

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 แต่ราคาเป้าหมายถูกปรับลงเหลือ 133 บาท (จาก 160 บาท) 2) BBL มีอัตราผลตอบแทนปันผลต่ำที่สุดในกลุ่มฯ เพียง 5-6% ต่อปี เนื่องจากอัตราการจ่ายปันผลที่ระมัดระวังที่ 30-40% 3) พอร์ตสินเชื่อบริษัท 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 ของธนาคารลดลงในช่วงปีที่กำลังร้อนตัว 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%

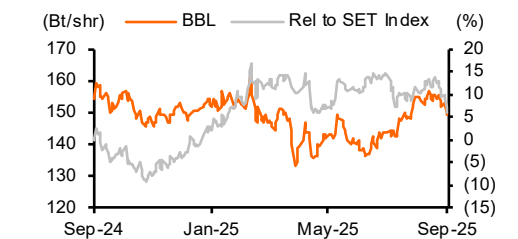
มีข้อจำกัดในการลดต้นทุน

เราคาดว่าอัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ (50%) ของ BBL จะยังคงสูงกว่าของกลุ่มธนาคาร (45%) BBL ตามหลังธนาคารคู่แข่งในด้านการปรับไปใช้ดิจิทัล โดยมีการลงทุนด้าน IT ในระดับที่น้อยกว่า และยังมีความคืบหน้าในการปรับลดจำนวนสาขาและพนักงานค่อนข้างจำกัด 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

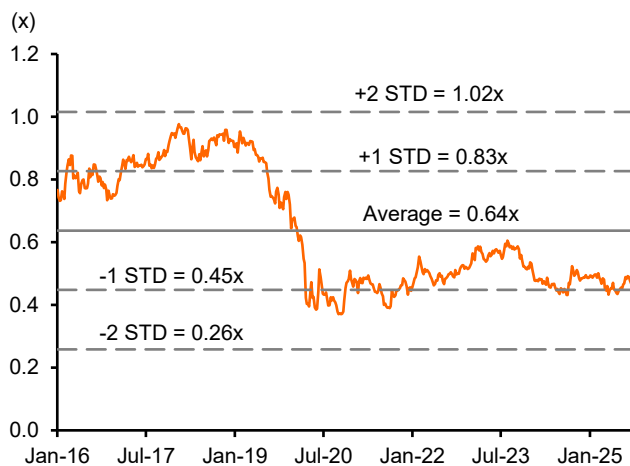
ESG Summary Report P21

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ฯ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การบริการแก่ผู้ลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือชักชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

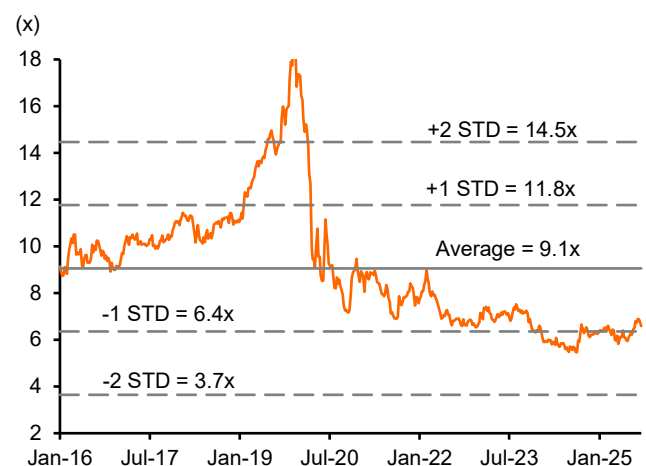


Ex 1: BBL's P/BV STD



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

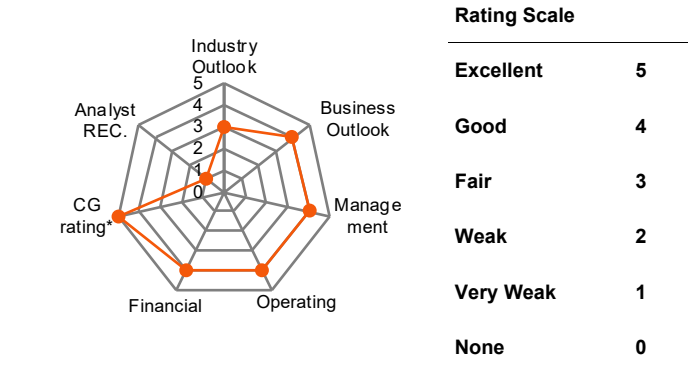
S — Strength

- 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

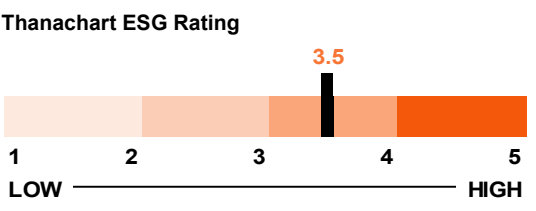
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- 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) <ul style="list-style-type: none">นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อมการบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้าการบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจกการบริหารจัดการน้ำการบริหารจัดการของเสีย	<ul style="list-style-type: none">ธนาคารได้สนับสนุนโครงการความยั่งยืนที่สำคัญหลายโครงการอย่างต่อเนื่อง เช่น การพัฒนาพลังงานสะอาดทั่วเอเชีย การผลิตถยนต์ไฟฟ้า และการพัฒนาระบบขนส่งมวลชนไฟฟ้า ธนาคารยังออกกรีนบอนด์ (Green Bond) ของภาคเอกชน และตราสารหนี้ส่งเสริมความยั่งยืน (Sustainability-linked Bond) ในประเทศไทย ด้วยBBL 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) <ul style="list-style-type: none">การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชนการดูแลพนักงานสุขอนามัยและความปลอดภัยความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	<ul style="list-style-type: none">เพื่อส่งเสริมการปฏิบัติตามสิทธิมนุษยชนอย่างต่อเนื่องและสร้างความตระหนักในหมู่พนักงาน ธนาคารกำลังดำเนินการตรวจสอบด้านสิทธิมนุษยชนอย่างรอบด้านและตั้งเป้าหมายที่จะทบทวนทุกสามปีBBL มีภาระผูกพันทางสังคมในการสนับสนุนความรู้ทางการเงิน และ financial inclusion ธนาคารได้ดำเนินโครงการ Fin Lit for the Blind เพื่อผู้พิการทางสายตา ธนาคารยังสนับสนุนผู้จัดการสาขาและพนักงานให้เป็นหุ้นส่วนโรงเรียน และทำงานร่วมกับโรงเรียนในมูลนิธิธรรมคุณเพื่อการศึกษา CONNEXT ED เพื่อปรับปรุงคุณภาพการศึกษา ให้ความรู้ทางการเงินที่จำเป็น และส่งเสริมแนวคิดเรื่องการออมในหมู่นักเรียนเพื่อส่งเสริม financial inclusion, BBL ได้ขยายบริการดิจิทัลเพื่อให้ประชาชนสะดวกในการทำธุรกรรมธนาคารได้มากขึ้นในทุกที่ทุกเวลา
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) <ul style="list-style-type: none">โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัทจริยธรรมและความโปร่งใสความยั่งยืนของธุรกิจการบริหารความเสี่ยงนวัตกรรม	<ul style="list-style-type: none">BBL มีกรรมการ 20 คน โดย 8 คนเป็นกรรมการอิสระBBL ได้รับการจัดอันดับ CG ดีเยี่ยมจากรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย โดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยธนาคารได้จัดทำ Code of Conduct และ Business Ethics Practices สำหรับกรรมการ ผู้บริหาร และพนักงาน ให้ปฏิบัติตาม โดยได้รับการอนุมัติจากคณะกรรมการบริษัทและเผยแพร่บนเว็บไซต์ของ BBLBBL 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

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 รตา ลิ้มสุทธีวันภูมิ rata.lim@thanachartsec.co.th	ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน รวีสร่า 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