

BUY (Unchanged)

Company Update

TP: Bt 50.00

(Unchanged)

24 JUNE 2025

Upside : 34.2%

Muangthai Capital Pcl (MTC TB)

ประเด็นที่นักลงทุนกังวล

แม้ MTC จะมีกำไรสูงเป็นประวัติการณ์ แต่ MTC underperformed ทั้งกลุ่มฯ และ SET ใน YTD บทวิเคราะห์ฉบับนี้ได้วิเคราะห์ประเด็นที่นักลงทุนกังวล และเราสรุปว่าการถูกลดมูลค่างาน (de-rating) อาจใกล้สิ้นสุดลงแล้ว และกำไรแข็งแกร่งน่าจะช่วยหนุนราคาหุ้นได้ คงคำแนะนำ "ซื้อ"



SARACHADA SORNSONG

662-779-9119

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

การ De-rating ใกล้สิ้นสุด แนะนำ "ซื้อ"

หุ้นในกลุ่มไม่โครไฟแนนซ์ถูกลดมูลค่างาน (de-rating) เนื่องจาก ROE ที่ลดลง การเติบโตของสินเชื่อที่ชะลอตัว และ credit cost ที่แม้จะปรับตัวลดลงจากจุดสูงสุดแล้ว แต่ยังคงอยู่ในระดับที่สูงกว่าช่วง pre-cycle สำหรับ MTC ซึ่งซื้อขายในระดับที่มีพรีเมียม ได้รับผลกระทบมากกว่า TIDLOR แม้มีแพลตฟอร์มที่แข็งแกร่งกว่าและกำไรที่มีเสถียรกว่า เราคาดว่า ROE ของ MTC จะถึงจุดต่ำสุดในปีนี้ และจะทรงตัวในช่วงปีต่อไป แม้ว่าโอกาสปรับตัวขึ้นของ ROE จำกัด ทำให้โอกาสในการกลับสู่ค่าเฉลี่ยดูจะไม่มากนัก — แต่การถูกลดมูลค่างานเพิ่มเติมจะมีความเสี่ยงน้อยเช่นกัน ทำให้ที่ยังคงทำสถิติสูงต่อเนื่องน่าจะเป็นปัจจัยหนุนราคาหุ้นในระยะสั้น

ประโยชน์จากการลดดอกเบี้ยยังไม่ชัดเจน

แม้จะมีแนวโน้มที่อัตราดอกเบี้ยนโยบายจะถูกปรับลดลงมากกว่าที่เราคาดไว้ในตอนแรก แต่ MTC ยังไม่ได้รับประโยชน์อย่างมีนัยสำคัญจากต้นทุนทางการเงินที่ลดลง สาเหตุหลักมาจาก จังหวะเวลาไม่สอดคล้องกัน — หุ้นกู้ที่ครบกำหนดในปัจจุบันยังมีอัตราดอกเบี้ยต่ำกว่าหุ้นกู้ที่ออกใหม่ อีกทั้งบริษัท ยังมีนโยบายขยายอายุหุ้นกู้เพื่อให้กำหนดการต่ออายุหุ้นกู้เป็นไปอย่างราบรื่น และรักษาความสามารถในการปล่อยสินเชื่อให้เพียงพอ แม้การขยายเวลาของภาระหนี้จะเป็นแรงกดดันในระยะสั้น แต่เรามองว่าเป็นก้าวที่รอบคอบในการลดความเสี่ยงด้านการจัดหาเงินทุน และช่วยหนุนการเติบโตของสินเชื่อในระดับเลขสองหลักจนถึงกลางได้อย่างยั่งยืนในระยะกลาง เราคาดว่าต้นทุนทางการเงินจะปรับขึ้นเล็กน้อยจาก 4.4% ในปี 2024 เป็น 4.5% ในปี 2025F ก่อนจะลดลงมาอยู่ที่ 4.2% ในปี 2026F

การกลับมาของความกังวลด้านคุณภาพสินทรัพย์

การลดลงของนักท่องเที่ยวจีน ความเสี่ยงจากภาษีของทรัมป์ที่ยังไม่ได้ข้อสรุป และความไม่แน่นอนทางการเมืองล่าสุด ได้จุดชนวนความกังวลเกี่ยวกับการฟื้นตัวของคุณภาพสินทรัพย์ของ MTC อีกครั้ง แม้ภาพรวมเศรษฐกิจจะอ่อนแอลงอย่างชัดเจน แต่เราเชื่อว่าการเปลี่ยนกลยุทธ์ของ MTC ไปสู่สินเชื่อที่มีหลักประกันและการยกระดับการควบคุมภายใน มีบทบาทสำคัญยิ่งกว่าต่อการพัฒนาคุณภาพสินทรัพย์ ซึ่งความแข็งแกร่งนี้สะท้อนให้เห็นจากคุณภาพสินเชื่อที่ดีขึ้น ในขณะที่ อัตราส่วน loan-loss coverage ที่เพิ่มขึ้นจาก 105% ในช่วงวิกฤตปี 2022 สู่ 135% ในปี 2024 และ 145% ใน 1Q25 ช่วยเป็นกันชนรับมือความเสี่ยงจากเศรษฐกิจถดถอย

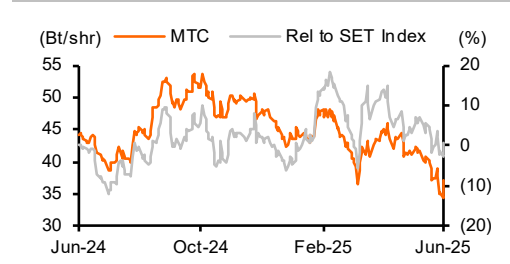
ความกังวลเกี่ยวกับกฎระเบียบ

การโอนอำนาจการกำกับดูแลธุรกิจเช่าซื้อและลีสซิ่งไปให้รพท. นั้นมีความเสี่ยงเพียงเล็กน้อยต่อ MTC เนื่องจากบริษัท มีสัดส่วนสินเชื่อเช่าซื้อจักรยานยนต์ใหม่เพียง 2.3% ของสินเชื่อรวม ขณะที่หนี้ครัวเรือนสูงยังคงเป็นประเด็นระดับชาติ และอัตราดอกเบี้ยมีแนวโน้มลดลง จึงเกิดคำถามเกี่ยวกับโอกาสในการปรับลดเพดานอัตราดอกเบี้ยสินเชื่อจำนำทะเบียนรถยนต์จากปัจจุบันที่ 24% ซึ่งเคยถูกปรับลดจาก 28% เมื่อต้นปี 2019 ลงมาอยู่ที่ระดับปัจจุบันในปี 2020 เมื่ออัตราดอกเบี้ยนโยบายต่ำสุดที่ 0.5% และยังไม่มีการปรับเพิ่มตั้งแต่นั้นมา เราเชื่อว่าการปรับลดเพดานดอกเบี้ยลงอีกนั้นไม่จำเป็น เนื่องจากสมดุลระหว่างความเสี่ยงและผลตอบแทนของสินเชื่อต้องลดลงแล้ว อีกทั้งอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยจากการปล่อยกู้ของ MTC ยังต่ำกว่าเพดานดังกล่าวอย่างมีนัยสำคัญอยู่แล้วที่ราว 18%

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Pre Provision Profit	11,970	13,157	14,810	16,555
Net profit	5,867	6,670	7,755	8,901
Consensus NP	—	6,845	7,942	9,158
Diff frm cons (%)	—	(2.6)	(2.4)	(2.8)
Norm profit	5,867	6,670	7,755	8,901
Prev. Norm profit	—	6,670	7,755	8,901
Chg frm prev (%)	—	0.0	0.0	0.0
Norm EPS (Bt)	2.8	3.1	3.7	4.2
Norm EPS grw (%)	19.6	13.7	16.3	14.8
Norm PE (x)	13.5	11.8	10.2	8.9
P/BV (x)	2.1	1.8	1.6	1.4
Div yield (%)	0.7	0.8	0.9	1.0
ROE (%)	17.0	16.7	16.7	16.5
ROA (%)	3.7	3.7	3.9	4.1

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 24-Jun-25 (Bt)	37.25
Market Cap (US\$ m)	2,417.4
Listed Shares (m shares)	2,120.0
Free Float (%)	32.2
Avg Daily Turnover (US\$ m)	8.5
12M Price H/L (Bt)	53.75/34.50
Sector	Finance
Major Shareholder	Petaumpai Family 67.45%

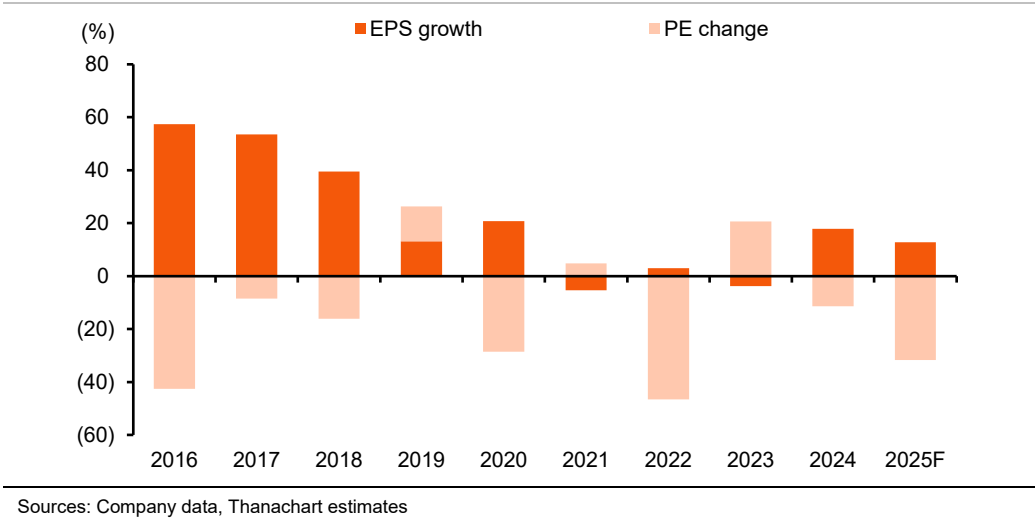
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P6

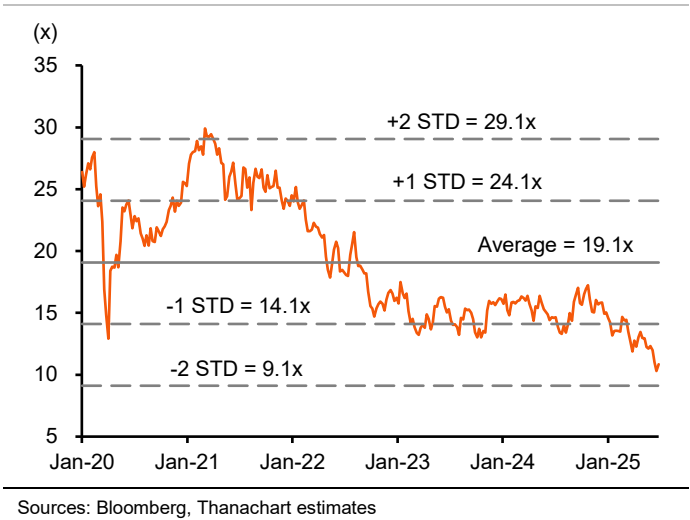
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

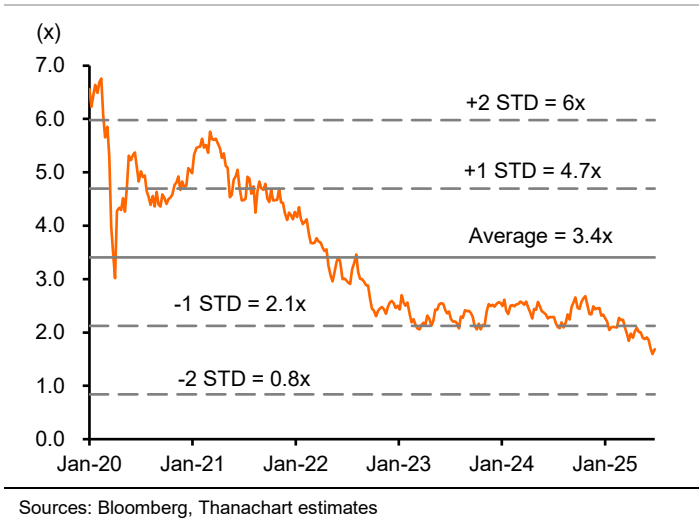
Ex 1: Share Price Drivers



Ex 2: STD PE



Ex 3: STD P/BV



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

(Bt m)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	Terminal value
Dividend of common shares	600	698	801	2,078	3,528	6,764	7,224	7,717	13,119	14,748	18,323	14,748
Dividend payment	600	698	801	2,078	3,528	6,764	7,224	7,717	13,119	14,748	18,323	195,364
PV of dividend	600	580	607	1,435	2,220	3,880	3,778	3,677	5,699	5,840	6,615	70,526
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.9											
WACC (%)	9.7											
Cost of equity	9.7											
Terminal growth (%)	2.0											
Equity value	105,458											
No. of shares (m)	2,120											
Equity value / share (Bt)	50.00											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 5: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		— ROE —		— Div. yield —	
			25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
Afterpay Ltd	APT AU	Australia	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Finvolution Group	FINV US	China	na	14.3	0.8	0.7	0.1	0.1	18.8	18.5	27.5	29.8
Mahindra & Mahindra Fin Secs	MMFS IN	India	17.5	8.0	12.8	11.9	1.5	1.5	11.7	11.7	2.5	2.6
Bajaj Finance Ltd	BAF IN	India	897.5	na	3.4	27.2	0.6	5.1	19.5	19.9	4.2	4.5
Manappuram Finance Ltd	MGFL IN	India	41.7	14.6	13.3	11.6	1.8	1.6	14.3	15.0	1.3	1.6
GMO Payment Gateway Inc.	3769 JP	Japan	6.1	23.6	35.7	28.9	6.1	5.3	18.3	20.2	1.4	1.7
Infomart Corp.	2492 JP	Japan	150.6	81.8	59.6	32.8	8.8	7.6	15.0	24.9	1.1	1.4
Ally Financial Inc	ALLY US	US	85.3	59.9	11.0	6.9	0.9	0.8	6.8	12.0	3.3	3.4
World Acceptance Corp	WRLD US	US	(15.3)	(1.5)	11.2	11.3	1.9	1.6	17.1	13.9	na	na
Navient Corp	NAVI US	US	(9.9)	22.1	12.6	10.3	0.5	0.5	4.1	4.9	4.7	4.7
SLM Corp	SLM US	US	13.8	11.6	10.2	9.1	2.9	2.5	29.5	28.5	1.6	1.8
Amanah Leasing	AMANAH TB	Thailand	na	66.7	8.8	5.3	0.5	0.5	5.6	9.3	5.1	6.3
Asia Sermkij Leasing *	ASK TB	Thailand	(51.8)	174.1	21.5	7.8	0.3	0.3	1.5	4.2	2.3	6.4
Bangkok Commercial Asset Mgt.	BAM TB	Thailand	3.5	9.7	12.8	11.6	0.5	0.5	3.7	4.0	5.5	6.0
Chayo Group	CHAYO TB	Thailand	59.5	6.1	4.1	3.9	0.3	0.3	7.4	7.7	2.2	2.2
JMT Network Services *	JMT TB	Thailand	11.2	7.9	6.9	6.4	0.5	0.4	6.6	6.9	8.6	9.3
Krungthai Card *	KTC TB	Thailand	2.6	4.9	8.4	8.1	1.5	1.3	18.2	17.3	5.5	5.9
Muangthai Capital *	MTC TB	Thailand	13.7	16.3	11.8	10.2	1.8	1.6	16.7	16.7	0.8	0.9
Saksiam Leasing *	SAK TB	Thailand	13.4	11.5	8.0	7.1	1.1	1.0	14.5	14.9	5.7	6.3
Srisawad Corporation *	SAWAD TB	Thailand	(6.7)	12.7	5.8	5.2	0.7	0.7	13.4	13.6	6.9	3.9
Ratchthani Leasing *	THANI TB	Thailand	(18.6)	17.2	14.1	12.0	0.7	0.7	4.9	5.6	3.9	4.6
Tidlор Holdings *	TIDLOR TB	Thailand	8.1	12.9	9.2	8.2	1.3	1.2	14.6	15.6	3.2	3.7
Average			64.3	28.7	13.4	11.3	1.6	1.7	12.5	13.6	4.9	5.3

Source: Bloomberg
Note: * Thanachart estimates using normalized EPS growth
Based on 24 June 2025 closing price

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

บริษัท ทุนธชาติ จำกัด (มหาชน) (TCAP) ถือหุ้น 89.97% 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 เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (MTC) ก่อนหน้านี้ใช้ชื่อ ดี เอส ลิซซิ่ง ก่อตั้งโดยนาย ชูชาติเพ็ชรอำไพ และนาง ดาวนภา เพ็ชรอำไพ ในปี 1992 บริษัทเริ่มจากการธุรกิจเช่าซื้อรถจักรยานยนต์ในภาคเหนือของประเทศไทย และได้ขยายเข้าสู่ธุรกิจ micro-financing เพื่อเพิ่มทางเลือกให้กับลูกค้า ต่อมาในปี 1998 MTC กลายเป็นบริษัท micro-finance เต็มตัว โดยทำหน้าที่เป็นผู้ปล่อยสินเชื่อเพื่อการพาณิชย์โดยเป็นสินเชื่อประเภท มีรถหรือจักรยานยนต์เป็นหลักทรัพย์สินค้ำประกันบวกกับสินเชื่อส่วนบุคคล ที่ไม่มีหลักทรัพย์สินค้ำประกัน MTC มุ่งเน้นที่สินเชื่อที่มีจักรยานยนต์เป็นหลัก

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

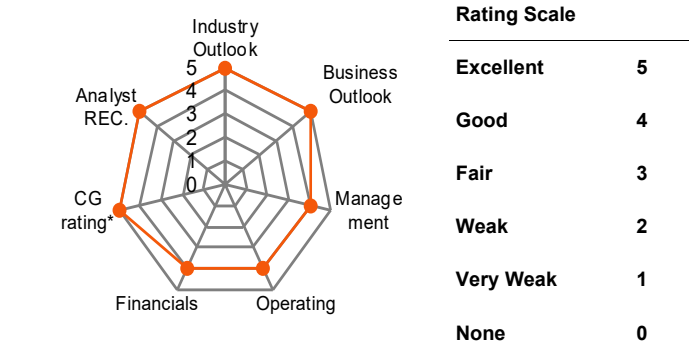
S — Strength

- มีขนาดใหญ่
- ชื่อเสียงของบริษัทเป็นที่รู้จักอย่างกว้างขวาง
- ความเชี่ยวชาญและประสบการณ์ในการดำเนินธุรกิจ
- มีเครือข่ายสาขาครอบคลุม

O — Opportunity

- ผลิตภัณฑ์กู้ยืมใหม่
- การเปลี่ยนผ่านสู่ระบบดิจิทัล

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG Rating

W — Weakness

- ใช้วงเงินสินเชื่อหมุนเวียน
- ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่ค่อนข้างสูงเนื่องจากขนาดของสินเชื่อที่เล็กกว่า

T — Threat

- หนี้สินครัวเรือนที่สูงและมีผู้กู้ยืมที่เงินจืดมากขึ้น
- ราคาขายต่อของรถยนต์ที่ลดลงอย่างรวดเร็ว
- การเปลี่ยนแปลงกฎเกณฑ์ และข้อระเบียบต่างๆ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	52.43	50.00	-5%
Net profit 25F (Bt m)	6,845	6,670	-3%
Net profit 26F (Bt m)	7,942	7,755	-2%
Consensus REC	BUY: 20	HOLD: 4	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- เราเชื่อว่าเราให้ความระมัดระวังมากกว่ากลุ่มนักวิเคราะห์ของ Bloomberg ในเรื่องอัตราดอกเบี้ยของต้นทุนทางการเงิน และ credit cost
- ดังนั้น ประเมินการกำไรและราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่า

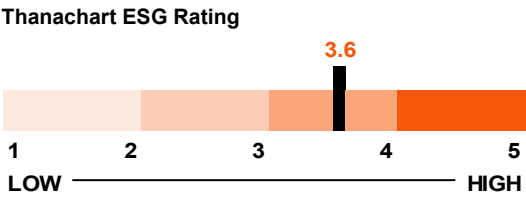
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หาก MTC ไม่สามารถเพิ่มคุณภาพสินทรัพย์อย่างที่เราคาด จะเป็น ความเสี่ยงที่สำคัญต่อประมาณการกำไร และคำแนะนำ “ซื้อ” ของเรา
- การเพิ่มขึ้นของอัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ของ MTC และต้นทุนทางการเงิน จะเป็นความเสี่ยงด้านลบต่อการคาดการณ์กำไร และราคาเป้าหมายของเรา

Source: Thanachart

MTC เป็นธุรกิจไมโครไฟแนนซ์ที่ใหญ่ที่สุด โดยมียอดสินเชื่อคงค้างกว่า 1 แสนลบ. บริษัท ได้รับการจดทะเบียนใน MSCI ESG พร้อมกับได้รับการจัดอันดับที่ AA โดย MTC ตระหนักถึงความสำคัญของการพัฒนาองค์กรที่ยั่งยืน ซึ่งหมายถึงการดำเนินงานภายใต้การกำกับดูแลที่ดีและการมีส่วนร่วมกับชุมชนอย่างยั่งยืน เราประเมินคะแนน ESG ที่ 3.62



	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)
MTC	YES	AAA	-	AA	46.34	61.72	51.00	-	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) <ul style="list-style-type: none">นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อมการบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้าการบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจกการบริหารจัดการน้ำการบริหารจัดการของเสีย	<ul style="list-style-type: none">บริษัท มุ่งมั่นที่จะขับเคลื่อนการดำเนินธุรกิจด้วยความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อม โดยการแก้ไขปัญหการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศ บริษัท ได้ตั้งเป้าหมายในการเป็นกลางทางคาร์บอนภายในปี 2030 และการบรรลุการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ (net-zero emissions) ภายในปี 2050เป้าหมายเหล่านี้สอดคล้องกับกฎระเบียบที่กำหนดให้แต่ละภาคส่วนมีส่วนร่วมในโครงการต่างๆ ตามข้อตกลงจากการประชุมรัฐภาคีกรอบอนุสัญญาสหประชาชาติว่าด้วยการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศ ครั้งที่ 28 (COP28)เพื่อการพัฒนาอย่างต่อเนื่อง บริษัท ได้ตั้งเป้าหมายและมีแผนปฏิบัติการดังนี้: ติดตั้งแผงโซลาร์เซลล์ผลิตไฟฟ้า 100,000 MWh, การเปลี่ยนเครื่องปรับอากาศในสาขาต่างๆ เป็นเครื่องปรับอากาศแบบอินเวอร์เตอร์, และการเปลี่ยนไปใช้รถยนต์ไฟฟ้า (EV)
ด้านสังคม (SOCIAL) <ul style="list-style-type: none">การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชนการดูแลพนักงานสุขอนามัยและความปลอดภัยความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	<ul style="list-style-type: none">บริษัท ตระหนักถึงความสำคัญของการพัฒนาเด็กปฐมวัย และมุ่งหวังที่จะมีส่วนร่วมโดยเฉพาะสำหรับเด็กอายุ 0-6 ปี ดังนั้นบริษัท จึงได้เริ่มโครงการสร้างศูนย์พัฒนาเด็กปฐมวัย ซึ่งเปรียบเสมือนโรงเรียนแห่งที่สองสำหรับเด็ก โดยให้การดูแลและการศึกษาภายใต้ชื่อ "New Home for Chance" โดยบริษัท ได้ดำเนินการสร้างศูนย์พัฒนาเด็กปฐมวัยไปแล้ว 28 แห่งจนถึงปัจจุบันพนักงานจากทุกสาขาทั่วประเทศได้รับเชิญให้บริจาคเลือดภายใต้แนวคิด "Blood For Chance"บริษัท ยังได้ร่วมมือกับสมาชิกของสมาคมการค้าผู้ประกอบการสินเชื่อทะเบียนรถ - VTLA เพื่อจัดกิจกรรมที่มุ่งเสริมสร้างความรู้ทางการเงินให้กับประชาชน โดยได้เริ่มโครงการ "Money Matters, Sustainable Happiness" ภายใต้หลักสูตร "Debt Relief, Happy Life"
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) <ul style="list-style-type: none">โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัทจริยธรรมและความโปร่งใสความยั่งยืนของธุรกิจการบริหารความเสี่ยงนวัตกรรม	<ul style="list-style-type: none">มีกรรมการจำนวน 7 คน แบ่งเป็นชาย 4 คน และหญิง 3 คน โดย 57% เป็นกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหารและกรรมการอิสระBOD ของ MTC ยังกำหนดเป้าหมายด้านความยั่งยืนเพื่อให้ครอบคลุม ESG ทั้งสามมิติบริษัท ได้แต่งตั้งฝ่ายบริหารความเสี่ยง และฝ่ายกฎหมาย เพื่อบริหารจัดการความเสี่ยง ซึ่งรวมถึงการจัดการความเสี่ยงทางกฎหมายอย่างใกล้ชิด คณะกรรมการบริษัทได้อนุมัติให้จัดตั้ง "ฝ่ายกำกับดูแลกิจการ" ซึ่งมีหน้าที่กำกับดูแลและติดตามการปฏิบัติงานให้เป็นไปตามกรอบของกฎ หลักเกณฑ์ และกฎหมายที่เกี่ยวข้องในปี 2019 ฝ่ายบริหารความเสี่ยงและกฎหมาย ฝ่ายกำกับดูแล และแผนกตรวจสอบภายใน ต้องทำงานด้วยความโปร่งใสและรายงานต่อผู้บริหาร คณะกรรมการบริหารความเสี่ยง และคณะกรรมการตรวจสอบอย่างสม่ำเสมอมีการสร้างช่องทางทางแจ้งเบาะแสเพื่อเป็นมาตรการในการป้องกันและตรวจจับการโจมตีทางไซเบอร์และสามารถป้องกันอาชญากรรมได้ทันทั่วทั้ง

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

Driven by loan volume growth and the declining credit cost trend

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Interest Income	23,500	26,956	29,876	32,684	35,857
Interest Expenses	3,857	5,142	5,894	6,004	6,166
Net Interest Income	19,644	21,814	23,982	26,679	29,690
% of total income	95.0%	95.8%	96.6%	96.9%	97.2%
Fee income	921	781	650	657	663
% of total income	4.5%	3.4%	2.6%	2.4%	2.2%
Other income	105	165	200	200	200
% of total income	0.5%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%
Non-interest Income	1,026	946	850	857	863
% of total income	5.0%	4.2%	3.4%	3.1%	2.8%
Total Income	20,669	22,760	24,832	27,536	30,554
Operating Expenses	9,702	10,790	11,675	12,726	13,998
Pre-provisioning Profit	10,967	11,970	13,157	14,810	16,555
Bad debt expenses	4,841	4,642	4,827	5,125	5,438
Pre-tax Profit	6,126	7,328	8,330	9,686	11,118
Income Tax	1,220	1,461	1,661	1,931	2,216
After Tax Profit	4,906	5,867	6,670	7,755	8,901
Equity Income	0	0	0	0	0
Minority Interest	0	0	0	0	0
Extraordinary Items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	4,906	5,867	6,670	7,755	8,901
Normalized Profit	4,906	5,867	6,670	7,755	8,901
EPS (Bt)	2.3	2.8	3.1	3.7	4.2
Normalized EPS (Bt)	2.3	2.8	3.1	3.7	4.2

BALANCE SHEET

Slower asset growth but with improving quality

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Cash and ST investments	2,822	3,126	2,000	2,000	2,000
Other current assets	731	529	600	700	800
Total current assets	3,553	3,655	2,600	2,700	2,800
Gross loans & accr. interest	142,720	163,105	181,799	200,464	220,764
Provisions	5,169	6,112	7,328	8,471	9,525
Net loans	138,149	158,130	173,204	190,595	209,700
Fixed assets	2,150	2,173	7,122	7,379	7,689
Other assets	6,304	6,887	7,586	8,176	8,760
Total assets	150,156	170,846	190,511	208,850	228,949
Short term borrow ing	46,699	54,776	35,063	35,456	35,911
A/P & notes payables	1,678	2,112	2,412	2,712	3,012
Other current liabilities	2,212	2,500	2,826	2,872	2,553
Long term borrow ing	63,165	69,547	102,570	112,827	124,110
Total borrowings	109,864	124,323	137,633	148,284	160,021
Other L-T liabilities	3,992	4,351	4,657	4,982	5,301
Minority interest	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	31,917	36,953	42,983	50,001	58,061
Total Liab. & Equity	150,156	170,846	190,511	208,850	228,949

Sources: Company data, Thanachart estimates

VALUATION

Valuation premium looks justified to us

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	16.1	13.5	11.8	10.2	8.9
Normalized PE - at target price (x)	21.6	18.1	15.9	13.7	11.9
PE (x)	16.1	13.5	11.8	10.2	8.9
PE - at target price (x)	21.6	18.1	15.9	13.7	11.9
P/PPP (x)	7.2	6.6	6.0	5.3	4.8
P/PPP - at target price (x)	9.7	8.9	8.1	7.2	6.4
P/BV (x)	2.5	2.1	1.8	1.6	1.4
P/BV - at target price (x)	3.3	2.9	2.5	2.1	1.8
Dividend yield (%)	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0
Normalized EPS (Bt)	2.3	2.8	3.1	3.7	4.2
EPS (Bt)	2.3	2.8	3.1	3.7	4.2
DPS (Bt)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4
PPP/Share (Bt)	5.2	5.6	6.2	7.0	7.8
BV/share (Bt)	15.1	17.4	20.3	23.6	27.4
P/BV to ROE (x)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1

FINANCIAL RATIOS

We expect funding costs to peak in 2025F

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate (%)					
Net interest income (NII)	19.9	11.1	9.9	11.2	11.3
Non-interest income (Non-II)	18.0	(7.8)	(10.2)	0.8	0.8
Operating expenses	20.2	11.2	8.2	9.0	10.0
Pre-provisioning profit (PPP)	19.4	9.1	9.9	12.6	11.8
Net profit	(3.7)	19.6	13.7	16.3	14.8
Normalized profit growth	(3.7)	19.6	13.7	16.3	14.8
EPS	(3.7)	19.6	13.7	16.3	14.8
Normalized EPS	(3.7)	19.6	13.7	16.3	14.8
Dividend payout ratio	9.1	9.0	9.0	9.0	9.0
Loan - gross	18.1	14.3	11.5	10.3	10.1
Loan - net	18.1	14.5	9.5	10.0	10.0
Borrowings	7.0	(22.4)	65.6	6.5	7.1
NPLs	27.2	1.3	7.9	6.2	5.9
Total assets	17.2	13.8	11.5	9.6	9.6
Total equity	9.7	15.8	16.3	16.3	16.1
Operating Ratios (%)					
Net interest margin (NIM)	14.1	14.3	13.3	13.4	13.6
Net interest spread	14.6	13.8	13.5	13.8	13.9
Yield on earnings assets	17.8	17.5	17.3	17.2	17.1
Avg cost of fund	3.8	4.4	4.5	4.2	4.0
NII / operating income	95.0	95.8	96.6	96.9	97.2
Non-II / operating income	5.0	4.2	3.4	3.1	2.8
Fee Income / Opt Income	4.5	3.4	2.6	2.4	2.2
Norm Net Margin	23.7	25.8	26.9	28.2	29.1
Cost-to-income	46.9	47.4	47.0	46.2	45.8
Credit cost - provision exp / loans	3.7	3.0	2.8	2.7	2.6
PPP / total assets	7.9	7.5	7.3	7.4	7.6
PPP / total equity	36.0	34.8	32.9	31.9	30.6
Avg assets/avg equity (leverage)	4.6	4.7	4.5	4.3	4.1
ROA	3.5	3.7	3.7	3.9	4.1
ROE	16.1	17.0	16.7	16.7	16.5

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

Healthy balance sheet

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Liquidity and Quality Ratio (%)					
Gross Loan / Borrow ings	129.9	131.2	132.1	135.2	138.0
Net Loan / Borrow ings	125.7	127.2	125.8	128.5	131.0
Net Loan / Assets	92.0	92.6	90.9	91.3	91.6
Net Loan / Equity	432.8	427.9	403.0	381.2	361.2
S-T / L-T Borrow ings	11.6	7.0	4.4	3.7	3.1
Borrow ings / Liabilities	92.9	92.9	93.3	93.3	93.6
Interest-bearing Debt / Equity	344.2	336.4	320.2	296.6	275.6
Liabilities / Equity	370.5	362.3	343.2	317.7	294.3
Equity/ Gross loans	22.4	22.7	23.6	24.9	26.3
NPLs	4,461.2	4,517.4	4,874.4	5,175.7	5,480.6
NPLs / Total Loans (NPL Ratio)	3.1	2.8	2.7	2.6	2.5
Loan-Loss-Coverage (Provision / NPLs)	115.9	135.3	150.3	163.7	173.8

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 redisseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

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

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

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

S&P Global Market Intelligence

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

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

Moody's ESG Solutions

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Refinitiv ESG

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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:

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TCAP) ถือหุ้น 89.97% ในบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP ยังเป็นผู้ถือหุ้น 100% ในบริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดย TCAP และ Thanachart SPV1 Co. Ltd ถือหุ้นรวมกันทั้งทางตรงและทางอ้อมใน บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) อยู่ในสัดส่วนร้อยละ 60

หมายเหตุ: บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.97 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.42 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ 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 บ้านปู จำกัด (มหาชน) (BANPU) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2573, 2575, 2578" ("หุ้นกู้ชุดที่ 1-3") ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ ของบริษัท เมืองไทยแคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (MTC) ครั้งที่ 3/2568 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2572, 2573, 2575 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy พิมพ์ภา นิการุณ, 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, เติบเรอ พัทธดนย์ บุณนาค pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ phannarai.von@thanachartsec.co.th
ยานยนต์, หินคม, Property Fund, REITs, บันทึ รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ 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, แพล 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

มณฤดี เพชรแสงใสกุล monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต sunset.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราชญ์ 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