
	2024F	5,928	5,163	4,323	<b>15,414</b>
	2025F	7,292	5,769	5,074	<b>18,135</b>
	2026F	9,071	6,868	6,032	<b>21,971</b>
<b>Loan growth (y-y %)</b>	2023A	18.8	75.3	19.9	<b>31.4</b>
	2024F	17.2	0.5	8.8	<b>9.9</b>
	2025F	15.6	9.8	10.0	<b>12.5</b>
	2026F	12.5	10.0	10.0	<b>11.2</b>
<b>Borrowing growth (y-y %)</b>	2023A	7.0	112.8	22.4	<b>45.0</b>
	2024F	20.7	(11.2)	7.2	<b>6.2</b>
	2025F	15.8	4.8	9.9	<b>6.9</b>
	2026F	10.0	4.8	9.4	<b>8.8</b>
<b>Net spread (%)</b>	2023A	14.6	16.7	14.4	<b>11.9</b>
	2024F	13.7	16.6	14.8	<b>13.2</b>
	2025F	13.7	16.6	14.8	<b>13.4</b>
	2026F	13.8	16.6	15.2	<b>13.3</b>
<b>Non-interest income growth (%)</b>	2023A	18.0	(4.2)	25.0	<b>10.1</b>
	2024F	0.7	(8.9)	8.7	<b>0.3</b>
	2025F	1.0	5.0	12.0	<b>7.8</b>
	2026F	1.0	5.0	10.7	<b>7.4</b>
<b>Bad debt expenses to loans (%)</b>	2023A	3.7	2.3	3.3	<b>1.5</b>
	2024F	3.1	1.9	3.6	<b>2.7</b>
	2025F	2.9	1.7	3.3	<b>2.6</b>
	2026F	2.6	1.6	3.0	<b>2.4</b>
<b>NPL ratio (%)</b>	2023A	3.1	3.1	1.4	<b>2.6</b>
	2024F	2.9	3.4	1.9	<b>2.7</b>
	2025F	2.8	3.4	1.9	<b>2.7</b>
	2026F	2.8	3.4	1.8	<b>2.7</b>
<b>ROE (%)</b>	2023A	16.1	18.6	14.1	<b>16.2</b>
	2024F	17.2	16.8	14.6	<b>16.3</b>
	2025F	18.2	16.0	15.7	<b>16.7</b>
	2026F	19.3	16.2	17.0	<b>17.6</b>
<b>LLC (%)</b>	2023A	115.9	61.0	282.1	<b>123.8</b>
	2024F	125.3	69.3	224.9	<b>126.5</b>
	2025F	126.7	69.9	227.8	<b>127.8</b>
	2026F	121.7	67.3	230.8	<b>124.7</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Valuation Comparison

### Ex 7: 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	na	na	na	na	na	16.8	na	na	na
Finvolution Group	FINV US	China	457.3	12.4	0.7	0.6	0.1	0.1	16.9	16.3	26.3	29.0
Mahindra & Mahindra Fin Secs	MMFS IN	India	(0.2)	28.2	17.6	13.7	1.7	1.6	10.4	13.4	1.8	2.3
Bajaj Finance Ltd	BAF IN	India	(1.1)	15.6	30.7	26.5	5.9	4.8	22.1	19.6	0.5	0.6
Manappuram Finance Ltd	MGFL IN	India	1.7	(8.6)	6.9	7.6	1.3	1.2	20.8	16.8	2.1	2.0
GMO Payment Gateway Inc.	3769 JP	Japan	(9.0)	18.3	38.4	32.4	6.4	5.5	17.9	18.8	1.3	1.5
Infomart Corp.	2492 JP	Japan	156.3	127.5	82.5	36.3	5.7	5.2	7.1	15.1	0.6	1.4
Ally Financial Inc	ALLY US	US	(1.2)	40.3	12.7	9.0	0.9	0.8	7.1	9.0	3.2	3.3
World Acceptance Corp	WRLD US	US	(14.6)	14.0	10.2	8.9	1.6	1.4	15.3	15.1	na	na
Navient Corp	NAVI US	US	32.5	(40.0)	6.1	10.2	0.6	0.6	9.3	5.8	4.2	4.2
SLM Corp	SLM US	US	12.3	10.6	9.9	9.0	3.1	2.6	31.6	30.4	1.7	1.9
Amanah Leasing	AMANA TH	Thailand	na	na	na	11.8	0.7	0.7	(0.5)	5.6	6.6	3.8
Asia Sermkij Leasing *	ASK TH	Thailand	(38.3)	14.6	7.4	6.4	0.5	0.5	6.9	7.7	6.8	7.8
Bangkok Commercial Asset Mgt.*	BAM TH	Thailand	28.8	20.3	10.8	9.0	0.5	0.5	4.5	5.3	8.3	6.7
Chayo Group	CHAYO TH	Thailand	(16.3)	45.1	10.4	7.2	0.9	0.8	7.8	10.1	1.7	1.4
JMT Network Services *	JMT TH	Thailand	(30.5)	24.6	20.0	16.1	1.0	1.0	5.2	6.4	3.0	3.7
Krungthai Card *	KTC TH	Thailand	17.3	18.4	14.8	12.5	3.1	2.7	22.2	22.9	3.0	3.6
Muangthai Capital *	MTC TH	Thailand	20.8	23.0	17.9	14.5	2.9	2.5	17.2	18.2	0.8	1.0
Saksiam Leasing *	SAK TH	Thailand	13.5	18.9	12.3	10.4	1.7	1.5	14.0	15.3	3.2	3.9
Srisawad Corporation *	SAWAD TH	Thailand	3.1	11.6	12.3	11.0	1.9	1.6	16.8	16.0	0.0	0.0
Ratchthani Leasing *	THANI TH	Thailand	4.5	13.1	7.2	6.3	0.7	0.7	10.4	11.1	7.6	8.7
Ngern Tid Lor *	TIDLOR TH	Thailand	13.8	17.3	11.3	9.6	1.6	1.5	14.6	15.7	1.8	2.1
<b>Average</b>			<b>32.5</b>	<b>21.3</b>	<b>17.0</b>	<b>12.8</b>	<b>2.0</b>	<b>1.8</b>	<b>13.4</b>	<b>14.0</b>	<b>4.2</b>	<b>4.4</b>

Source: Bloomberg

Note: \* Thanachart estimates using normalized EPS growth

Based on 13 December 2024 closing price

### กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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 ราชธานีลีซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) อยู่ในสัดส่วนร้อยละ 60

## STOCK PERFORMANCE

	Absolute (%)				Rel SET (%)			
	1M	3M	12M	YTD	1M	3M	12M	YTD
SET Index	(1.4)	0.5	5.4	1.1	—	—	—	—
FINANCE Index	0.2	(5.4)	(8.8)	(11.4)	1.6	(5.9)	(14.2)	(12.5)
MTC	1.5	(0.5)	17.0	11.1	2.9	(1.0)	11.5	10.0
SAWAD	5.8	(1.2)	11.4	10.7	7.2	(1.7)	5.9	9.6
TIDLOR	(3.4)	(6.7)	(19.3)	(22.6)	(2.1)	(7.2)	(24.8)	(23.7)

Source: Bloomberg

## SECTOR - SWOT ANALYSIS

**S — Strength**

- การเจาะตลาดต่ำ
- อำนาจต่อรองสูง

**O — Opportunity**

- การขยายสู่ตลาด AEC

**W — Weakness**

- ฟัฟฟิง wholesale funding เป็นหลัก
- มีอุปสรรคในการเข้าสู่อุตสาหกรรมไม่สูง

**T — Threat**

- การแข่งขันจากธนาคาร
- การเปลี่ยนแปลงในกฎระเบียบและหลักเกณฑ์

## REGIONAL COMPARISON

Name	— EPS growth —		— PE —		— P/BV —		— ROE —		— Div. Yield —	
	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Australia	na	na	na	na	na	na	16.8	na	na	na
China	457.3	12.4	0.7	0.6	0.1	0.1	16.9	16.3	26.3	29.0
India	0.1	11.7	18.4	15.9	3.0	2.5	17.8	16.6	1.5	1.6
Japan	73.7	72.9	60.4	34.4	6.0	5.4	12.5	16.9	0.9	1.5
US	7.3	6.2	9.7	9.3	1.5	1.3	15.8	15.1	3.0	3.1
Thailand	12.5	17.3	13.8	11.7	2.1	1.8	16.2	16.6	0.9	1.0
<b>Average</b>	<b>110.2</b>	<b>24.1</b>	<b>20.6</b>	<b>14.4</b>	<b>2.6</b>	<b>2.2</b>	<b>16.0</b>	<b>16.3</b>	<b>6.5</b>	<b>7.3</b>
MTC	20.8	23.0	17.9	14.5	2.9	2.5	17.2	18.2	0.8	1.0
SAWAD	3.1	11.6	12.3	11.0	1.9	1.6	16.8	16.0	0.0	0.0
TIDLOR	13.8	17.3	11.3	9.6	1.6	1.5	14.6	15.7	1.8	2.1
<b>Average*</b>	<b>12.5</b>	<b>17.3</b>	<b>13.8</b>	<b>11.7</b>	<b>2.1</b>	<b>1.8</b>	<b>16.2</b>	<b>16.6</b>	<b>0.9</b>	<b>1.0</b>

Sources: Bloomberg Consensus

Note: \* Thanachart estimate – using normalized EPS

Based on 13 December 2024 closing prices

## Muangthai Leasing

## INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Interest Income	19,199	23,500	26,973	31,180	35,401
Interest Expenses	2,813	3,857	5,104	5,767	6,211
<b>Net Interest Income</b>	<b>16,386</b>	<b>19,644</b>	<b>21,869</b>	<b>25,412</b>	<b>29,190</b>
% of total income	95.0%	95.0%	95.5%	96.1%	96.5%
Fee income	792	921	843	843	843
% of total income	4.6%	4.5%	3.7%	3.2%	2.8%
Other income	78	105	190	200	210
% of total income	0.5%	0.5%	0.8%	0.8%	0.7%
<b>Non-interest Income</b>	<b>869</b>	<b>1,026</b>	<b>1,033</b>	<b>1,043</b>	<b>1,053</b>
% of total income	5.0%	5.0%	4.5%	3.9%	3.5%
<b>Total Income</b>	<b>17,255</b>	<b>20,669</b>	<b>22,902</b>	<b>26,455</b>	<b>30,243</b>
Operating Expenses	8,069	9,702	10,700	12,091	13,542
<b>Pre-provisioning Profit</b>	<b>9,187</b>	<b>10,967</b>	<b>12,202</b>	<b>14,364</b>	<b>16,701</b>
Bad debt expenses	2,827	4,841	4,793	5,249	5,362
<b>Pre-tax Profit</b>	<b>6,360</b>	<b>6,126</b>	<b>7,410</b>	<b>9,116</b>	<b>11,339</b>
Income Tax	1,267	1,220	1,482	1,823	2,268
<b>After Tax Profit</b>	<b>5,093</b>	<b>4,906</b>	<b>5,928</b>	<b>7,292</b>	<b>9,071</b>
Equity Income	0	0	0	0	0
Minority Interest	0	0	0	0	0
Extraordinary Items	0	0	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>5,093</b>	<b>4,906</b>	<b>5,928</b>	<b>7,292</b>	<b>9,071</b>
<b>Normalized Profit</b>	<b>5,093</b>	<b>4,906</b>	<b>5,928</b>	<b>7,292</b>	<b>9,071</b>
EPS (Bt)	2.4	2.3	2.8	3.4	4.3
Normalized EPS (Bt)	2.4	2.3	2.8	3.4	4.3

## BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Cash and ST investments	3,213	2,822	2,000	2,000	2,000
Other current assets	424	731	500	553	606
<b>Total current assets</b>	<b>3,637</b>	<b>3,553</b>	<b>2,500</b>	<b>2,553</b>	<b>2,606</b>
Gross loans & accr. interest	120,812	142,720	168,800	195,125	219,556
Provisions	3,686	5,169	6,100	6,885	7,442
<b>Net loans</b>	<b>116,928</b>	<b>138,149</b>	<b>161,800</b>	<b>187,200</b>	<b>210,943</b>
Fixed assets	2,037	2,134	2,279	2,560	2,728
Other assets	5,464	6,320	7,024	7,620	8,208
<b>Total assets</b>	<b>128,066</b>	<b>150,156</b>	<b>173,603</b>	<b>199,933</b>	<b>224,485</b>
Short term borrow ing	31,799	46,699	58,560	59,356	66,892
A/P & notes payables	1,211	1,678	1,668	1,658	1,648
Other current liabilities	2,380	2,705	3,282	3,531	3,773
Long term borrow ing	59,928	63,165	68,959	87,751	96,526
<b>Total borrowings</b>	<b>91,727</b>	<b>109,864</b>	<b>127,520</b>	<b>147,108</b>	<b>163,418</b>
Other L-T liabilities	3,658	3,992	4,190	4,508	4,819
Minority interest	0	0	0	0	0
<b>Shareholders' equity</b>	<b>29,091</b>	<b>31,917</b>	<b>36,943</b>	<b>43,129</b>	<b>50,827</b>
<b>Total Liab. &amp; Equity</b>	<b>128,066</b>	<b>150,156</b>	<b>173,603</b>	<b>199,933</b>	<b>224,485</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Muangthai Leasing

## VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	20.8	21.6	17.9	14.5	11.7
Normalized PE - at target price (x)	22.1	22.9	19.0	15.4	12.4
PE (x)	20.8	21.6	17.9	14.5	11.7
PE - at target price (x)	22.1	22.9	19.0	15.4	12.4
P/PPP (x)	11.5	9.7	8.7	7.4	6.3
P/PPP - at target price (x)	12.2	10.2	9.2	7.8	6.7
P/BV (x)	3.6	3.3	2.9	2.5	2.1
P/BV - at target price (x)	3.9	3.5	3.0	2.6	2.2
Dividend yield (%)	1.9	0.4	0.8	1.0	1.3
Normalized EPS (Bt)	2.4	2.3	2.8	3.4	4.3
EPS (Bt)	2.4	2.3	2.8	3.4	4.3
DPS (Bt)	1.0	0.2	0.4	0.5	0.6
PPP/Share (Bt)	4.3	5.2	5.8	6.8	7.9
BV/share (Bt)	13.7	15.1	17.4	20.3	24.0
P/BV to ROE (x)	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>Growth Rate (%)</b>					
Net interest income (NII)	25.4	19.9	11.3	16.2	14.9
Non-interest income (Non-II)	5.6	18.0	0.7	1.0	1.0
Operating expenses	15.9	20.2	10.3	13.0	12.0
Pre-provisioning profit (PPP)	32.6	19.4	11.3	17.7	16.3
Net profit	3.0	(3.7)	20.8	23.0	24.4
Normalized profit growth	3.0	(3.7)	20.8	23.0	24.4
EPS	3.0	(3.7)	20.8	23.0	24.4
Normalized EPS	3.0	(3.7)	20.8	23.0	24.4
Dividend payout ratio	39.5	9.1	15.0	15.0	15.0
Loan - gross	30.8	18.1	18.3	15.6	12.5
Loan - net	29.9	18.1	17.1	15.7	12.7
Borrowings	150.7	7.0	20.7	15.8	10.0
NPLs	174.8	27.2	9.1	11.6	12.5
Total assets	30.2	17.2	15.6	15.2	12.3
Total equity	17.0	9.7	15.7	16.7	17.8
<b>Operating Ratios (%)</b>					
Net interest margin (NIM)	14.5	14.9	13.5	13.6	13.8
Net interest spread	15.0	14.6	13.7	13.7	13.8
Yield on earnings assets	18.1	17.8	17.3	17.2	17.1
Avg cost of fund	3.5	3.8	4.3	4.2	4.0
NII / operating income	95.0	95.0	95.5	96.1	96.5
Non-II / operating income	5.0	5.0	4.5	3.9	3.5
Fee Income / Opt Income	4.6	4.5	3.7	3.2	2.8
Norm Net Margin	29.5	23.7	25.9	27.6	30.0
Cost-to-income	46.8	46.9	46.7	45.7	44.8
Credit cost - provision exp / loans	2.7	3.7	3.1	2.9	2.6
PPP / total assets	8.1	7.9	7.5	7.7	7.9
PPP / total equity	34.1	36.0	35.4	35.9	35.6
Avg assets/avg equity (leverage)	4.2	4.6	4.7	4.7	4.5
ROA	4.5	3.5	3.7	3.9	4.3
ROE	18.9	16.1	17.2	18.2	19.3

Sources: Company data, Thanachart estimates



**Muangthai Leasing****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	474.0	523.3	512.8	512.0	523.8
Net Loan / Borrow ings	458.8	506.5	491.5	491.2	503.2
Net Loan / Assets	91.3	92.0	93.2	93.6	94.0
Net Loan / Equity	401.9	432.8	438.0	434.1	415.0
S-T / L-T Borrow ings	31.2	46.5	42.4	40.3	40.3
Borrow ings / Liabilities	25.8	23.1	24.1	24.3	24.1
Interest-bearing Debt / Equity	315.3	344.2	345.2	341.1	321.5
Liabilities / Equity	340.2	370.5	369.9	363.6	341.7
Equity/ Gross loans	24.1	22.4	21.9	22.1	23.1
NPLs	3,506.6	4,461.2	4,869.1	5,434.4	6,114.8
NPLs / Total Loans (NPL Ratio)	2.9	3.1	2.9	2.8	2.8
Loan-Loss-Coverage (Provision / NPLs)	105.1	115.9	125.3	126.7	121.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Srisawad Corporation

## INCOME STATEMENT

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

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

## Srisawad Corporation

## VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	14.8	12.7	12.3	11.0	9.3
Normalized PE - at target price (x)	15.6	13.4	13.0	11.6	9.8
PE (x)	14.2	12.7	12.3	11.0	9.3
PE - at target price (x)	14.9	13.4	13.0	11.6	9.8
P/PPP (x)	11.0	7.6	7.4	6.9	6.0
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 (%)	4.4	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	12.8	10.7	11.4	10.2	8.6

## 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

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Srisawad Corporation****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
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

## Ngern Tid Lor

## INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Interest Income	12,532	15,545	18,515	20,279	22,307
Interest Expenses	1,235	1,842	2,424	2,610	2,524
<b>Net Interest Income</b>	<b>11,297</b>	<b>13,703</b>	<b>16,090</b>	<b>17,669</b>	<b>19,783</b>
% of total income	80.5%	80.0%	81.2%	80.9%	81.1%
Fee income	2,710	3,380	3,667	4,107	4,549
% of total income	19.3%	19.7%	18.5%	18.8%	18.6%
Other income	32	47	58	63	68
% of total income	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
<b>Non-interest Income</b>	<b>2,742</b>	<b>3,427</b>	<b>3,725</b>	<b>4,170</b>	<b>4,617</b>
% of total income	19.5%	20.0%	18.8%	19.1%	18.9%
<b>Total Income</b>	<b>14,039</b>	<b>17,130</b>	<b>19,815</b>	<b>21,839</b>	<b>24,399</b>
Operating Expenses	7,923	9,401	10,800	11,880	13,187
<b>Pre-provisioning Profit</b>	<b>6,116</b>	<b>7,729</b>	<b>9,015</b>	<b>9,959</b>	<b>11,212</b>
Bad debt expenses	1,583	2,986	3,611	3,617	3,673
<b>Pre-tax Profit</b>	<b>4,533</b>	<b>4,744</b>	<b>5,404</b>	<b>6,342</b>	<b>7,539</b>
Income Tax	893	953	1,081	1,268	1,508
<b>After Tax Profit</b>	<b>3,640</b>	<b>3,790</b>	<b>4,323</b>	<b>5,074</b>	<b>6,032</b>
Equity Income	0	0	0	0	0
Minority Interest	0	0	0	0	0
Extraordinary Items	0	0	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>3,640</b>	<b>3,790</b>	<b>4,323</b>	<b>5,074</b>	<b>6,032</b>
<b>Normalized Profit</b>	<b>3,640</b>	<b>3,790</b>	<b>4,323</b>	<b>5,074</b>	<b>6,032</b>
EPS (Bt)	1.3	1.3	1.5	1.7	2.1
Normalized EPS (Bt)	1.3	1.3	1.5	1.7	2.1

## BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Cash and ST investments	2,191	1,656	1,500	1,200	1,000
Other current assets	1,092	1,145	1,325	1,430	1,535
<b>Total current assets</b>	<b>3,283</b>	<b>2,800</b>	<b>2,825</b>	<b>2,630</b>	<b>2,535</b>
Gross loans & accr. interest	83,261	98,997	103,700	114,070	125,477
Provisions	3,199	3,981	4,498	4,967	5,433
<b>Net loans</b>	<b>78,067</b>	<b>93,475</b>	<b>101,502</b>	<b>111,633</b>	<b>122,827</b>
Property Foreclosed - net	171	287	315	477	525
Right of use	1,686	1,623	1,502	1,376	1,245
Other assets	1,521	1,963	2,063	2,163	2,263
<b>Total assets</b>	<b>84,727</b>	<b>100,148</b>	<b>108,207</b>	<b>118,279</b>	<b>129,394</b>
Short term borrow ing	19,719	32,369	29,146	29,282	32,710
Other current payables	1,826	1,810	1,828	1,846	1,864
Other current liabilities	1,057	1,067	1,075	1,079	1,083
Long term borrow ing	36,030	35,845	44,000	51,100	55,188
<b>Total borrowings</b>	<b>55,749</b>	<b>68,214</b>	<b>73,146</b>	<b>80,382</b>	<b>87,898</b>
Other L-T liabilities	572	555	1,326	1,237	1,143
Minority interest	0	0	0	0	0
<b>Shareholders' equity</b>	<b>25,422</b>	<b>28,424</b>	<b>30,831</b>	<b>33,735</b>	<b>37,405</b>
<b>Total Liab. &amp; Equity</b>	<b>84,727</b>	<b>100,148</b>	<b>108,207</b>	<b>118,279</b>	<b>129,394</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Ngern Tid Lor

## VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	13.4	12.9	11.3	9.6	8.1
Normalized PE - at target price (x)	17.5	16.9	14.8	12.6	10.6
PE (x)	13.4	12.9	11.3	9.6	8.1
PE - at target price (x)	17.5	16.9	14.8	12.6	10.6
P/PPP (x)	7.9	6.3	5.4	4.9	4.4
P/PPP - at target price (x)	10.4	8.3	7.1	6.4	5.7
P/BV (x)	1.7	1.7	1.6	1.5	1.3
P/BV - at target price (x)	2.2	2.2	2.1	1.9	1.7
Dividend yield (%)	1.7	1.6	1.8	2.1	2.5
Normalized EPS (Bt)	1.3	1.3	1.5	1.7	2.1
EPS (Bt)	1.3	1.3	1.5	1.7	2.1
DPS (Bt)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
PPP/Share (Bt)	2.1	2.7	3.1	3.4	3.8
BV/share (Bt)	10.2	10.1	10.6	11.6	12.8
P/BV to ROE (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>Growth Rate (%)</b>					
Net interest income (NII)	29.8	21.3	17.4	9.8	12.0
Non-interest income (Non-II)	23.4	25.0	8.7	12.0	10.7
Operating expenses	20.8	18.6	14.9	10.0	11.0
Pre-provisioning profit (PPP)	40.0	26.4	16.6	10.5	12.6
Net profit	14.9	4.1	14.1	17.4	18.9
Normalized profit growth	14.9	4.1	14.1	17.4	18.9
EPS	11.0	3.8	13.8	17.3	18.9
Normalized EPS	11.0	3.8	13.8	17.3	18.9
Dividend payout ratio	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
Loan - gross	32.3	18.9	4.8	10.0	10.0
Loan - net	32.7	19.7	8.6	10.0	10.0
Borrowings	35.4	22.4	7.2	9.9	9.4
NPLs	75.5	9.8	41.7	9.0	8.0
Total assets	27.4	18.2	8.0	9.3	9.4
Total equity	13.5	11.8	8.5	9.4	10.9
<b>Operating Ratios (%)</b>					
Net interest margin (NIM)	14.9	15.0	15.4	15.6	16.0
Net interest spread	15.0	14.4	14.8	14.8	15.2
Yield on earnings assets	17.3	17.2	18.0	18.0	18.0
Avg cost of fund	2.5	2.9	3.3	3.3	2.9
NII / operating income	80.5	80.0	81.2	80.9	81.1
Non-II / operating income	19.5	20.0	18.8	19.1	18.9
Fee Income / Opt Income	19.3	19.7	18.5	18.8	18.6
Norm Net Margin	25.9	22.1	21.8	23.2	24.7
Cost-to-income	56.4	54.9	54.5	54.4	54.0
Credit cost - provision exp / loans	2.2	3.3	3.6	3.3	3.0
PPP / total assets	8.1	8.4	8.7	8.8	9.1
PPP / total equity	25.6	28.7	30.4	30.8	31.5
Avg assets/avg equity (leverage)	3.2	3.4	3.5	3.5	3.5
ROA	4.8	4.1	4.1	4.5	4.9
ROE	15.2	14.1	14.6	15.7	17.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Ngern Tid Lor

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>Liquidity and Quality Ratio (%)</b>					
Gross Loan / Borrow ings	149.3	145.1	141.8	141.9	142.8
Net Loan / Borrow ings	140.0	137.0	138.8	138.9	139.7
Net Loan / Assets	92.1	93.3	93.8	94.4	94.9
Net Loan / Equity	307.1	328.9	329.2	330.9	328.4
S-T / L-T Borrow ings	35.4	47.5	39.8	36.4	37.2
Borrow ings / Liabilities	94.0	95.1	94.5	95.1	95.6
Interest-bearing Debt / Equity	226.5	246.4	243.2	243.7	240.0
Liabilities / Equity	233.3	252.3	251.0	250.6	245.9
Equity/ Gross loans	30.5	28.7	29.7	29.6	29.8
NPLs (Bt m)	1,285.2	1,411.5	2,000.0	2,180.0	2,354.4
NPLs / Total Loans (NPL Ratio)	1.5	1.4	1.9	1.9	1.9
Loan-Loss-Coverage (Provision / NPLs)	248.9	282.1	224.9	227.8	230.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

## 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 และบริษัทจัดทำทวีเคาระห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

**หมายเหตุ:** บริษัท ทูชนชาติ 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:** บริษัททูชนชาติ 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 การจัดทำทวีเคาระห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

**หมายเหตุ:** \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทูชนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ 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 การจัดทำทวีเคาระห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

**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 การจัดทำทวีเคาระห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

**หมายเหตุ:**\* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ด้วยสิทธิที่มีลักษณะคล้ายหุ้น (ไม่มีวันครบกำหนดอายุ) ไถ่ถอนเมื่อเลิกบริษัท ซึ่งผู้ออกหุ้นกู้มีสิทธิไถ่ถอนหุ้นก่อนกำหนดและมีสิทธิเลือกรับชำระดอกเบี้ยโดยไม่มีเงื่อนไขใด ๆ ของบริษัท พีทีที โกลบอล เคมิคอล จำกัด (มหาชน) (PTTGC) ครั้งที่ 1/2567" ("หุ้นกู้") ดังนั้น การจัดทำทวีเคาระห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"



## Thanachart Research Team

### หัวหน้าฝ่าย, Strategy

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

### กลยุทธ์การลงทุน

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

### วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ  
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

### สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์  
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

### อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเร็ว

พัทธดนย์ บุณนาค  
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

### อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์  
phannarai.von@thanachartsec.co.th

### ยานยนต์, หินคมข, Property Fund, REITs, บันเทิง

รตา 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 อรุโณทัย  
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

### พลังงาน, วิโทรเคมี

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ  
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

### นักวิเคราะห์, แพลตฟอร์ม

ลาภินี ทิพยมณฑล  
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

### วารากิพย์ รุ่งประดับวงศ์

varathip.run@thanachartsec.co.th

### สุนทร รักษาวัต

sunet.rak@thanachartsec.co.th

### สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี

suksawat.lim@thanachartsec.co.th

### สุจินตนา สถาพร

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