

BUY (Unchanged)

Transfer of Coverage

TP: Bt 2.30

Upside : 27.1%

(From: Bt 1.85)

16 SEPTEMBER 2025

Small Cap Research

Ratchthani Leasing Pcl (THANI TB)

อยู่ในช่วงเริ่มต้นของการฟื้นตัว

เราแนะนำ “ซื้อ” THANI เนื่องจากเติบโต ให้ผลตอบแทนปันผล และมูลค่าถูก EPS มีแนวโน้มฟื้นตัว 43% y-y ใน 2H25F และคาดว่าจะเติบโตเฉลี่ยที่ 19% ในปี 2025–27F พร้อมให้ผลตอบแทนปันผลราว 5% ทั้งที่มีปัจจัยบวกครบ แต่กลับซื้อขายที่ 2026F PE เพียง 9.5 เท่า ซึ่งถือว่าค่อนข้างถูกมาก



RAWISARA SUWANUMPHAI

662-779-9119

rawisara.suw@thanachartsec.co.th

ทั้งเติบโต และให้ผลตอบแทนที่ดี; แนะนำ “ซื้อ”

บทวิเคราะห์นี้เป็นผลการเปลี่ยนผู้จัดทำวิเคราะห์กลุ่มธุรกิจการเงิน และเรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” THANI และปรับเพิ่มราคาเป้าหมายเป็น 2.30 บาท (จาก 1.85 บาท) สะท้อนการปรับมาใช้ฐาน 2026F และการปรับกำไรขึ้น 37–55% ต่อปี ในปี 2025–27F ด้วยสมมติให้ปริมาณสินเชื่อเพิ่มขึ้น และขาดทุนจากการด้อยค่าลดลง 1) หลัง EPS หดตัวต่อเนื่องถึง 10 ไตรมาสติดต่อกัน เราคาดว่า EPS จะพลิกกลับมาเติบโต 43% y-y ใน 2H25F และเติบโตเฉลี่ยปีละ 19% ในปี 2025–27F ซึ่งจะช่วยให้ ROE เพิ่มขึ้นเป็น 9.2% ภายในปี 2027F ปัจจัยขับเคลื่อนหลักคือ ปริมาณสินเชื่อที่ปรับตัวดีขึ้น และ credit cost ที่ลดลง 2) เราคาดว่าอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลจะอยู่ในระดับน่าสนใจที่ 5–7% ต่อปี ในปี 2025–27F และ 3) มูลค่าหุ้นยังถือว่าน่าสนใจ ซื้อขายที่ 2026F PE เพียง 9.5 เท่า ซึ่งเทียบกับการฟื้นตัวของกำไรที่แข็งแกร่ง

Credit costs คาดว่าจะลดลง

THANI ได้ดำเนินการปรับปรุงงบดุลได้สำเร็จ โดยทรัพย์สินที่ถูกยึด (foreclosed property) ลดลงอย่างมากเหลือ 336 ลบ. ใน 2Q25 จากสูงสุดที่ 762 ลบ. ใน 4Q24 และจำนวนรถยนต์ยืลดเหลือราว 300 คัน จากราว 900 คัน ณ สิ้นปี 2024 ซึ่งใกล้เคียงปกติที่ 200–300 คัน ความก้าวหน้าเหล่านี้ทำให้ 1H25 มีการกลับรายการการด้อยค่า 120 ลบ. เทียบกับด้อยค่า 182 ลบ. ในปี 2024 คุณภาพสินทรัพย์มีแนวโน้มดีขึ้นชัดเจน โดยสินเชื่อในกลุ่ม stage 2 ลดลง 10% q-q และ NPLs ลดลง 18% q-q ใน 2Q25 ขณะที่ coverage ratio ปรับตัวขึ้นมาอยู่ที่ 140% จาก 92% ใน 2Q24 ด้วยเหตุนี้ เราคาดว่า credit cost (ซึ่งรวมถึง ECL และการขาดทุนจากการด้อยค่า) จะอยู่ในระดับคงที่ที่ 1.8% ใน 2H25F และมีแนวโน้มลดลงมาอยู่ที่ 1.73/1.70% ในปี 2026–27F

สินเชื่อใกล้จุดต่ำสุดแล้ว

สินเชื่อของ THANI หดตัว 12% ในปี 2024 เนื่องจากการอนุมัติสินเชื่อที่เข้มงวดขึ้น และตลาดรถบรรทุกที่อ่อนแอกระทบความต้องการ การหดตัวยังคงดำเนินต่อเนื่อง โดยสินเชื่อหดตัว 9% YTD ใน 1H25 อย่างไรก็ตาม เราคาดว่า 2H25F สินเชื่อจะหดตัวเพียง 3% h-h แม้การขายรถบรรทุกใหม่จะยังคงชะงักจากเศรษฐกิจที่อ่อนแอ และปัญหาขาดแคลนรถที่มีมาตรฐานยูโร 5 แต่ความต้องการรถบรรทุกมือสองกำลังฟื้นตัว ด้วยความต้องการรถบรรทุกมือสองที่ฟื้นตัวเล็กน้อย และคุณภาพสินทรัพย์ที่ดีขึ้น เราจึงคาดว่าสินเชื่อจะกลับมาเติบโตที่ 2/5% ในปี 2026–27F

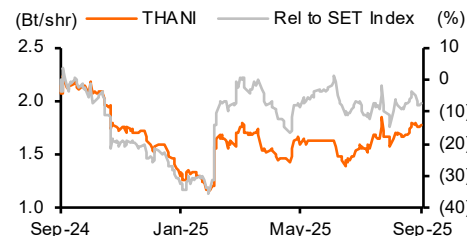
EPS และ ROE กำลังฟื้นตัว

หลังจากที่ EPS หดตัวติดต่อกันถึง 10 ไตรมาส THANI กลับมาเข้าสู่โหมดเติบโตที่ 9% y-y ใน 2Q25 เราคาดว่ากำไรโตจะเร่งตัวขึ้นเป็น 43% y-y ใน 2H25F เนื่องจากคุณภาพสินทรัพย์ดีขึ้น นอกจากนี้ กำไรรายได้ยังมีแนวโน้มแข็งแกร่ง โดยคาดว่า EPS จะเติบโตเฉลี่ย 19% ในปี 2025–27F การจ่ายเงินปันผลกลับมาเป็นปกติ โดยอัตราการจ่ายปันผลอยู่ที่ 55% ในปี 2024 และคาดว่าจะทรงตัวในปี 2025–27F (อัตราผลตอบแทนปันผลราว 5–7%) ด้วยความสามารถในการทำกำไรและเงินปันผลแข็งแกร่ง ROE จึงน่าจะเพิ่มขึ้นจาก 6.1% ในปี 2024 เป็น 9.2% ภายในปี 2027F

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Pre Provision Profit	2,151	2,282	2,266	2,428
Net profit	800	1,024	1,189	1,349
Consensus NP	—	1,003	1,078	na
Diff frm cons (%)	—	2.0	10.3	na
Norm profit	800	1,024	1,189	1,349
Prev. Norm profit	—	660	774	985
Chg frm prev (%)	—	55.1	53.7	37.1
Norm EPS (Bt)	0.1	0.2	0.2	0.2
Norm EPS grw (%)	(42.0)	26.3	16.2	13.5
Norm PE (x)	13.9	11.0	9.5	8.4
P/BV (x)	0.8	0.8	0.8	0.8
Div yield (%)	3.9	5.0	5.8	6.6
ROE (%)	6.1	7.5	8.4	9.2
ROA (%)	1.5	2.2	2.8	3.0

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 16-Sep-25 (Bt)	1.81
Market Cap (US\$ m)	353.8
Listed Shares (m shares)	6,229.3
Free Float (%)	29.1
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.5
12M Price H/L (Bt)	2.24/1.16
Sector	Finance
Major Shareholder	Thanachart SPV1 63.5%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P8

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่ผู้ลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือชักชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



Ex 1: Earnings Revisions And Assumption Changes

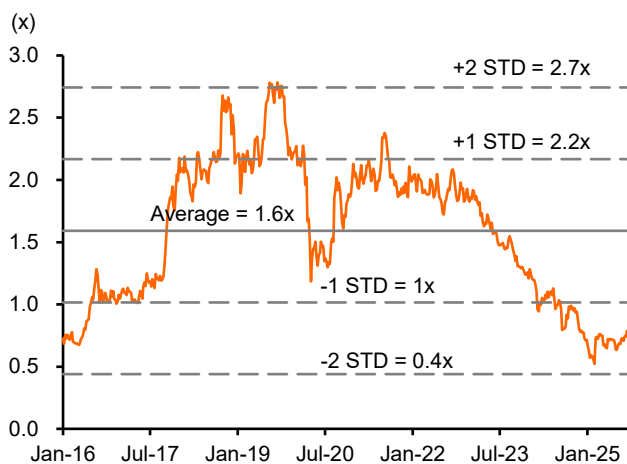
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Normalized profit (Bt bn)					
- New	1.34	0.80	1.02	1.19	1.35
- Old			0.66	0.77	0.98
- Change (%)			55.10	53.67	37.06
Normalized EPS (Bt/share)					
- New	0.24	0.13	0.16	0.19	0.22
- Old			0.11	0.12	0.16
- Change (%)			55.10	53.67	37.06
Loan growth (%)					
- New	0.74	(12.30)	(12.00)	2.00	5.00
- Old			(9.61)	(4.02)	(2.70)
- Change (ppt)			(2.39)	6.02	7.70
NIM (%)					
- New	4.63	4.24	4.40	4.60	4.73
- Old			4.19	4.67	4.79
- Change (ppt)			0.21	(0.07)	(0.06)
Cost-to-income ratio (%)					
- New	19.86	28.75	19.82	21.50	21.16
- Old			35.83	32.48	27.50
- Change (ppt)			(16.01)	(10.98)	(6.34)
Credit costs (%) (excluding impairment loss)					
- New	1.95	2.19	2.25	1.85	1.70
- Old			1.90	1.90	1.60
- Change (ppt)			0.35	(0.05)	0.10
NPLs (Bt bn)					
- New	1.73	1.57	1.15	1.07	1.07
- Old			1.40	1.34	1.18
- Change (%)			(17.87)	(20.47)	(9.91)

Sources: Company data, Thanachart estimates

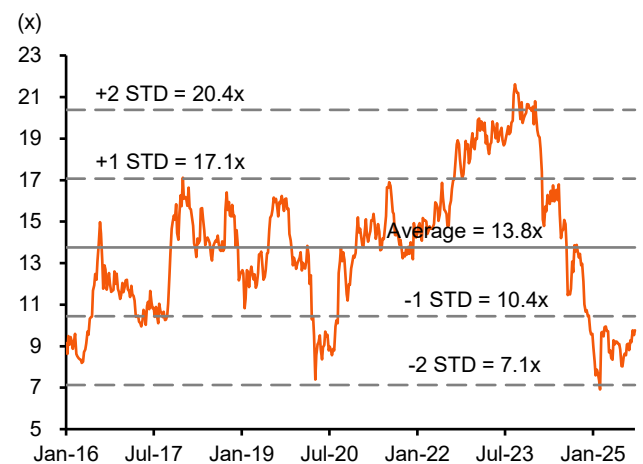
Ex 2: 12-month DDM-based TP Calculation Using A Base Year Of 2026F

(Bt m)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	Terminal value
Dividend of common shares	654	742	770	806	943	988	1,036	1,449	1,522	1,601	1,601
Dividend payment	654	742	770	806	943	988	1,036	1,449	1,522	1,601	20,984
PV of dividend	654	616	582	554	591	564	539	687	657	629	8,250
Risk-free rate (%)	2.5										
Market risk premium (%)	8.0										
Beta	0.9										
WACC (%)	9.8										
Cost of equity	9.8										
Terminal growth (%)	2.0										
Equity value	14,323										
No. of shares (m)	6,229										
Equity value / share (Bt)	2.30										

Source: Thanachart estimates

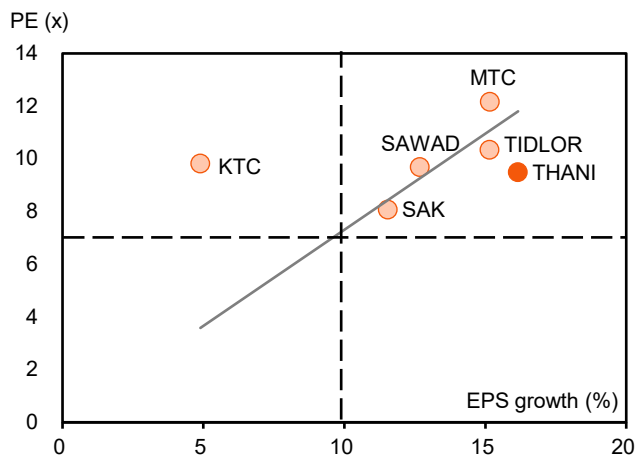
Ex 3: THANI's P/BV STD

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 4: THANI's PE STD

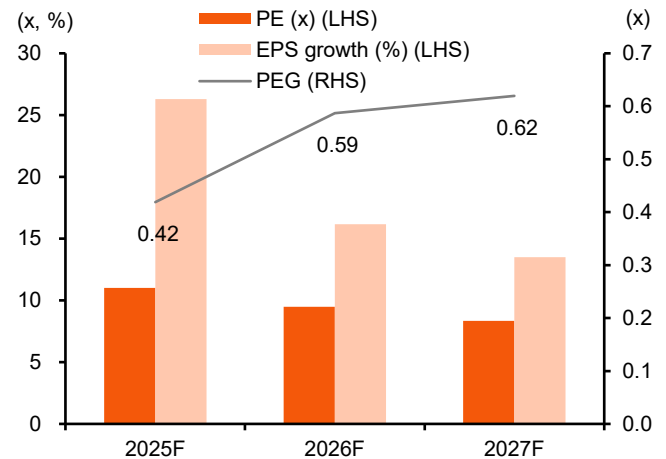
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 5: Comparing PE And EPS Growth In 2026F



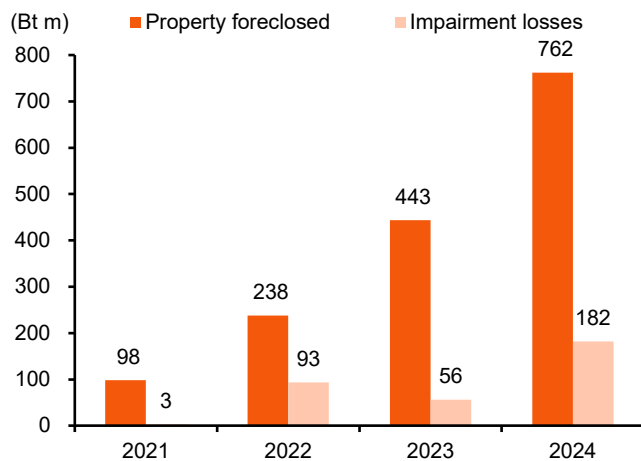
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 6: THANI's PE Vs. EPS Growth



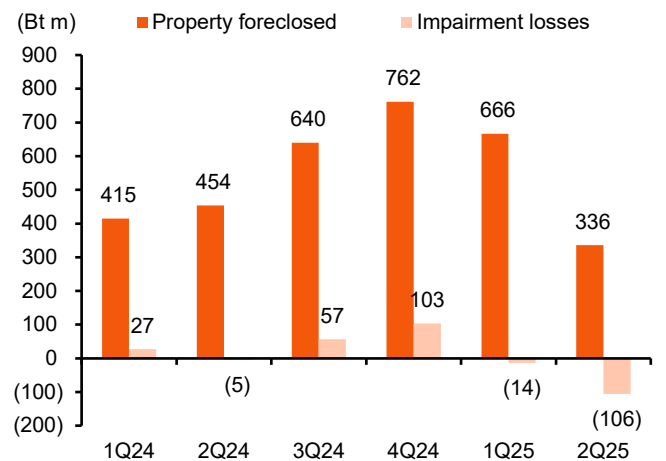
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 7: Yearly Property Foreclosed Vs. Impairment Losses



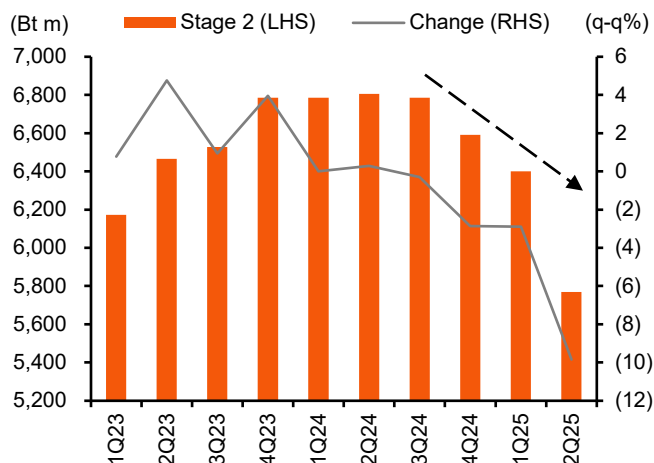
Source: Company data

Ex 8: Quarterly Property Foreclosed Vs. Impairment Loss



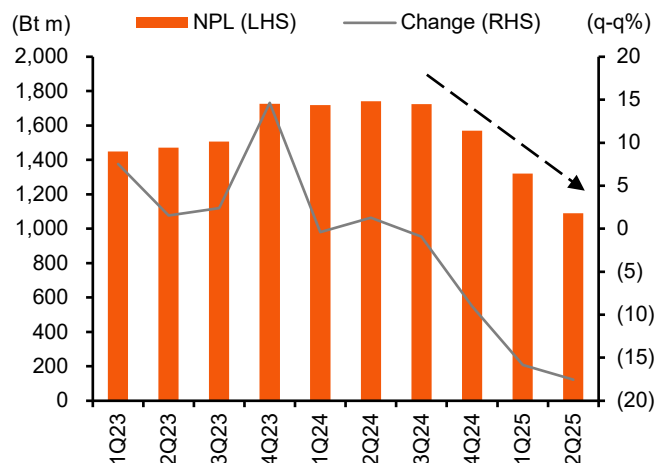
Source: Company data

Ex 9: Change In Stage-2 Loans



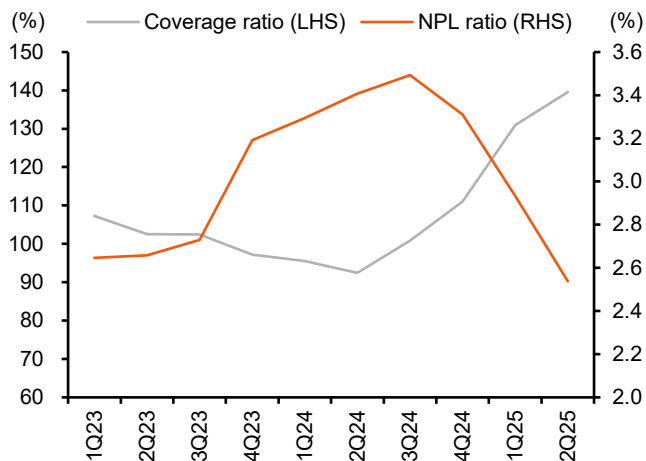
Source: Company data

Ex 10: Change In NPLs



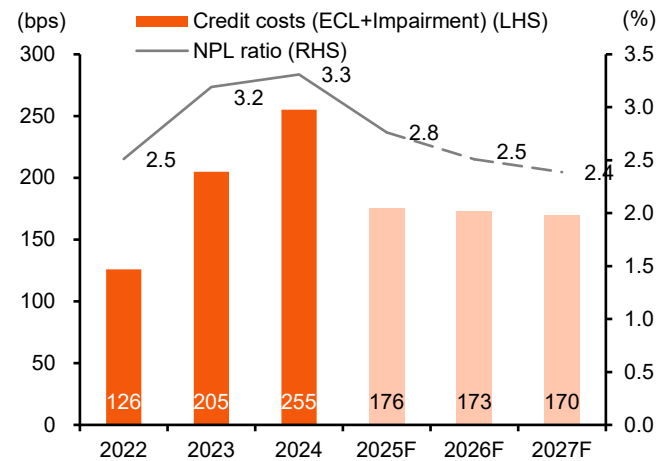
Source: Company data

Ex 11: Coverage Ratio and NPL Ratio



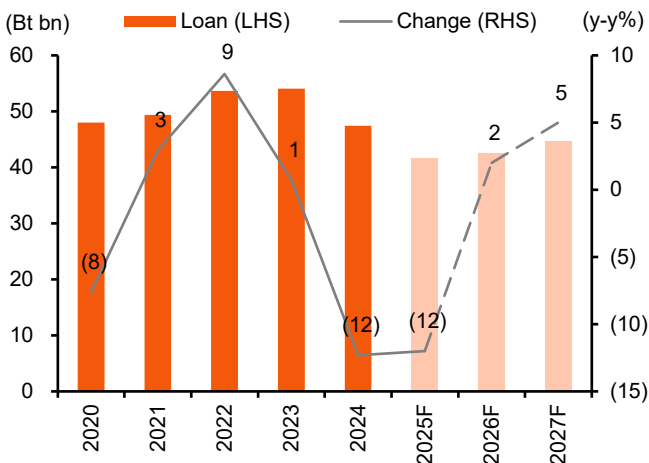
Source: Company data

Ex 12: Credit Costs On A Downward Trend



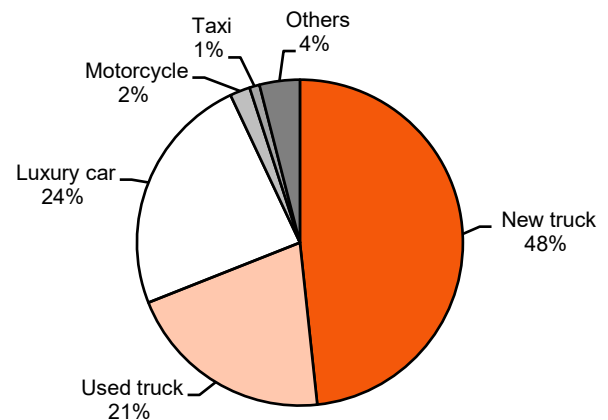
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 13: Loan Growth



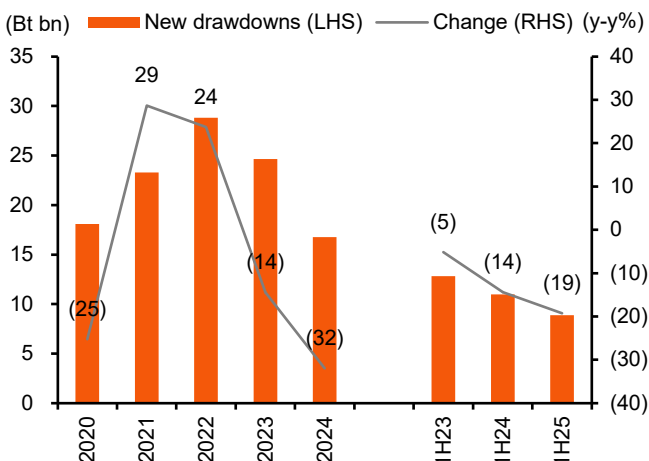
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 14: 2Q25 Loan Breakdown



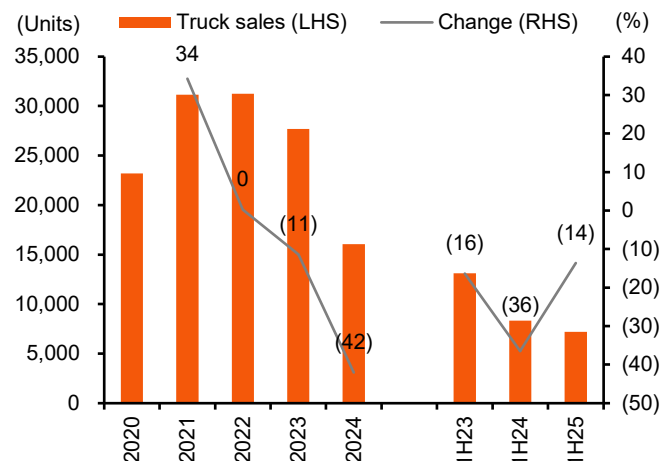
Source: Company data

Ex 15: New Drawdowns



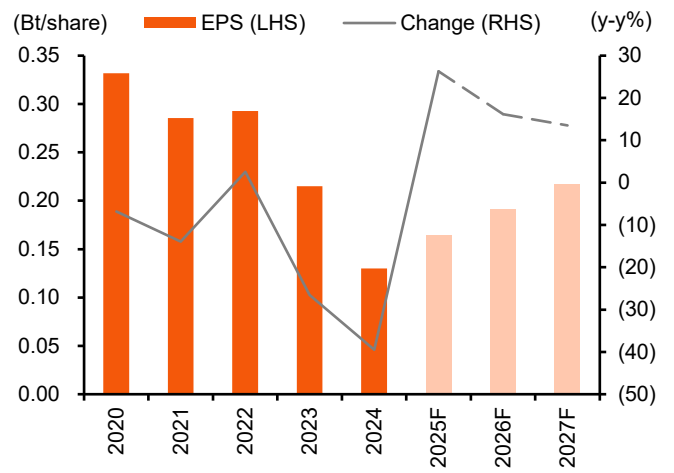
Source: Company data

Ex 16: New Truck Sales



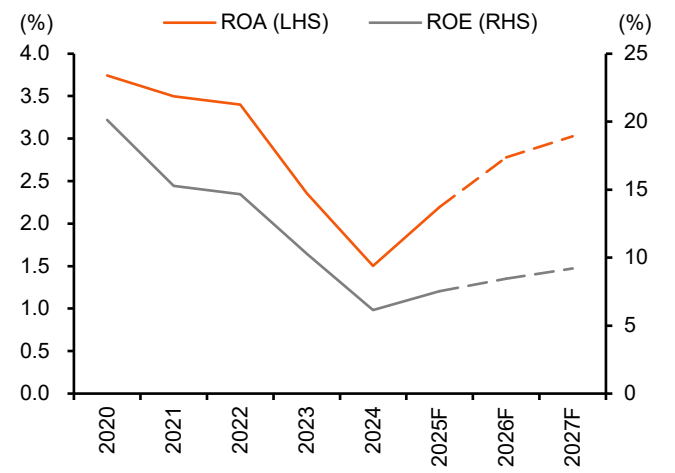
Source: Company data

Ex 17: EPS Growth



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 18: ROA And ROE



Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 19: 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
Finvolution Group	FINV US	China	na	15.6	0.7	0.6	0.1	0.1	17.8	18.1	34.1	39.9
Mahindra & Mahindra Fin Secs	MMFS IN	India	20.7	(1.0)	13.0	13.1	1.5	1.5	11.7	12.2	2.5	2.4
Bajaj Finance Ltd	BAF IN	India	(0.3)	22.3	37.4	30.6	6.9	5.5	19.5	19.5	0.4	0.5
Manappuram Finance Ltd	MGFL IN	India	41.7	(14.9)	14.5	17.0	1.9	1.8	14.3	12.0	1.2	1.2
GMO Payment Gateway Inc.	3769 JP	Japan	6.6	20.5	32.1	26.6	5.6	5.0	18.5	19.8	1.5	1.8
Infomart Corp.	2492 JP	Japan	155.3	80.7	48.1	26.6	7.2	6.2	15.3	25.2	1.3	1.8
Ally Financial Inc	ALLY US	US	98.6	49.7	11.9	8.0	1.0	0.9	6.8	11.7	2.8	2.9
World Acceptance Corp	WRLD US	US	(15.3)	(16.8)	12.1	14.5	2.1	2.0	17.1	15.4	na	na
Navient Corp	NAVI US	US	(17.8)	31.7	13.3	10.1	0.5	0.5	3.8	4.7	4.9	4.9
SLM Corp	SLM US	US	13.4	12.7	9.0	8.0	2.6	2.2	29.3	28.5	1.9	2.0
Asia Sermkij Leasing *	ASK TB	Thailand	(51.8)	174.1	27.1	9.9	0.4	0.4	1.5	4.2	1.8	5.1
Bangkok Commercial Asset Mgt.*	BAM TB	Thailand	52.9	(17.6)	10.8	13.1	0.6	0.6	5.5	4.4	6.7	6.1
Chayo Group	CHAYO TB	Thailand	54.6	(3.1)	6.3	6.5	0.5	0.6	7.0	6.9	0.7	0.7
JMT Network Services *	JMT TB	Thailand	11.2	7.9	10.7	9.9	0.7	0.7	6.6	6.9	5.6	6.1
Krungthai Card *	KTC TB	Thailand	2.6	4.9	10.3	9.8	1.8	1.6	18.2	17.3	4.5	4.9
Muangthai Capital *	MTC TB	Thailand	12.9	15.2	14.0	12.2	2.2	1.9	16.7	16.6	1.1	1.2
Saksiam Leasing *	SAK TB	Thailand	13.4	11.5	9.0	8.1	1.3	1.2	14.5	14.9	5.0	5.6
Srisawad Corporation *	SAWAD TB	Thailand	(6.7)	12.7	10.9	9.7	1.4	1.3	13.4	13.6	3.7	2.1
Ratchthani Leasing *	THANI TB	Thailand	26.3	16.2	11.0	9.5	0.8	0.8	7.5	8.4	5.0	5.8
Tidlор Holdings *	TIDLOR TB	Thailand	20.8	15.2	11.9	10.3	1.8	1.7	16.1	16.9	3.8	4.4
Average			23.1	21.9	15.7	12.7	2.0	1.8	13.1	13.9	4.7	5.2

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates using normalized EPS growth

Based on 16 September 2025 closing price

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัทราชนาธิลซึ่งเป็นบริษัทให้บริการด้านเช่าซื้อสำหรับรถบรรทุก รถยนต์ระดับบน บิ๊กไบค์ และรถประเภทอื่นๆ ทั้งรถใหม่และรถมือสอง สำหรับลูกค้ารายย่อยและลูกค้าบริษัท โดยบริษัทมีความเชี่ยวชาญในธุรกิจเช่าซื้อรถบรรทุก และมีส่วนแบ่งตลาดในธุรกิจเช่าซื้อรถบรรทุกมือสองที่มากที่สุดในประเทศ และเริ่มทำการรุกขยายไปยังตลาดเช่าซื้อจักรยานยนต์และรถยนต์ราคาสูง

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

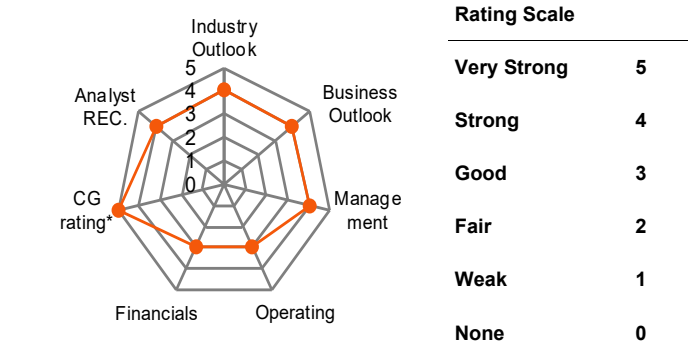
S — Strength

- ผู้นำในธุรกิจเช่าซื้อรถบรรทุก
- มีความเชี่ยวชาญและประสบการณ์ในธุรกิจสูง

O — Opportunity

- เพิ่มผลิตภัณฑ์เช่าซื้ออื่นๆเพื่อสร้างการเติบโต
- ขยายการเติบโตไปยังตลาดเพื่อนบ้าน

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG Awards

W — Weakness

- พึ่งพาเงินทุนจากภายนอก

T — Threat

- เศรษฐกิจที่อ่อนแอ
- การแข่งขันที่มากขึ้นจากธนาคารพาณิชย์

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	1.84	2.30	25%
Net profit 25F (Bt m)	1,003	1,024	2%
Net profit 26F (Bt m)	1,078	1,189	10%
Consensus REC	BUY: 4	HOLD: 2	SELL: 1

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หาก THANI ไม่สามารถเพิ่มคุณภาพสินทรัพย์ได้อย่างที่เราคาด จะทำให้มี downside ต่อประมาณการเรา
- อัตราการจ่ายปันผลที่ต่ำกว่าคาดจะเป็นความเสี่ยงต่อราคาเป้าหมายของเรา

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

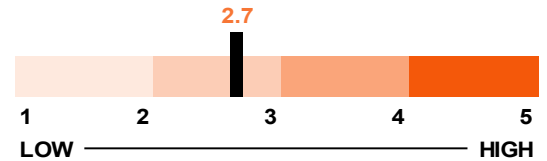
- เราเชื่อว่าการที่ประมาณการกำไรของเราอยู่สูงกว่ำนักวิเคราะห์ส่วนใหญ่ มาจากขาดทุนจากการต่อยค่าของทรัพย์สินที่ถูกยึดคืนลดลง และการฟื้นตัวของ การเติบโตของสินเชื่อที่เร็วกว่า
- ราคาเป้าหมายที่สูงกว่าของเรา น่าจะมาจากการที่เราใช้ประมาณการกำไรสุทธิในเชิงรุกกว่า และอัตราการจ่ายเงินปันผลที่สูงกว่า

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

THANI บริษัทให้เช่าซื้อรถบรรทุกเพื่อการพาณิชย์ชั้นนำ (HP) ด้วยลักษณะธุรกิจเชิงพาณิชย์ THANI มีพนักงานน้อยกว่า 500 คน การดำเนินงานของ THANI ไม่ได้ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม เนื่องจากมีการกำหนดเป้าหมายปรับปรุงประเด็น ESG โดยรวมที่ค่อนข้างชัดเจน เราจึงให้คะแนน ESG ที่ 2.66 สำหรับ THANI

Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
THANI	YES	AA	-	-	42.44	54.07	25.00	-	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	- THANI กำหนดเป้าหมายเพื่อลดผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมในทุกพื้นที่ ทั้งพลังงาน น้ำ ของเสีย และการปล่อยก๊าซเรือนกระจก แผนดังกล่าวจะลดความเสียหายลง 1-3% ในระยะเวลาอันใกล้ และสูงสุด 5% จากปีฐานในระยะยาว - บริษัทฯ จัดงาน "RATCHTHANI TREE DAY IN THE COMPANY" เพื่อสร้างความตระหนักรู้ถึงความสำคัญของการมีพื้นที่สีเขียว (Green Area) ในสำนักงานและชุมชน
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- THANI ได้กำหนดนโยบายสิทธิมนุษยชนนี้ตามบทบัญญัติของกฎหมายและหลักการด้านสิทธิมนุษยชนระหว่างประเทศที่สำคัญ เช่น ปฏิญญาสากลว่าด้วยสิทธิมนุษยชน หลักการชี้แนะของสหประชาชาติว่าด้วยธุรกิจกับสิทธิมนุษยชน เป็นต้น เพื่อใช้เป็นกรอบสำหรับ กรรมการ ผู้บริหาร พนักงานของบริษัท และบริษัทในเครือให้ยึดถือแนวปฏิบัติเดียวกัน - การตรวจสอบและประเมินผลกระทบด้านสิทธิมนุษยชนอยู่ในขั้นตอนการพัฒนาเพื่อให้แน่ใจว่าการดำเนินงานของบริษัท ไม่ก่อให้เกิดการละเมิดสิทธิมนุษยชนตลอดห่วงโซ่อุปทาน - THANI มุ่งมั่นที่จะสร้างโอกาสการจ้างงานที่ยุติธรรมและเท่าเทียมกันตั้งแต่กระบวนการสรรหา การจ้างงาน การจัดสรรค่าตอบแทน การจัดสวัสดิการ การพัฒนาศักยภาพและการประเมินผลการปฏิบัติงาน ไปจนถึงการส่งเสริมความก้าวหน้าของพนักงานตามความรู้ ความสามารถ และผลการปฏิบัติงาน - THANI จัดกิจกรรมทางสังคมเพื่อช่วยเหลือสังคมและเพื่อการกุศล
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- กรรมการคนหนึ่งที่เป็นผู้บริหารของบริษัทฯ ด้วยมี TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ กรรมการ 4 คน จาก 7 คน มาจาก TCAP - มีนโยบายการกำกับดูแลกิจการที่ดี และคู่มือจรรยาบรรณ เป็นไปตามกฎหมาย ระเบียบ ข้อบังคับของหน่วยงานของรัฐ และสอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลงอย่างต่อเนื่องของสภาพแวดล้อมทางธุรกิจ ดังนั้นบริษัทฯ จึงมีการพิจารณาทบทวนอย่างน้อยปีละ 1 ครั้ง - มีแนวทางการจัดทำนโยบายและวิธีปฏิบัติการแจ้งเบาะแส (Whistle Blowing) เพื่อให้แน่ใจว่าได้รับการร้องเรียนและดำเนินการตามกำหนดเวลา - THANI เข้าร่วมเป็นสมาชิกโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านการทุจริต (CAC)

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

*Solid net profit recovery
due to an improvement in
asset quality*

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Interest Income	3,668	3,362	2,941	2,760	2,888
Interest Expenses	1,172	1,210	981	823	824
Net Interest Income	2,496	2,152	1,960	1,937	2,063
% of total income	72.9%	71.3%	68.9%	67.1%	67.0%
Fee income	439	384	365	401	442
% of total income	13%	13%	13%	14%	14%
Other income	491	483	521	548	575
% of total income	14%	16%	18%	19%	19%
Non-interest Income	929	867	886	949	1,016
% of total income	27.1%	28.7%	31.1%	32.9%	33.0%
Total Income	3,426	3,019	2,846	2,886	3,080
Operating Expenses	680	868	564	621	652
Pre-provisioning Profit	2,745	2,151	2,282	2,266	2,428
Bad debt expenses	1,048	1,112	1,003	780	742
Pre-tax Profit	1,698	1,039	1,279	1,486	1,687
Income Tax	354	239	256	297	337
After Tax Profit	1,343	800	1,024	1,189	1,349
Equity Income	0	0	0	0	0
Minority Interest	(0)	(0)	0	0	0
Extraordinary Items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	1,343	800	1,024	1,189	1,349
Normalized Profit	1,343	800	1,024	1,189	1,349
EPS (Bt)	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
Normalized EPS (Bt)	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2

BALANCE SHEET

*Loan volume looks set to
resume its growth path
from 2026F*

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Cash and Interbank	1,432	3,691	501	1,144	1,039
Other current assets	663	862	0	0	0
Total current assets	2,095	4,552	501	1,144	1,039
Gross loans & accr. interest	54,057	47,409	41,720	42,555	44,682
Provisions	1,678	1,742	1,577	1,548	1,529
Net loans	52,383	45,672	40,148	41,011	43,157
Fixed assets	69	61	62	63	63
Right of use - net	23	18	18	18	18
Other assets	690	859	1,007	1,058	1,110
Total assets	55,260	51,163	41,735	43,293	45,388
Short term borrow ing	7,124	7,265	3,632	3,814	4,005
Due to related parties	0	0	0	0	0
Current LT portion	10,022	11,064	9,718	10,204	10,714
Other current liabilities	794	739	832	873	917
Long term borrow ing	24,635	18,730	14,033	14,316	15,032
Total borrowings	31,759	25,995	17,665	18,130	19,037
Other L-T liabilities	0	0	0	0	0
Minority interest	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	12,685	13,364	13,825	14,360	14,967
Total Liab. & Equity	55,260	51,163	42,040	43,567	45,635

Sources: Company data, Thanachart estimates

VALUATION

Undemanding valuation,
in our view

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	8.1	13.9	11.0	9.5	8.4
Normalized PE - at target price (x)	10.3	17.7	14.0	12.1	10.6
PE (x)	8.1	13.9	11.0	9.5	8.4
PE - at target price (x)	10.3	17.7	14.0	12.1	10.6
P/PPP (x)	3.9	5.2	4.9	5.0	4.6
P/PPP - at target price (x)	5.0	6.6	6.3	6.3	5.9
P/BV (x)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
P/BV - at target price (x)	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0
Dividend yield (%)	1.1	3.9	5.0	5.8	6.6
Normalized EPS	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
EPS	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
DPS	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
PPP/Share	0.5	0.3	0.4	0.4	0.4
BV/share	2.1	2.1	2.2	2.3	2.4
P/BV to ROE	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate (%)					
Net interest income (NII)	(3.4)	(13.8)	(8.9)	(1.2)	6.5
Non-interest income (Non-II)	(0.3)	(6.7)	2.2	7.1	7.1
Operating expenses	(0.0)	27.6	(35.0)	10.0	5.0
Pre-provisioning profit (PPP)	(3.2)	(21.7)	6.1	(0.7)	7.2
Net profit	(27.2)	(40.4)	27.9	16.2	13.5
Normalized profit growth	(27.2)	(40.4)	27.9	16.2	13.5
EPS	(27.2)	(42.0)	26.3	16.2	13.5
Normalized EPS	(27.2)	(42.0)	26.3	16.2	13.5
Dividend payout ratio	8.4	54.5	55.0	55.0	55.0
Loan - gross	0.7	(12.3)	(12.0)	2.0	5.0
Loan - net	0.5	(12.8)	(12.1)	2.2	5.2
Borrow ings	2.8	(11.3)	(26.0)	3.5	5.0
NPLs	28.1	(9.1)	(26.6)	(7.4)	0.0
Total assets	2.5	(7.4)	(18.4)	3.7	4.8
Total equity	2.6	5.4	3.4	3.9	4.2
Operating Ratios (%)					
Net interest margin (NIM)	4.6	4.2	4.4	4.6	4.7
Net interest spread	4.0	3.6	3.6	3.6	3.8
Loan yield	6.8	6.6	6.6	6.6	6.6
Borrow ing cost	2.8	3.1	3.1	3.0	2.8
Yield on earnings assets	6.8	6.6	6.6	6.6	6.6
Avg cost of fund	2.8	3.1	3.1	3.0	2.8
NII / operating income	72.9	71.3	68.9	67.1	67.0
Non-II / operating income	27.1	28.7	31.1	32.9	33.0
Normalized net margin	39.2	26.5	36.0	41.2	43.8
Cost-to-income	19.9	28.8	19.8	21.5	21.2
Credit cost - provision exp / loans	1.9	2.2	2.3	1.9	1.7
PPP / total assets	5.0	4.0	4.9	5.3	5.5
PPP / total equity	21.9	16.5	16.8	16.1	16.6
Avg assets/avg equity (leverage)	4.4	4.1	3.4	3.0	3.0
ROA	2.5	1.5	2.2	2.8	3.0
ROE	10.7	6.1	7.5	8.4	9.2

We believe 2024 ROE
marked the bottom

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

Downward trend in NPL ratio

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Liquidity and Quality Ratio (%)					
Gross Loan / Borrow ings	129.6	128.2	152.5	150.3	150.3
Net Loan / Borrow ings	125.6	123.5	146.7	144.8	145.2
Net Loan / Assets	94.8	89.3	96.2	94.7	95.1
Net Loan / Equity	413.0	341.8	290.4	285.6	288.4
S-T / L-T Borrow ings	76.8	99.0	98.0	98.0	98.0
Borrow ings / Liabilities	98.0	97.9	97.0	96.9	96.9
Interest-bearing Debt / Equity	328.9	276.8	197.9	197.2	198.6
Liabilities / Equity	335.6	282.8	204.1	203.4	204.9
Equity to Gross Loan	23.5	28.2	33.1	33.7	33.5
NPLs	1,725.8	1,569.3	1,152.1	1,067.0	1,067.0
NPLs / Total Loans (NPL Ratio)	3.2	3.3	2.8	2.5	2.4
Loan-Loss-Coverage (Provision / NPLs)	97.2	111.0	136.8	145.0	143.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

SETTRADE: You acknowledge that the use of data, information or service displayed and/or contained in this website may require third party's data, content or software which is subject to the terms of third party provider. By accessing and/or using of such certain data, you acknowledge and agree to comply with and be bound by the applicable third party terms specified below.

ESG Scores by Third Party data from www.SETTRADE.com

1. MSCI (CCC- AAA)
2. ESG Book (0-100)
3. Refinitiv (0-100)
4. S&P Global (0-100)
5. Moody's ESG Solutions (0-100)
6. SET ESG Rating (BBB-AAA)

SETESG Index (SETESG)

The SETESG Index reflects the price movement of stock of companies that have sustainable business practices which consider environmental, social and governance (ESG) aspect.

SET Index, SET50 Index, SET100 Index and all indices calculated by the Stock Exchange of Thailand ("SET") (collectively called "SET Index Series") are the registered trademarks/service marks solely owned by, and proprietary to SET. Any unauthorized use of SET Index Series is strictly prohibited. All information provided is for information purposes only and no warranty is made as to its fitness for purpose, satisfactory quality or otherwise. Every effort has been made to ensure that all information given is accurate, but no responsibility or liability (including in negligence) can be accepted by SET for errors or omissions or for any losses arising from the use of this information.

SET ESG Index (SET ESG)

Currently, long-term investment guidelines abroad are beginning to focus on investing in companies that have sustainable business practices. which considers environmental, social and governance factors (Environmental, Social and Governance or ESG) of the company in making investment decisions along with analyzing the company's financial data.

Stock Exchange Has prepared the results of evaluating sustainable stocks which are stocks of listed companies (SETESG Rating) as an alternative for investors who want to invest in stocks of listed companies that are outstanding in ESG, including to support listed companies with operations. sustainable business Taking into account all stakeholders in both social and environmental aspects. There is a management process to create sustainability for the organization, such as risk management. Supply chain management and innovation development. Therefore, the SETESG index was created to be an index that reflects the price movement of a group of securities. of companies with sustainable business operations that meet the required size and liquidity criteria

ESG Book's Disclaimer

Arabesque S-Ray GmbH, also trading as "ESG Book", is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organised under the laws of Germany with registered number HRB 113087 in the commercial register of the local court with its seat and business address at Zeppelinallee 15, 60325 Frankfurt am Main, Germany (hereinafter "ESG Book"). ESG Book, with its UK branch and local subsidiaries, is a provider of sustainability data and advisory services and operates the sustainability data platform ESG Book. ESG Book does not offer any regulated financial services nor products. This document is provided on a confidential basis by ESG Book and is for information purposes only; accordingly, it is not a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in any trading activities nor should it be construed as a recommendation or advice on the merits of investing in any financial product. THIRD PARTY INFORMATION. Certain information contained in this document has been obtained from sources outside ESG Book. While such information is believed to be reliable for the purposes used herein, no representations are made as to the accuracy or completeness thereof and neither ESG Book nor its affiliates take any responsibility for such information. To the extent this document contains any links to third party websites, such links are provided as a convenience and for informational purposes only; they do not constitute an endorsement or an approval by ESG Book of any of the products, services or opinions of the corporations or organization or individual operating such third party websites. ESG Book bears no responsibility for the accuracy, legality or content of the external site or for that of subsequent links. RELIANCE – ESG Book makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein, and accepts no liability for any loss, of whatever kind, howsoever arising, in relation thereto, and nothing contained herein should be relied upon. CONFIDENTIALITY. This document contains highly confidential information regarding ESG Book's strategy and organization. Your acceptance of this document constitutes your agreement to keep confidential all the information contained in this document, as well as any information derived by you from the information contained in this document and not disclose any such information to any other person. This document may not be copied, reproduced, in any way used or disclosed or transmitted, in whole or in part, to any other person.

MSCI ESG Research LLC

"Certain information @2021 MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission"

"Although [User ENTITY NAME's] information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or 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, หินคมฯ, Property Fund, REITs, บันทึ รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ rata.lim@thanachartsec.co.th	ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน รวีสรา 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, วิโทรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล lapinee.dib@thanachartsec.co.th
วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง witchanan.tam@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์ sittichet.run@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA nariporn.kla@thanachartsec.co.th		

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต sunset.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราชญ์ suksawat.lim@thanachartsec.co.th	สุจินตนา สภาพร sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team
18 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th