

Thailand Bank Sector

ผลตอบแทนมั่นคงในช่วง NIM ขาลง

Sector Valuation			Current	Target	Norm EPS grw		— Norm PE —		— P/BV —		— Div yield —	
Company	BBG Code	Rec.	price (Bt)	price (Bt)	2025F (%)	2026F (%)	2025F (x)	2026F (x)	2025F (x)	2026F (x)	2025F (%)	2026F (%)
Bangkok Bank	BBL TB	SELL	149.00	133.00	1.0	(7.0)	6.2	6.7	0.5	0.5	5.7	5.7
KASIKORNBANK	KBANK TB	BUY	167.50	190.00	0.4	(2.9)	8.1	8.4	0.7	0.6	7.2	7.2
Kiatnakin Bank	KKP TB	BUY	59.00	67.00	3.2	9.0	9.6	8.8	0.8	0.7	7.2	7.8
Krung Thai Bank	KTB TB	BUY	26.25	31.00	8.2	(10.9)	7.7	8.7	0.8	0.8	6.5	5.8
SCB X	SCB TB	HOLD	127.00	135.00	7.2	(4.2)	9.1	9.5	0.9	0.8	8.8	8.4
Tisco Fin. Group	TISCO TB	HOLD	99.50	102.00	(5.7)	0.1	12.2	12.2	1.8	1.8	7.8	7.8

Source: Thanachart estimates, note: based on 11 September 2025 closing prices

เราให้น้ำหนักลงทุนกลุ่มธนาคารเป็น **"NEUTRAL"** ด้วยคาดว่าอัตราผลตอบแทนปันผลจะถูกบริหารจัดการให้อยู่ในระดับที่ทรงตัว ผ่านกำไรจากการลงทุนและการเพิ่มอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก ทำให้การลดลงของ NIM KTB เป็นหุ้น Top Pick ของเรา ตามด้วย KBANK และ KKP

อัตราผลตอบแทนปันผลมั่นคง; "NEUTRAL"

บทวิเคราะห์นี้เป็นการโอนการวิเคราะห์กลุ่มธนาคารไปยังนักวิเคราะห์ท่านใหม่ โดยยังคงให้น้ำหนักการลงทุนกลุ่มฯ เป็น **"NEUTRAL"** เนื่องจาก 1) เราคาดว่าธนาคารจะสามารถรักษาระดับอัตราผลตอบแทนปันผลที่น่าสนใจที่ 6-9% ในปี 2025-26F แม้ NIM จะลดลง 2) มีปัจจัยหนุนที่ช่วยลดผลกระทบจาก NIM ได้แก่ กำไรจากการลงทุนทั้งจากพันธบัตร และการถือหุ้นในบมจ.การบินไทย (THAI) โอกาสในการเพิ่มอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก และการควบคุมต้นทุน และ 3) เราคาดว่า P/BV ของกลุ่มธนาคารที่ 0.6 เท่า เทียบกับ ROE ที่ 8.3% ในปี 2026F ยังถือว่าไม่แพง

มีเบาะรองรับกำไร 3-18% ก่อน yield ถูกปรับลดลง

เราทำการทดสอบ stress test เพื่อประเมินว่ากำไรของแต่ละธนาคารสามารถลดลงได้สูงสุดเท่าไรก่อนที่พวกเขาจะต้องปรับเงินปันผลจ่ายปี 2025 ลงให้ต่ำกว่าระดับปี 2024 ผลการทดสอบแสดงให้เห็นว่า (Exhibit 9, 13-14) ทุกธนาคารยังสามารถรักษาเงินปันผลจ่ายปี 2025-26F ให้อยู่ใกล้เคียงกับปี 2024 ได้ โดย KTB สามารถต้านทานการลดลงได้สูงสุดถึง 18% จากประมาณการกำไรของเรา BBL และ SCB อยู่ที่ 13%, KBANK อยู่ที่ 10%, KKP อยู่ที่ 8% และ TISCO อยู่ที่ 3%

ปัจจัยด้านผลกระทบจาก NIM ที่ลดลง

อัตราดอกเบี้ยนโยบายถูกปรับลดลงแล้ว 4 ครั้ง จากระดับสูงสุดที่ 2.50% ในเดือนก.ย. 2024 เหลือ 1.50% ในเดือนส.ค. 2025 และเราคาดว่าจะมีการปรับลดอีก 2 ครั้งเหลือ 1.00% ใน 1Q26F หากไม่มีมาตรการบรรเทาผลกระทบ อาจทำให้กำไรสุทธิของกลุ่มฯ ในปี 2026F มี downside 13% จากประมาณการ อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าธนาคารจะสามารถจัดการผลกระทบจากอัตราดอกเบี้ยขาลงได้ผ่าน 3 ปัจจัย ได้แก่: 1) ปัจจัยหนุน NIM ผ่านการบริหาร loan-to-deposit ratio, การลดสภาพคล่องส่วนเกิน และการปรับลดดอกเบี้ยเงินฝากประจำ (KBANK มีช่องในการจัดการ) 2) กำไรจากการลงทุน ทั้งจากพันธบัตรและการถือหุ้นใน THAI (KTB มีโอกาส) และ 3) การควบคุมต้นทุน (SCB ที่มีผลงานดีต่อเนื่อง) ดังนั้น เราจึงคาดว่ากำไรสุทธิของกลุ่มธนาคารในปี 2026F จะลดลงเพียง 6% y-y

KTB เป็น Top Pick ในกลุ่มฯ

เราชอบ KTB มากที่สุดในกลุ่มฯ จากการมีศักยภาพและกลไกในการบริหารจัดการเพื่อรักษาผลตอบแทนปันผลให้อยู่ในระดับสูง เราปรับคำแนะนำ KBANK เป็น "ซื้อ" (จาก ถือ) ด้วยมีนโยบายเพิ่มอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก และคุณภาพสินทรัพย์ที่มีเสถียรภาพ KKP โดดเด่นในกลุ่มธนาคารขนาดเล็กจากความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์ที่เริ่มลดลง เรายังคงคำแนะนำ "ถือ" SCB และ TISCO ด้วยให้ yield สูงแต่มูลค่าแพง และปรับลดคำแนะนำ BBL เป็น "ขาย" (จาก ซื้อ) ด้วยเผชิญแรงกดดันจาก NIM มากกว่าคู่แข่ง และไม่มีแผนเพิ่มอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก ดูประมาณกำไรใหม่ใน Exhibit 31 และราคาเป้าหมายปีฐานใหม่ปี 2026F ใน Exhibit 30

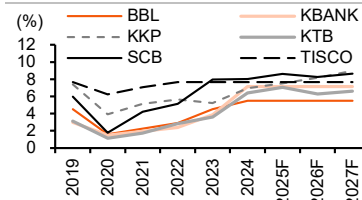


RAWISARA SUWANUMPHAI

662-779-9119

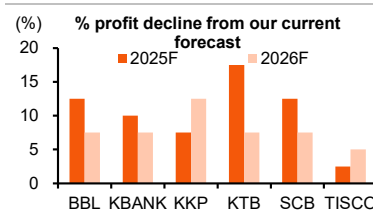
rawisara.suw@thanachartsec.co.th

Dividend Yields Remain Appealing



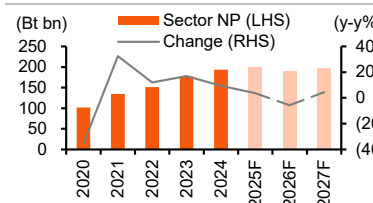
Sources: Company data, Thanachart estimates

Earnings Buffer Supports 2024 DPS



Sources: Company data, Thanachart estimates

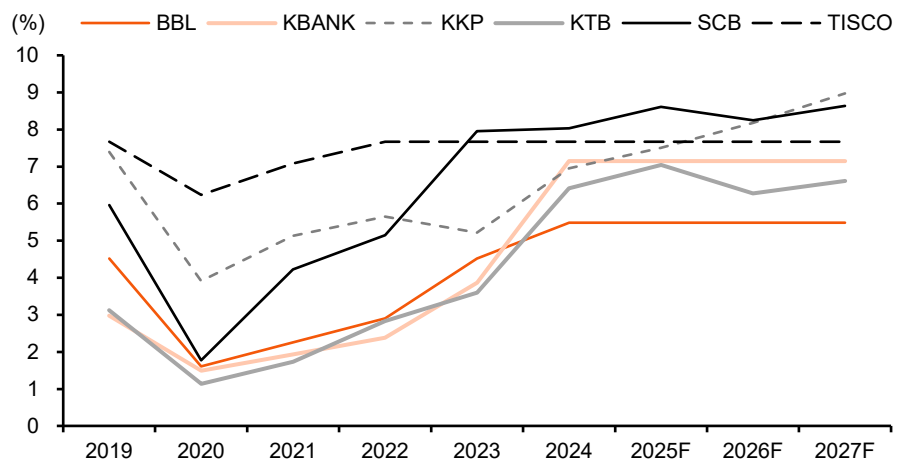
Aggregate Net Profit Growth



Sources: Company data, Thanachart estimates

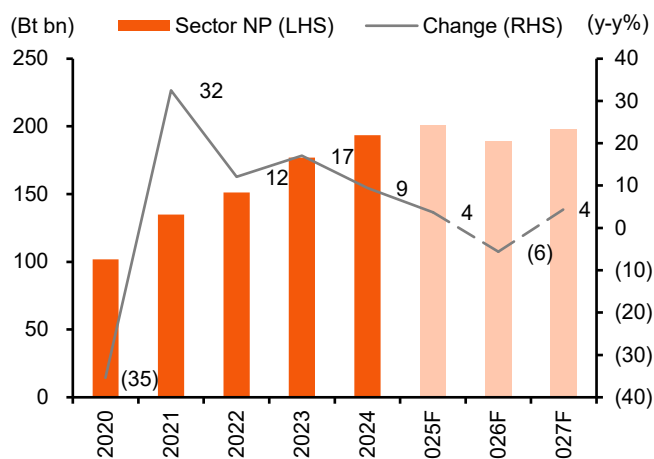
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

Ex 1: Dividend Yields Remain Appealing



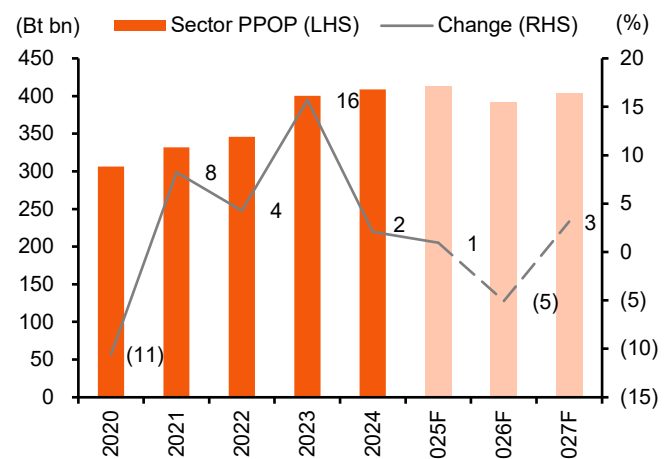
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Aggregate Net Profit Growth



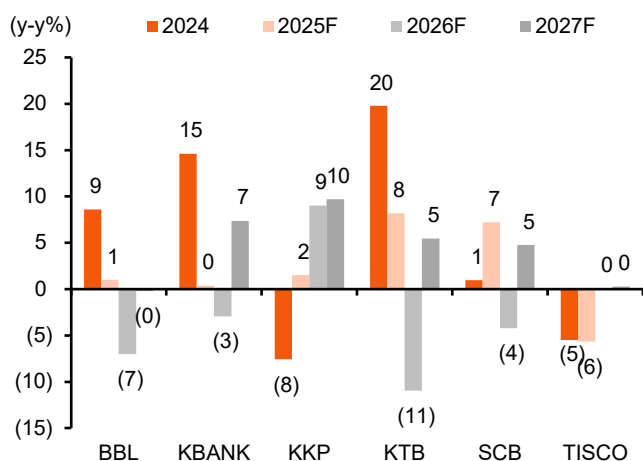
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Aggregate Pre-provisioning Profit Growth



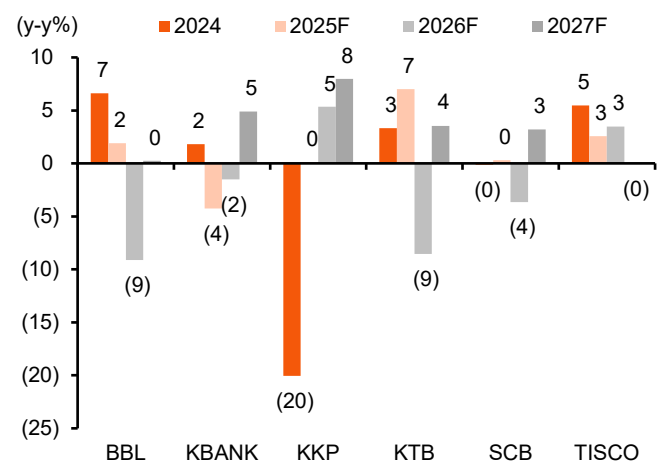
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Net Profit Growth



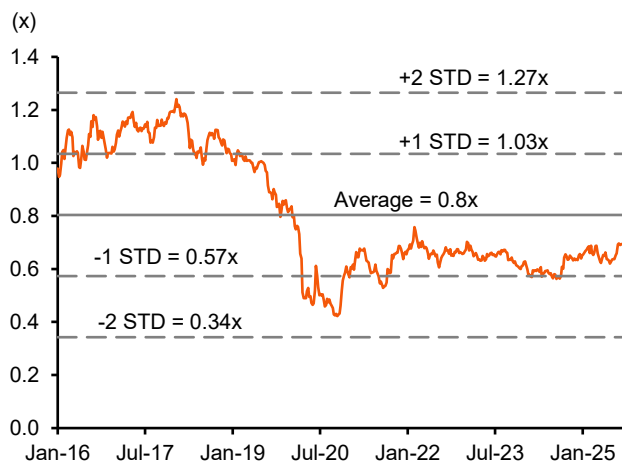
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Pre-provisioning Profit Growth



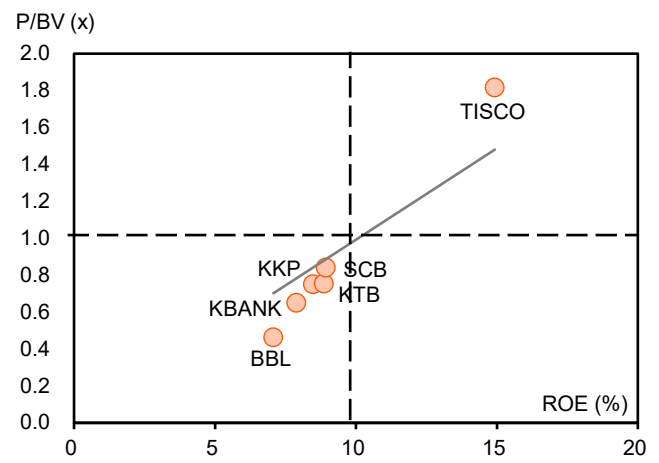
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Sector's P/BV STD Band



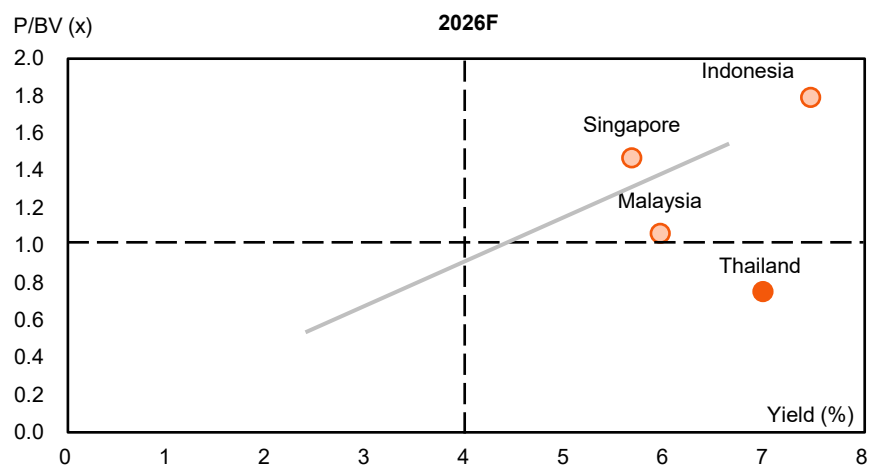
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 7: Comparing P/BV Vs. ROE In 2026F



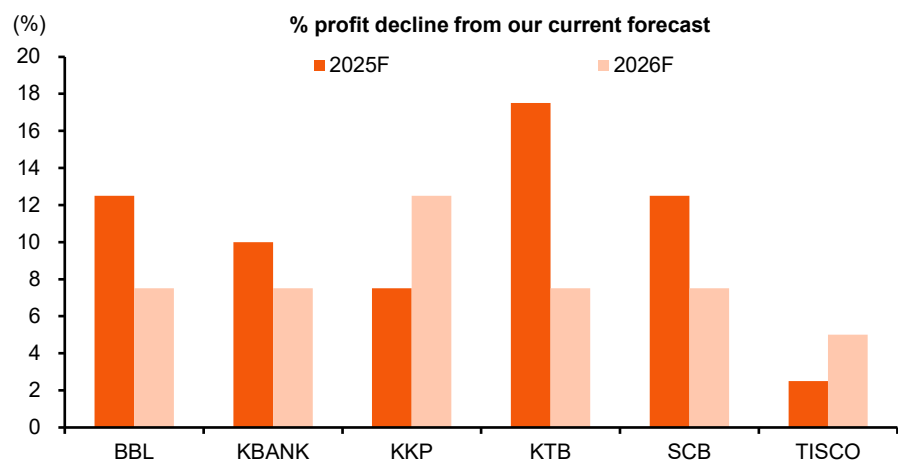
Source: Thanachart estimates

Ex 8: Attractive Against Peers On P/BV And Yield



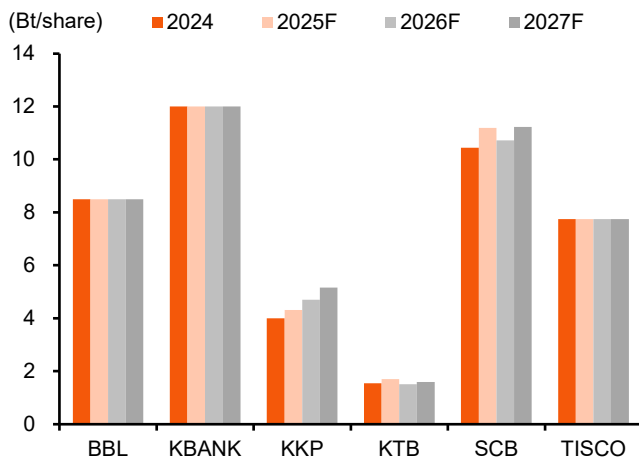
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 9: High Earnings Buffer To Sustain 2024 Dividend Per Share



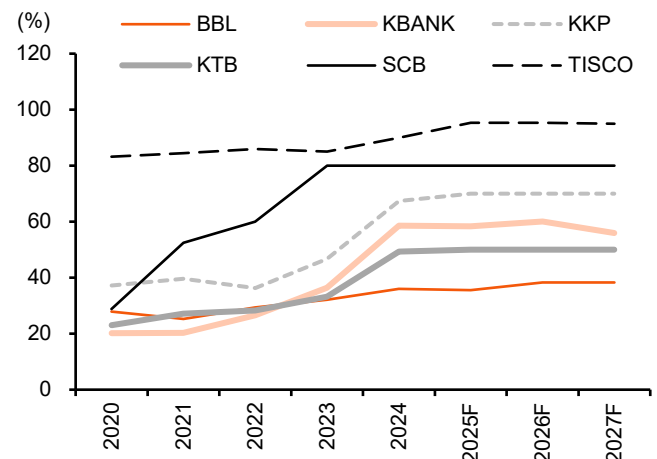
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: Our DPS Forecasts



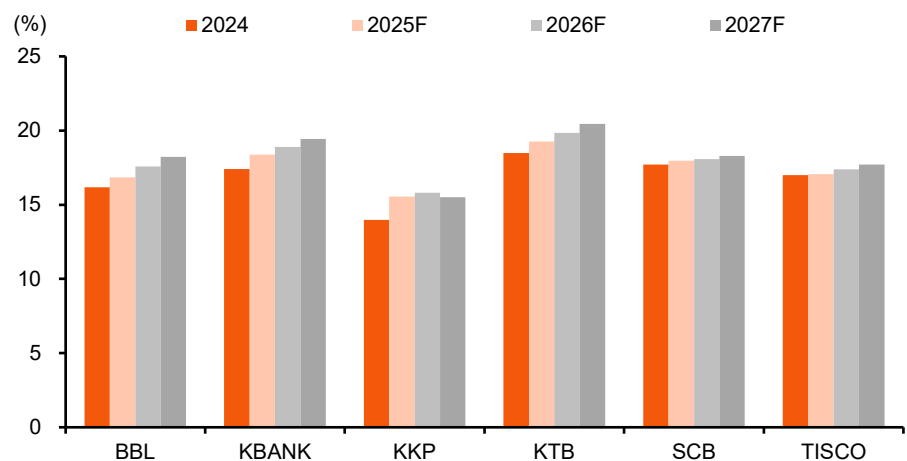
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: Dividend Payout Ratio



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 12: Strong Tier-1 Capital Implies Room For Higher Payout Ratios



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 13: Degree Of Earnings Downside In 2025F Before DPS Is Cut Below 2024's Level

	2024 DPS (Bt/share)	2024 payout (%)	Payout ratio at % downside to 2025F earnings forecast						
			-3%	-5%	-8%	-10%	-13%	-15%	-18%
BBL	8.50	36%	36%	37%	38%	39%	41%	42%	43%
KBANK	12.00	59%	60%	61%	63%	65%	67%	69%	71%
KKP	4.00	67%	68%	70%	72%	74%	76%	78%	80%
KTB	1.55	49%	47%	48%	49%	51%	52%	54%	55%
SCB*	10.44	80%	77%	79%	81%	83%	85%	88%	90%
TISCO	7.75	90%	98%	100%	103%	106%	109%	112%	116%

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: 1) Green = comfortable levels of payout increases; Yellow = levels of payouts that need caution; Red = unlikely to increase payout to those levels
 2) SCB is unlikely to raise its payout ratio above 80%. In our scenario analysis, we assume its DPS declines by ≤5% from 2024. This translates into a modest reduction in dividend yield of ≤0.5%.

Ex 14: Degree Of Earnings Downside In 2026F Before DPS Is Cut Below 2024 Level

	2024 DPS (Bt/share)	2024 payout (%)	Payout ratio at % downside to 2026F earnings forecast						
			-3%	-5%	-8%	-10%	-13%	-15%	-18%
BBL	8.50	36%	39%	40%	41%	42%	44%	45%	46%
KBANK	12.00	59%	62%	63%	65%	67%	69%	71%	73%
KKP	4.00	67%	62%	64%	66%	68%	70%	72%	74%
KTB	1.55	49%	52%	54%	55%	57%	58%	60%	62%
SCB*	10.44	80%	80%	82%	84%	87%	89%	92%	94%
TISCO	7.75	90%	98%	100%	103%	106%	109%	112%	115%

Sources: Company data, Thanachart estimates

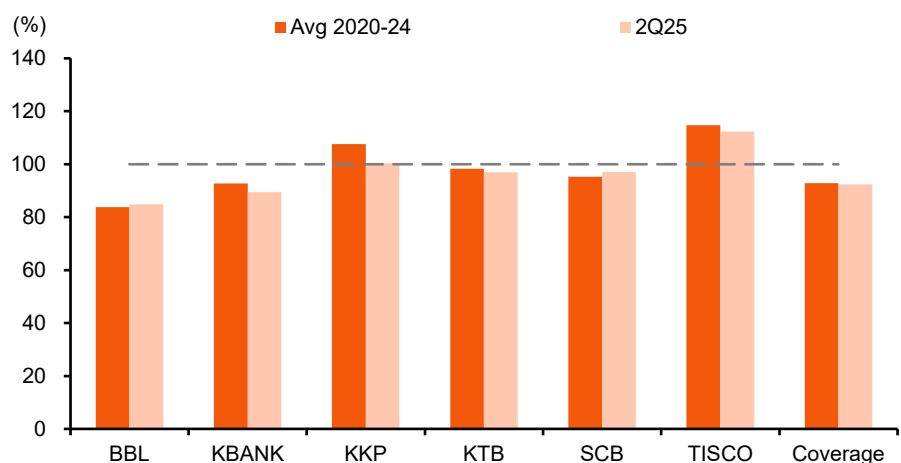
Note: 1) Green = comfortable levels of payout increases; Yellow = levels of payouts that need caution; Red = unlikely to increase payout to those levels

2) SCB is unlikely to raise its payout ratio above 80%. In our scenario analysis, we assume its DPS declines by ≤5% from 2024. This translates into a modest reduction in dividend yield of ≤0.5%.

Ex 15: Comparing TNS Vs. Bloomberg Banking Net Profit Forecasts

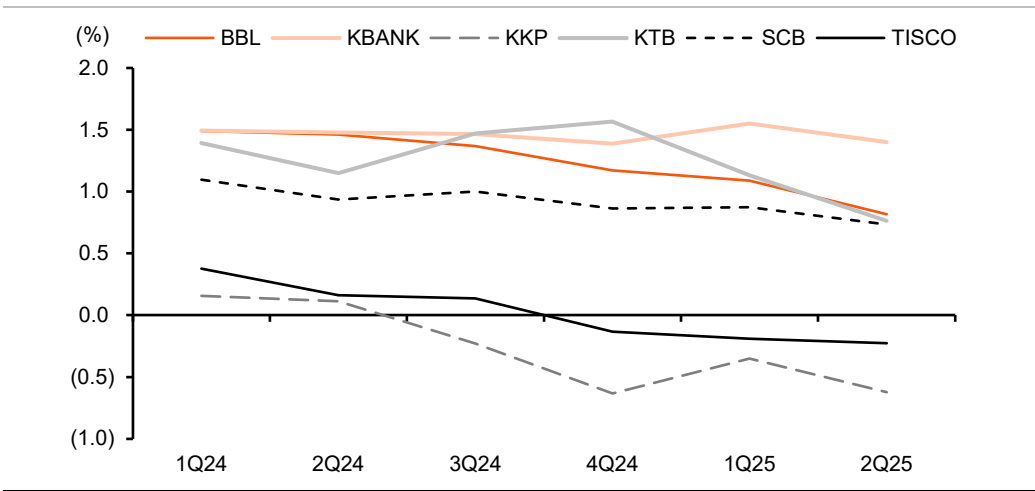
Net profit (Bt m)	TNS			Bloomberg			Diff		
	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
BBL	45,659	42,465	42,380	43,658	43,507	44,407	4.6	(2.4)	(4.6)
KBANK	48,774	47,347	50,836	47,758	48,045	51,185	2.1	(1.5)	(0.7)
KKP	5,107	5,566	6,107	4,955	5,095	5,307	3.1	9.3	15.1
KTB	47,444	42,254	44,562	44,735	43,935	46,203	6.1	(3.8)	(3.6)
SCB	47,116	45,126	47,272	45,560	45,617	48,257	3.4	(1.1)	(2.0)
TISCO	6,511	6,516	6,534	6,475	6,563	6,734	0.6	(0.7)	(3.0)
Coverage	200,610	189,275	197,692	193,141	192,763	202,092	3.9	(1.8)	(2.2)

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 16: LDR Flexibility: Large Banks Retain Capacity To Support Loan Growth

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 17: Spread Between Deposit Costs And Returns On Interbank Assets

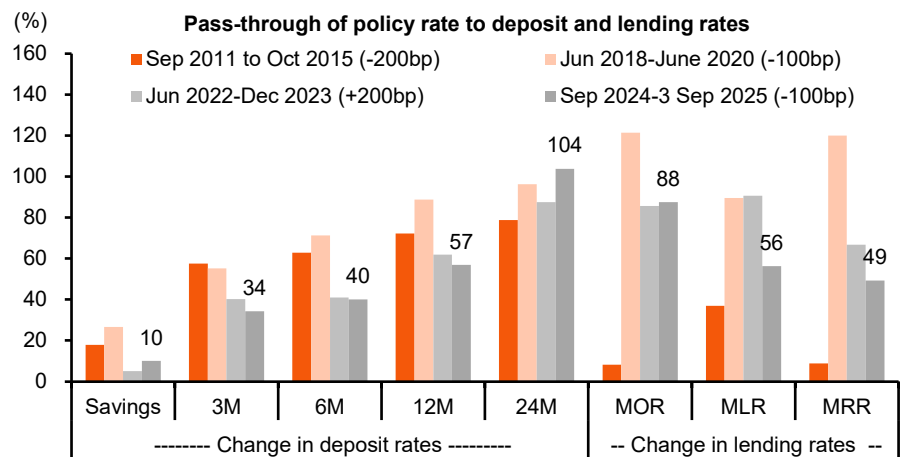


Sources: Company data, Thanachart estimates

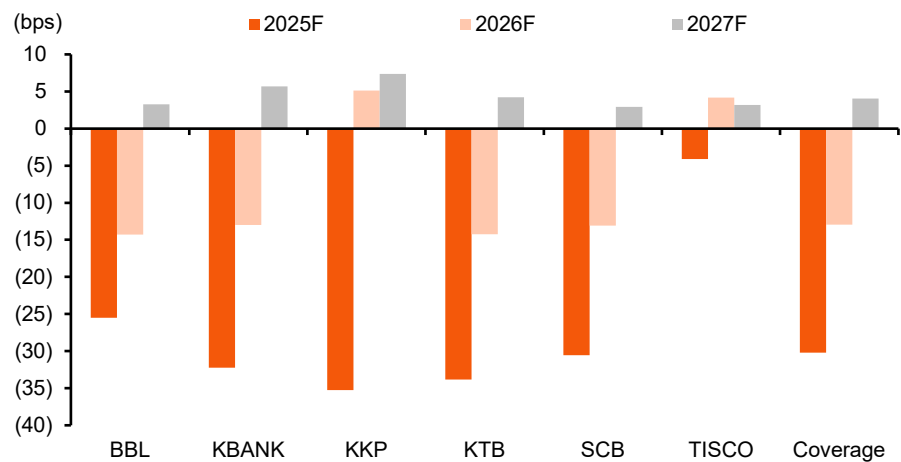
Ex 18: Policy Rate Transmission In Thai Banks

	Change in	% Change in lending rates			% Change in deposit rates				
Period	policy rate (bps)	MOR	MLR	MRR	Savings	3M	6M	12M	24M
Sep 2011 to Oct 2015	-200								
BBL	From 3.5% to 1.5%	6%	38%	6%	16%	56%	63%	69%	69%
KBANK		12%	38%	12%	19%	56%	63%	75%	85%
KTB		6%	36%	6%	19%	60%	63%	69%	74%
SCB		9%	36%	12%	19%	58%	64%	76%	88%
KKP									
TISCO		-2%	25%	-6%	34%	76%	71%	73%	80%
Big 4		8%	37%	9%	18%	58%	63%	72%	79%
Total		6%	35%	6%	21%	61%	65%	72%	79%
Jun 2018-June 2020	-100								
BBL	From 1.5% to 0.5%	125%	100%	138%	31%	63%	75%	100%	100%
KBANK		128%	78%	115%	25%	53%	70%	85%	95%
KTB		130%	103%	90%	25%	53%	75%	80%	95%
SCB		103%	78%	138%	25%	53%	65%	90%	95%
KKP		125%	63%	125%	0%	30%	30%	30%	35%
TISCO		165%	140%	603%	13%	50%	55%	50%	45%
Big 4		121%	90%	120%	27%	55%	71%	89%	96%
Total		133%	89%	187%	21%	44%	52%	63%	66%
Jun 2022-Dec 2023	+200								
BBL	From 0.5% to 2.5%	84%	93%	68%	13%	41%	38%	55%	75%
KBANK		88%	90%	67%	3%	38%	41%	63%	88%
KTB		85%	90%	68%	3%	43%	43%	65%	98%
SCB		87%	90%	65%	3%	39%	43%	65%	90%
KKP		86%	83%	77%	0%	43%	48%	53%	55%
TISCO		83%	83%	71%	1%	66%	68%	65%	64%
Big 4		86%	91%	67%	5%	40%	41%	62%	88%
Total		85%	87%	70%	3%	43%	44%	59%	75%
Sep 2024-19 Aug 2025	-100								
BBL	From 2.5% to 1.5%	80%	60%	40%	25%	35%	35%	40%	50%
KBANK		90%	55%	52%	5%	25%	35%	48%	100%
KTB		90%	55%	53%	5%	32%	35%	50%	75%
SCB		90%	55%	52%	5%	25%	35%	50%	105%
KKP		58%	53%	60%	0%	30%	15%	40%	70%
TISCO		65%	55%	55%	2%	55%	55%	60%	63%
Big 4		88%	56%	49%	10%	29%	35%	47%	83%
Total		80%	56%	52%	6%	30%	31%	46%	73%

Sources: Company data, Bank of Thailand

Ex 19: Policy Rate Transmission (Average For Big 4 Banks)

Sources: Company data, Thanachart estimates

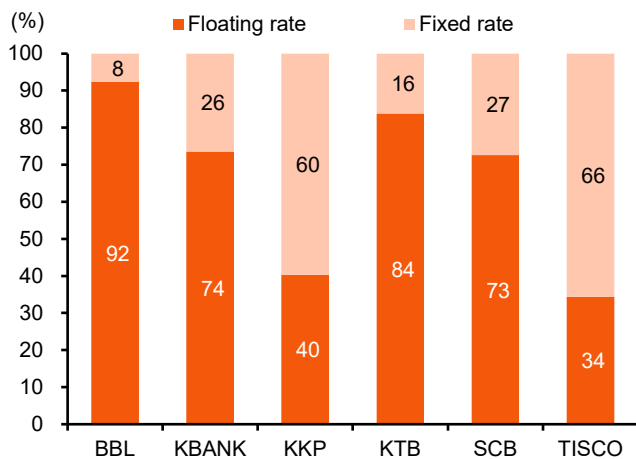
Ex 20: Change In NIM (bps)

Sources: Company data, Thanachart estimates

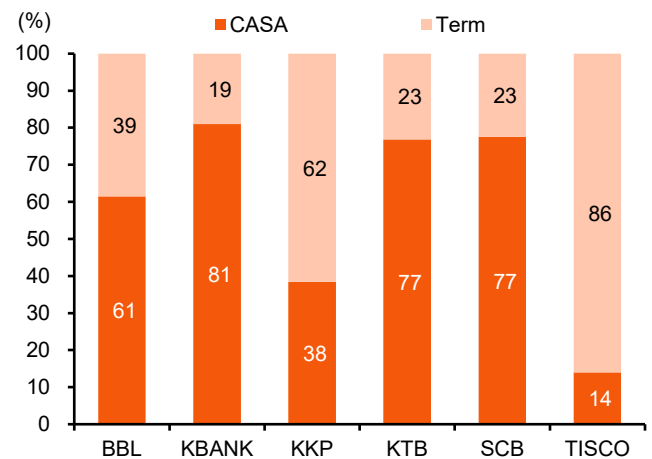
Ex 21: NIM And Earnings Sensitivity To Each 25bp Policy Rate Cut

	NIM (bps)	Net profit (%)
BBL	(10.5)	(8.5)
KBANK	(9.5)	(5.9)
KKP	2.2	1.6
KTB	(13.4)	(7.7)
SCB	(9.1)	(5.2)
TISCO	5.9	2.1

Source: Thanachart estimates

Ex 22: Floating Rate And Fixed Rate Loans Of Each Bank

Sources: Company data, Thanachart estimates

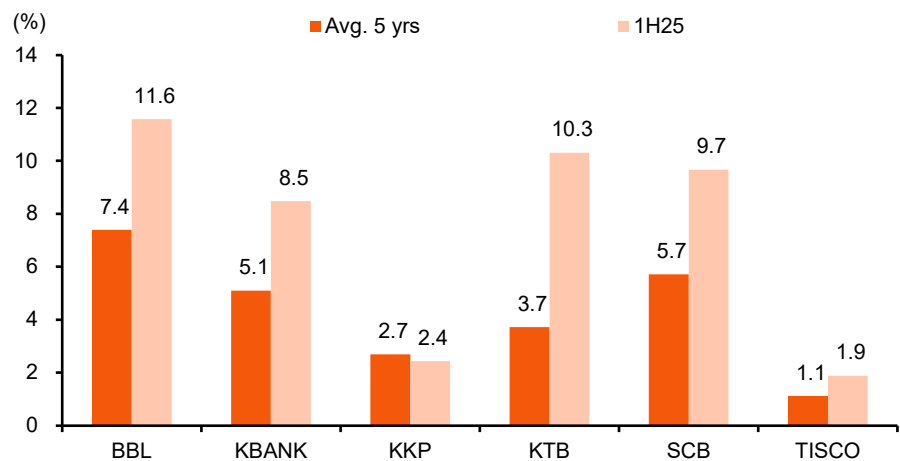
Ex 23: CASA And Term-Deposits Of Each Bank

Sources: Company data, Thanachart estimates

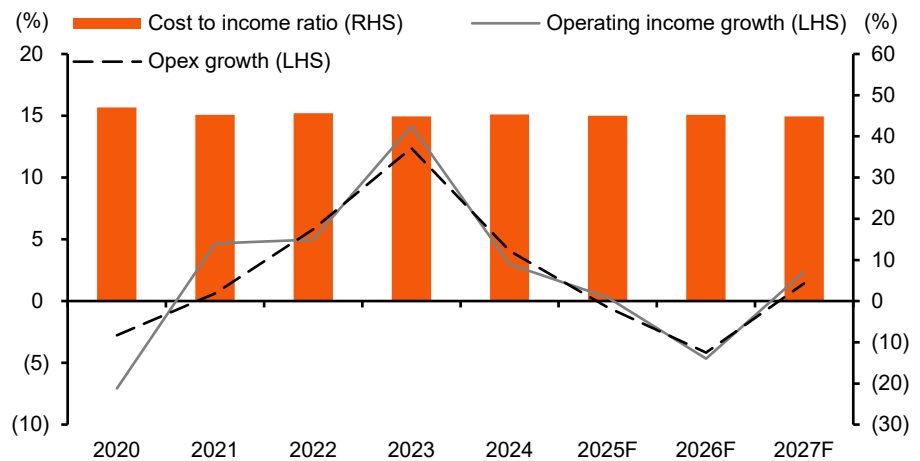
Ex 24: Sensitivity To Investment Gains From THAI

Accounting standard		THAI's share price (Bt/share)				
		5.00	7.00	9.00	11.00	13.00
BBL	OCI	2.52	4.54	6.56	8.58	10.6
KTB	FVTPL	0.19	0.34	0.49	0.65	0.8
TTB	OCI	0.01	0.02	0.03	0.04	0.05

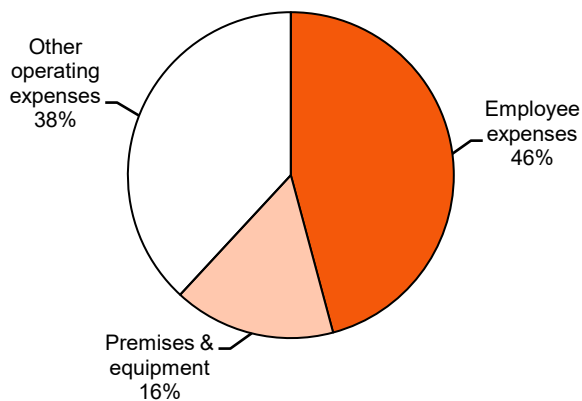
Source: Thanachart estimates

Ex 25: Investment Gains To Operating Income

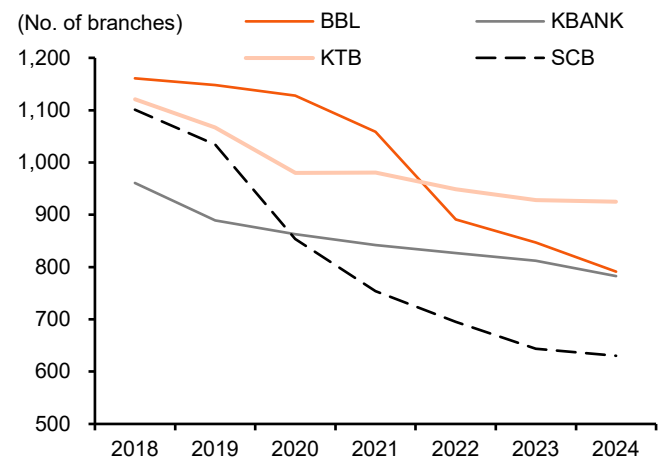
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 26: Parallel Growth In Operating Income And Opex

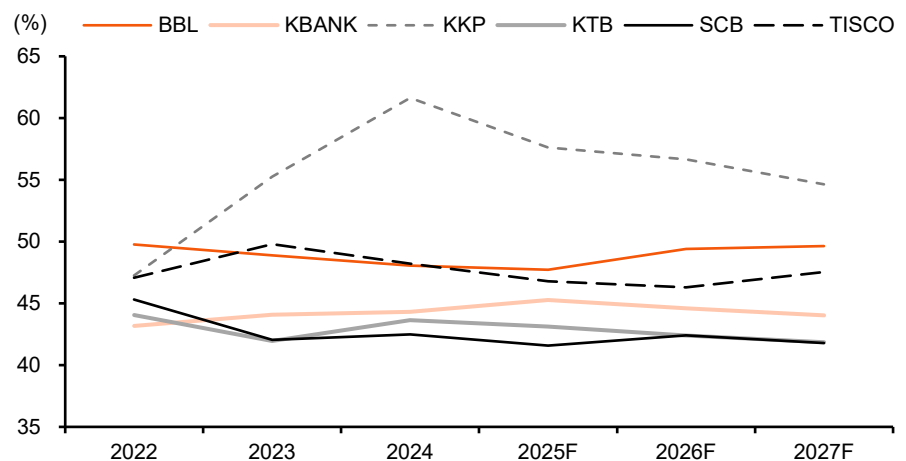
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 27: Covered Banks' Opex Breakdown As Of 2024

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 28: Branch Rationalization

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 29: Cost-To-Income Ratios

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 30: : Earnings Growth, ROE, And TPs Of Six Banks Under Our Coverage

	Net profit growth	Average ROE	TP (Bt/share)		Recommendation	
	2025-27F CAGR (%)	2025-27F (%)	New	Old	New	Old
BBL	(2.1)	7.3	133.0	160.0	SELL	BUY
KBANK	1.5	8.2	190.0	153.0	BUY	HOLD
KKP	6.7	8.5	67.0	58.0	BUY	BUY
KTB	0.5	9.4	31.0	25.5	BUY	BUY
SCB	2.5	9.2	135.0	130.0	HOLD	HOLD
TISCO	(1.8)	14.9	102.0	100.0	HOLD	HOLD

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 31: Summary Of Sector Earnings Revisions

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Normalized profit (Bt bn)					
- New	176.92	193.54	200.61	189.28	197.69
- Old			189.47	179.89	186.64
- Change (%)			5.88	5.22	5.92
Loan growth (%)					
- New	0.54	0.75	0.57	1.21	1.34
- Old			(0.70)	(0.70)	1.95
- Change (ppt)			1.27	1.91	(0.62)
NIM (%)					
- New	3.43	3.45	3.15	3.02	3.06
- Old			3.23	3.12	3.12
- Change (ppt)			(0.08)	(0.10)	(0.06)
Non-NII (Bt bn)					
- New	173.04	182.71	225.13	202.48	206.84
- Old			174.84	177.58	184.90
- Change (%)			28.76	14.02	11.87
Fee income (Bt bn)					
- New	122.35	124.80	126.02	131.39	137.34
- Old			126.42	127.36	131.10
- Change (%)			(0.31)	3.16	4.77
Cost-to-income ratio (%)					
- New	44.87	45.35	44.99	45.22	44.81
- Old			45.36	46.46	46.31
- Change (ppt)			(0.37)	(1.23)	(1.50)
Credit cost (%)					
- New	1.60	1.49	1.43	1.36	1.35
- Old			1.45	1.45	1.40
- Change (ppt)			(0.02)	(0.09)	(0.04)
NPLs (Bt bn)					
- New	396.01	394.45	395.85	405.70	416.92
- Old			405.46	418.76	417.53
- Change (%)			(2.37)	(3.12)	(0.14)
NPL ratio (%)					
- New	3.67	3.63	3.62	3.66	3.72
- Old			3.70	3.85	3.77
- Change (ppt)			(0.08)	(0.19)	(0.06)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 32: Key Assumptions Comparison

		BBL	KBANK	KKP	KTB	SCB	TISCO	Industry
Rating		SELL	BUY	BUY	BUY	HOLD	HOLD	Neutral
Target price	(Bt)	133.00	190.00	67.00	31.00	135.00	102.00	
Upside	(%)	(10.7)	13.4	13.6	18.1	6.3	2.5	
Consensus TP	(Bt)	160.14	174.39	54.71	26.16	130.20	97.77	
Differ from consensus	(%)	(16.9)	9.0	22.5	18.5	3.7	4.3	
Market cap.	(US\$ m)	8,933	12,465	1,569	11,523	13,431	2,502	
Pre-provision profit (Bt m)	2024A	91,201	109,691	10,286	88,824	98,797	9,937	408,736
	2025F	92,931	105,023	10,294	95,066	99,088	10,194	412,596
	2026F	84,456	103,429	10,844	86,956	95,460	10,549	391,694
	2027F	84,653	108,501	11,709	90,043	98,531	10,544	403,981
Net profit (Bt m)	2024A	45,211	48,598	5,031	43,856	43,943	6,901	193,540
	2025F	45,659	48,774	5,107	47,444	47,116	6,511	200,610
	2026F	42,465	47,347	5,566	42,254	45,126	6,516	189,275
	2027F	42,380	50,836	6,107	44,562	47,272	6,534	197,692
Loan growth (y-y %)	2024A	0.8	(0.3)	(7.6)	4.7	(1.0)	(1.1)	0.7
	2025F	1.7	(1.5)	(7.3)	2.0	1.0	1.0	0.6
	2026F	1.0	1.0	1.0	2.0	1.0	(1.0)	1.2
	2027F	1.0	1.0	5.0	2.0	1.0	(1.0)	1.3
Deposit growth (y-y %)	2024A	(0.5)	0.7	0.1	3.2	1.3	(1.0)	1.0
	2025F	3.0	0.7	2.2	5.1	1.1	0.8	2.5
	2026F	0.7	0.7	0.2	1.0	0.7	0.7	0.8
	2027F	0.7	(0.5)	0.1	1.0	0.7	0.7	0.5
NIM (%)	2024A	2.96	3.63	4.06	3.29	3.85	4.77	3.45
	2025F	2.71	3.31	3.71	2.96	3.54	4.72	3.15
	2026F	2.57	3.18	3.76	2.81	3.41	4.77	3.02
	2027F	2.60	3.24	3.83	2.86	3.44	4.80	3.06
Fee income growth (%)	2024A	1.8	6.7	(1.5)	6.8	(4.8)	2.1	2.0
	2025F	(1.8)	1.0	7.8	2.9	0.4	4.1	1.0
	2026F	3.0	4.0	5.0	5.0	5.0	4.0	4.3
	2027F	3.0	5.0	5.0	5.0	5.0	4.0	4.5
Credit cost (bps)	2024A	130	190	104	118	176	59	149
	2025F	133	160	110	125	166	90	143
	2026F	115	165	113	115	160	105	136
	2027F	115	165	115	113	160	105	135
NPL ratio (%)	2024A	3.19	3.74	4.75	3.52	4.06	2.35	3.63
	2025F	3.23	3.70	5.02	3.45	4.07	2.43	3.62
	2026F	3.30	3.77	5.07	3.49	4.08	2.55	3.66
	2027F	3.37	3.83	4.93	3.52	4.14	2.68	3.72
ROE (%)	2024A	8.34	8.83	8.12	10.41	9.09	16.15	9.21
	2025F	8.00	8.42	8.00	10.46	9.52	15.06	9.09
	2026F	7.07	7.88	8.48	8.87	8.93	14.93	8.26
	2027F	6.74	8.15	9.02	8.94	9.19	14.82	8.32
LLC (%)	2024A	318	142	118	183	152	155	192
	2025F	321	146	121	187	152	141	195
	2026F	319	146	121	186	157	137	196
	2027F	316	148	121	184	160	134	196

Sources: Company data, Thanachart estimates, based on 11 September 2025 closing prices

Ex 33: Earnings Growth And Valuation Comparison

Sector Valuation			Current	Target	Norm EPS grw		— Norm PE —		— P/BV —		— Div yield —	
	BBG		price	price	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
Company	Code	Rec.	(Bt)	(Bt)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Bangkok Bank	BBL TB	SELL	149.00	133.00	1.0	(7.0)	6.2	6.7	0.5	0.5	5.7	5.7
KASIKORNBANK	KBANK TB	BUY	167.50	190.00	0.4	(2.9)	8.1	8.4	0.7	0.6	7.2	7.2
Kiatnakin Bank	KKP TB	BUY	59.00	67.00	3.2	9.0	9.6	8.8	0.8	0.7	7.2	7.8
Krung Thai Bank	KTB TB	BUY	26.25	31.00	8.2	(10.9)	7.7	8.7	0.8	0.8	6.5	5.8
SCB X	SCB TB	HOLD	127.00	135.00	7.2	(4.2)	9.1	9.5	0.9	0.8	8.8	8.4
Tisco Financial Group	TISCO TB	HOLD	99.50	102.00	(5.7)	0.1	12.2	12.2	1.8	1.8	7.8	7.8

Sources: Company data, Thanachart estimates
Based on 11 September 2025 closing prices

Valuation Comparison

Ex 34: 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
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(%)	(%)
BOC Hong Kong Holdings	2388 HK	Hong Kong	2.3	2.8	10.5	10.2	1.1	1.1	11.3	11.1	5.3	5.6
Bank of East Asia	23 HK	Hong Kong	2.5	10.1	7.9	7.2	0.3	0.3	3.9	4.0	5.8	6.4
China Citic Bank Corp	998 HK	Hong Kong	0.5	3.7	6.0	5.8	0.5	0.5	9.4	9.1	4.9	5.1
Hang Seng Bank	11 HK	Hong Kong	(26.6)	19.9	16.7	13.9	1.3	1.3	8.5	9.6	5.2	5.9
Industrial & Commercial Bk	1398 HK	Hong Kong	1.2	1.7	6.0	5.9	0.5	0.5	9.3	8.8	5.2	5.2
Axis Bank	AXSB IN	India	(7.1)	(1.0)	12.9	13.0	1.9	1.7	15.9	13.3	3.2	3.2
ICICI Bank	ICICIBC IN	India	(1.3)	3.1	19.6	19.0	3.3	4.1	na	na	0.8	0.8
State Bank of India	SBIN IN	India	(5.9)	1.5	10.1	9.9	1.6	1.4	18.0	15.2	1.8	1.9
Bank Central Asia	BBCA IJ	Indonesia	5.9	7.6	16.7	15.5	3.4	3.1	21.1	20.9	4.0	4.2
Bank Mandiri	BMRI IJ	Indonesia	(2.3)	5.7	7.7	7.3	1.4	1.3	18.7	18.6	9.1	8.9
Bank Rakyat	BBRI IJ	Indonesia	(5.7)	10.0	10.8	9.9	1.9	1.8	17.8	18.9	8.1	8.5
Bank Negara	BBNI IJ	Indonesia	(1.1)	9.7	7.8	7.1	1.0	0.9	12.9	13.3	7.9	8.3
CIMB Group Holdings	CIMB MK	Malaysia	2.3	4.7	9.8	9.4	1.1	1.0	11.1	11.1	6.0	6.3
Hong Leong Bank	HLBK MK	Malaysia	1.9	3.6	9.5	9.2	1.1	1.0	11.4	11.2	3.8	4.9
Malayan Banking	MAY MK	Malaysia	2.6	2.9	11.4	11.1	1.2	1.2	10.8	10.8	6.5	6.7
Public Bank	PBKF MK	Malaysia	1.0	5.1	na	na	na	na	12.3	12.2	na	na
Industrial Bank of Korea	024110 KS	S Korea	8.6	2.0	5.8	5.7	0.5	0.4	8.2	8.0	5.7	6.0
DBS Group Holdings	DBS SP	Singapore	(2.2)	3.1	13.5	13.1	2.2	2.1	16.3	16.1	5.7	6.1
Oversea-Chinese Banking	OCBC SP	Singapore	(4.8)	2.9	10.6	10.3	1.2	1.2	12.1	11.9	5.8	5.5
United Overseas Bank	UOB SP	Singapore	(4.7)	5.6	10.5	9.9	1.2	1.1	11.6	11.7	5.8	5.3
Bangkok Bank	BBL TB*	Thailand	1.0	(7.0)	6.2	6.7	0.5	0.5	8.0	7.1	5.7	5.7
KASIKORNBANK	KBANK TB*	Thailand	0.4	(2.9)	8.1	8.4	0.7	0.6	8.4	7.9	7.2	7.2
Kiatnakin Phatra Bank	KKP TB*	Thailand	3.2	9.0	9.6	8.8	0.8	0.7	8.0	8.5	7.2	7.8
Krung Thai Bank	KTB TB*	Thailand	8.2	(10.9)	7.7	8.7	0.8	0.8	10.5	8.9	6.5	5.8
SCB X	SCB TB*	Thailand	7.2	(4.2)	9.1	9.5	0.9	0.8	9.5	8.9	8.8	8.4
Tisco Financial Group	TISCO TB*	Thailand	(5.7)	0.1	12.2	12.2	1.8	1.8	15.1	14.9	7.8	7.8
Average			(0.7)	3.4	10.3	9.9	1.3	1.3	12.0	11.7	5.7	5.9

Source: Bloomberg
Note: * Thanachart estimates , using Thanachart normalized EPS
Based on 11 September 2025 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

STOCK PERFORMANCE

	Absolute (%)				Rel SET (%)			
	1M	3M	12M	YTD	1M	3M	12M	YTD
SET Index	0.8	12.8	(9.0)	(8.0)	—	—	—	—
BANK Index	(0.4)	7.5	5.6	6.7	(1.2)	(5.3)	14.6	14.7
BBL	(3.9)	5.7	(3.2)	(1.3)	(4.7)	(7.2)	5.8	6.7
KBANK	(0.9)	7.4	7.4	7.7	(1.7)	(5.5)	16.4	15.7
KKP	2.2	31.1	20.4	12.4	1.3	18.3	29.4	20.4
KTB	7.6	17.2	30.0	25.0	6.8	4.4	39.0	33.0
SCB	(3.4)	5.4	12.9	8.1	(4.3)	(7.4)	21.9	16.1
TISCO	(2.5)	1.8	3.6	1.0	(3.3)	(11.0)	12.6	9.0

Source: Bloomberg

SECTOR - SWOT ANALYSIS

S — Strength	W — Weakness
▪ มีงบดุลแข็งแกร่ง ▪ มีฐานเงินทุนที่แข็งแกร่ง	▪ ขาดแคลนกำลังคนที่มีศักยภาพ ▪ มีการพัฒนานวัตกรรมทางด้านผลิตภัณฑ์ที่ช้า
O — Opportunity	T — Threat
▪ ขยายฐานรายได้ค่าธรรมเนียม ▪ เข้าสู่กลุ่มสินเชื่อลูกค้าบุคคลมากขึ้น ▪ ขยายธุรกิจไปยังต่างประเทศ	▪ เศรษฐกิจโลกถดถอย ▪ มาตรฐาน และหลักเกณฑ์ทางด้านบัญชีใหม่

REGIONAL COMPARISON

Name	— EPS growth —		— PE —		— P/BV —		— ROE —		— Div. Yield —	
	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Hong Kong	(4.0)	7.6	9.4	8.6	0.8	0.7	8.5	8.5	5.3	5.6
India	(4.8)	1.2	14.2	14.0	2.3	2.4	16.9	14.2	1.9	2.0
Indonesia	(0.8)	8.2	10.7	9.9	1.9	1.8	17.6	18.0	7.3	7.5
Malaysia	1.9	4.1	10.2	9.9	1.1	1.1	11.4	11.3	5.4	5.9
S. Korea	8.6	2.0	5.8	5.7	0.5	0.4	8.2	8.0	5.7	6.0
Singapore	(3.9)	3.8	11.5	11.1	1.5	1.5	13.3	13.2	5.8	5.7
Thailand	2.4	(2.7)	8.8	9.0	0.9	0.9	9.9	9.4	7.2	7.1
Average	(0.1)	3.5	10.1	9.8	1.3	1.3	12.3	11.8	5.5	5.7
BBL	1.0	(7.0)	6.2	6.7	0.5	0.5	8.0	7.1	5.7	5.7
KBANK	0.4	(2.9)	8.1	8.4	0.7	0.6	8.4	7.9	7.2	7.2
KKP	3.2	9.0	9.6	8.8	0.8	0.7	8.0	8.5	7.2	7.8
KTB	8.2	(10.9)	7.7	8.7	0.8	0.8	10.5	8.9	6.5	5.8
SCB	7.2	(4.2)	9.1	9.5	0.9	0.8	9.5	8.9	8.8	8.4
TISCO	(5.7)	0.1	12.2	12.2	1.8	1.8	15.1	14.9	7.8	7.8
Average*	2.4	(2.7)	8.8	9.0	0.9	0.9	9.9	9.4	7.2	7.1

Sources: Bloomberg Consensus
Note: * Thanachart estimate – using normalized EPS and simple average calculation
Based on 11 September 2025 closing prices

SELL (From: BUY)

Transfer of Coverage

TP: Bt 133.00 (From: Bt 160.00)

Downside : 10.7%

12 SEPTEMBER 2025

Bangkok Bank Pcl (BBL TB)

กับดักมูลค่า

เราปรับลดคำแนะนำ BBL เป็น “ขาย” แม้จะซื้อขายที่ 2026F P/BV ที่ต่ำที่ 0.5 เท่า สะท้อนอัตราผลตอบแทนปันผลที่ต่ำที่สุดในกลุ่มฯ ROE ต่ำที่สุดในกลุ่ม และมีความเสี่ยงที่ NIM จะได้รับผลกระทบจากการลดดอกเบี้ยมากกว่าคู่แข่ง



RAWISARA SUWANUMPHAI

662-779-9119

rawisara.suw@thanachartsec.co.th

วัฏจักรที่ไม่เอื้ออำนวย; ปรับลดคำแนะนำเป็น “ขาย”

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มธนาคาร “ผลตอบแทนมั่นคงในช่วง NIM ขาลง” วันที่ 12 กันยายน 2025 เราปรับลดคำแนะนำ BBL เป็น “ขาย” จาก “ซื้อ” เนื่องจาก 1) แม้เราปรับเพิ่มกำไรปี 2025-27F ขึ้น 1-5% ต่อปี เนื่องจากกำไรจากเงินลงทุนที่สูงขึ้น แต่เราปรับลดกำไรเฉลี่ย 18% ตั้งแต่ปี 2028F สะท้อนสมมติฐาน NIM ที่ลดลง แม้จะปรับมาใช้ปีฐาน 2026F แต่ราคาเป้าหมายถูกปรับลดลงเหลือ 133 บาท (จาก 160 บาท) 2) BBL มีอัตราผลตอบแทนปันผลต่ำที่สุดในกลุ่มฯ เพียง 5-6% ต่อปี เนื่องจากอัตราการจ่ายปันผลที่ระมัดระวังที่ 30-40% 3) พอร์ตสินเชื่อของ BBL เป็นสินเชื่ออัตราดอกเบี้ยลอยตัวถึง 92% จึงทำให้ NIM และกำไรของธนาคารได้รับแรงกดดันมากที่สุดหากมีการลดอัตราดอกเบี้ย 4) ความก้าวหน้าด้านดิจิทัลของ BBL ที่ยังล่าช้า และมีเครือข่ายสาขาจำนวนมาก ทำให้อัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ยังคงสูงที่สุดในกลุ่มธนาคารขนาดใหญ่ และ 5) เรามองว่า BBL เป็น “Value Trap” โดยซื้อขายที่ P/BV เพียง 0.5 เท่า ในปี 2026F สะท้อน ROE ที่ต่ำเพียง 6.7% ในปี 2027F, อัตราผลตอบแทนปันผลที่ไม่โดดเด่น และแนวโน้มกำไรที่อ่อนแอ

ให้อัตราผลตอบแทนปันผลต่ำกว่าธนาคารอื่น

BBL ยังคงอัตราการจ่ายปันผลที่ต่ำที่ 30-40% อัตราส่วนเงินกองทุนชั้นที่ 1 ที่เป็นส่วนของเจ้าของต่อสินทรัพย์เสี่ยง (CET1) พื้นตัวกลับมาที่ระดับที่พอใจที่ 17.5% ใน 2Q25 ซึ่งสูงกว่าระดับก่อนการเข้าซื้อ Permata Bank อย่างมาก ซึ่งต่างจากธนาคารอื่นที่ได้เริ่มปรับเพิ่มอัตราการจ่ายปันผลแล้ว หรือมีแนวโน้มจะเพิ่มขึ้นในอนาคต เราจึงคาดว่า BBL จะยังคงจ่ายเงินปันผลต่อหุ้นที่ 8.5 บาท อย่างน้อยถึงปี 2027F ซึ่งแปลว่า อัตราผลตอบแทนปันผลจะอยู่เพียง 5-6% เท่านั้น เทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มฯ ที่ 7-9% นโยบายการจ่ายปันผลที่ระมัดระวังนี้ยังทำให้ ROE ของธนาคารลดลงในช่วงปีที่กำไรอ่อนตัว โดยเราคาดว่า ROE จะลดลงจาก 8.3% ในปี 2024 เหลือเพียง 6.7% ในปี 2027F ซึ่งถือว่าต่ำที่สุดในกลุ่มธนาคารไทย

กำไรมีความเสี่ยงมากที่สุดหากเข้าสู่รอบลดดอกเบี้ย

เราคาดว่า BBL จะได้รับผลลบมากที่สุดจากการเข้าสู่รอบการปรับลดอัตราดอกเบี้ย เนื่องจากฝ่ายวิจัยของเราที่คาดว่าจะมีการปรับลดดอกเบี้ยนโยบายอีก 2 ครั้ง เหลือ 1.00% ภายใน 1Q26F เนื่องจาก 92% ของพอร์ตสินเชื่อของ BBL เป็นอัตราดอกเบี้ยลอยตัว ทำให้ Lending Yield ของธนาคารจะถูกปรับเกือบทันทีหากมีการลดดอกเบี้ย เราประเมินว่าอัตราดอกเบี้ยที่ลดลงทุก 25 bps จะทำให้กำไรสุทธิของ BBL ลดลงราว 8.5% เทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มฯ ที่ได้รับผลกระทบเพียง 6.3%

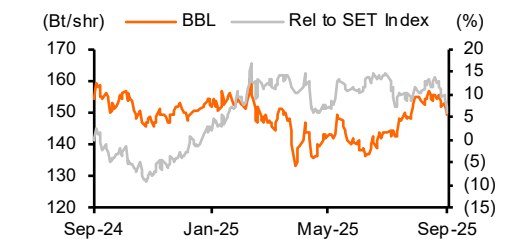
มีข้อจำกัดในการลดต้นทุน

เราคาดว่าอัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ (50%) ของ BBL จะยังคงสูงกว่าของกลุ่มธนาคาร (45%) BBL ตามหลังธนาคารคู่แข่งในด้านการปรับไปใช้ดิจิทัล โดยมีการลงทุนด้าน IT ในระดับที่น้อยกว่า และยังมีหนี้สินจำนวนมากในการปรับลดจำนวนสาขาและพนักงานค่อนข้างจำกัด แม้ BBL จะมีสัดส่วนสินเชื่อรายย่อยเพียง 12% แต่กลับบริหารเครือข่ายสาขาใหญ่เป็นอันดับสองของประเทศ ซึ่งถือเป็นความไม่สมดุลเชิงโครงสร้างด้านต้นทุน เนื่องจากยังไม่มีแผนที่ชัดเจนในการปรับโครงสร้างต้นทุนอย่างเป็นรูปธรรม เราจึงมองว่า BBL มีข้อจำกัดในการลดต้นทุนเพิ่มเติมในอนาคต

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Pre Provision Profit	91,201	92,931	84,456	84,653
Net profit	45,211	45,659	42,465	42,380
Consensus NP	—	43,658	43,507	44,407
Diff frm cons (%)	—	4.6	(2.4)	(4.6)
Norm profit	45,211	45,659	42,465	42,380
Prev. Norm profit	—	43,495	41,175	41,856
Chg frm prev (%)	—	5.0	3.1	1.3
Norm EPS (Bt)	23.7	23.9	22.2	22.2
Norm EPS grw (%)	8.6	1.0	(7.0)	(0.2)
Norm PE (x)	6.3	6.2	6.7	6.7
P/BV (x)	0.5	0.5	0.5	0.4
Div yield (%)	5.7	5.7	5.7	5.7
ROE (%)	8.3	8.0	7.1	6.7
ROA (%)	1.0	1.0	0.9	0.9

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price: as of 11-Sep-25 (Bt)	149.00
Market Cap (US\$ m)	8,933
Listed Shares (m shares)	1,908.8
Free Float (%)	98.6
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	36.8
12M Price H/L (Bt)	161.50/133.00
Sector	BANK
Major Shareholder	Thai NVDR 22.95%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

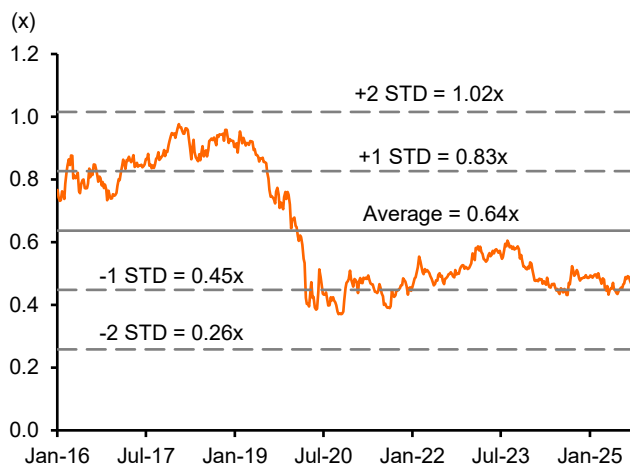
ESG Summary Report P21

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ฯ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่ผู้ลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

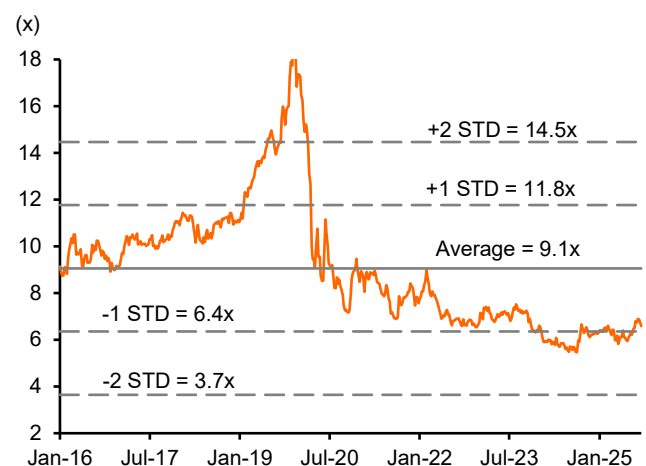


Ex 1: BBL's P/BV STD



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 2: BBL's PE STD



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 3: Earnings Revisions And Assumption Changes

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Normalized profit (Bt bn)					
- New	41.64	45.21	45.66	42.46	42.38
- Old			43.50	41.18	41.86
- Change (%)			4.97	3.13	1.25
Normalized EPS (Bt/share)					
- New	21.81	23.68	23.92	22.24	22.20
- Old			22.78	21.57	21.93
- Change (%)			4.97	3.13	1.25
Loans growth (%)					
- New	(0.40)	0.80	1.70	1.00	1.00
- Old			(0.53)	(0.50)	2.53
- Change (ppt)			2.23	1.50	(1.53)
NIM (%)					
- New	2.98	2.96	2.71	2.57	2.60
- Old			3.06	3.01	3.02
- Change (ppt)			(0.35)	(0.44)	(0.42)
Non-NII (Bt bn)					
- New	36.44	41.71	52.56	45.59	43.89
- Old			38.49	38.45	38.42
- Change (%)			36.54	18.56	14.24
Opex (Bt bn)					
- New	81.78	84.41	84.86	82.49	83.47
- Old			84.33	85.43	86.72
- Change (%)			0.63	(3.44)	(3.75)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Earnings Revisions And Assumption Changes (Con't)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Cost-to-income ratio (%)					
- New	48.88	48.07	47.73	49.41	49.65
- Old			49.72	50.91	51.04
- Change (ppt)			(1.99)	(1.50)	(1.39)
Credit cost (%)					
- New	1.26	1.29	1.33	1.15	1.15
- Old			1.16	1.16	1.13
- Change (ppt)			0.17	(0.01)	0.02

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: 12-month DDM-based TP Calculation Using A Base Year Of 2026F

(Bt m)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	Terminal Value
Dividend of common shares	16,225	16,225	17,180	18,134	19,088	20,043	20,043	21,952	23,861	25,769	25,769
Dividend payment	16,225	16,225	17,180	18,134	19,088	20,043	20,043	21,952	23,861	25,769	340,300
PV of dividend	16,225	13,477	13,002	12,508	11,999	11,483	10,462	10,443	10,345	10,183	134,470
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	254,596										
No. of shares	1,909										
Equity value / share	133.00										

Sources: Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

ธนาคารกรุงเทพ จำกัด (มหาชน) ให้บริการด้านการธนาคารและการเงินที่หลากหลาย รวมทั้ง บริการสินเชื่อธุรกิจการค้า บริการสินเชื่อปัจเจก บริการบัตรเครดิต บริการสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัย บริการธุรกิจการค้าต่างประเทศ วนิชนกิจ และบริการทางด้านหลักทรัพย์

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

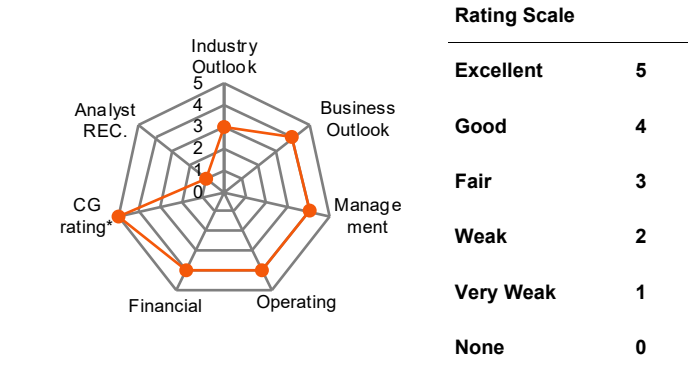
S — Strength

- มีเครือข่ายธนาคารที่กว้างขวาง และมีฐานลูกค้าขนาดใหญ่
- มีความสัมพันธ์อันดีกับองค์กรขนาดใหญ่
- มีฐานะทางการเงินที่แข็งแกร่ง

O — Opportunity

- ธุรกิจต่างประเทศแข็งแกร่งขึ้น และขยายตัวไปยังประเทศต่างๆ มากขึ้น
- โอกาสที่จะมีธุรกรรมทาง cross-selling มากขึ้น

COMPANY RATING



W — Weakness

- ขนาดของธุรกิจที่มีขนาดใหญ่ทำให้ยากสำหรับธนาคารที่จะปรับตัวต่อการเปลี่ยนแปลงของอุตสาหกรรม
- การดำเนินงานที่ค่อนข้างอนุรักษ์นิยมของธนาคาร เป็นปัจจัยขัดขวางไม่ให้ธนาคารดำเนินงานได้อย่างเต็มศักยภาพที่มี

T — Threat

- การถดถอยของเศรษฐกิจทั่วโลก
- มาตรฐานบัญชี และกฎหมายใหม่

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	160.14	133.00	-17%
Net profit 25F (Bt m)	43,658	45,659	5%
Net profit 26F (Bt m)	43,507	42,465	-2%
Consensus REC	BUY: 14	HOLD: 8	SELL: 5

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- เราเชื่อว่า ราคาเป้าหมายของเราที่ต่ำกว่าตลาดมาจากสมมติฐานอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ผ่อนคลายมากกว่า และสมมติฐานการจ่ายเงินปันผลที่ระมัดระวังมากกว่า

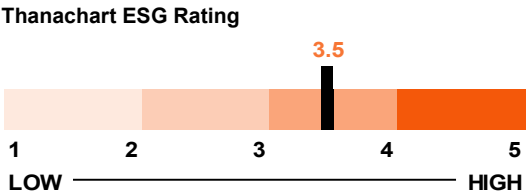
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ช้ากว่าที่เราคาดการณ์ไว้ในปัจจุบัน จะส่งผลให้ NIM มีโอกาสปรับตัวสูงขึ้น
- อัตราการจ่ายเงินปันผลที่สูงกว่าที่คาดการณ์ไว้ จะทำให้เกิดความเสี่ยงด้านบวกต่อราคาเป้าหมายของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

BBL ลงนามในแถลงการณ์ความมุ่งมั่นเพื่อความยั่งยืนประเทศไทย 2021 ความยั่งยืนของธนาคารขึ้นอยู่กับพื้นฐานของหลักการ 4 ประการ ได้แก่ การบริหารความเสี่ยงอย่างมีประสิทธิภาพและประสิทธิผล การบริหารทรัพยากรบุคคลที่เหมาะสม การมีธรรมาภิบาลที่ดี และการสรรค์สร้างคุณค่าที่ยั่งยืนต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม เราให้คะแนน ESG สำหรับ BBL ที่ 3.5



	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)
BBL	YES	AAA	-	-	56.81	63.7	70.00	41.0	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- ธนาคารได้สนับสนุนโครงการความยั่งยืนที่สำคัญหลายโครงการอย่างต่อเนื่อง เช่น การพัฒนาพลังงานสะอาดทั่วเอเชีย การผลิตถยนต์ไฟฟ้า และการพัฒนาระบบขนส่งมวลชนไฟฟ้า ธนาคารยังออกกรีนบอนด์ (Green Bond) ของภาคเอกชน และตราสารหนี้ส่งเสริมความยั่งยืน (Sustainability-linked Bond) ในประเทศไทย ด้วย - BBL กำหนดนโยบายการอนุรักษ์สิ่งแวดล้อมและพลังงาน และกำหนดเป้าหมายระยะกลางเพื่อลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกในขอบเขตที่ 1 และ 2 จากการดำเนินงานของตนเอง ซึ่งจะมีการติดตามอย่างใกล้ชิด ธนาคารรายงานการปล่อยก๊าซเรือนกระจก Scope 1 ลดลง 55% และการปล่อยก๊าซเรือนกระจก Scope 2 ลดลง 0.9% เมื่อเทียบกับปี 2020 (ปีฐาน) ในปี 2022 เป้าหมายปี 2021-2023 คือการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกในขอบเขตที่ 1 และขอบเขตที่ 2 รวม 7.5% เทียบกับปี 2020 (ปีฐาน) - ธนาคารมีความภูมิใจที่ได้เป็นพันธมิตรกับ Hydro-Informatics Institute (Public Organization) และมูลนิธิอุทกพัฒน์ในพระบรมราชูปถัมภ์ เพื่อช่วยผู้ด้อยโอกาสในพื้นที่ชนบทให้เข้าถึงและบริหารจัดการน้ำเพื่อให้มีคุณภาพชีวิตที่ดีขึ้นและมีรายได้ที่มั่นคง
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- เพื่อส่งเสริมการปฏิบัติตามสิทธิมนุษยชนอย่างต่อเนื่องและสร้างความตระหนักในหมู่พนักงาน ธนาคารกำลังดำเนินการตรวจสอบด้านสิทธิมนุษยชนอย่างรอบด้านและตั้งเป้าหมายที่จะทบทวนทุกสามปี - BBL มีภาระผูกพันทางสังคมในการสนับสนุนความรู้ทางการเงิน และ financial inclusion ธนาคารได้ดำเนินโครงการ Fin Lit for the Blind เพื่อผู้พิการทางสายตา ธนาคารยังสนับสนุนผู้จัดการสาขาและพนักงานให้เป็นหุ้นส่วนโรงเรียน และทำงานร่วมกับโรงเรียนในมูลนิธิธรรมคุณเพื่อการศึกษา CONNEXT ED เพื่อปรับปรุงคุณภาพการศึกษา ให้ความรู้ทางการเงินที่จำเป็น และส่งเสริมแนวคิดเรื่องการออมในหมู่นักเรียน - เพื่อส่งเสริม financial inclusion, BBL ได้ขยายบริการดิจิทัลเพื่อให้ประชาชนสะดวกในการทำธุรกรรมธนาคารได้มากขึ้นในทุกที่ทุกเวลา
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- BBL มีกรรมการ 20 คน โดย 8 คนเป็นกรรมการอิสระ - BBL ได้รับการจัดอันดับ CG ดีเยี่ยมจากรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย โดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย - ธนาคารได้จัดทำ Code of Conduct และ Business Ethics Practices สำหรับกรรมการ ผู้บริหาร และพนักงาน ให้ปฏิบัติตาม โดยได้รับการอนุมัติจากคณะกรรมการบริษัทและเผยแพร่บนเว็บไซต์ของ BBL - BBL รวมการรับรู้รูปแบบการหลอกลวงบนโลกออนไลน์เป็นหลักสูตรการฝึกอบรมภาคบังคับสำหรับพนักงานทุกคน

Source: Thanachart, Company

INCOME STATEMENT

2025F net profit to be cushioned by a gain on investment

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Interest and Dividend Income	194,365	208,029	194,138	185,546	187,552
Interest Expenses	63,504	74,129	68,899	64,192	63,320
Net Interest Income	130,860	133,900	125,240	121,354	124,232
% of total income	78.2%	76.2%	70.4%	72.7%	73.9%
Gain on Investment	(482)	891	11,581	4,053	1,013
Fee Income	27,234	27,724	27,228	28,044	28,886
Gain on Exchange	5,544	8,966	9,414	8,943	9,211
Others	1,814	1,781	1,870	1,964	2,062
Non-interest Income	36,440	41,707	52,556	45,591	43,888
% of total income	21.8%	23.8%	29.6%	27.3%	26.1%
Total Income	167,300	175,606	177,795	166,945	168,119
Operating Expenses	81,775	84,405	84,865	82,489	83,466
Pre-provisioning Profit	85,525	91,201	92,931	84,456	84,653
Provisions	33,667	34,838	36,125	31,657	31,974
Pre-tax Profit	51,859	56,363	56,805	52,799	52,679
Income Tax	9,993	10,946	11,361	10,560	10,536
After Tax Profit	41,865	45,417	45,444	42,239	42,144
Equity Income	187	205	215	226	237
Minority Interest	(417)	(411)	0	0	0
Extraordinary Items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	41,636	45,211	45,659	42,465	42,380
Normalized Profit	41,636	45,211	45,659	42,465	42,380
EPS (Bt)	21.8	23.7	23.9	22.2	22.2
Normalized EPS (Bt)	21.8	23.7	23.9	22.2	22.2

BALANCE SHEET

Loan expansion from corporate segment

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Liquid Items	802,638	799,633	885,084	895,509	905,382
cash & cash equivalents	45,518	47,364	38,763	47,982	56,862
interbank & money market	757,120	752,269	846,321	847,527	848,520
Securities under resale agreeme	0	0	0	0	0
Investments	973,690	990,986	1,010,816	1,031,043	1,051,674
Net loans	2,425,661	2,428,321	2,462,819	2,483,530	2,504,449
Gross and accrued interest	2,684,327	2,701,059	2,747,030	2,774,501	2,802,246
Provisions for doubtful	258,666	272,738	284,212	290,970	297,797
Fixed assets - net	72,855	66,015	61,897	63,754	65,667
Other assets	239,641	266,424	171,770	176,924	182,231
Total assets	4,514,484	4,551,379	4,700,076	4,760,602	4,821,444
LIABILITIES:					
Liquid Items	3,527,658	3,523,714	3,629,426	3,654,832	3,680,416
Deposit	3,184,283	3,169,654	3,264,743	3,287,596	3,310,610
Interbank & money market	334,219	346,936	357,344	359,845	362,364
Liability payable on demand	9,156	7,125	7,339	7,390	7,442
Borrow ings	212,505	213,785	220,199	221,740	223,292
Other liabilities	243,491	257,006	262,147	267,389	272,737
Total liabilities	3,983,654	3,994,506	4,111,771	4,143,961	4,176,445
Minority interest	1,855	1,834	1,926	2,022	2,123
Shareholders' equity	528,975	555,039	586,379	614,619	642,875
Preferred capital	-	-	-	-	-
Paid-in capital	19,088	19,088	19,088	19,088	19,088
Share premium	56,346	56,346	56,346	56,346	56,346
Surplus/ Others	44,270	38,112	40,018	42,019	44,119
Retained earnings	409,270	441,493	470,926	497,166	523,321
Liabilities & equity	4,514,484	4,551,379	4,700,076	4,760,602	4,821,444

Sources: Company data, Thanachart estimates

VALUATION

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	6.8	6.3	6.2	6.7	6.7
Normalized PE - at target price (x)	6.1	5.6	5.6	6.0	6.0
PE (x)	6.8	6.3	6.2	6.7	6.7
PE - at target price (x)	6.1	5.6	5.6	6.0	6.0
P/PPP (x)	3.3	3.1	3.1	3.4	3.4
P/PPP - at target price (x)	3.0	2.8	2.7	3.0	3.0
P/BV (x)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
P/BV - at target price (x)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
Dividend yield (%)	4.7	5.7	5.7	5.7	5.7
Market cap / net loans (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Market cap / deposit (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
(Bt)					
Normalized EPS	21.8	23.7	23.9	22.2	22.2
EPS	21.8	23.7	23.9	22.2	22.2
DPS	7.0	8.5	8.5	8.5	8.5
PPP/Share	44.8	47.8	48.7	44.2	44.3
BV/Share	277.1	290.8	307.2	322.0	336.8

Cheap valuation at the expense of low dividend yield and profit growth

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate (%)					
Net interest income (NII)	28.0	2.3	(6.5)	(3.1)	2.4
Non-interest income (Non-II)	(0.1)	14.5	26.0	(13.3)	(3.7)
Operating expenses	18.5	3.2	0.5	(2.8)	1.2
Pre-provisioning profit (PPP)	22.7	6.6	1.9	(9.1)	0.2
Net profit	42.1	8.6	1.0	(7.0)	(0.2)
Normalized profit growth	42.1	8.6	1.0	(7.0)	(0.2)
EPS	42.1	8.6	1.0	(7.0)	(0.2)
Normalized EPS	42.1	8.6	1.0	(7.0)	(0.2)
Dividend payout ratio	32.1	35.9	35.5	38.2	38.3
Loan - gross	(0.4)	0.8	1.7	1.0	1.0
Loan - net	(1.0)	0.1	1.4	0.8	0.8
Deposit	(0.8)	(0.5)	3.0	0.7	0.7
NPLs	(11.6)	(0.1)	3.2	3.1	3.1
Total assets	2.1	0.8	3.3	1.3	1.3
Total equity	4.7	4.9	5.6	4.8	4.6
Operating Ratios (%)					
Net interest margin (NIM)	3.1	3.1	2.8	2.7	2.7
Net interest spread	4.6	4.6	4.3	4.2	4.2
Yield on earnings assets	4.4	4.6	4.2	3.9	3.9
Avg cost of fund	1.7	2.0	1.8	1.7	1.6
NII / operating income	78.2	76.2	70.4	72.7	73.9
Non-II / operating income	21.8	23.8	29.6	27.3	26.1
Fee income / operating income	16.3	15.8	15.3	16.8	17.2
Normalized net margin	24.9	25.7	25.7	25.4	25.2
Cost-to-income	48.9	48.1	47.7	49.4	49.6
Credit cost - provision exp / loans	1.3	1.3	1.3	1.1	1.1
PPP / total assets	1.9	2.0	2.0	1.8	1.8
PPP / total equity	16.5	16.8	16.3	14.1	13.5
ROA	0.9	1.0	1.0	0.9	0.9
ROE	8.1	8.3	8.0	7.1	6.7

NIM is pressured by the low-rate environment

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Liquidity and Quality Ratio (%)					
Loan-to-deposit	83.9	85.0	83.9	84.1	84.4
Loan-to-deposit & S-T borrow ing	83.9	85.0	83.9	84.1	84.4
Net loan / assets	53.7	53.4	52.4	52.2	51.9
Net loan / equity	458.6	437.5	420.0	404.1	389.6
Investment / assets	21.6	21.8	21.5	21.7	21.8
Deposit / liabilities	79.9	79.4	79.4	79.3	79.3
Liabilities / equity	753.1	719.7	701.2	674.2	649.7
Net interbank lender (Bt m)	422,900	405,334	488,978	487,681	486,156
Tier 1 CAR	16.1	17.0	17.6	18.3	19.0
Tier 2 CAR	3.4	3.4	3.3	3.3	3.3
Total CAR	19.6	20.4	21.0	21.6	22.2
NPLs (Bt m)	85,955	85,833	88,572	91,339	94,133
NPLs / Total loans (NPL Ratio)	3.2	3.2	3.2	3.3	3.4
Loan-Loss-Coverage	300.9	317.8	320.9	318.6	316.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

Tier 1 ratio looks set to resume at pre-Permata level in 2025F

BUY

(From: HOLD)

TP: Bt 190.00

(From: Bt 153.00)

12 SEPTEMBER 2025

Transfer of Coverage

Upside : 13.4%

KASIKORN BANK Pcl (KBANK TB)

มีโอกาสดำเนินการปันผลเพิ่มขึ้นอีก

เราปรับคำแนะนำ KBANK เป็น “ซื้อ” จาก ถือ ด้วยงบดุลที่แข็งแกร่ง ธนาคารจึงพร้อมรับมือกับความท้าทายทางเศรษฐกิจ และสามารถคว้าโอกาสเติบโตในช่วงฟื้นตัวได้อย่างมั่นคง ทุนที่แข็งแกร่งและส่วนของผู้ถือหุ้นที่แข็งแกร่งรองรับการจ่ายเงินปันผลขั้นต่ำที่ 12 บาท/หุ้น ซึ่งคิดเป็นอัตราผลตอบแทนราว 7% พร้อมทั้งมี upside ที่ชัดเจน



RAWISARA SUWANUMPHAI

662-779-9119

rawisara.suw@thanachartsec.co.th

ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น “ซื้อ”

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มธนาคาร “ผลตอบแทนมั่นคงในช่วง NIM ขาลง” วันที่ 12 กันยายน 2025 เราปรับคำแนะนำ KBANK จาก ถือ เป็น “ซื้อ” และปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 190.0 บาท (จาก 153.0 บาท) จากการปรับมาใช้ปีฐาน 2026F และปรับกำไรปี 2025-27F ขึ้น 2/6/15% จากสมมติฐาน NIM ที่สูงขึ้น และกำไรจากการลงทุนที่ดีกว่าคาด 1) เราคาดว่า DPS จะยังอยู่ที่ 12.0 บาท ในปี 2025-27F และมีโอกาสเพิ่มขึ้นหาก KBANK ตัดสินใจจ่ายเงินปันผลพิเศษจากเงินทุนส่วนเกิน 2) หลังปรับโครงสร้างพอร์ตสินเชื่อ SME และล้างงบดุลครั้งใหญ่ ธนาคารจึงอยู่ในตำแหน่งที่ดีในการจับโอกาสเติบโตเมื่อเศรษฐกิจฟื้นตัว เราคาดว่า KBANK จะเป็นผู้นำกลุ่ม ด้วยมี EPS เติบโตที่ 7% ในปี 2027F และ 3) ที่ 2026F P/BV ที่ 0.6 เท่า และ ROE ที่ 7.9% KBANK นั้นไม่แพง

มีโอกาสดำเนินการปันผลที่ปัจจุบันอยู่ในระดับสูงอยู่แล้ว

ในกรณีฐานของเรา เราคาดว่า KBANK จะจ่ายเงินปันผลที่ 12.0 บาท/หุ้น ซึ่งคิดเป็นอัตราผลตอบแทนปันผลที่ 7% ต่อปี ในปี 2025-27F แต่หาก KBANK มีนโยบายบริหารทุนที่แข็งแกร่งมากขึ้น ก็มีโอกาสดำเนินการปันผลเพิ่มได้เนื่องจาก 1) KBANK จ่ายปันผลในอัตราเพียง 56-60% ในปี 2025-27F 2) อัตราส่วนเงินกองทุนขั้นที่ 1 แข็งแกร่งมากที่ 17.7% ณ 2Q25 เทียบกับเป้าหมายที่มากกว่า 15% (ภายใต้ Basel III ใหม่) ซึ่งหมายความว่า KBANK มีเงินกองทุนส่วนเกินราว 0.7% ซึ่งเท่ากับ 7.8 บาท/หุ้น ซึ่งทำให้มีโอกาสจ่ายเงินปันผลเพิ่มเติมสูงสุดที่ 5% yield ทั้งนี้ KBANK ยังคงเป้า ROE ในระดับเลขสองหลักเทียบกับ 8.4% ในปี 2025F ซึ่งสะท้อนถึงความเป็นไปได้ที่ธนาคารอาจมีการจ่ายเงินปันผลพิเศษหรือซื้อหุ้นคืนเพิ่มเติมในอนาคต

พอร์ตสินเชื่อที่สมดุล พร้อมต่อยอดการเติบโต

KBANK ได้ลดการพึ่งพาสินเชื่อ SME ลง และได้ขยายพอร์ตสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่ ลูกค้าย่อย และกลุ่มประเทศ AEC ต่อเนื่อง โดยจากระดับสูงสุดที่ 39% ของพอร์ตสินเชื่อรวมในปี 2016 สัดส่วนสินเชื่อ SME ได้ลดลงมาอยู่ที่ 26% ใน 2Q25 และที่เหลือประกอบด้วย สินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่ 41%, สินเชื่อรายย่อย 29%, และสินเชื่ออื่นๆ รวมถึงต่างประเทศ 4% นอกจากนี้ KBANK ยังได้ดำเนินการล้างงบดุลครั้งใหญ่ในปี 2024 ซึ่งช่วยยกระดับคุณภาพสินทรัพย์ให้แข็งแกร่งขึ้นมาก ด้วยพอร์ตสินเชื่อที่กระจายตัวอย่างสมดุลและหลากหลาย เราเชื่อว่าโครงสร้างพอร์ตของ KBANK มีความพร้อมในเชิงโครงสร้างที่จะรองรับการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ

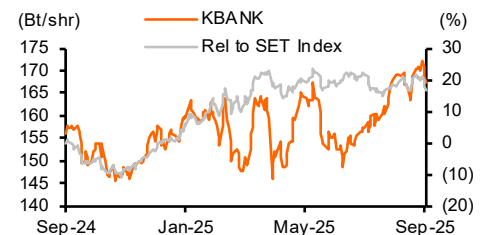
ผู้นำในการฟื้นตัวของกลุ่มธนาคาร

เราคาดว่าปี 2026F กำไรของกลุ่มธนาคารจะเผชิญกับแรงกดดันอย่างเต็มปีจากผลของการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย อย่างไรก็ตาม KBANK อยู่ในตำแหน่งที่ดีกว่าในการฟื้นตัวเมื่อเทียบกับธนาคารใหญ่อื่น โดยเราคาดว่า KBANK จะมี EPS เติบโต 7% ในปี 2027F เนื่องจาก LDR ที่ต่ำ และฐานเงินฝาก CASA ที่สูง ซึ่งทำให้ KBANK สามารถนำสภาพคล่องส่วนเกินไปลงทุนในสินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทน เพื่อชดเชยผลของ NIM ที่ลดลง นอกจากนี้ เรายังคาดว่ารายได้ค่าธรรมเนียมจะเติบโตปานกลาง โดยเฉพาะค่าธรรมเนียมจากธุรกรรมทางการเงิน ซึ่งได้แรงหนุนจากแพลตฟอร์ม K PLUS ที่มีผู้ใช้งาน 23.4 ล้านราย

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Pre Provision Profit	109,691	105,023	103,429	108,501
Net profit	48,598	48,774	47,347	50,836
Consensus NP	—	47,758	48,045	51,185
Diff frm cons (%)	—	2.1	(1.5)	(0.7)
Norm profit	48,598	48,774	47,347	50,836
Prev. Norm profit	—	47,641	44,463	44,394
Chg frm prev (%)	—	2.4	6.5	14.5
Norm EPS (Bt)	20.5	20.6	20.0	21.5
Norm EPS grw (%)	14.6	0.4	(2.9)	7.4
Norm PE (x)	8.2	8.1	8.4	7.8
P/BV (x)	0.7	0.7	0.6	0.6
Div yield (%)	7.2	7.2	7.2	7.2
ROE (%)	8.8	8.4	7.9	8.2
ROA (%)	1.1	1.1	1.1	1.1

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price: as of 11-Sep-25 (Bt)	167.50
Market Cap (US\$ m)	12,465
Listed Shares (m shares)	2,369.3
Free Float (%)	82.5
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	70.2
12M Price H/L (Bt)	172.00/145.50
Sector	BANK
Major Shareholder	Thai NVDR 13.86%

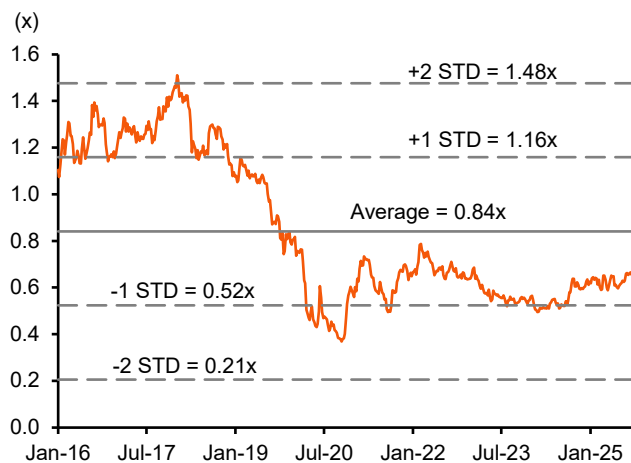
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P29

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

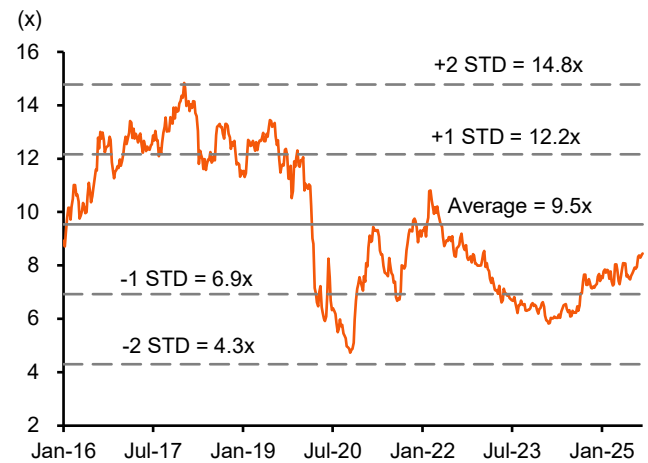
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: KBANK's P/BV STD



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 2: KBANK's PE STD



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 3: Earnings Revisions And Assumption Changes

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Normalized profit (Bt bn)					
- New	42.41	48.60	48.77	47.35	50.84
- Old			47.64	44.46	44.39
- Change (%)			2.38	6.49	14.51
Normalized EPS (Bt/share)					
- New	17.90	20.51	20.59	19.98	21.46
- Old			20.11	18.77	18.74
- Change (%)			2.38	6.49	14.51
Loans growth (%)					
- New	(0.19)	(0.27)	(1.50)	1.00	1.00
- Old			(2.64)	(2.31)	2.19
- Change (ppt)			1.14	3.31	(1.19)
NIM (%)					
- New	3.66	3.63	3.31	3.18	3.24
- Old			3.33	3.13	3.10
- Change (ppt)			(0.02)	0.06	0.14
Non-NII (Bt bn)					
- New	44.25	47.59	53.50	51.49	54.88
- Old			46.37	48.27	51.54
- Change (%)			15.38	6.67	6.48
Cost-to-income ratio (%)					
- New	44.10	44.31	45.28	44.60	44.02
- Old			45.94	47.83	48.07
- Change (ppt)			(0.65)	(3.23)	(4.04)
Credit cost (%)					
- New	2.08	1.90	1.60	1.65	1.65
- Old			1.70	1.60	1.60
- Change (ppt)			(0.10)	0.05	0.05

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: 12-month DDM-based TP Calculation Using A Base Year Of 2026F

(Bt m)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	Terminal Value
Dividend of common shares	28,432	28,432	28,432	33,171	33,171	42,648	42,648	47,387	47,387	52,125	52,125
Dividend payment	28,432	28,432	28,432	33,171	33,171	42,648	42,648	47,387	47,387	52,125	625,502
PV of dividend	28,432	23,285	21,067	22,243	20,129	23,421	21,190	21,307	19,282	19,195	230,340
Risk-free rate (%)	2.5										
Market risk premium (%)	8.0										
Beta	1.0										
WACC (%)	10.5										
Cost of equity	10.5										
Terminal growth (%)	2.0										
Equity value	449,890										
No. of shares (m)	2,369										
Equity value / share (Bt)	190.00										

Sources: Company data, Thanachart estimates

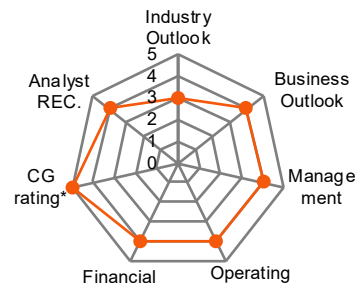
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

ธนาคารกสิกรไทย จำกัด (มหาชน) ให้บริการด้านการธนาคารเชิงพาณิชย์ รวมทั้ง บริการด้านการธนาคารสำหรับลูกค้าบุคคล และลูกค้าธุรกิจ บริการธุรกิจการค้าต่างประเทศ รวมทั้งวานิชธนกิจ ให้แก่ลูกค้าทั่วประเทศไทย ธนาคารมีสาขาต่างประเทศใน ลอสแอนเจลิส, ฮองกง, ฮ่องกง, ญีปโป, เกาหลี และจีน และสำนักงานตัวแทนในเชียงใหม่, ปักกิ่ง, และ กรุงเทพมหานคร

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Rating Scale

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

Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีฐานะเป็นธนาคารหลัก
- มีสัดส่วน CASA สูงที่สุด
- ฐานะการเงินแข็งแกร่ง

O — Opportunity

- การบริหารจัดการเงินทุน (Wealth management)
- การขยายธุรกิจใหม่
- การลงทุนด้านดิจิทัล

W — Weakness

- NPL ที่สูงจาก SME และการให้สินเชื่อดิจิทัลได้ลดความสามารถในการรับความเสี่ยง
- การเติบโตที่จำกัดในค่าธรรมเนียมที่เกี่ยวข้องกับสินเชื่อ เนื่องจากการลดการให้สินเชื่อ SME และสินเชื่อรายย่อย

T — Threat

- เศรษฐกิจโลกถดถอย
- การเปลี่ยนแปลงทางด้านมาตรฐานบัญชี และหลักเกณฑ์ต่างๆ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	174.39	190.00	9%
Net profit 25F (Bt m)	47,758	48,774	2%
Net profit 26F (Bt m)	48,045	47,347	-1%
Consensus REC	BUY: 10	HOLD: 14	SELL: 2

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- เรามีมุมมองเชิงบวกมากกว่านักวิเคราะห์ส่วนใหญ่ของตลาดเกี่ยวกับช่วงฟื้นตัวของกำไรตั้งแต่ปี 2027 เป็นต้นไป ซึ่งส่งผลให้ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่า

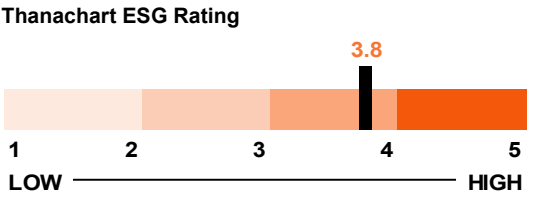
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- สภาพเศรษฐกิจที่อ่อนแอ อาจนำไปสู่การกันสำรองที่สูงขึ้นและการเติบโตของสินเชื่อที่ชะลอตัว
- การจ่ายเงินปันผลต่อหุ้น (DPS) ที่ต่ำกว่า 12 บาทต่อหุ้น จะส่งผลลบต่อราคาเป้าหมายของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

ธนาคารกรุงไทยดำเนินธุรกิจตามหลักการธนาคารแห่งความยั่งยืน โดยมีหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี ตลอดจนการบริหารความเสี่ยงและต้นทุนที่เหมาะสม เนื่องจากการดำเนินการและมีมาตรการ ESG ที่แข็งแกร่งของธนาคาร เราให้คะแนน 3.84 สำหรับ KBANK



	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)
KBANK	YES	AAA	YES	AA	70.52	79.72	86.00	48.0	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- ธนาคารมุ่งมั่นให้การสนับสนุนประเทศไทยและลูกค้าของธนาคารที่อยู่ในระบบเศรษฐกิจทั้งภูมิภาค ในการลดปริมาณการปล่อยก๊าซเรือนกระจก อีกทั้งจะสนับสนุนความพยายามของประชาคมโลกในช่วงเปลี่ยนผ่านเข้าสู่การปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2050 ซึ่งสอดคล้องกับเป้าหมายความตกลงปารีส - ธนาคารมุ่งมั่นเป็นธนาคารแห่งความยั่งยืนชั้นนำของประเทศไทย โดยสนับสนุนด้านการเงินและการลงทุนเพื่อความยั่งยืน ไม่น้อยกว่า 1-2 แสนลบ. ภายในปี 2030 และจะเป็นผู้บุกเบิกการเสนอผลิตภัณฑ์และบริการทางการเงินที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม - ธนาคารกำหนดเป้าหมายการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์จากการดำเนินงานของธนาคาร (ขอบเขตที่ 1 และ 2) ภายในปี 2030 รวมทั้งกำหนดเป้าหมายการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ในพอร์ตโฟลิโอของธนาคารให้สอดคล้องกับเป้าหมายของประเทศไทย และจะเร่งดำเนินการในส่วนที่เป็นไปได้ให้รวดเร็วขึ้น
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- ธนาคารมีเป้าหมายเพื่อเพิ่มการเข้าถึงบริการทางการเงินและความรู้ทางการเงิน ธนาคารขยายเวลาการสนับสนุนสินเชื่อสำหรับลูกค้าใหม่เข้าถึงบริการทางการเงินได้ยาก โดยมีจำนวนลูกค้าเพิ่มขึ้น 3 เท่าจากปี 2021 ในอีก 5 ปีข้างหน้า - ธนาคารไม่รับเรื่องร้องเรียนเกี่ยวกับการปฏิบัติต่อแรงงานที่เลือกปฏิบัติหรือความรุนแรงที่นำไปสู่การฟ้องร้อง 61% ของผู้หญิงอยู่ในตำแหน่งผู้นำ - ธนาคารทำการประเมินความเสี่ยงด้านสิทธิมนุษยชนในทุกกิจกรรมทางธุรกิจ: 100% ของ KBANK และการร่วมทุนของ KBANK
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- KBANK มีกรรมการทั้งหมด 15 คน กำหนดอายุสูงสุดของกรรมการไว้ที่ 72 ปี และสำหรับกรรมการอิสระกำหนดวาระการดำรงตำแหน่งติดต่อกันได้ ไม่เกินเก้าปี - KBANK กำลังทบทวนแนวปฏิบัติภายใต้ Thai IOD, ASEAN CG Scorecard และ Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) - ธนาคารกำลังดำเนินการตามแผนกลยุทธ์สำหรับกิจกรรมการกำกับดูแลกิจการที่ดี เพื่อเพิ่มการปฏิบัติตามโดยกรรมการ ผู้บริหาร และพนักงาน ด้วยหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี จรรยาบรรณ และนโยบายต่อต้านการทุจริต - มีการจัดให้มีพนักงานและผู้บริหารลงนามรับทราบการปฏิบัติตามจรรยาบรรณธุรกิจธนาคารผ่านระบบอิเล็กทรอนิกส์และ LINE KONNECT+ และธนาคารกำลังทบทวนความรู้ความเข้าใจ

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

2027F net profit should
recover at a faster pace
than other big banks

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Interest and Dividend Income	183,608	189,440	174,489	167,897	169,823
Interest Expenses	35,164	40,064	36,051	32,710	30,863
Net Interest Income	148,444	149,376	138,438	135,188	138,959
% of total income	77.0%	75.8%	72.1%	72.4%	71.7%
Gain on Investment	(588)	45	726	145	154
Fee Income	31,181	33,279	33,609	34,953	36,701
Gain on Exchange	12,123	13,206	14,790	11,093	11,647
Others	(2,041)	(2,468)	676	1,412	2,296
Non-interest Income	44,245	47,588	53,503	51,490	54,879
% of total income	23.0%	24.2%	27.9%	27.6%	28.3%
Total Income	192,689	196,964	191,941	186,678	193,838
Operating Expenses	84,968	87,273	86,919	83,249	85,337
Pre-provisioning Profit	107,721	109,691	105,023	103,429	108,501
Provisions	51,840	47,251	39,441	40,568	40,974
Pre-tax Profit	55,880	62,440	65,582	62,861	67,528
Income Tax	10,778	12,402	13,116	12,572	13,506
After Tax Profit	45,102	50,038	52,465	50,288	54,022
Equity Income	(35)	981	1,030	1,082	1,136
Minority Interest	(2,662)	(2,421)	(4,722)	(4,023)	(4,322)
Extraordinary Items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	42,405	48,598	48,774	47,347	50,836
Normalized Profit	42,405	48,598	48,774	47,347	50,836
EPS (Bt)	17.9	20.5	20.6	20.0	21.5
Normalized EPS (Bt)	17.9	20.5	20.6	20.0	21.5

BALANCE SHEET

Slow loan growth from
conservative lending

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Liquid Items	617,698	568,750	570,276	575,904	555,750
cash & cash equivalents	48,690	46,021	36,693	35,791	38,830
interbank & money market	569,008	522,729	533,583	540,114	516,920
Securities under resale agreeme	0	0	0	0	0
Investments	974,585	1,073,691	1,180,145	1,203,883	1,228,099
Net loans	2,371,492	2,368,649	2,333,028	2,355,163	2,374,034
Gross and accrued interest	2,505,368	2,500,355	2,465,033	2,490,671	2,515,578
Provisions for doubtful	133,876	131,706	132,004	135,509	141,544
Fixed assets - net	114,698	114,151	61,214	63,051	64,942
Other assets	205,084	215,713	215,625	222,093	228,756
Total assets	4,283,556	4,340,954	4,422,293	4,483,338	4,516,091
LIABILITIES:					
Liquid Items	2,909,888	2,921,278	2,941,727	2,962,319	2,950,586
Deposit	2,699,562	2,718,675	2,737,706	2,756,870	2,743,904
Interbank & money market	179,207	172,144	173,349	174,563	175,610
Liability payable on demand	31,119	30,459	30,672	30,886	31,072
Borrow ings	81,572	67,334	67,805	68,280	68,690
Other liabilities	695,261	706,680	742,014	756,855	771,992
Total liabilities	3,686,721	3,695,292	3,751,546	3,787,453	3,791,267
Minority interest	64,551	76,937	80,784	84,823	89,064
Shareholders' equity	532,285	568,726	589,963	611,062	635,759
Preferred capital	-	-	-	-	-
Paid-in capital	23,693	23,693	23,693	23,693	23,693
Share premium	18,103	18,103	18,103	18,103	18,103
Surplus/ Others	33,115	41,597	43,677	45,861	48,154
Retained earnings	457,373	485,332	504,489	523,404	545,809
Liabilities & equity	4,283,556	4,340,954	4,422,293	4,483,338	4,516,091

Sources: Company data, Thanachart estimates

VALUATION

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	9.4	8.2	8.1	8.4	7.8
Normalized PE - at target price (x)	10.6	9.3	9.2	9.5	8.9
PE (x)	9.4	8.2	8.1	8.4	7.8
PE - at target price (x)	10.6	9.3	9.2	9.5	8.9
P/PPP (x)	3.7	3.6	3.8	3.8	3.7
P/PPP - at target price (x)	4.2	4.1	4.3	4.4	4.1
P/BV (x)	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
P/BV - at target price (x)	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
Dividend yield (%)	3.9	7.2	7.2	7.2	7.2
Market cap / net loans (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Market cap / deposit (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
(Bt)					
Normalized EPS	17.9	20.5	20.6	20.0	21.5
EPS	17.9	20.5	20.6	20.0	21.5
DPS	6.5	12.0	12.0	12.0	12.0
PPP/Share	45.5	46.3	44.3	43.7	45.8
BV/Share	224.7	240.0	249.0	257.9	268.3

*DPS should be sustained
at a minimum Bt12/share*

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate (%)					
Net interest income (NII)	11.6	0.6	(7.3)	(2.3)	2.8
Non-interest income (Non-II)	10.2	7.6	12.4	(3.8)	6.6
Operating expenses	13.7	2.7	(0.4)	(4.2)	2.5
Pre-provisioning profit (PPP)	9.5	1.8	(4.3)	(1.5)	4.9
Net profit	18.6	14.6	0.4	(2.9)	7.4
Normalized profit growth	18.6	14.6	0.4	(2.9)	7.4
EPS	18.6	14.6	0.4	(2.9)	7.4
Normalized EPS	18.6	14.6	0.4	(2.9)	7.4
Dividend payout ratio	36.3	58.5	58.3	60.0	55.9
Loan - gross	(0.2)	(0.3)	(1.5)	1.0	1.0
Loan - net	(0.3)	(0.1)	(1.5)	0.9	0.8
Deposit	(1.8)	0.7	0.7	0.7	(0.5)
NPLs	1.8	(1.3)	(2.6)	2.7	2.7
Total assets	0.9	1.3	1.9	1.4	0.7
Total equity	5.8	6.8	3.7	3.6	4.0
Operating Ratios (%)					
Net interest margin (NIM)	3.7	3.6	3.3	3.2	3.3
Net interest spread	5.4	5.2	4.7	4.7	4.7
Yield on earnings assets	4.5	4.6	4.2	4.0	4.0
Avg cost of fund	1.2	1.3	1.2	1.1	1.0
NII / operating income	77.0	75.8	72.1	72.4	71.7
Non-II / operating income	23.0	24.2	27.9	27.6	28.3
Fee income / operating income	16.2	16.9	17.5	18.7	18.9
Normalized net margin	22.0	24.7	25.4	25.4	26.2
Cost-to-income	44.1	44.3	45.3	44.6	44.0
Credit cost - provision exp / loans	2.1	1.9	1.6	1.6	1.6
PPP / total assets	2.5	2.5	2.4	2.3	2.4
PPP / total equity	20.8	19.9	18.1	17.2	17.4
ROA	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1
ROE	8.2	8.8	8.4	7.9	8.2

*Opex discipline could
maintain cost-to-income
ratio in the mid-40s*

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

*Tier 1 ratio could
increase subsequently*

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Liquidity and Quality Ratio (%)					
Loan-to-deposit	92.3	91.4	89.4	89.6	91.0
Loan-to-deposit & S-T borrow ing	92.3	91.3	89.4	89.6	91.0
Net loan / assets	55.4	54.6	52.8	52.5	52.6
Net loan / equity	445.5	416.5	395.5	385.4	373.4
Investment / assets	22.8	24.7	26.7	26.9	27.2
Deposit / liabilities	73.2	73.6	73.0	72.8	72.4
Liabilities / equity	692.6	649.7	635.9	619.8	596.3
Net interbank lender (Bt m)	389,802	350,585	360,233	365,551	341,309
Tier 1 CAR	17.4	18.4	19.3	19.9	20.4
Tier 2 CAR	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Total CAR	19.4	20.4	21.4	21.8	22.4
NPLs (Bt m)	94,241	93,009	90,563	93,033	95,529
NPLs / Total loans (NPL Ratio)	3.8	3.7	3.7	3.8	3.8
Loan-Loss-Coverage	142.1	141.6	145.8	145.7	148.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

BUY (Unchanged)

Transfer of Coverage

TP: Bt 67.00

Upside : 13.6%

(From: Bt 58.00)

12 SEPTEMBER 2025

Small Cap Research

Kiatnakin Phatra Bank (KKP TB)

อยู่ในช่วงเริ่มต้นของรอบการฟื้นตัว

เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” KKP เนื่องจากบริษัท อยู่ในช่วงต้นของรอบการฟื้นตัว เราคาดว่า EPS จะเติบโต 9/10% ในปี 2026–27F หนุนโดย Credit Cost ที่ลดลง NIM ที่ขยายตัว และการบริหารจัดการเงินทุน นอกจากนี้ KKP ยังเป็นหุ้นที่ให้ปันผลสูงที่อัตราผลตอบแทนปันผลที่ 7-9% ต่อปี



RAWISARA SUWANUMPHAI

662-779-9119

rawisara.suw@thanachartsec.co.th

เข้าสู่ระยะฟื้นตัว; แนะนำ “ซื้อ”

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มธนาคาร “ผลตอบแทนมั่นคงในช่วง NIM ขาลง” วันที่ 12 กันยายน 2025 เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” KKP และปรับราคาเป้าหมายเป็น 67.0 บาท (จาก 58.0 บาท) จากการปรับกำไรขึ้น 1–4% ในปี 2025–27F และปรับมาใช้ฐาน 2026F 1) credit cost ของ KKP มีแนวโน้มลดลงจากการเคลียร์พอร์ตสินเชื่อเข้าซื้อ และการฟื้นตัวของตลาดรถยนต์มือสอง 2) ค่าธรรมเนียมจากธุรกิจบริการความมั่งคั่งมีแนวโน้มโตต่อเนื่อง 3) เราคาดว่า KKP จะเป็นธนาคารเดียวที่มีกำไรเติบโตในปี 2026F ที่ 9% จากการขยายตัวของ NIM และ credit cost ที่ลดลง 4) เราคาดว่า KKP จะมีอัตราผลตอบแทนปันผลที่น่าสนใจที่ 7–9% ต่อปี ในปี 2025–27F และ 5) KKP ถือว่าไม่แพง ที่ P/BV ที่ 0.7 เท่า เทียบกับ ROE ที่ 8.5% และ EPS ที่เติบโต 9% ในปี 2026F

Credit cost เข้าสู่ช่วงขาลงเชิงโครงสร้าง

Credit cost รวมของ KKP (รวมค่าเผื่อ ECL และขาดทุนจากการขาย) ลดลงมาอยู่ที่ 1.9% ใน 1H25 จาก 2.5% ใน 1H24 เนื่องจาก 2 ปัจจัยหลัก ได้แก่ 1) การล้างพอร์ตสินเชื่อเข้าซื้อที่เป็นหนักค้างจากปี 2022–23 แล้วเสร็จใน 2H24 ทำให้ขาดทุนจากการขายทรัพย์สินลดลงเหลือราว 650 ลบ. ต่อไตรมาส จากจุดสูงสุดที่ 1.4 พันลบ. ใน 1Q24 2) คุณภาพสินทรัพย์ในสินเชื่อประเภทอื่นมีเสถียรภาพ ทำให้การกั้นเงินสำรองเพิ่มเติมมีจำกัด สำหรับแนวโน้ม เราเชื่อว่า ตลาดรถยนต์มือสองที่มีแนวโน้มฟื้นตัว ทั้งในแง่ของอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นและจำนวนการยึดรถที่ลดลง ซึ่งจะช่วยพยุงราคาขายต่อ และลดแรงกดดันต่อ credit cost เราคาดว่า credit cost ของ KKP จะอยู่ที่ 1.8/1.8/1.6% ในปี 2025–27F เทียบกับ 2.3% ในปี 2024

รายได้ค่าธรรมเนียมที่เติบโตสร้างกำไรที่มั่นคงยิ่งขึ้น

KKP เพิ่มความพยายามในการกระจายแหล่งรายได้โดยการขยายธุรกิจบริหารความมั่งคั่งและบริหารจัดการกองทุนรวม ขณะที่ลดการพึ่งพาธุรกิจตลาดทุนและธุรกิจสินเชื่อที่มีความผันผวน ใน 2Q25 KKP ได้จับมือเป็นพันธมิตรทางยุทธศาสตร์กับ Goldman Sachs Asset Management (GSAM) ทำให้ KKP ได้สิทธิ์พิเศษในการให้บริการคำปรึกษาด้านการลงทุนแบบหลากหลายสินทรัพย์ (Multi-Asset) จาก GSAM ในไทย ซึ่งจะช่วยขยายทางเลือกการลงทุนในระดับโลกให้กับลูกค้า และเสริมความแข็งแกร่งของแพลตฟอร์มบริหารความมั่งคั่งของ KKP ผู้บริหารคาดว่าความร่วมมือนี้จะช่วยเพิ่มสัดส่วนรายได้ที่มีดอกเบี๋ยสุทธิให้สูงขึ้นเป็น 35–40% ของรายได้รวมในระยะกลาง เทียบกับราว 28% ใน 1H25 เรามองบวกต่อแนวโน้มธุรกิจบริหารความมั่งคั่งจากความต้องการที่เพิ่มขึ้นของผลิตภัณฑ์ลงทุนในต่างประเทศ และผลิตภัณฑ์เฉพาะจาก GSAM

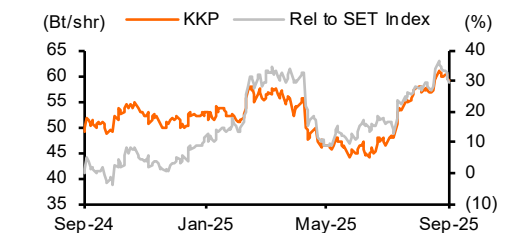
เงินปันผลน่าสนใจ และ ROE มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น

เราคาดว่า KKP จะยังคงขยายสินเชื่ออย่างระมัดระวัง ท่ามกลางสภาพเศรษฐกิจที่ยังเปราะบาง ขณะที่ผู้บริหารยังคงยืนยันกลยุทธ์การบริหารทุนเชิงรุก เพื่อให้บรรลุเป้าหมาย ROE ที่ 9–10% เทียบกับ 7.8% ใน 1H25 ดังนั้นเราจึงคาดว่าอัตราการจ่ายปันผลจะปรับขึ้นเล็กน้อยจาก 67% ในปี 2024 เป็นราว 70/70/70% ในปี 2025–27F เราคาดว่าอัตราผลตอบแทนปันผลจะอยู่ที่ 7–9% ในปี 2025–27F และยังคงคาดว่า ROE จะปรับขึ้นเป็น 8.5% ในปี 2027F จาก 8.1% ในปี 2024

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Pre Provision Profit	10,286	10,294	10,844	11,709
Net profit	5,031	5,107	5,566	6,107
Consensus NP	—	4,955	5,095	5,307
Diff frm cons (%)	—	3.1	9.3	15.1
Norm profit	5,031	5,107	5,566	6,107
Prev. Norm profit	—	5,064	5,391	5,820
Chg frm prev (%)	—	0.8	3.3	4.9
Norm EPS (Bt)	6.0	6.2	6.7	7.4
Norm EPS grw (%)	(7.1)	3.2	9.0	9.7
Norm PE (x)	9.9	9.6	8.8	8.0
P/BV (x)	0.8	0.8	0.7	0.7
Div yield (%)	6.8	7.2	7.8	8.6
ROE (%)	8.1	8.0	8.5	9.0
ROA (%)	1.0	1.0	1.1	1.2

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price: as of 11-Sep-25 (Bt)	59.00
Market Cap (US\$ m)	1,569
Listed Shares (m shares)	846.8
Free Float (%)	80.1
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	4.9
12M Price H/L (Bt)	61.00/44.00
Sector	BANK
Major Shareholder	Wattanavekin Family 6.39%

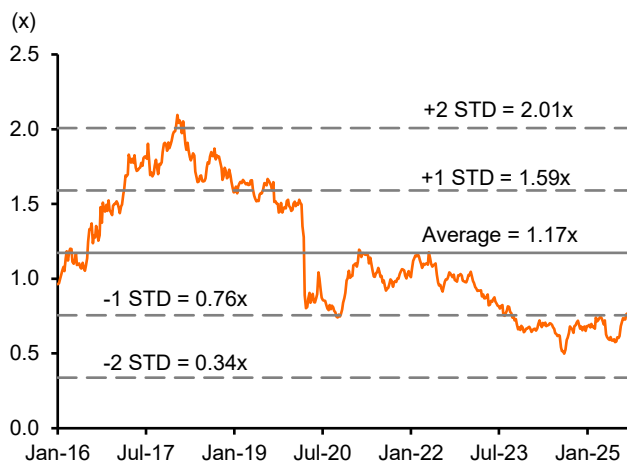
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P37

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

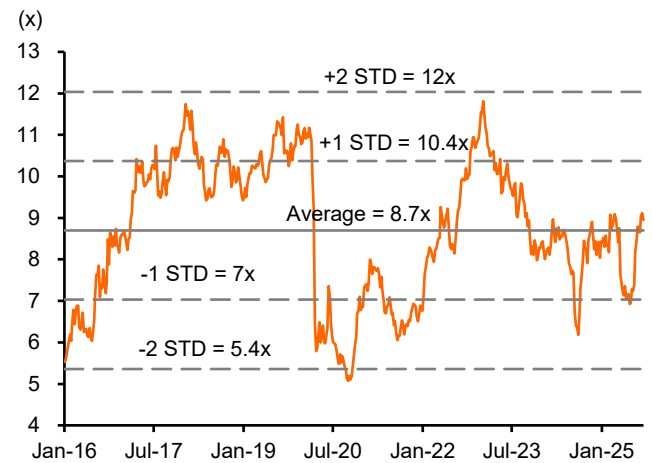
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไม่ซ้ำ ตัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: KKP's P/BV STD



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 2: KKP's PE STD



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 3: Earnings Revisions And Assumption Changes

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Normalized profit (Bt bn)					
- New	5.44	5.03	5.11	5.57	6.11
- Old			5.06	5.39	5.82
- Change (%)			0.84	3.26	4.94
Normalized EPS (Bt/share)					
- New	6.43	5.94	6.17	6.72	7.37
- Old			6.10	6.54	7.10
- Change (%)			1.15	2.83	3.91
Loan growth (%)					
- New	6.58	(7.58)	(7.30)	1.00	5.00
- Old			(3.88)	(3.21)	1.98
- Change (ppt)			(3.42)	4.21	3.02
NIM (%)					
- New	4.66	4.21	3.71	3.76	3.83
- Old			4.19	4.23	4.24
- Change (ppt)			(0.48)	(0.47)	(0.40)
Fee income (Bt bn)					
- New	5.48	5.40	5.82	6.11	6.41
- Old			5.46	5.68	5.98
- Change (%)			6.46	7.57	7.24
Opex (Bt bn)					
- New	15.89	16.52	13.99	14.18	14.10
- Old			14.14	14.16	14.33
- Change (%)			(1.08)	0.10	(1.55)
Credit costs (%)					
- New	1.53	1.08	1.10	1.13	1.15
- Old			1.23	1.17	1.09
- Change (ppt)			(0.13)	(0.04)	0.06

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: 12-month DDM-based TP Calculation Using A Base Year Of 2026F

(Bt m)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	Terminal Value
Dividend of common shares	3,736	4,086	4,461	4,715	5,177	5,635	5,747	5,853	5,968	6,083	6,083
Dividend payment	3,736	4,086	4,461	4,715	5,177	5,635	5,747	5,853	5,968	6,083	71,650
PV of dividend	3,736	3,336	3,291	3,143	3,119	3,068	2,827	2,601	2,397	2,208	26,006
Risk-free rate (%)	2.5										
Market risk premium (%)	8.0										
Beta	1.0										
WACC (%)	10.7										
Cost of equity	10.7										
Terminal growth (%)	2.0										
Equity value	55,733										
No. of shares (m shares) *	828										
Equity value / share (Bt)	67.0										

Source: Thanachart estimates
Note: * This includes the recent buyback program

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บมจ.ธนาคารเกียรตินาคินให้บริการด้านการเงินครอบคลุมทั้งด้านเงินฝากและสินเชื่อ เน้นการให้บริการสินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์ บริการสินเชื่อพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย บริการสินเชื่อธุรกิจ และบริการอื่นๆ รวมถึงการให้บริการด้านการเป็นนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์และที่ปรึกษาด้านการลงทุน

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

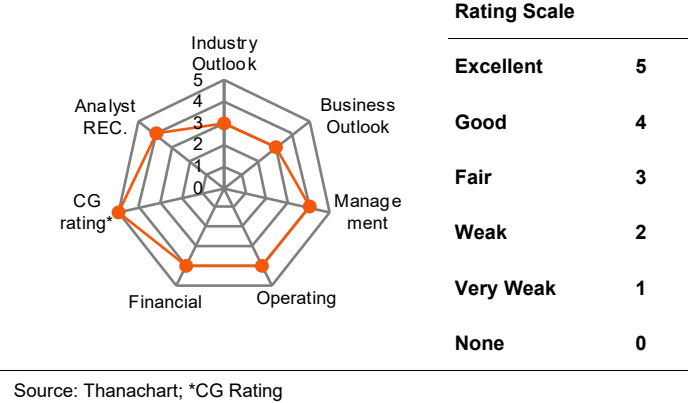
S — Strength

- มีฐานที่มั่นคงในธุรกิจสินเชื่อรถยนต์
- มีความเชี่ยวชาญในการบริหารจัดการการปรับโครงสร้างสินเชื่อ
- เป็นผู้นำในธุรกิจตลาดทุน

O — Opportunity

- การเติบโตของสินเชื่อเช่าซื้อที่ไม่ใช่รถยนต์
- ผลักดันดัชนีตลาดทุนนอกประเทศไทย

COMPANY RATING



W — Weakness

- มีสาขาจำนวนน้อย
- มีฐานเงินฝากที่ยังไม่แข็งแกร่ง
- การปล่อยสินเชื่อกระจุกตัว

T — Threat

- วิฤตเศรษฐกิจโลก
- มาตรฐานการบัญชีและหลักเกณฑ์ใหม่

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	54.71	67.00	22%
Net profit 25F (Bt m)	4,955	5,107	3%
Net profit 26F (Bt m)	5,095	5,566	9%
Consensus REC	BUY: 6	HOLD: 13	SELL: 2

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- เราเชื่อว่าการคาดการณ์กำไรสุทธิในเชิงรุกมากกว่าของเราเป็นผลมาจากสมมติฐานรายได้ค่าธรรมเนียมและคุณภาพสินทรัพย์ที่แข็งแกร่งขึ้น
- ราคาเป้าหมายที่สูงกว่าของเราน่าจะเป็นผลมาจากการคาดการณ์กำไรสุทธิที่แข็งแกร่งขึ้น และสมมติฐานอัตราการจ่ายเงินปันผลที่สูงขึ้น

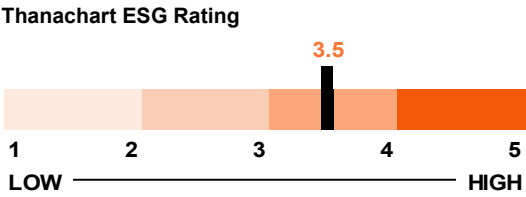
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- แนวโน้มเศรษฐกิจที่อ่อนแอลงซึ่งคุณภาพสินทรัพย์ให้ตกต่ำมากกว่าที่เราคาดในปัจจุบัน ถือเป็นความเสี่ยงที่สำคัญต่อสมมติฐาน Credit cost ของ KKP และเป็นความเสี่ยงต่อคาดการณ์กำไร และราคาเป้าหมายของเรา
- ผลการดำเนินงานของตลาดทุนที่อ่อนแอกว่าที่เราคาดไว้ถือเป็นความเสี่ยงด้านลบอีกประการหนึ่งต่อการคาดการณ์กำไรของเรา
- หาก KKP สามารถขยายปริมาณสินเชื่อได้ในกลุ่มลูกค้าที่เหมาะสม ธนาคารอาจเลือกที่จะรักษาเงินทุน ซึ่งอาจส่งผลให้มีความเสี่ยงด้านลบต่อสมมติฐานอัตราการจ่ายเงินปันผลของเรา

Source: Thanachart

บมจ. ธนาคารเกียรตินาคินภัทร (KKP) ได้นำหลักการด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล (ESG) มาผนวกเข้ากับกลยุทธ์ทางธุรกิจ โดยมีเป้าหมายเพื่อขับเคลื่อนการเติบโตทางเศรษฐกิจอย่างยั่งยืน และสร้างคุณค่าในระยะยาวให้กับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกฝ่าย แม้เป้าหมายด้านสิ่งแวดล้อมของบริษัทฯ จะยังไม่ชัดเจนเท่ากับบริษัทขนาดใหญ่อื่น ส่งผลให้ได้คะแนน E ต่ำกว่าเพื่อนร่วมอุตสาหกรรม แต่คะแนนด้านสังคม (S) ที่แข็งแกร่งช่วยสนับสนุนให้คะแนน ESG โดยรวมอยู่ในระดับที่ดีที่ 3.53.



	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)
KKP	YES	AA	-	BBB	51.95	72.22	30.00	-	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- เราให้คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) ของ KKP อยู่ที่ 3.4 ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มเพียงเล็กน้อยที่ระดับ 3.5 สะท้อนถึงเป้าหมายด้านสิ่งแวดล้อมของธนาคารที่ยังมีความชัดเจนและสามารถวัดผลได้น้อยกว่า โดยเฉพาะเมื่อเทียบกับสถาบันการเงินขนาดใหญ่ที่มีแผนงาน ESG ที่พัฒนามากกว่า - อย่างไรก็ตาม KKP มีความคืบหน้าอย่างมีนัยสำคัญในการสนับสนุนธุรกิจที่เป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อม โดยในปี 2023 ธนาคารได้ขยายพอร์ตสินเชื่อสีเขียว (Green Loan) เพิ่มขึ้นถึง 45% โดยมุ่งเน้นกลุ่มผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ขนาดกลาง เพื่อช่วยผลักดันการเปลี่ยนผ่านไปสู่ความยั่งยืน - KKP ได้ปรับปรุงอาคารสำนักงานใหญ่ "KKP Tower" เพื่อให้ได้การรับรองมาตรฐาน LEED (Leadership in Energy and Environmental Design) โดยมีเป้าหมายเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพด้านพลังงานและลดการใช้ทรัพยากร ให้สอดคล้องกับแนวทางอาคารยั่งยืนในระดับโลก
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- เราให้คะแนนด้านสังคม (S) ของ KKP ในระดับสูงที่ 3.75 เทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มธนาคารที่ 3.8 ซึ่งสะท้อนถึงความมุ่งมั่นอย่างจริงจังของธนาคารในการส่งเสริมความรู้ทางการเงิน และการเสริมศักยภาพให้กับประชาชนในการสร้างความเป็นอยู่ที่ยั่งยืน - KKP ได้พัฒนาแพลตฟอร์มดิจิทัล เช่น แอปพลิเคชัน Dime! เพื่อขยายการเข้าถึงบริการทางการเงินและการลงทุน ซึ่งช่วยยกระดับความรู้ทางการเงินของประชาชนชาวไทย - กลุ่มยังจัดทำโครงการและสัมมนาให้ความรู้ทางการเงิน เช่น "KKP Shaping Tomorrow" เพื่อให้ความรู้กับสาธารณชน และส่งเสริมแนวทางปฏิบัติที่ยั่งยืนในหลากหลายภาคส่วน
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- คะแนนด้านธรรมาภิบาล (G) ของ KKP อยู่ที่ 3.5 ซึ่งใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มธนาคารที่ 3.51 โดยนวัตกรรมด้านผลิตภัณฑ์ของธนาคารช่วยลดความกังวลเกี่ยวกับการบริหารความเสี่ยง ซึ่งเป็นผลมาจากกลยุทธ์การเติบโตเชิงรุกของกลุ่ม - โครงสร้างคณะกรรมการของธนาคารแสดงถึงความเป็นอิสระที่แข็งแกร่ง โดยมีกรรมการอิสระ 8 คนจากทั้งหมด 12 คน ซึ่งสูงกว่าเกณฑ์ที่แนะนำไว้ทั้งสองในสามของคณะกรรมการทั้งหมด - KKP มีคณะกรรมการตรวจสอบ คณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทน และคณะกรรมการบริหารความเสี่ยง ซึ่งเป็นไปตามแนวทางธรรมาภิบาลขององค์กรที่ได้มาตรฐาน - กลุ่มยังมีคณะกรรมการด้านความยั่งยืนโดยเฉพาะ ซึ่งมีประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO) เป็นประธาน ทำหน้าที่กำกับดูแลการบูรณาการหลักการ ESG ในทุกกิจกรรมขององค์กร

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Interest and Dividend Income	30,717	30,515	26,816	26,447	27,077
Interest Expenses	8,424	10,667	9,470	8,712	8,915
Net Interest Income	22,294	19,848	17,347	17,735	18,162
% of total income	77.5%	74.1%	71.4%	70.9%	70.4%
Gain on Investment	(12)	23	27	29	31
Fee Income	5,476	5,396	5,816	6,107	6,412
Gain on Exchange	665	1,382	688	723	759
Others	340	153	246	258	271
Non-interest Income	6,469	6,954	6,938	7,286	7,650
% of total income	22.5%	25.9%	28.6%	29.1%	29.6%
Total Income	28,763	26,802	24,285	25,020	25,812
Operating Expenses	15,894	16,516	13,991	14,176	14,103
Pre-provisioning Profit	12,869	10,286	10,294	10,844	11,709
Provisions	6,082	3,974	3,899	3,872	4,060
Pre-tax Profit	6,787	6,312	6,396	6,972	7,649
Income Tax	1,331	1,264	1,279	1,394	1,530
After Tax Profit	5,456	5,048	5,117	5,578	6,119
Equity Income	0	0	0	0	0
Minority Interest	(13)	(18)	(10)	(11)	(12)
Extraordinary Items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	5,443	5,031	5,107	5,566	6,107
Normalized Profit	5,443	5,031	5,107	5,566	6,107
EPS (Bt)	6.4	6.0	6.2	6.7	7.4
Normalized EPS (Bt)	6.4	6.0	6.2	6.7	7.4

The only bank where we expect 2026F EPS to increase

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Liquid Items	63,411	40,232	71,574	69,338	52,752
cash & cash equivalents	1,382	1,248	1,718	1,444	1,842
interbank & money market	62,029	38,985	69,856	67,895	50,910
Securities under resale agreeme	0	0	0	0	0
Investments	36,262	34,540	35,231	35,936	36,654
Net loans	384,826	354,941	327,560	330,614	347,761
Gross and accrued interest	405,493	375,549	348,315	351,798	369,388
Provisions for doubtful	20,668	20,607	20,755	21,184	21,627
Fixed assets - net	14,677	14,071	7,299	7,518	7,744
Other assets	46,152	54,645	38,868	40,034	41,235
Total assets	545,327	498,429	504,903	508,299	511,502
LIABILITIES:					
Liquid Items	382,421	377,052	389,104	389,882	390,272
Deposit	358,903	359,306	367,106	367,840	368,208
Interbank & money market	23,035	17,399	21,474	21,517	21,539
Liability payable on demand	483	347	524	525	526
Borrow ings	68,900	27,350	19,341	19,380	19,399
Other liabilities	32,753	30,817	31,433	32,062	32,703
Total liabilities	484,074	435,219	439,879	441,324	442,375
Minority interest	286	301	316	332	348
Shareholders' equity	60,967	62,910	64,708	66,643	68,778
Preferred capital	-	-	-	-	-
Paid-in capital	8,468	8,468	8,468	8,468	8,468
Share premium	9,356	9,357	9,357	9,357	9,357
Surplus/ Others	1,981	2,327	2,443	2,565	2,693
Retained earnings	41,162	42,759	44,441	46,253	48,261
Liabilities & equity	545,327	498,429	504,903	508,299	511,502

Loan volume should slightly increase in 2026F after a two-year decline

Sources: Company data, Thanachart estimates

VALUATION

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	9.2	9.9	9.6	8.8	8.0
Normalized PE - at target price (x)	10.4	11.2	10.9	10.0	9.1
PE (x)	9.2	9.9	9.6	8.8	8.0
PE - at target price (x)	10.4	11.2	10.9	10.0	9.1
P/PPP (x)	3.9	4.8	4.7	4.5	4.2
P/PPP - at target price (x)	4.4	5.5	5.4	5.1	4.7
P/BV (x)	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
P/BV - at target price (x)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8
Dividend yield (%)	5.1	6.8	7.2	7.8	8.6
Market cap / net loans (x)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1
Market cap / deposit (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
(Bt)					
Normalized EPS	6.4	6.0	6.2	6.7	7.4
EPS	6.4	6.0	6.2	6.7	7.4
DPS	3.0	4.0	4.2	4.6	5.0
PPP/Share	15.2	12.2	12.4	13.1	14.1
BV/Share	72.0	74.3	76.4	78.7	81.2

Appealing dividend
yields of 7-8% p.a.

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate (%)					
Net interest income (NII)	16.8	(11.0)	(12.6)	2.2	2.4
Non-interest income (Non-II)	(23.5)	7.5	(0.2)	5.0	5.0
Operating expenses	22.1	3.9	(15.3)	1.3	(0.5)
Pre-provisioning profit (PPP)	(11.4)	(20.1)	0.1	5.3	8.0
Net profit	(28.4)	(7.6)	1.5	9.0	9.7
Normalized profit growth	(28.4)	(7.6)	1.5	9.0	9.7
EPS	(28.4)	(7.1)	3.2	9.0	9.7
Normalized EPS	(28.4)	(7.1)	3.2	9.0	9.7
Dividend payout ratio	46.7	67.3	70.0	70.0	70.0
Loan - gross	6.6	(7.6)	(7.3)	1.0	5.0
Loan - net	5.5	(7.8)	(7.7)	0.9	5.2
Deposit	8.3	0.1	2.2	0.2	0.1
NPLs	5.5	18.8	(2.0)	2.0	2.1
Total assets	7.4	(8.6)	1.3	0.7	0.6
Total equity	5.4	3.2	2.9	3.0	3.2
Operating Ratios (%)					
Net interest margin (NIM)	4.7	4.2	3.8	3.8	3.9
Net interest spread	5.7	5.2	4.9	5.3	5.2
Yield on earnings assets	6.3	6.3	5.8	5.6	5.7
Avg cost of fund	1.9	2.5	2.3	2.1	2.2
NII / operating income	77.5	74.1	71.4	70.9	70.4
Non-II / operating income	22.5	25.9	28.6	29.1	29.6
Fee income / operating income	19.0	20.1	23.9	24.4	24.8
Normalized net margin	18.9	18.8	21.0	22.2	23.7
Cost-to-income	55.3	61.6	57.6	56.7	54.6
Credit cost - provision exp / loans	1.5	1.1	1.1	1.1	1.1
PPP / total assets	2.4	2.0	2.1	2.1	2.3
PPP / total equity	21.7	16.6	16.1	16.5	17.3
ROA	1.0	1.0	1.0	1.1	1.2
ROE	9.2	8.1	8.0	8.5	9.0

Wealth-related fees should
boost support for a
resumption of fee income

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

Stable NPL ratio

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Liquidity and Quality Ratio (%)					
Loan-to-deposit	110.9	102.4	92.9	93.6	98.2
Loan-to-deposit & S-T borrow ing	110.9	102.4	92.9	93.6	98.2
Net loan / assets	70.6	71.2	64.9	65.0	68.0
Net loan / equity	631.2	564.2	506.2	496.1	505.6
Investment / assets	6.6	6.9	7.0	7.1	7.2
Deposit / liabilities	74.1	82.6	83.5	83.3	83.2
Liabilities / equity	794.0	691.8	679.8	662.2	643.2
Net interbank lender (Bt m)	38,994	21,585	48,382	46,377	29,371
Tier 1 CAR	13.3	14.0	15.5	15.8	15.5
Tier 2 CAR	3.3	3.4	3.6	3.6	3.4
Total CAR	16.6	17.4	19.2	19.4	18.9
NPLs (Bt m)	14,710	17,473	17,132	17,476	17,838
NPLs / Total loans (NPL Ratio)	3.7	4.8	5.0	5.1	4.9
Loan-Loss-Coverage	140.5	117.9	121.2	121.2	121.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

BUY (Unchanged)

Transfer of Coverage

TP: Bt 31.00

(From: Bt 25.50)

12 SEPTEMBER 2025

Upside : 18.1%

Krung Thai Bank Pcl (KTB TB)

หุ้นปันผลมูลค่าถูก

ปัจจุบัน KTB เป็น "Top BUY" ในกลุ่มฯ เราเชื่อว่ากำไรที่พุ่งสูงของ THAI จะช่วยลดแรงกดดันด้าน NIM และหนุนกำไรในปี 2025-26F ความยืดหยุ่นของเงินทุนและการจ่ายปันผลที่แข็งแกร่งทำให้ KTB เป็นหนึ่งในหุ้นปันผลชั้นนำ อีกทั้งมูลค่าหุ้นที่ยังถูกที่ 0.8 เท่า P/BV ยังมีอ็อปชั่นเพิ่มเติม



RAWISARA SUWANUMPHAI

662-779-9119

rawisara.suw@thanachartsec.co.th

หุ้นเด่นในกลุ่ม – แนะนำ "ซื้อ"

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มธนาคาร "ผลตอบแทนมั่นคงในช่วง NIM ขาลง" วันที่ 12 กันยายน 2025 เราได้ปรับเพิ่มราคาเป้าหมายเป็น 31 บาท (จาก 25.5 บาท) สะท้อนการปรับเพิ่มกำไรสุทธิขึ้น 1-10% ในปี 2025-27F และปรับมาใช้ฐานเป็นปี 2026F เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" KTB ซึ่งเป็น Top pick ในกลุ่มฯ ของเรา เนื่องจาก 1) KTB มีกำไรที่เติบโตแข็งแกร่งที่สุดในปีนี้ โดยได้แรงหนุนจากกำไรจากการปรับมูลค่าธุรกรรมมจ. การบินไทย (THAI, "ขาย") 2) อัตราผลตอบแทนปันผลน่าสนใจที่ 7/6% ในปี 2025-26F 3) กลยุทธ์ลดความเสี่ยง (de-risking) ของธนาคารส่งผลให้คุณภาพสินทรัพย์ดีขึ้น โดยมีอัตราส่วน NPL ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยของกลุ่ม และมี coverage ratio สูงสุดเป็นอันดับสองในกลุ่ม Credit cost อยู่ในระดับปกติแล้ว แม้จะยังมีความท้าทายด้านเศรษฐกิจมหภาค และ 4) KTB ซื้อขายที่ 2026F P/BV เพียง 0.8 เท่า ขณะที่ ROE ที่ 8.9% ซึ่งถือว่ามูลค่าที่ไม่แพง

กำไรพิเศษ (Windfall gain) หนุนกำไรสุทธิ

KTB โดดเด่นในฐานะเป็นธนาคารเดียวที่จัดประเภทรายการลงทุนใน THAI เป็นมูลค่ายุติธรรมผ่านงบกำไรขาดทุน (FVTPL) แม้กำไรจะผันผวนในแต่ละไตรมาสจนกว่าจะมีการชำระบัญชี แต่เรามองว่าผลกระทบในช่วงที่ถือครองหุ้นยังเป็นบวก โดยอิงจากราคาเป้าหมายของเราสำหรับ THAI ที่ 11 บาท/หุ้น KTB อาจรับรู้กำไรจากการปรับมูลค่าธุรกรรม (หลังหักภาษี) ใน 3Q25 ราว 9 พันลบ. หรือราว 0.7 บาท/หุ้น เพื่อให้สอดคล้องกับแนวทางบริหารที่ระมัดระวังของธนาคาร เราคาดว่า KTB จะนำกำไรพิเศษนี้ไปใช้เสริมความแข็งแกร่งของงบดุล โดยการตั้งสำรองพิเศษและบันทึกค่าเผื่อต่อมูลค่า NPA เพิ่มเติม กลยุทธ์นี้จะช่วยสร้างเบาะรองรับทางการเงินที่แข็งแกร่งให้กับกำไรปี 2026 ซึ่งอาจเผชิญแรงกดดันจาก NIM

อัตราผลตอบแทนปันผลสูง พร้อมโอกาสเพิ่มขึ้น

KTB กำลังขยายเรื่องราวการคืนกำไรให้ผู้ถือหุ้นต่อเนื่อง ผู้บริหารตั้งเป้าให้อัตราผลตอบแทนปันผลอยู่ในระดับเทียบเท่ากับธนาคารคู่แข่ง ภายใต้กลยุทธ์การจ่ายปันผลที่ยืดหยุ่น โดยยังเปิดโอกาสสำหรับการซื้อหุ้นคืนด้วยการเติบโตของกำไรที่แข็งแกร่งในปี 2025 เราคาดว่าอัตราผลตอบแทนปันผลจะอยู่ที่ 7% ซึ่งทำให้ KTB เป็นหุ้นเด่นในกลุ่มฯ แม้ปี 2026 ที่เราคาดว่าจะมีแรงกดดันต่อกำไรจาก NIM ที่แคบลง แต่อัตราการจ่ายปันผลที่ระมัดระวังที่ 50% ยังให้ผลตอบแทนแข็งแกร่งถึง 6% ด้วยงบดุลที่มั่นคงและเงินทุนส่วนเกิน KTB มีโอกาสจ่ายปันผลเพิ่มขึ้นไปอีก

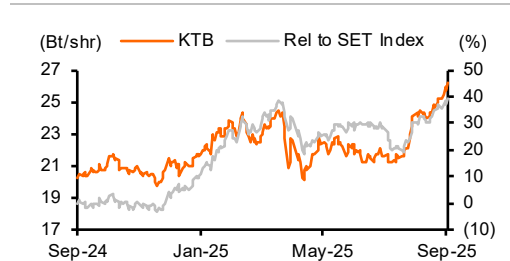
แนวโน้มต้นทุนความเสี่ยงคงที่

นับตั้งแต่ KTB เริ่มใช้กลยุทธ์ลดความเสี่ยงในงบดุลในปี 2020 ธนาคารได้ลดการให้สินเชื่อ SME และหันมาเสริมความแข็งแกร่งของพอร์ตสินเชื่อรายย่อย โดยเพิ่มสัดส่วนสินเชื่อที่มีหลักประกันและสินเชื่อสวัสดิการที่มีความเสี่ยงต่ำ มาตรการเหล่านี้ ร่วมกับการแก้ปัญหาหนี้เสียเดิมในเชิงรุก และการตั้งสำรองที่สม่ำเสมอ ทำให้อัตราส่วน NPL ลดลงมาอยู่ในระดับเฉลี่ยของกลุ่มฯ ขณะที่ยังคงรักษาอัตราส่วน NPL coverage ไว้ในระดับสูงเป็นอันดับสองของกลุ่มฯ ที่ 176% ณ 2Q25 สำหรับปี 2026-27F แม้เผชิญสภาพเศรษฐกิจที่ท้าทาย แต่เราคาดว่า KTB จะมี credit cost อยู่ในการรอบปกติที่ 110-120bps ได้

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Pre Provision Profit	88,824	95,066	86,956	90,043
Net profit	43,856	47,444	42,254	44,562
Consensus NP	—	44,735	43,935	46,203
Diff frm cons (%)	—	6.1	(3.8)	(3.6)
Norm profit	43,856	47,444	42,254	44,562
Prev. Norm profit	—	43,267	40,291	44,119
Chg frm prev (%)	—	9.7	4.9	1.0
Norm EPS (Bt)	3.1	3.4	3.0	3.2
Norm EPS grw (%)	19.8	8.2	(10.9)	5.5
Norm PE (x)	8.4	7.7	8.7	8.2
P/BV (x)	0.8	0.8	0.8	0.7
Div yield (%)	5.9	6.5	5.8	6.1
ROE (%)	10.4	10.5	8.9	8.9
ROA (%)	1.2	1.3	1.1	1.1

PRICE PERFORMANCE

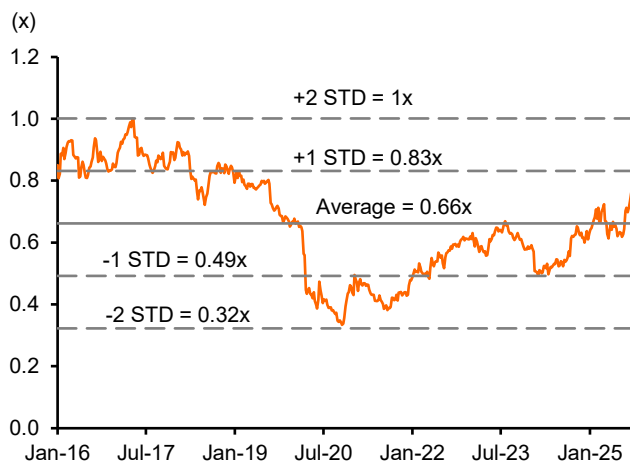


COMPANY INFORMATION

Price: as of 11-Sep-25 (Bt)	26.25
Market Cap (US\$ m)	11,523
Listed Shares (m shares)	13,976.1
Free Float (%)	44.9
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	37.8
12M Price H/L (Bt)	26.00/19.80
Sector	BANK
Major Shareholder	FIDF 55.07%

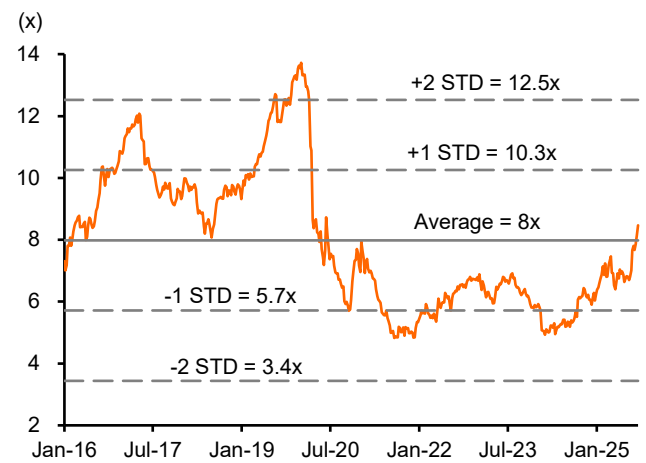
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

Ex 1: KTB's P/BV STD



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 2: KTB's PE STD



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 3: Earnings Revisions And Assumption Changes

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Normalized profit (Bt bn)					
- New	36.62	43.86	47.44	42.25	44.56
- Old			43.27	40.29	44.12
- Change (%)			9.65	4.87	1.00
Normalized EPS (Bt/share)					
- New	2.62	3.14	3.39	3.02	3.19
- Old			3.10	2.88	3.16
- Change (%)			9.65	4.87	1.00
Loan growth (%)					
- New	(0.63)	4.74	2.00	2.00	2.00
- Old			2.79	2.01	2.97
- Change (ppt)			(0.79)	(0.01)	(0.97)
NIM (%)					
- New	3.22	3.29	2.96	2.81	2.86
- Old			3.19	3.04	3.02
- Change (ppt)			(0.23)	(0.22)	(0.16)
Non-NII (Bt bn)					
- New	34.69	38.49	58.32	45.69	46.38
- Old			35.53	35.64	37.48
- Change (%)			64.14	28.22	23.74
Opex (Bt bn)					
- New	62.16	68.78	72.10	64.02	64.84
- Old			65.79	67.35	68.22
- Change (%)			9.60	(4.94)	(4.96)
Credit cost (%)					
- New	1.44	1.15	1.25	1.15	1.13
- Old			1.01	1.01	0.97
- Change (ppt)			0.24	0.14	0.16

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: 12-month DDM-based TP Calculation Using A Base Year Of 2026F

(Bt m)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	Terminal Value
Dividend of common shares	22,424	21,704	22,932	24,086	28,944	33,982	35,360	39,654	44,095	45,805	45,805
Dividend payment	22,424	21,704	22,932	24,086	28,944	33,982	35,360	39,654	44,095	45,805	606,767
PV of dividend	22,424	18,035	17,366	16,628	18,215	19,494	18,486	18,898	19,156	18,140	240,290
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	427,133										
No. of shares (m shares)	13,976										
Equity value / share (Bt)	31.00										

Sources: Company data, Thanachart estimates

COMPANY DESCRIPTION

ธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน) เป็นธนาคารพาณิชย์ของรัฐที่ให้บริการด้านธนาคาร และบริการทางการเงินต่างๆ รวมทั้ง ด้านพาณิชย์, การบริโภคบัตรเครดิต และสินเชื่อที่อยู่อาศัย รวมทั้ง การจัดการกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ, แลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ และการทำธุรกรรมนำเข้า-ส่งออก กองทุนเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนากระบบสถาบันการเงินเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ KTB

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

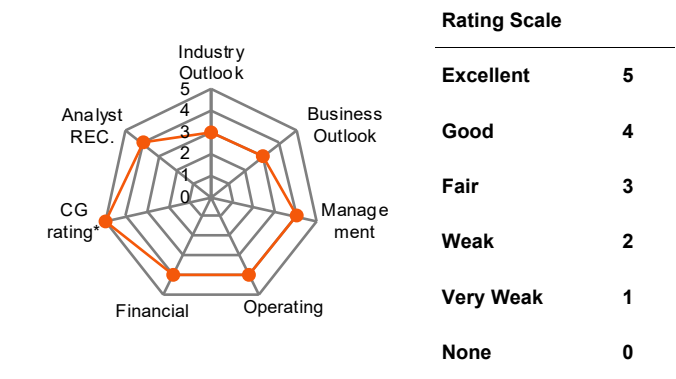
S — Strength

- เป็นผู้นำกลุ่มสินเชื่อที่เกี่ยวกับภาครัฐ และสาธารณูปโภค
- ฐานข้อมูลขนาดใหญ่ เนื่องจากดำเนินการ “เป๋าดัง” ซึ่งเป็นแอปพลิเคชันกระเป๋าสเงินของรัฐบาล

O — Opportunity

- มีโอกาสเข้าไปยังกลุ่มลูกค้ารายย่อยมากขึ้น
- มีรายได้ค่าธรรมเนียมที่สูงขึ้น
- การลงทุนด้านดิจิทัล

COMPANY RATING



W — Weakness

- สเปกตรดลดลง เนื่องจากธนาคารเน้นสินเชื่อที่มีคุณภาพสูง อัตราผลตอบแทนต่ำ

T — Threat

- เศรษฐกิจเข้าสู่ภาวะถดถอยทั่วโลก
- ความเสี่ยงในเรื่องมาตรฐานทางบัญชี และหลักเกณฑ์ต่างๆ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	26.16	31.00	18%
Net profit 25F (Bt m)	44,735	47,444	6%
Net profit 26F (Bt m)	43,935	42,254	-4%
Consensus REC	BUY: 24	HOLD: 2	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ราคาเป้าหมายของเราที่สูงกว่าเป็นเพราะเรามองบวกมากกว่าต่ออัตราดอกเบี้ยเงินปันผลในระยะยาว

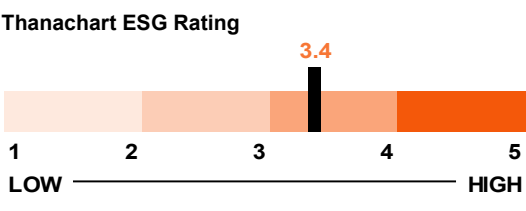
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การเติบโตทางเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงกว่าที่เราคาดการณ์ในปัจจุบันจะส่งผลให้เกิดความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญต่อกำไรของเรา
- อัตราการจ่ายปันผลที่ต่ำกว่า 50% เป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

KTB เป็นธนาคารที่ใหญ่ที่สุดเมื่อพิจารณาที่สินทรัพย์ ธนาคารตระหนักถึงความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG) และการดำเนินธุรกิจควบคู่ไปกับการสร้างมูลค่าร่วมกัน (CSV) กับสังคมเพื่อให้เกิดการพัฒนาที่ครอบคลุมและยั่งยืนในทุกภาคส่วนโดยอิงจาก ESG เราให้คะแนน ESG เท่ากับ 3.44 สำหรับ KTB



	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)
KTB	YES	AAA	-	A	59.38	63.51	74.00	36.0	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- KTB มุ่งมั่นที่จะจัดการกับการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศในลักษณะที่สอดคล้องกับเป้าหมายการพัฒนาเศรษฐกิจที่ยั่งยืนของประเทศไทย โดยมุ่งเน้นการพัฒนาเศรษฐกิจ Bio-Circular-Green (BCG) - เพื่อลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกของธนาคาร จึงมีการนำมาตรการหลายประการมาใช้ เช่น การเพิ่มประสิทธิภาพการใช้ทรัพยากรโดยการเปลี่ยนอุปกรณ์ เช่น หลอดไฟและเครื่องปรับอากาศ ด้วยทางเลือกที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม และการเพิ่มรถยนต์ไฟฟ้าให้กับกองรถของบริษัทฯ ควบคู่ไปกับการณรงค์ส่งเสริมการใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพและลดของเสียภายในองค์กร - การดำเนินการทั้งหมดเพื่อให้บรรลุเป้าหมายการปล่อยก๊าซเป็นศูนย์ของธนาคาร
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- ธนาคารเป็นผู้พัฒนาแอปพลิเคชันมือถือ เปาตั้ง ซึ่งเป็นที่รู้จักในชื่อแพลตฟอร์มดิจิทัลแบบเปิดของประเทศไทย และปัจจุบันมีผู้ใช้งานมากกว่า 40 ล้านคน แอปพลิเคชันมีบทบาทสำคัญในการสนับสนุนโครงการกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาล รวมถึงโครงการ "คนละครึ่ง" เฟส 4 และ 5 ซึ่งมีคนไทยเข้าร่วมกว่า 24 ล้านคน สร้างการใช้จ่ายในประเทศกว่า 9 หมื่นลบ. - ในฐานะเป็นส่วนหนึ่งของโครงการ "Go Local, Grow Local" ของ KTB ธนาคารได้พัฒนาชุมชนต้นแบบสองแห่งในปี 2022 โดยมุ่งเน้นการพัฒนาแบบองค์รวมผ่านการสร้างมูลค่าที่ยั่งยืน ความคิดริเริ่มนี้ส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงโครงสร้าง นโยบาย และกลไกในการทำงานกับชุมชนอย่างมีนัยสำคัญ ธนาคารมีเป้าหมายที่จะขยายโครงการนี้ไปยังชุมชนอื่นๆ ในอนาคต
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- KTB มีกรรมการ 12 คน โดยเป็นกรรมการอิสระ 6 คน - ธนาคารได้ดำเนินโครงการไทยคุณธรรมเพื่อยกระดับการสร้างวัฒนธรรมองค์กรที่ไม่ทนต่อการทุจริต (Zero Tolerance) และส่งเสริมค่านิยมหลัก 5 ประการ ได้แก่ สร้างสรรค์ สำเร็จ สัตย์ซื่อ สามัคคี และสังคม ผ่านยุทธศาสตร์ 3 ปี คือ "ปลูกจิตสำนึก ป้องกัน และปรับเปลี่ยน" นั่นคือ KTB มุ่งมั่นที่จะดำเนินการอย่างโปร่งใสและปฏิบัติตามกฎหมายและข้อบังคับทั้งหมด - ธนาคารได้รับรางวัลและการยอมรับในระดับโลกมากมาย รวมถึงรางวัล Most Sustainable Bank Thailand 2022 จากนิตยสาร World Economics และรางวัล Best Sustainable & Business Solutions Bank Award จากนิตยสาร The European - นอกจากรางวัลระดับนานาชาติแล้ว ธนาคารยังได้รับการยอมรับในระดับท้องถิ่นด้วย โดยได้รับรางวัล Royal Thailand Corporate Excellence Awards 2022 ประเภท Product/ Service Excellence Award, Leadership Excellence Award และ Marketing Excellence Award จากสมาคมการจัดการธุรกิจแห่งประเทศไทย และรางวัล Thailand Sustainability Investment 2022 จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

Highest 2025F net profit growth among banks from THAI cushion

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Interest and Dividend Income	152,369	165,105	148,389	142,215	146,019
Interest Expenses	38,949	45,990	39,541	36,936	37,520
Net Interest Income	113,419	119,115	108,848	105,279	108,499
% of total income	76.6%	75.6%	65.1%	69.7%	70.1%
Gain on Investment	195	891	5,345	2,405	1,684
Fee Income	20,872	22,282	22,926	24,072	25,276
Gain on Exchange	5,178	4,703	18,775	7,510	7,134
Others	8,127	10,227	10,738	11,275	11,839
Non-interest Income	34,692	38,487	58,322	45,693	46,385
% of total income	23.4%	24.4%	34.9%	30.3%	29.9%
Total Income	148,112	157,602	167,170	150,972	154,883
Operating Expenses	62,157	68,778	72,104	64,016	64,841
Pre-provisioning Profit	85,955	88,824	95,066	86,956	90,043
Provisions	37,085	31,070	34,070	31,971	32,044
Pre-tax Profit	48,870	57,755	60,996	54,985	57,999
Income Tax	9,902	11,576	12,199	10,997	11,600
After Tax Profit	38,968	46,179	48,797	43,988	46,399
Equity Income	1,353	1,500	2,551	1,785	1,875
Minority Interest	(3,705)	(3,823)	(3,904)	(3,519)	(3,712)
Extraordinary Items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	36,616	43,856	47,444	42,254	44,562
Normalized Profit	36,616	43,856	47,444	42,254	44,562
EPS (Bt)	2.6	3.1	3.4	3.0	3.2
Normalized EPS (Bt)	2.6	3.1	3.4	3.0	3.2

BALANCE SHEET

De-risking balance sheet would lead to stable asset quality

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Liquid Items	756,787	591,664	605,225	594,883	587,983
cash & cash equivalents	55,626	56,889	55,276	51,313	51,754
interbank & money market	701,162	534,775	549,949	543,569	536,229
Securities under resale agreeme	0	0	0	0	0
Investments	277,241	367,236	367,720	375,241	382,917
Net loans	2,426,095	2,549,075	2,599,411	2,651,057	2,704,304
Gross and accrued interest	2,599,418	2,722,954	2,777,081	2,832,623	2,889,275
Provisions for doubtful	173,323	173,879	177,671	181,565	184,971
Fixed assets - net	65,924	57,360	30,115	31,018	31,949
Other assets	125,692	123,791	156,471	161,165	166,000
Total assets	3,677,684	3,740,468	3,802,582	3,857,878	3,918,556
LIABILITIES:					
Liquid Items	2,933,991	2,992,333	3,084,938	3,115,788	3,146,946
Deposit	2,646,872	2,731,344	2,870,985	2,899,695	2,928,692
Interbank & money market	282,696	255,872	181,789	183,606	185,442
Liability payable on demand	4,423	5,116	32,165	32,487	32,811
Borrow ings	160,839	132,464	71,106	71,817	72,536
Other liabilities	162,008	155,001	158,101	161,263	164,488
Total liabilities	3,256,838	3,279,797	3,314,145	3,348,868	3,383,969
Minority interest	18,470	20,549	21,576	22,655	23,788
Shareholders' equity	402,376	440,122	466,861	486,355	510,800
Preferred capital	28.33	28.33	-	-	-
Paid-in capital	71,977	71,977	71,977	71,977	71,977
Share premium	20,834	20,233	20,834	20,834	20,834
Surplus/ Others	15,505	18,920	19,236	20,198	21,207
Retained earnings	294,032	328,964	354,815	373,347	396,782
Liabilities & equity	3,677,684	3,740,468	3,802,582	3,857,878	3,918,556

Sources: Company data, Thanachart estimates

VALUATION

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	10.0	8.4	7.7	8.7	8.2
Normalized PE - at target price (x)	11.8	9.9	9.1	10.3	9.7
PE (x)	10.0	8.4	7.7	8.7	8.2
PE - at target price (x)	11.8	9.9	9.1	10.3	9.7
P/PPP (x)	4.3	4.1	3.9	4.2	4.1
P/PPP - at target price (x)	5.0	4.9	4.6	5.0	4.8
P/BV (x)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7
P/BV - at target price (x)	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8
Dividend yield (%)	3.3	5.9	6.5	5.8	6.1
Market cap / net loans (x)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
Market cap / deposit (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
(Bt)					
Normalized EPS	2.6	3.1	3.4	3.0	3.2
EPS	2.6	3.1	3.4	3.0	3.2
DPS	0.9	1.5	1.7	1.5	1.6
PPP/Share	6.2	6.4	6.8	6.2	6.4
BV/Share	28.8	31.5	33.4	34.8	36.5

Upside to dividend yield
from firm shareholder
return focus

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate (%)					
Net interest income (NII)	25.5	5.0	(8.6)	(3.3)	3.1
Non-interest income (Non-II)	2.4	10.9	51.5	(21.7)	1.5
Operating expenses	13.5	10.7	4.8	(11.2)	1.3
Pre-provisioning profit (PPP)	23.6	3.3	7.0	(8.5)	3.5
Net profit	8.7	19.8	8.2	(10.9)	5.5
Normalized profit growth	8.7	19.8	8.2	(10.9)	5.5
EPS	8.7	19.8	8.2	(10.9)	5.5
Normalized EPS	8.7	19.8	8.2	(10.9)	5.5
Dividend payout ratio	33.1	49.2	50.0	50.0	50.0
Loan - gross	(0.6)	4.7	2.0	2.0	2.0
Loan - net	(0.7)	5.1	2.0	2.0	2.0
Deposit	2.2	3.2	5.1	1.0	1.0
NPLs	(2.0)	(4.0)	0.0	3.0	2.9
Total assets	2.4	1.7	1.7	1.5	1.6
Total equity	6.9	9.4	6.1	4.2	5.0
Operating Ratios (%)					
Net interest margin (NIM)	3.2	3.3	3.0	2.9	2.9
Net interest spread	4.6	4.6	4.1	4.0	4.0
Yield on earnings assets	4.3	4.6	4.0	3.8	3.8
Avg cost of fund	1.3	1.5	1.3	1.2	1.2
NII / operating income	76.6	75.6	65.1	69.7	70.1
Non-II / operating income	23.4	24.4	34.9	30.3	29.9
Fee income / operating income	14.1	14.1	13.7	15.9	16.3
Normalized net margin	24.7	27.8	28.4	28.0	28.8
Cost-to-income	42.0	43.6	43.1	42.4	41.9
Credit cost - provision exp / loans	1.4	1.2	1.2	1.1	1.1
PPP / total assets	2.4	2.4	2.5	2.3	2.3
PPP / total equity	22.1	21.1	21.0	18.2	18.1
ROA	1.0	1.2	1.3	1.1	1.1
ROE	9.4	10.4	10.5	8.9	8.9

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Liquidity and Quality Ratio (%)					
Loan-to-deposit	97.3	98.8	95.9	96.8	97.8
Loan-to-deposit & S-T borrow ing	97.3	98.8	95.9	96.8	97.8
Net loan / assets	66.0	68.1	68.4	68.7	69.0
Net loan / equity	602.9	579.2	556.8	545.1	529.4
Investment / assets	7.5	9.8	9.7	9.7	9.8
Deposit / liabilities	81.3	83.3	86.6	86.6	86.5
Liabilities / equity	809.4	745.2	709.9	688.6	662.5
Net interbank lender (Bt m)	418,465	278,903	368,161	359,963	350,786
Tier 1 CAR	17.6	19.5	20.2	20.8	21.4
Tier 2 CAR	3.1	2.0	1.9	1.9	1.9
Total CAR	20.7	21.4	22.1	22.7	23.2
NPLs (Bt m)	99,047	95,065	95,065	97,873	100,736
NPLs / Total loans (NPL Ratio)	3.8	3.5	3.5	3.5	3.5
Loan-Loss-Coverage	175.0	182.9	186.9	185.5	183.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Second-highest NPL
coverage ratio in the
sector*

HOLD (Unchanged)

Transfer of Coverage

TP: Bt 135.00 (From: Bt 130.00)

Upside : 6.3%

12 SEPTEMBER 2025

SCB X Pcl (SCB TB)

ซื้อขายในระดับที่เหมาะสมแล้ว

อัตราผลตอบแทนปันผลของ SCB ที่สูงกว่าคู่แข่งสะท้อนอยู่แล้วในระดับการซื้อขายที่ P/BV ที่สูง เราจึงคงคำแนะนำ “ถือ” เนื่องจากมองว่ามูลค่าหุ้นปัจจุบันอยู่ในระดับที่เหมาะสมแล้ว อีกทั้งโอกาสในการเพิ่มอัตราการจ่ายปันผลมีจำกัดกว่าธนาคารอื่น



RAWISARA SUWANUMPHAI

662-779-9119

rawisara.suw@thanachartsec.co.th

Upside จำกัด; คงคำแนะนำ “ถือ”

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มธนาคาร “ผลตอบแทนมั่นคงในช่วง NIM ขาลง” วันที่ 12 กันยายน 2025 เราคงคำแนะนำ “ถือ” SCB พร้อมปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 135 บาท (จาก 130 บาท) สะท้อนการปรับกำไรขึ้น 7-8% ในปี 2025-27F และการปรับมาใช้ฐานปี 2026F เราเชื่อว่า SCB ซื้อขายที่ระดับที่เหมาะสมแล้ว เนื่องจากอัตราผลตอบแทนปันผลที่สูง 8-9% ในปี 2025-27F ได้สะท้อนในมูลค่าที่ซื้อขายที่ 9.5 เท่า PE และ 0.84 เท่า P/BV ในปี 2026F แล้ว ขณะที่อัตราการจ่ายปันผลที่สูงอยู่แล้วที่ 80% ทำให้มี Upside จำกัด แม้ธุรกิจ Gen 2 ของ SCB เริ่มฟื้นตัวและมีอัตราส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้ต่ำที่สุดในกลุ่ม แต่ถูกหักล้างด้วย credit cost ที่ยังอยู่ในระดับสูง

กำไรเพิ่มขึ้นจากธุรกิจ Gen 2

ธุรกิจ Gen 1 ของ SCBx ยังคงสร้างกำไรสุทธิที่มั่นคง ขณะที่ธุรกิจ Gen 2 ได้แก่ CardX และ AutoX กำลังเติบโตจากการลงทุนที่มุ่งเน้นความยั่งยืนและความสามารถในการทำกำไร โดย Gen 2 เริ่มกลับมาทำกำไรใน 3Q24 ที่ระดับ 500 ลบ. และสามารถรักษากำไรรายไตรมาสที่ 700-800 ลบ. ได้อย่างต่อเนื่อง ด้าน CardX ประสบความสำเร็จในการลดอัตราผิดนัดชำระและ NPLs ขณะที่ AutoX สามารถขยายฐานธุรกิจจนถึงจุดที่มีขนาดใหญ่พอ และเปลี่ยนกลยุทธ์จากการเติบโตที่ขับเคลื่อนด้วยปริมาณมาสู่การเน้นคุณภาพสินทรัพย์และผลตอบแทนที่ยั่งยืน เราคาดว่าธุรกิจ Gen 2 จะสร้างกำไรสุทธิราว 2-3 พันลบ. ต่อปีในปี 2025-27F

ยังคงเป็นผู้นำด้านการควบคุมต้นทุน

SCB แสดงให้เห็นถึงวินัยด้านต้นทุนมาโดยตลอด โดยสามารถรักษาอัตราส่วนค่าใช้จ่ายต่อรายได้ให้อยู่ในระดับต่ำที่สุดในกลุ่มฯ ติดต่อกัน 4 ปี ที่ระดับ 40% ต้นๆ เทียบกับค่าเฉลี่ยกลุ่มที่ราว 45% เราคาดว่า SCB จะยังคงเสริมความแข็งแกร่งในฐานะผู้นำด้านต้นทุนของกลุ่มฯ ผ่านการปรับโครงสร้างสาขาอย่างต่อเนื่อง การเร่งกระบวนการดิจิทัล และการควบคุมค่าใช้จ่ายอย่างมีวินัย นอกจากนี้ในปี 2025 SCB ยังจะได้ประโยชน์จากการประหยัดต้นทุนราว 800 ลบ. จากการขายกิจการ Purple Ventures ซึ่งจะช่วยสนับสนุนประสิทธิภาพการดำเนินงานให้ดีขึ้นอีก

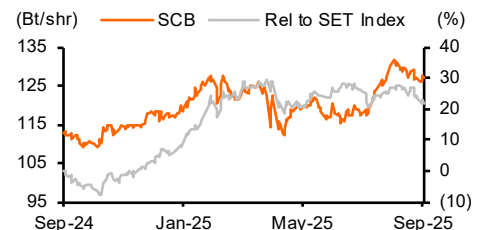
Credit cost ทรงตัวในระดับสูงจากพอร์ตสินเชื่อรายย่อย

หลังสิ้นเชื้อ Stage 2 เพิ่มขึ้นแรงใน 3Q24 คุณภาพสินทรัพย์ของ SCB เริ่มมีเสถียรภาพมากขึ้น โดยทั้ง Stage 2 และอัตราการเกิด NPL แสดงสัญญาณปรับตัวดีขึ้น อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงยังคงอยู่ เนื่องจากพอร์ตสินเชื่อของ SCB กว่า 43% ยังคงเป็นกลุ่มรายย่อยที่เปราะบาง ส่งผลให้ความเสี่ยงด้าน credit cost ยังอยู่ในระดับสูง ใน 1H25 SCB มี credit cost อยู่ที่ 164bps และเราคาดว่า credit cost จะยังคงทรงตัวในระดับสูงที่ 160-166bps ตลอดช่วงปี 2025-27F สะท้อนถึงสถานะเศรษฐกิจที่อ่อนแออย่างต่อเนื่อง และการที่ธนาคารยังไม่มีมาตรการเร่งรัดในการเคลียร์งบดุลครั้งใหญ่

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Pre Provision Profit	98,797	99,088	95,460	98,531
Net profit	43,943	47,116	45,126	47,272
Consensus NP	—	45,560	45,617	48,257
Diff frm cons (%)	—	3.4	(1.1)	(2.0)
Norm profit	43,943	47,116	45,126	47,272
Prev. Norm profit	—	43,522	42,107	44,036
Chg frm prev (%)	—	8.3	7.2	7.3
Norm EPS (Bt)	13.1	14.0	13.4	14.0
Norm EPS grw (%)	1.0	7.2	(4.2)	4.8
Norm PE (x)	9.7	9.1	9.5	9.0
P/BV (x)	0.9	0.9	0.8	0.8
Div yield (%)	8.2	8.8	8.4	8.8
ROE (%)	9.1	9.5	8.9	9.2
ROA (%)	1.3	1.3	1.3	1.3

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price: as of 11-Sep-25 (Bt)	127.00
Market Cap (US\$ m)	13,431
Listed Shares (m shares)	3,367.1
Free Float (%)	76.4
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	37.4
12M Price H/L (Bt)	131.50/109.00
Sector	BANK
Major Shareholder	HM King Maha Vajiralongkorn
	Bodindradebayavarangkun 23.58%

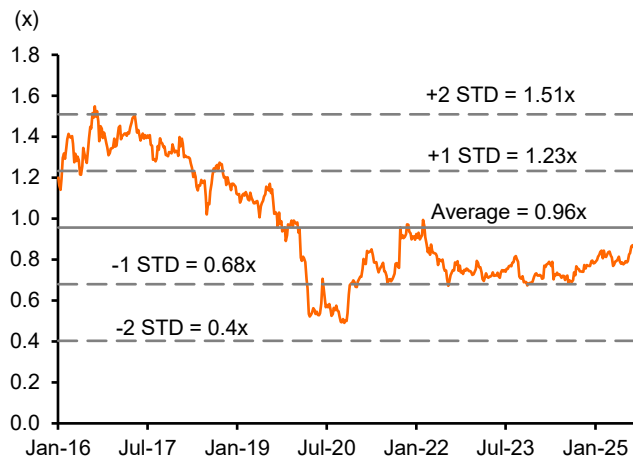
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

Ex 1: Gen 2's Performance

(Bt bn)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
Loans	164	168	170	172	165	161
Total income	6.9	7.2	7.2	7.6	7.1	7.4
Cost-to-income ratio	48%	42%	41%	46%	43%	44%
Credit cost (bps)	960	1070	850	750	704	791
Net profit	(0.3)	(0.1)	0.5	0.7	0.8	0.7

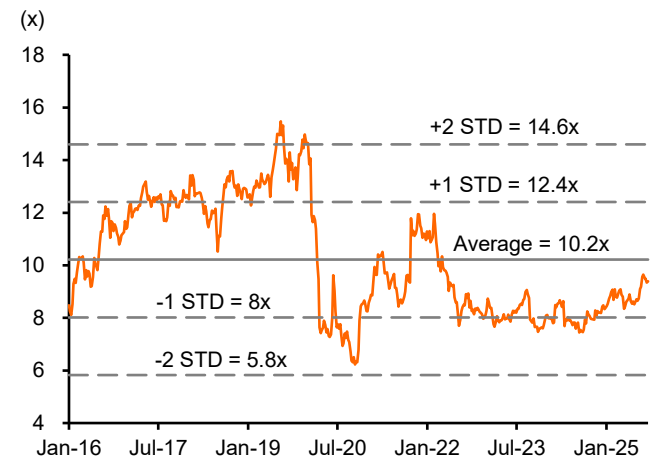
Sources: Company data

Ex 2: SCB's P/BV STD



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 3: SCB's PE STD



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 4: Earnings Revisions And Assumption Changes

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Normalized profit (Bt bn)					
- New	43.52	43.94	47.12	45.13	47.27
- Old			43.52	42.11	44.04
- Change (%)			8.26	7.17	7.35
Normalized EPS (Bt/share)					
- New	12.93	13.05	13.99	13.40	14.04
- Old			12.93	12.51	13.08
- Change (%)			8.26	7.17	7.35
Loan growth (%)					
- New	2.08	(0.96)	1.00	1.00	1.00
- Old			(1.11)	(1.04)	0.88
- Change (ppt)			2.11	2.04	0.12
NIM (%)					
- New	3.72	3.85	3.54	3.41	3.44
- Old			3.84	3.75	3.75
- Change (ppt)			(0.30)	(0.34)	(0.31)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Earnings Revisions And Assumption Changes (Con't)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Non-NII (Bt bn)					
- New	46.00	42.35	47.95	46.32	47.69
- Old			42.14	42.75	44.64
- Change (%)			13.78	8.36	6.82
Cost-to-income ratio (%)					
- New	42.05	42.48	41.60	42.43	41.78
- Old			42.41	42.84	42.80
- Change (ppt)			(0.82)	(0.41)	(1.02)
Credit cost (%)					
- New	1.82	1.76	1.66	1.60	1.60
- Old			1.78	1.80	1.78
- Change (ppt)			(0.12)	(0.20)	(0.18)
NPLs (Bt bn)					
- New	96.83	97.61	98.82	100.05	102.53
- Old			99.73	101.01	97.68
- Change (%)			(0.91)	(0.95)	4.96

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: 12-month DDM-based TP Calculation Using A Base Year Of 2026F

(Bt m)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	Terminal Value
Dividend of common shares	37,693	36,101	37,818	38,650	39,504	40,379	41,278	42,200	43,148	44,122	44,122
Dividend payment	37,693	36,101	37,818	38,650	39,504	40,379	41,278	42,200	43,148	44,122	550,171
PV of dividend	37,693	29,738	28,266	26,220	24,323	22,565	20,930	19,420	18,022	16,726	208,564
Risk-free rate (%)	2.5										
Market risk premium (%)	8.0										
Beta	1.0										
WACC (%)	10.2										
Cost of equity	10.2										
Terminal growth (%)	2.0										
Equity value	452,467										
No. of shares (m)	3,367										
Equity value / share (Bt)	135.0										

Sources: Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

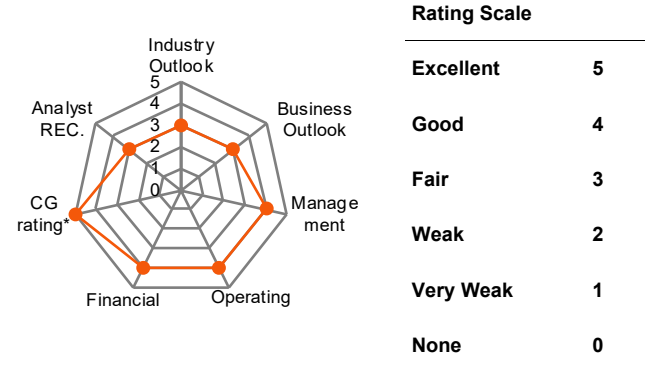
S — Strength

- เป็นผู้นำผลิตภัณฑ์เพื่อรายย่อย
- มีฐานเงินฝากที่แข็งแกร่ง
- มีงบดุลที่แข็งแกร่งอย่างมาก

O — Opportunity

- ประสบความสำเร็จในการรุกตลาดสินเชื่อดิจิทัลที่ไม่มีหลักประกัน
- Wealth management
- ค่าธรรมเนียมบริการ non-banking

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- โครงสร้างใหม่เพิ่มความเสี่ยงต่อกลุ่มที่มีความเสี่ยงสูง
- มีสินทรัพย์ดิจิทัลเพิ่มมากขึ้น ซึ่งแนวโน้มทางธุรกิจยังไม่แน่นอน

T — Threat

- เศรษฐกิจเข้าสู่ภาวะถดถอยทั่วโลก
- ความเสี่ยงในเรื่องมาตรฐานทางบัญชี และหลักเกณฑ์ต่างๆ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	130.20	135.00	4%
Net profit 25F (Bt m)	45,560	47,116	3%
Net profit 26F (Bt m)	45,617	45,126	-1%
Consensus REC	BUY: 13	HOLD: 12	SELL: 2

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ราคาเป้าหมายและประมาณการกำไรของเราใกล้เคียงกับประมาณการของ Bloomberg consensus เรามองว่าตลาดมีมุมมองสอดคล้องกับเราเกี่ยวกับอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ 80%

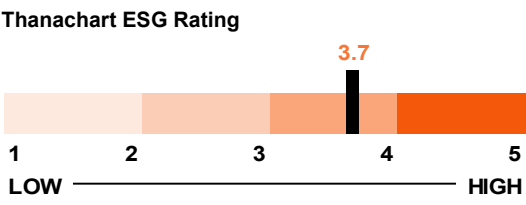
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ถ้า SCB สามารถควบคุมคุณภาพสินทรัพย์ได้ดี จะส่งผลบวกต่อสมมติฐานค่าใช้จ่าย credit cost และประมาณการกำไรสุทธิของเรา
- ถ้า SCB ลดอัตราการจ่ายเงินปันผลต่ำกว่า 80% จะส่งผลลบต่อราคาเป้าหมาย

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

SCB ดำเนินธุรกิจโดยคำนึงถึงสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาล โดยกรอบยุทธศาสตร์ 3 เสาหลัก ได้แก่ 1) การเงินที่ยั่งยืน (Sustainable Finance) 2) สังคมแห่งคุณค่า (Creating Social Impact) และ 3) สิ่งแวดล้อมเพื่ออนาคต (Better Environmental Future) เราให้คะแนน ESG เท่ากับ 3.66 สำหรับ SCB



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
SCB	YES	AA	YES	A	59.85	75.12	85.00	-	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- SCBx มุ่งมั่นในการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ (Net Zero Commitment) จากการดำเนินงานภายในปี 2030 และจากการให้สินเชื่อและการลงทุนภายในปี 2050 - กลุ่ม SCBx โดย SCB ประเมินและพิจารณาความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับ ESG ใน 100% ของการสมัครสินเชื่อโครงการในปีที่แล้ว - ธนาคารยังรวมการพิจารณาเรื่องการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศไว้ในระบบบริหารจัดการความเสี่ยง ซึ่งรวมถึงการวิเคราะห์สถานการณ์สภาพภูมิอากาศตามคำแนะนำของ TCFD ซึ่งเป็นหนึ่งในข้อมูลสำหรับการทำ stress testing เพื่อกำหนดขีดจำกัดของอุตสาหกรรมและแจ้งกลยุทธ์ทางธุรกิจ - ธนาคารให้เงินทุนกว่า 75.2 พันลบ. เพื่อช่วยบรรเทาผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศ ลดความไม่เท่าเทียมกัน และส่งเสริมความเป็นอยู่ที่ดี เป้าหมายคือให้เงินทุน 2 แสนลบ. เพื่อสนับสนุนการเงินที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม/ESG ภายในปี 2030
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- SCBx Group โดย SCB มุ่งมั่นที่จะสร้างโอกาสให้เยาวชนทุกวัยมีโอกาสทางการศึกษาเพื่อช่วยพัฒนาทักษะสำหรับศตวรรษที่ 21 เพราะคนหนุ่มสาวเป็นรากฐานสำคัญในการพัฒนาประเทศเพื่อช่วยให้พวกเขาก้าวทันการเปลี่ยนแปลงในอนาคต - ในปี 2022 SCB ยังคงสนับสนุนโครงการริเริ่มเพื่อสังคมอย่างต่อเนื่อง เช่น SCB Challenge, CONNEXT ED,ทุนการศึกษา และความรู้ทางการเงิน - เยาวชนและครู 6,000 คน และโรงเรียน 700 แห่งเข้าร่วมในโครงการนี้ SCB มอบทุนการศึกษาด้านวิทยาศาสตร์และเทคโนโลยี จำนวน 240 ทุน และทุนทั่วไป 543 ทุน
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- ด้วยความมุ่งมั่นขับเคลื่อนกลยุทธ์การเติบโตตามแนวทางการพัฒนาอย่างยั่งยืน ในปี 2022 SCBx จึงได้กำหนดโครงสร้างการกำกับดูแลความยั่งยืนของกลุ่ม พร้อมนโยบายและกรอบยุทธศาสตร์ 4 เสาหลักเมล็ดพันธุ์ดิจิทัล สังคมแห่งโอกาส เศรษฐกิจเพื่ออนาคต และภูมิอากาศที่ยั่งยืน — ภายใต้พันธกิจ “ทุกคนมีโอกาส ทุกวันเป็นไปได้” (Opportunities for Everyone, Possibilities Everyday) - นี่คือทิศทางของ SCBx ในการมีส่วนร่วมสร้างระบบนิเวศทางการเงินที่ทั่วถึงและสนับสนุนทุกภาคส่วนในการเร่งมือกับการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศผ่านการผสานศักยภาพด้านเทคโนโลยีและนวัตกรรม โดยกรอบยุทธศาสตร์ความยั่งยืนของกลุ่ม SCBx ได้ยึดหลักสากล 10 ประการ ตามข้อตกลงโลกแห่งสหประชาชาติ (United Nations Global Compact) รวมถึงสนับสนุนเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืนขององค์การสหประชาชาติ (United Nations Sustainable Development Goals: SDGs) และความตกลงปารีส (Paris Agreement) - SCBx ได้รับเลือกเป็นสมาชิกดัชนีความยั่งยืนดาวโจนส์ (DJSI) ในกลุ่ม World Index และกลุ่ม Emerging Markets Index ต่อเนื่องเป็นปีที่ 5 SCBx ยังได้รับการจัดอันดับอยู่ที่ ‘Top 5% S&P Global ESG Score’ ของอุตสาหกรรมธนาคารทั่วโลก ในรายงาน The Sustainability Yearbook 2023

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

*Good opex control
should lead to decent
2025F net profit growth*

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Interest and Dividend Income	161,121	169,320	158,959	153,618	156,027
Interest Expenses	36,439	39,896	37,240	34,137	34,466
Net Interest Income	124,682	129,424	121,720	119,482	121,561
% of total income	73.0%	75.3%	71.7%	72.1%	71.8%
Gain on Investment	68	(264)	1,851	926	981
Fee Income	32,723	31,144	31,267	32,831	34,472
Gain on Exchange	8,828	8,904	12,020	9,616	9,135
Others	4,234	2,282	2,510	2,635	2,767
Non-interest Income	46,003	42,349	47,948	46,322	47,686
% of total income	27.0%	24.7%	28.3%	27.9%	28.2%
Total Income	170,686	171,773	169,667	165,803	169,247
Operating Expenses	71,781	72,977	70,579	70,344	70,716
Pre-provisioning Profit	98,905	98,797	99,088	95,460	98,531
Provisions	43,600	42,594	40,096	39,033	39,423
Pre-tax Profit	55,305	56,203	58,993	56,427	59,108
Income Tax	11,955	12,224	11,799	11,285	11,822
After Tax Profit	43,351	43,979	47,194	45,142	47,287
Equity Income	418	600	630	662	695
Minority Interest	(247)	(636)	(708)	(677)	(709)
Extraordinary Items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	43,521	43,943	47,116	45,126	47,272
Normalized Profit	43,521	43,943	47,116	45,126	47,272
EPS (Bt)	12.9	13.1	14.0	13.4	14.0
Normalized EPS (Bt)	12.9	13.1	14.0	13.4	14.0

BALANCE SHEET

*Prudent loan expansion
looks set to continue*

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Liquid Items	477,473	596,970	659,417	658,723	663,219
cash & cash equivalents	40,676	43,801	36,909	38,802	46,069
interbank & money market	436,797	553,169	622,508	619,921	617,150
Securities under resale agreeme	0	0	0	0	0
Investments	388,133	316,679	323,031	329,510	336,120
Net loans	2,301,044	2,280,603	2,305,521	2,322,913	2,340,480
Gross and accrued interest	2,450,030	2,428,245	2,455,327	2,479,880	2,504,679
Provisions for doubtful	147,995	148,549	149,806	156,967	164,199
Fixed assets - net	71,919	73,425	46,564	47,961	49,400
Other assets	15,085	(9,842)	136,708	140,810	145,034
Total assets	3,438,722	3,486,539	3,587,881	3,618,890	3,655,604
LIABILITIES:					
Liquid Items	2,677,324	2,712,691	2,785,120	2,804,616	2,824,248
Deposit	2,442,860	2,473,626	2,501,223	2,518,731	2,536,362
Interbank & money market	221,459	229,839	272,451	274,358	276,279
Liability payable on demand	13,005	9,227	11,446	11,526	11,607
Borrow ings	109,911	106,745	118,899	119,731	120,569
Other liabilities	167,754	172,266	175,712	179,226	182,810
Total liabilities	2,954,989	2,991,702	3,079,731	3,103,573	3,127,628
Minority interest	5,651	6,201	6,512	6,837	7,179
Shareholders' equity	478,082	488,636	501,639	508,480	520,798
Preferred capital	-	-	-	-	-
Paid-in capital	33,671	33,671	33,671	33,671	33,671
Share premium	11,019	11,019	11,019	11,019	11,019
Surplus/ Others	20,833	20,795	21,834	22,926	24,073
Retained earnings	412,559	423,151	435,114	440,864	452,035
Liabilities & equity	3,438,722	3,486,539	3,587,881	3,618,890	3,655,604

Sources: Company data, Thanachart estimates

VALUATION

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	9.8	9.7	9.1	9.5	9.0
Normalized PE - at target price (x)	10.4	10.3	9.6	10.1	9.6
PE (x)	9.8	9.7	9.1	9.5	9.0
PE - at target price (x)	10.4	10.3	9.6	10.1	9.6
P/PPP (x)	4.3	4.3	4.3	4.5	4.3
P/PPP - at target price (x)	4.6	4.6	4.6	4.8	4.6
P/BV (x)	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
P/BV - at target price (x)	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
Dividend yield (%)	8.1	8.2	8.8	8.4	8.8
Market cap / net loans (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Market cap / deposit (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
(Bt)					
Normalized EPS	12.9	13.1	14.0	13.4	14.0
EPS	12.9	13.1	14.0	13.4	14.0
DPS	10.3	10.4	11.2	10.7	11.2
PPP/Share	29.4	29.3	29.4	28.4	29.3
BV/Share	142.0	145.1	149.0	151.0	154.7

Maintaining an elevated dividend payout ratio at 80%

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate (%)					
Net interest income (NII)	15.6	3.8	(6.0)	(1.8)	1.7
Non-interest income (Non-II)	(0.6)	(7.9)	13.2	(3.4)	2.9
Operating expenses	2.7	1.7	(3.3)	(0.3)	0.5
Pre-provisioning profit (PPP)	17.4	(0.1)	0.3	(3.7)	3.2
Net profit	15.9	1.0	7.2	(4.2)	4.8
Normalized profit growth	15.9	1.0	7.2	(4.2)	4.8
EPS	15.9	1.0	7.2	(4.2)	4.8
Normalized EPS	15.9	1.0	7.2	(4.2)	4.8
Dividend payout ratio	80.0	80.0	80.0	80.0	80.0
Loan - gross	2.1	(1.0)	1.0	1.0	1.0
Loan - net	2.4	(0.9)	1.1	0.8	0.8
Deposit	(4.4)	1.3	1.1	0.7	0.7
NPLs	1.6	0.8	1.2	1.2	2.5
Total assets	(0.5)	1.4	2.9	0.9	1.0
Total equity	3.7	2.2	2.7	1.4	2.4
Operating Ratios (%)					
Net interest margin (NIM)	3.7	3.7	3.5	3.4	3.5
Net interest spread	5.3	5.4	5.1	5.0	5.0
Yield on earnings assets	4.8	5.0	4.6	4.4	4.4
Avg cost of fund	1.3	1.4	1.3	1.2	1.2
NII / operating income	73.0	75.3	71.7	72.1	71.8
Non-II / operating income	27.0	24.7	28.3	27.9	28.2
Fee income / operating income	19.2	18.1	18.4	19.8	20.4
Normalized net margin	25.5	25.6	27.8	27.2	27.9
Cost-to-income	42.1	42.5	41.6	42.4	41.8
Credit cost - provision exp / loans	1.8	1.8	1.7	1.6	1.6
PPP / total assets	2.9	2.9	2.8	2.6	2.7
PPP / total equity	21.1	20.4	20.0	18.9	19.1
ROA	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
ROE	9.3	9.1	9.5	8.9	9.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

Lowest cost-to-income ratio among banks could continue

FINANCIAL RATIOS

An upward trend in Tier 1 ratio

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Liquidity and Quality Ratio (%)					
Loan-to-deposit	99.3	97.2	97.0	97.3	97.6
Loan-to-deposit & S-T borrow ing	99.3	97.2	97.0	97.3	97.6
Net loan / assets	66.9	65.4	64.3	64.2	64.0
Net loan / equity	481.3	466.7	459.6	456.8	449.4
Investment / assets	11.3	9.1	9.0	9.1	9.2
Deposit / liabilities	82.7	82.7	81.2	81.2	81.1
Liabilities / equity	618.1	612.3	613.9	610.4	600.5
Net interbank lender (Bt m)	215,338	323,330	350,057	345,563	340,871
Tier 1 CAR	17.7	17.8	18.1	18.2	18.4
Tier 2 CAR	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
Total CAR	18.8	18.9	19.2	19.2	19.5
NPLs (Bt m)	96,832	97,610	98,824	100,050	102,526
NPLs / Total loans (NPL Ratio)	4.0	4.1	4.1	4.1	4.1
Loan-Loss-Coverage	152.8	152.2	151.6	156.9	160.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

HOLD (Unchanged)

Transfer of Coverage

TP: Bt 102.00

(From: Bt 100.00)

12 SEPTEMBER 2025

Upside : 2.5%

TISCO Financial Group (TISCO TB)

โอกาสเพิ่มปันผลมีจำกัด

เรายังคงแนะนำ “ถือ” TISCO ด้วยมีอัตราผลตอบแทนปันผลสูงที่ 7.8% ต่อปี ในปี 2025-26F แต่มีโอกาสเพิ่มขึ้นจำกัด เพราะ DPS อยู่ในระดับสูงแล้วที่ 7.75 บาท เราคาดว่ากำไรสุทธิเล็กน้อยของ NIM จากอัตราดอกเบี้ยที่ลดลงถูกหักล้างด้วยสินเชื่อที่หดตัว และ credit cost ที่สูงขึ้น



RAWISARA SUWANUMPHAI

662-779-9119

rawisara.suw@thanachartsec.co.th

ผลตอบแทนสูง แต่เงินปันผลสูงสุดแล้ว; แนะนำ “ถือ”

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มธนาคาร “ผลตอบแทนมั่นคงในช่วง NIM ขาลง” วันที่ 12 กันยายน 2025 เราคงคำแนะนำ “ถือ” TISCO เราชออัตราผลตอบแทนปันผลที่สูงที่ 7.8% ต่อปี แต่มีโอกาสเพิ่มขึ้นจำกัด เนื่องจากคาดว่าเงินปันผลต่อหุ้นน่าจะอยู่ที่จุดสูงสุดแล้วที่ 7.75 บาท ขณะที่มูลค่าหุ้นอยู่ในระดับสูงเมื่อเทียบกับกลุ่มธนาคาร โดยอยู่ที่ PE ที่ 12.2 เท่า และ P/BV ที่ 1.8 เท่า ในปี 2026F TISCO ดำเนินกลยุทธ์ที่มีวินัยและมุ่งเน้นผลตอบแทน ด้วยปันผลต่อหุ้นสูง 7.75 บาท แต่แนวโน้มกำไรก่อนหักค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญโตเพียง -5.7/+0.1/+0.3% ต่อปีในปี 2025-27F ทำให้โอกาสเพิ่มปันผลต่อหุ้นมีจำกัดเมื่อเทียบกับธนาคารขนาดใหญ่รายอื่น ซึ่งยังมีโอกาสเพิ่มอยู่บ้าง เราปรับประมาณการกำไรปี 2025-27F เพียง 1-2% ต่อปี และเมื่อปรับมาใช้ฐาน 2026F ราคาเป้าหมายจึงเพิ่มขึ้นเป็น 102.0 บาท จากเดิม 100.0 บาท

สินเชื่อยังคงหดตัว

พอร์ตสินเชื่อของ TISCO ยังคงถูกจำกัดด้วยปัญหาเชิงโครงสร้าง โดย 42% เป็นสินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์ ขณะที่อุตสาหกรรมยานยนต์มีอุปสงค์ที่อ่อนแอมากจากภาวะเศรษฐกิจที่ซบเซา และนโยบายปล่อยสินเชื่อที่เข้มงวดของธนาคาร อีกทั้ง TISCO เองก็ไม่ต้องการขยายธุรกิจในกลุ่มนี้มากนัก ขณะเดียวกัน สินเชื่อจำนำทะเบียน ซึ่งคิดเป็น 18% ของสินเชื่อรวม มีอัตราการเติบโตที่ชะลอลงเมื่อเทียบกับในอดีต เนื่องจากความกังวลด้านคุณภาพสินทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น โดยรวมแล้ว เราคาดว่า พอร์ตสินเชื่อของ TISCO จะหดตัวราว 1% ต่อปี ในปี 2026-27F

Credit cost ทอยกลับสู่ระดับปกติ

หลังจากที่ได้รับประโยชน์จาก credit cost ที่ต่ำผิดปกติในปี 2022-24 อันเป็นผลจากการมีสำรองส่วนเกินที่สืบเนื่องมาจากช่วงโควิด เราคาดว่า credit cost ของ TISCO จะกลับสู่ระดับปกติที่ 90/105/105 bps ในปี 2025-27F ซึ่งสะท้อนถึงการไม่มีใบสำรองรับจากสำรองส่วนเกินอีก และความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นในพอร์ตสินเชื่อจำนำทะเบียน ซึ่งรวมกันแล้วจะทำให้ credit cost กลับสู่ระดับที่ยั่งยืนมากขึ้นในระยะยาว

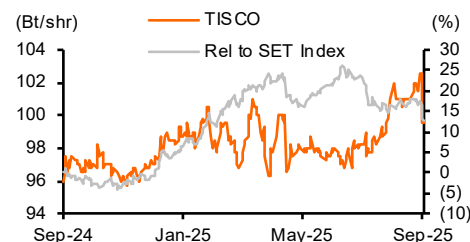
แรงกดดันต่อกำไร แม้ NIM ปรับตัวดีขึ้น

เราคาดว่า NIM ของ TISCO จะปรับตัวขึ้นตามแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยขาลงมาอยู่ที่ 4.77/4.80% ในปี 2026-27F จาก 4.72% ในปี 2025F อย่างไรก็ตาม ปัจจัยบวกนี้ ไม่น่าจะช่วยหนุนกำไรได้อย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากถูกหักล้างด้วยการหดตัวของสินเชื่อ และ credit cost ที่สูงขึ้น นอกจากนี้ ความยืดหยุ่นด้านค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน ก็ถูกจำกัดมากกว่าสองปีที่ผ่านมา โดยรวมแล้ว เราคาดว่า กำไรสุทธิของ TISCO จะหดตัวเฉลี่ย 2% ต่อปีในปี 2025-27F ดอกย้ำถึงความท้าทายที่ธนาคารเผชิญในการรักษาการเติบโตและความสามารถในการแข่งขัน ในขณะที่ธนาคารคู่แข่งยังฟื้นตัวได้แข็งแกร่งกว่า และให้ผลตอบแทนเงินปันผลที่ใกล้เคียงกัน

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Pre Provision Profit	9,937	10,194	10,549	10,544
Net profit	6,901	6,511	6,516	6,534
Consensus NP	—	6,475	6,563	6,734
Diff frm cons (%)	—	0.6	(0.7)	(3.0)
Norm profit	6,901	6,511	6,516	6,534
Prev. Norm profit	—	6,479	6,462	6,415
Chg frm prev (%)	—	0.5	0.8	1.9
Norm EPS (Bt)	8.6	8.1	8.1	8.2
Norm EPS grw (%)	(5.5)	(5.7)	0.1	0.3
Norm PE (x)	11.5	12.2	12.2	12.2
P/BV (x)	1.9	1.8	1.8	1.8
Div yield (%)	7.8	7.8	7.8	7.8
ROE (%)	16.1	15.1	14.9	14.8
ROA (%)	2.4	2.3	2.3	2.3

PRICE PERFORMANCE

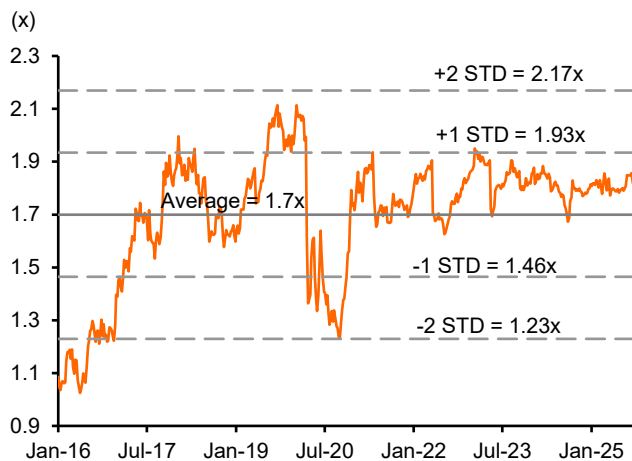


COMPANY INFORMATION

Price: as of 11-Sep-25 (Bt)	99.50
Market Cap (US\$ m)	2,502
Listed Shares (m shares)	800.6
Free Float (%)	89.6
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	11.6
12M Price H/L (Bt)	102.50/95.75
Sector	BANK
Major Shareholder	CDIB & Partners Investment
Holding	10%

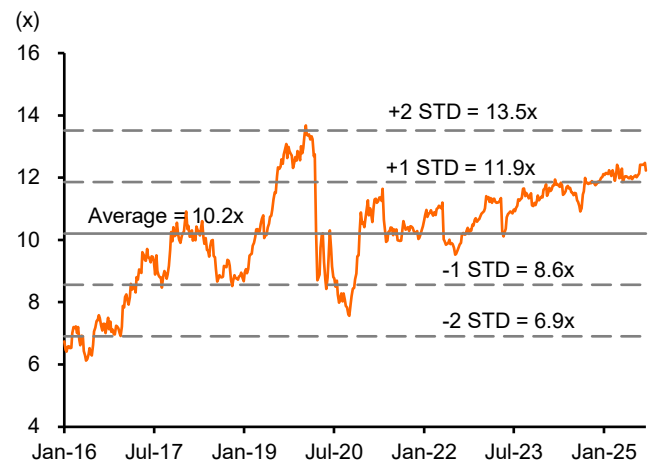
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

Ex 1: TISCO's P/BV STD



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 2: TISCO's PE STD



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 3: Earnings Revisions And Assumption Changes

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Normalized profit (Bt bn)					
- New	7.30	6.90	6.51	6.52	6.53
- Old			6.48	6.46	6.42
- Change (%)			0.49	0.85	1.85
Normalized EPS (Bt/share)					
- New	9.12	8.62	8.13	8.14	8.16
- Old			8.09	8.07	8.01
- Change (%)			0.49	0.85	1.85
Loan growth (%)					
- New	7.22	(1.11)	1.00	(1.00)	(1.00)
- Old			(1.11)	(0.77)	(0.51)
- Change (ppt)			2.11	(0.23)	(0.49)
NIM (%)					
- New	4.88	4.77	4.72	4.77	4.80
- Old			4.79	4.84	5.03
- Change (ppt)			(0.07)	(0.08)	(0.23)
Fee income (Bt bn)					
- New	4.87	4.97	5.18	5.38	5.60
- Old			4.80	4.83	4.98
- Change (%)			7.81	11.44	12.42
Cost-to-income ratio (%)					
- New	49.79	48.22	46.80	46.31	47.53
- Old			48.53	49.14	49.75
- Change (ppt)			(1.73)	(2.83)	(2.22)
Credit cost (%)					
- New	0.15	0.59	0.90	1.05	1.05
- Old			0.65	0.60	0.70
- Change (ppt)			0.25	0.45	0.35

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: DDM-based 12-month TP Calculation Using A Base Year Of 2026F

(Bt m)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	Terminal Value
Dividend of common shares	6,205	6,205	6,205	6,205	6,605	7,006	7,006	7,306	7,606	7,606	7,606
Dividend payment	6,205	6,205	6,205	6,205	6,605	7,006	7,006	7,306	7,606	7,606	91,274
PV of dividend	6,205	6,205	5,082	4,598	4,161	4,008	3,847	3,481	3,285	3,095	2,801
Risk-free rate (%)	2.5										
Market risk premium (%)	8.0										
Beta	1.0										
WACC (%)	10.5										
Cost of equity	10.5										
Terminal growth (%)	2.0										
Equity value	81,603										
No. of shares (m)	800.6										
Equity value / share (Bt)	102.0										

Sources: Company data, Thanachart estimates

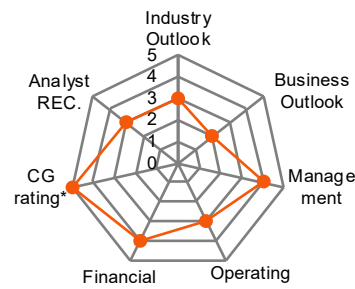
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ทีสโกไฟแนนเชียลกรุ๊ป จำกัด (มหาชน) (TISCO) เป็นบริษัทที่สร้างขึ้นใหม่ของกลุ่มทีสโก สถาบันการเงินที่มีฐานะมั่นคงของประเทศไทย ภายใต้โครงสร้างผู้ถือหุ้นใหม่ TISCO ได้กลายเป็นบริษัทแม่ของกลุ่มทีสโก และมีบริษัทย่อยประกอบไปด้วย ธนาคารทีสโก, บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน ทีสโก จำกัด, บริษัทหลักทรัพย์ทีสโก จำกัด, บริษัท ไฮเวย์ จำกัด, บริษัท ทีสโก อินฟอร์เมชันเทคโนโลยี จำกัด และบริษัท ทีสโก โตเกียว ลีสซิ่ง จำกัด

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Rating Scale

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

Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีการบริหารจัดการที่แข็งแกร่งอย่างมาก
- ได้เปรียบในเรื่องต้นทุนการดำเนินงานที่ต่ำ
- มีความไวและความยืดหยุ่น

O — Opportunity

- มีโอกาสเข้าไปยังธุรกิจสินเชื่อ auto cash
- ธุรกิจ Wealth management และบริการที่ปรึกษาทางการเงิน

W — Weakness

- เนื่องจากเป็นธนาคารเพื่อรายย่อย ธุรกิจของ TISCO จึงมีความผันผวนไปตามวัฏจักรเศรษฐกิจมากกว่าคู่แข่ง
- มีสัดส่วนเงินฝาก CASA ก่อนข้างต่ำ

T — Threat

- เศรษฐกิจโลกเข้าสู่ภาวะถดถอย
- มาตรฐานบัญชี และหลักเกณฑ์ทางบัญชีใหม่

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	97.77	102.00	4%
Net profit 25F (Bt m)	6,475	6,511	1%
Net profit 26F (Bt m)	6,563	6,516	-1%
Consensus REC	BUY: 2	HOLD: 17	SELL: 4

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ราคาเป้าหมาย และประมาณการกำไรของเราอยู่ในแนวทางเดียวกับความคาดการณ์ของบริษัทหลักทรัพย์อื่นๆ เรามองว่าเรามีมุมมองเดียวกับตลาดว่าผลบวกจาก NIM อาจถูกหักล้างด้วยค่าใช้จ่าย credit costs ที่สูงขึ้น

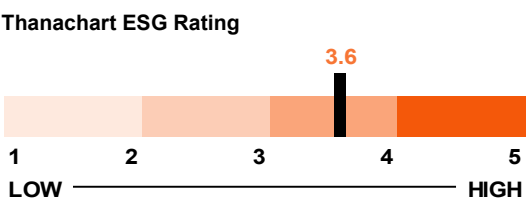
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- อัตราการเสื่อมคุณภาพสินทรัพย์ที่สูงขึ้น โดยเฉพาะในกลุ่มสินเชื่อจำนำทะเบียนรถ จะส่งผลกระทบต่อประมาณการกำไรต่อหุ้นของเรา
- หาก TISCO สามารถลดต้นทุนทางการเงินได้มากกว่าที่เราสมมติไว้จะเป็นความเสี่ยงเชิงบวกต่อประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายของเรา

Source: Thanachart

บริษัท ทีสโก้ไฟแนนเชียลกรุ๊ป จำกัด (มหาชน) มุ่งมั่นในการนำเสนอผลิตภัณฑ์ทางการเงินสามารถแข่งขันและนวัตกรรมสูง และให้ความสำคัญกับความพึงพอใจของลูกค้าอย่างมาก แม้ว่าเป้าหมายด้านสิ่งแวดล้อมของบริษัทฯ จะยังไม่ชัดเจน ซึ่งส่งผลให้ได้คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) ต่ำกว่าคู่แข่งรายใหญ่ แต่การบริหารความเสี่ยงที่แข็งแกร่งของบริษัทฯ ช่วยหนุนให้ได้คะแนน ESG รวมอยู่ที่ 3.56 ซึ่งอยู่ในระดับเฉลี่ยของกลุ่มอุตสาหกรรม



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
TISCO	YES	AAA	-	-	63.03	70.27	32.00	-	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- เราให้คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) แก่ TISCO ที่ระดับ 3.2 ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 3.5 ซึ่งสะท้อนถึงเป้าหมายในการลดผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมของธนาคารที่ค่อนข้างชัดเจนและวัดผลได้น้อยกว่า โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อเปรียบเทียบกับสถาบันขนาดใหญ่ที่มีแผนงาน ESG ขั้นสูงกว่า - อย่างไรก็ตาม TISCO แสดงถึงความมุ่งมั่นต่อความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมผ่านหลากหลายโครงการ อาทิ การให้สินเชื่อเพื่อสนับสนุนธุรกิจพลังงานสะอาด การส่งเสริมการใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพเพื่อลดการปล่อยคาร์บอน การจัดการของเสียอย่างเป็นระบบ รวมถึงการมีส่วนร่วมในโครงการด้านสิ่งแวดล้อมที่ขับเคลื่อนโดยชุมชน เช่น โครงการปลูกป่าเพื่อฟื้นฟูระบบนิเวศธรรมชาติและส่งเสริมความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อมในระยะยาว
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- TISCO ได้คะแนนด้านสังคม (S) สูงที่ 3.85 เมื่อเทียบกับคะแนนเฉลี่ยของกลุ่มธนาคารที่ 3.8 ซึ่งสะท้อนถึงความมุ่งมั่นอย่างแรงกล้าในการส่งเสริมความรู้ทางการเงินและส่งเสริมให้ปัจเจกชนสามารถดำรงชีวิตได้อย่างยั่งยืนได้ - ธนาคารเน้นย้ำการสร้างคามเข้มแข็งทางเศรษฐกิจโดยสนับสนุนลูกค้าผ่านโครงการปรับโครงสร้างหนี้ที่ยั่งยืน และขยายการเข้าถึงบริการทางการเงิน ซึ่งรวมถึงการขยายสาขา "สมหวังเงินสั่งได้" เพื่อให้บริการชุมชนที่ด้อยโอกาส โดยยึดหลักการปล่อยสินเชื่ออย่างรับผิดชอบเป็นแนวทาง - TISCO ยังส่งเสริมวัฒนธรรมแห่งความเป็นอยู่ที่ดีและความสามารถในการปรับตัวผ่านนโยบาย "องค์กรแห่งความสุข" ธนาคารให้ความสำคัญกับการมีส่วนร่วมของพนักงาน การพัฒนาทักษะอย่างต่อเนื่อง และการนำเครื่องมือและเทคโนโลยีใหม่ๆ มาใช้เพื่อปรับปรุงความพร้อมของพนักงานและคุณภาพการดำเนินงาน
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- คะแนนการกำกับดูแลกิจการ (G) ของ TISCO อยู่ที่ 3.6 ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มฯ ที่ 3.51 โดยได้รับการสนับสนุนจากการบริหารความเสี่ยงที่แข็งแกร่ง ซึ่งช่วยชดเชยความกังวลเกี่ยวกับความยั่งยืนของรูปแบบธุรกิจได้ - อย่างไรก็ตาม เรามองว่าโครงสร้างคณะกรรมการยังมีช่องว่างสำหรับการปรับปรุง ประธานคณะกรรมการไม่มีความเป็นอิสระ อย่างไรก็ตาม ธนาคารยังคงรักษาความเป็นอิสระอย่างแข็งแกร่ง โดยมีสมาชิกคณะกรรมการ 9 ใน 13 คน ได้รับการจัดประเภทเป็นกรรมการอิสระ ซึ่งเกินอัตราส่วนที่เหมาะสมที่สองในสาม - TISCO จัดให้มีคณะกรรมการตรวจสอบ คณะกรรมการกำหนดค่าตอบแทน และคณะกรรมการบริหารความเสี่ยง ตามแนวปฏิบัติในการกำกับดูแลกิจการมาตรฐาน - เพื่อรักษามาตรฐานการกำกับดูแลกิจการที่สูงที่สุด กลุ่ม TISCO ได้จัดทำ "จรรยาบรรณทางธุรกิจ" ซึ่งแสดงให้เห็นถึงความมุ่งมั่นในการเป็นองค์กรที่ดีในสังคม นอกจากนี้ กลุ่ม TISCO ยังจัดให้มีการทดสอบการปฏิบัติตามกฎระเบียบและนโยบายทรัพยากรบุคคลภาคบังคับเป็นประจำทุกปีผ่านระบบอินทราเน็ตของ TISCO

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Interest and Dividend Income	17,781	19,014	18,068	17,767	17,804
Interest Expenses	4,208	5,444	4,767	4,221	4,058
Net Interest Income	13,573	13,570	13,301	13,547	13,745
% of total income	72.3%	70.7%	69.4%	68.9%	68.4%
Gain on Investment	5	3	4	4	4
Fee Income	4,867	4,971	5,175	5,382	5,597
Gain on Exchange	(29)	314	330	347	364
Others	90	100	246	258	271
Non-interest Income	5,188	5,623	5,859	6,101	6,352
% of total income	27.7%	29.3%	30.6%	31.1%	31.6%
Total Income	18,761	19,193	19,161	19,647	20,097
Operating Expenses	9,340	9,256	8,966	9,098	9,553
Pre-provisioning Profit	9,421	9,937	10,194	10,549	10,544
Provisions	359	1,376	2,100	2,450	2,426
Pre-tax Profit	9,061	8,562	8,094	8,099	8,118
Income Tax	1,788	1,694	1,619	1,620	1,624
After Tax Profit	7,273	6,868	6,475	6,479	6,495
Equity Income	29	34	36	37	39
Minority Interest	(0)	(0)	0	0	0
Extraordinary Items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	7,301	6,901	6,511	6,516	6,534
Normalized Profit	7,301	6,901	6,511	6,516	6,534
EPS (Bt)	9.1	8.6	8.1	8.1	8.2
Normalized EPS (Bt)	9.1	8.6	8.1	8.1	8.2

Flattish EPS in 2025-27F,
NIM tailwind likely to be
dragged down by high
ECL

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Liquid Items	49,408	40,684	41,433	45,810	50,191
cash & cash equivalents	918	910	913	1,007	841
interbank & money market	48,490	39,774	40,520	44,803	49,350
Securities under resale agreeme	0	0	0	0	0
Investments	4,205	5,409	5,527	5,646	5,769
Net loans	226,828	225,598	228,509	226,015	223,546
Gross and accrued interest	236,744	234,085	236,515	234,150	231,809
Provisions for doubtful	9,916	8,486	8,007	8,135	8,262
Fixed assets - net	3,205	3,161	3,239	3,336	3,436
Other assets	2,915	1,905	4,616	4,755	4,897
Total assets	290,724	281,877	285,933	288,225	290,556
LIABILITIES:					
Liquid Items	217,388	217,441	223,743	225,309	226,886
Deposit	208,645	206,537	208,225	209,683	211,150
Interbank & money market	8,506	10,665	13,185	13,277	13,370
Liability payable on demand	237	239	2,333	2,349	2,366
Borrowings	17,286	8,076	5,157	5,193	5,230
Other liabilities	13,602	13,315	13,581	13,853	14,130
Total liabilities	248,276	238,832	242,481	244,355	246,246
Minority interest	3	3	3	3	3
Shareholders' equity	42,445	43,042	43,449	43,866	44,307
Preferred capital	-	-	-	-	-
Paid-in capital	8,007	8,007	8,006	8,006	8,006
Share premium	1,018	1,018	1,018	1,018	1,018
Surplus/ Others	2,021	2,025	2,126	2,233	2,344
Retained earnings	31,399	31,992	32,298	32,609	32,938
Liabilities & equity	290,724	281,877	285,933	288,225	290,556

Sources: Company data, Thanachart estimates

VALUATION

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	10.9	11.5	12.2	12.2	12.2
Normalized PE - at target price (x)	11.2	11.8	12.5	12.5	12.5
PE (x)	10.9	11.5	12.2	12.2	12.2
PE - at target price (x)	11.2	11.8	12.5	12.5	12.5
P/PPP (x)	8.5	8.0	7.8	7.6	7.6
P/PPP - at target price (x)	8.7	8.2	8.0	7.7	7.7
P/BV (x)	1.9	1.9	1.8	1.8	1.8
P/BV - at target price (x)	1.9	1.9	1.9	1.9	1.8
Dividend yield (%)	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8
Market cap / net loans (x)	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4
Market cap / deposit (x)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
(Bt)					
Normalized EPS	9.1	8.6	8.1	8.1	8.2
EPS	9.1	8.6	8.1	8.1	8.2
DPS	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8
PPP/Share	11.8	12.4	12.7	13.2	13.2
BV/Share	53.0	53.8	54.3	54.8	55.3

DPS could peak at
Bt7.75/share

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate (%)					
Net interest income (NII)	6.6	(0.0)	(2.0)	1.8	1.5
Non-interest income (Non-II)	(5.9)	8.4	4.2	4.1	4.1
Operating expenses	8.7	(0.9)	(3.1)	1.5	5.0
Pre-provisioning profit (PPP)	(2.5)	5.5	2.6	3.5	(0.0)
Net profit	1.1	(5.5)	(5.7)	0.1	0.3
Normalized profit growth	1.1	(5.5)	(5.7)	0.1	0.3
EPS	1.1	(5.5)	(5.7)	0.1	0.3
Normalized EPS	1.1	(5.5)	(5.7)	0.1	0.3
Dividend payout ratio	85.0	89.9	95.3	95.2	95.0
Loan - gross	7.2	(1.1)	1.0	(1.0)	(1.0)
Loan - net	8.6	(0.5)	1.3	(1.1)	(1.1)
Deposit	10.8	(1.0)	0.8	0.7	0.7
NPLs	14.1	4.6	4.3	4.1	3.9
Total assets	9.5	(3.0)	1.4	0.8	0.8
Total equity	(0.8)	1.4	0.9	1.0	1.0
Operating Ratios (%)					
Net interest margin (NIM)	4.9	4.8	4.7	4.8	4.8
Net interest spread	6.0	5.7	5.6	5.8	6.0
Yield on earnings assets	6.4	6.7	6.4	6.3	6.2
Avg cost of fund	1.9	2.4	2.1	1.8	1.8
NII / operating income	72.3	70.7	69.4	68.9	68.4
Non-II / operating income	27.7	29.3	30.6	31.1	31.6
Fee income / operating income	25.9	25.9	27.0	27.4	27.9
Normalized net margin	38.9	36.0	34.0	33.2	32.5
Cost-to-income	49.8	48.2	46.8	46.3	47.5
Credit cost - provision exp / loans	0.2	0.6	0.9	1.1	1.1
PPP / total assets	3.4	3.5	3.6	3.7	3.6
PPP / total equity	22.1	23.2	23.6	24.2	23.9
ROA	2.6	2.4	2.3	2.3	2.3
ROE	17.1	16.1	15.1	14.9	14.8

ROE is on a downward
trend due to flattish EPD

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

	FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Liquidity and Quality Ratio (%)						
Loan-to-deposit		112.5	112.4	112.6	110.7	108.9
Loan-to-deposit & S-T borrowing		112.5	112.4	112.6	110.7	108.9
Net loan / assets		78.0	80.0	79.9	78.4	76.9
Net loan / equity		534.4	524.1	525.9	515.2	504.5
Investment / assets		1.4	1.9	1.9	2.0	2.0
Deposit / liabilities		84.0	86.5	85.9	85.8	85.7
Liabilities / equity		584.9	554.9	558.1	557.0	555.8
Net interbank lender (Bt m)		39,983	29,110	27,335	31,526	35,980
Tier 1 CAR		16.3	17.0	17.1	17.4	17.7
Tier 2 CAR		3.2	1.6	1.6	1.6	1.7
Total CAR		19.5	18.6	18.7	19.0	19.4
NPLs (Bt m)		5,223	5,464	5,698	5,930	6,160
NPLs / Total loans (NPL Ratio)		2.2	2.4	2.4	2.6	2.7
Loan-Loss-Coverage		189.9	155.3	140.5	137.2	134.1

Tier 1 ratio remains strong

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

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

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

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

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

Refinitiv ESG

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาติเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุน และใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of TNS, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) 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: ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทําบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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 “หุ้นกู้” ของบริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (MTC) ครั้งที่ 4/2568 ชุดที่ 1-3 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, เติบเรื่อ พัทธดนย์ บุณนาค pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ phannarai.von@thanachartsec.co.th
ยานยนต์, หิดมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ rata.lim@thanachartsec.co.th	ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน รวิสรา สุวรรณอำไพ rawisara.suw@thanachartsec.co.th	ขนส่ง, รับเหมา ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์ saksid.pha@thanachartsec.co.th
Small Cap, การแพทย์, โรงแรม ศิริพร อรุโณทัย siriporn.aru@thanachartsec.co.th	พลังงาน , วิโตรเคมี 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