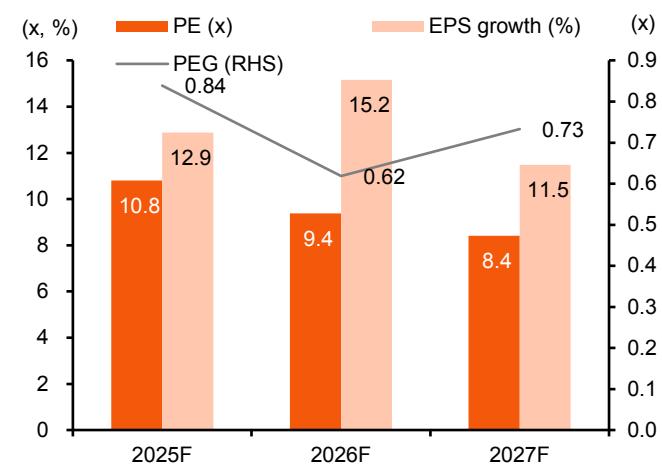
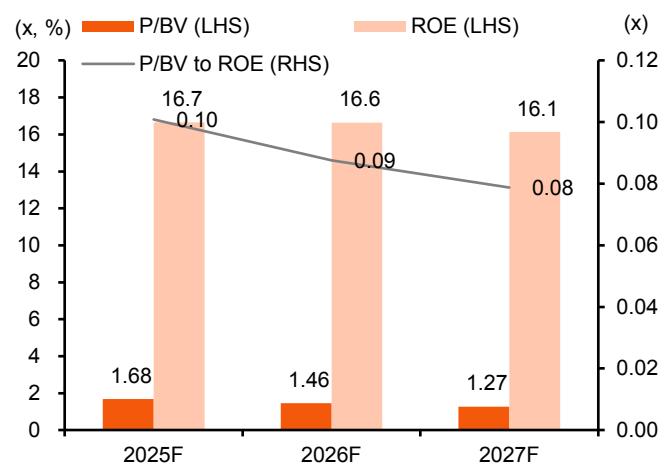
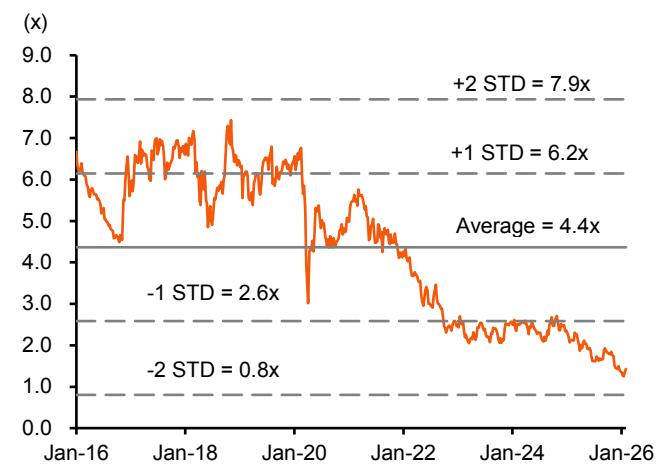


Ex 1: PEG Ratio

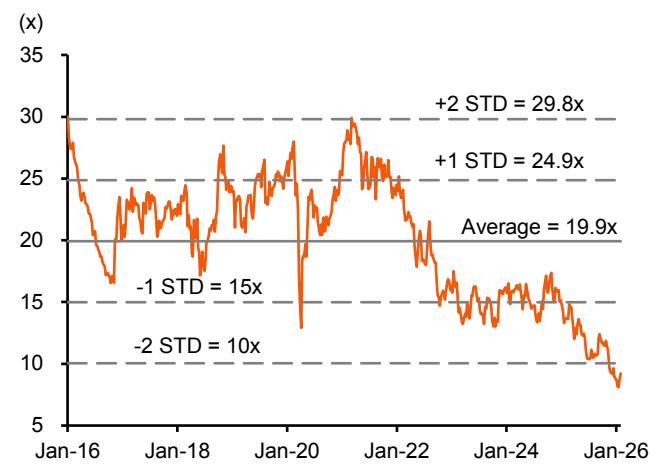
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: P/BV To ROE

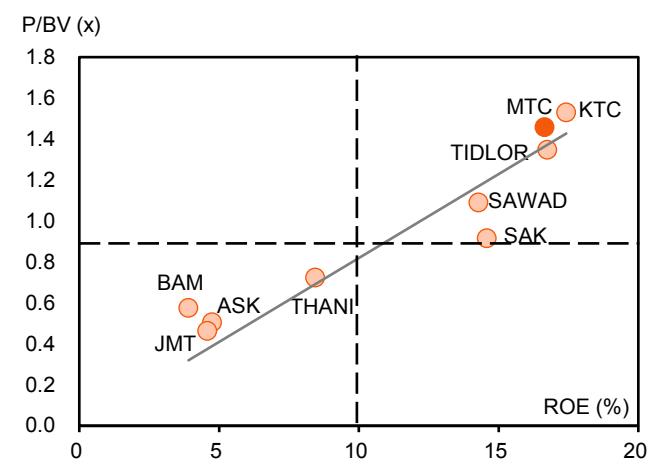
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: P/BV STD

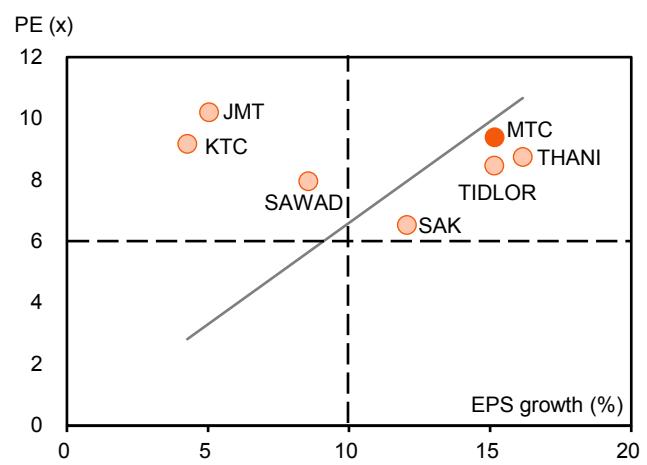
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 4: PE STD

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 5: P/BV Vs. ROE In 2026F

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: PE Vs. EPS Growth In 2026F

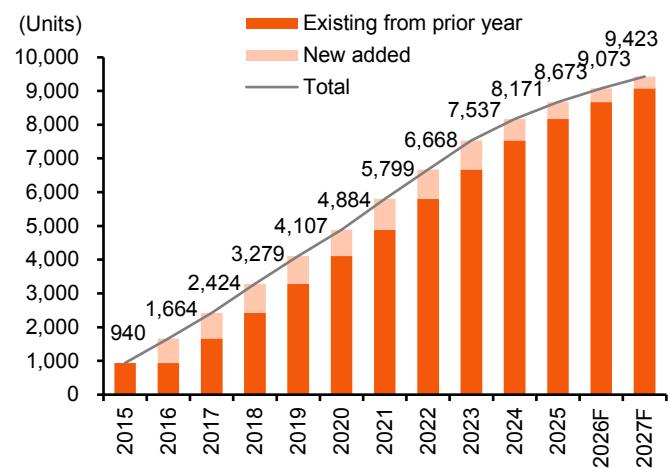
Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: We exclude ASK in this chart due to abnormal growth from a low base

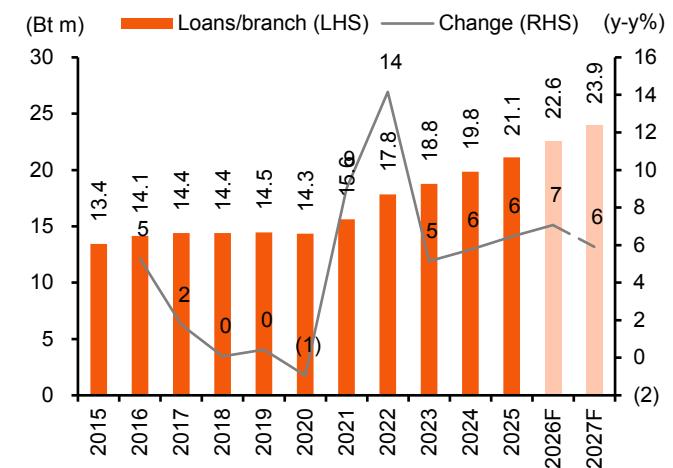
Ex 7: 12-month DDM-based Valuation Using A Base Year Of 2026F

(Bt m)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	Terminal value
Dividend of common shares	1,144	1,275	1,415	1,568	5,791	6,411	7,092	7,842	10,398	11,484	10,398
Dividend payment	1,144	1,275	1,415	1,568	5,791	6,411	7,092	7,842	10,398	11,484	153,716
PV of dividend	1,144	1,075	1,095	1,115	3,780	3,843	3,903	3,963	4,825	4,894	65,499
Risk-free rate (%)	2.5										
Market risk premium (%)	8.0										
Beta	0.8										
WACC (%)	8.9										
Cost of equity	8.9										
Terminal growth (%)	2.0										
Equity value	95,137										
No. of shares (m)	2,120										
Equity value / share (Bt)	45.00										

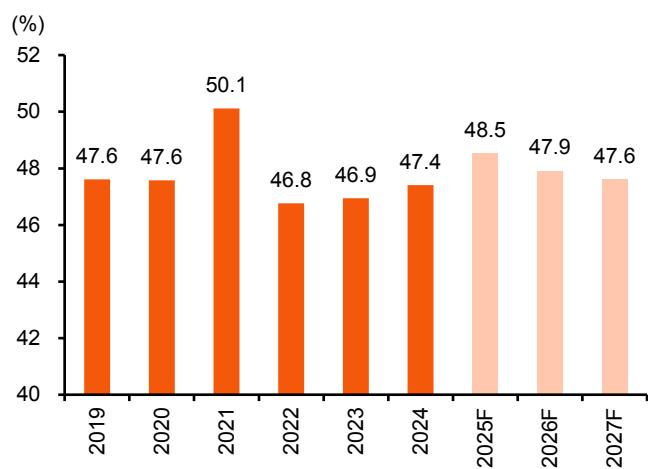
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: Branch Expansion

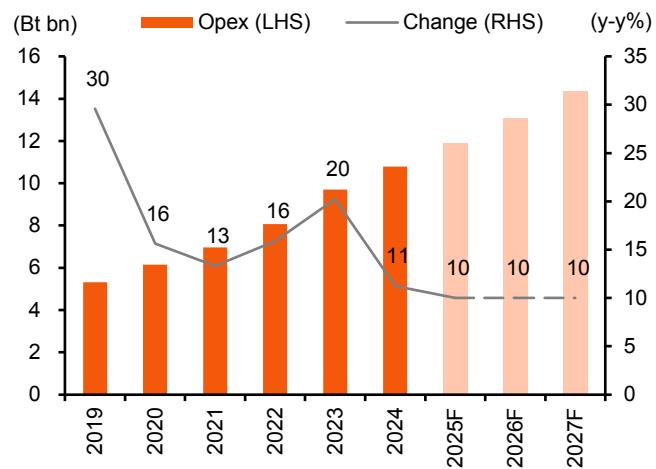
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: Loans Per Branch

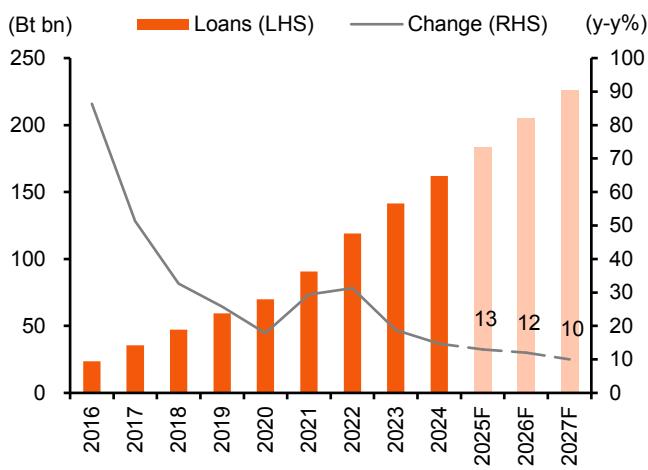
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: Cost-To-Income Ratio

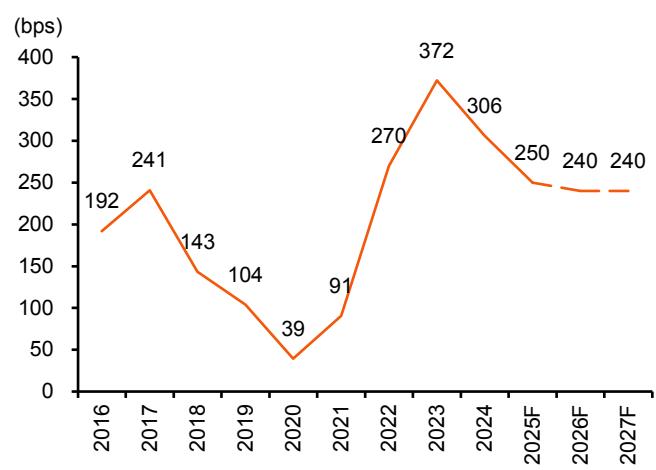
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: Opex Growth

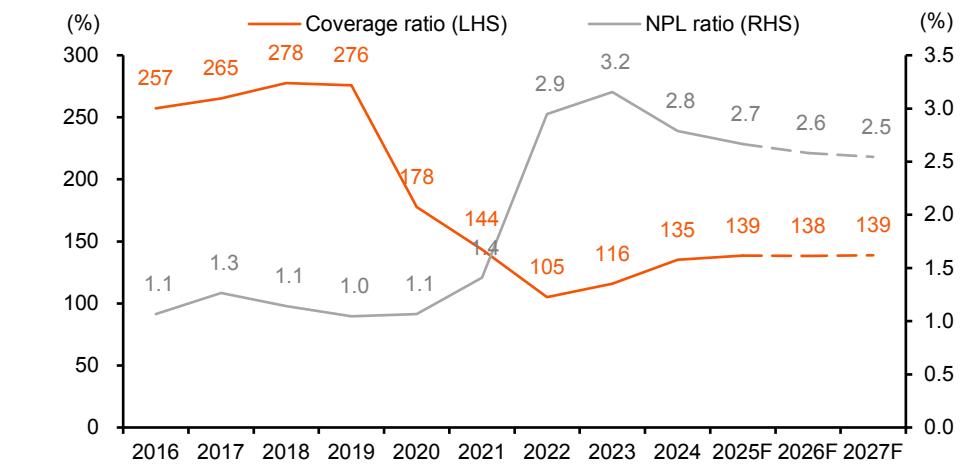
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 12: Loan Growth

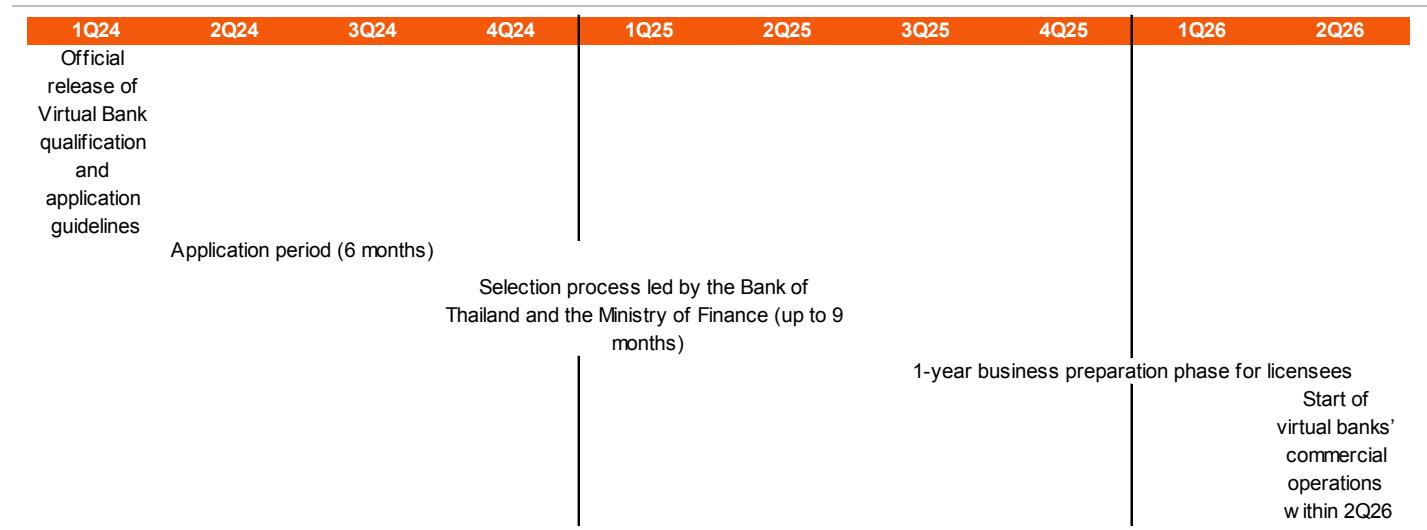
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 13: Credit Costs

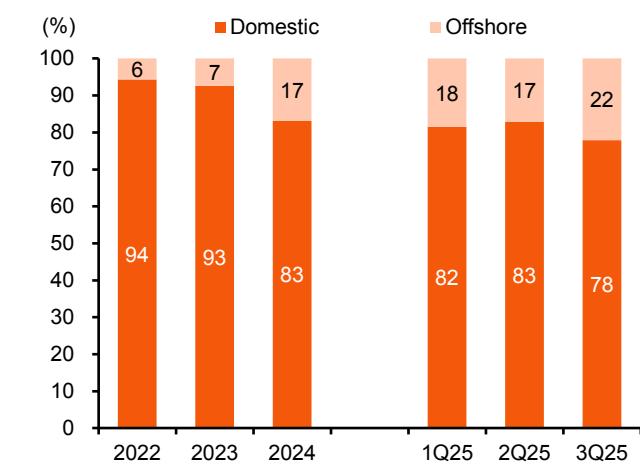
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 14: NPL Ratio And Coverage Ratio

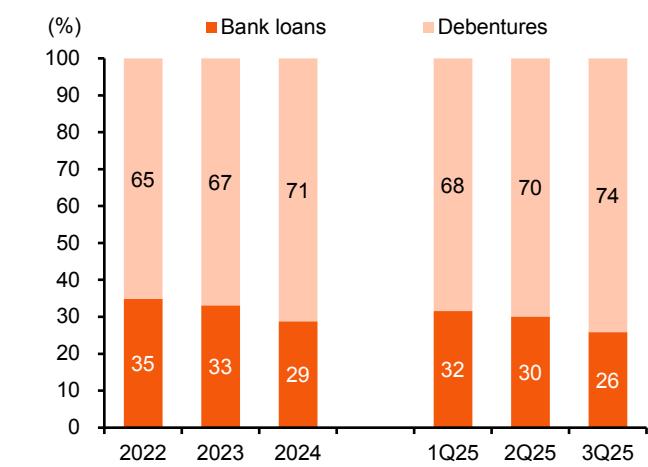
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 15: Tentative Timeline For Virtual Banks

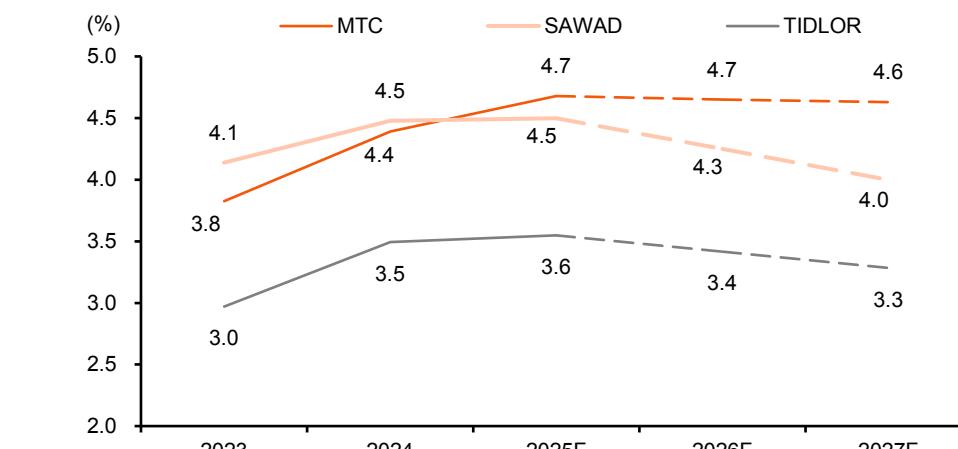
Source: Bank of Thailand

Ex 16: Funding Source Breakdown By Origin

Source: Company data

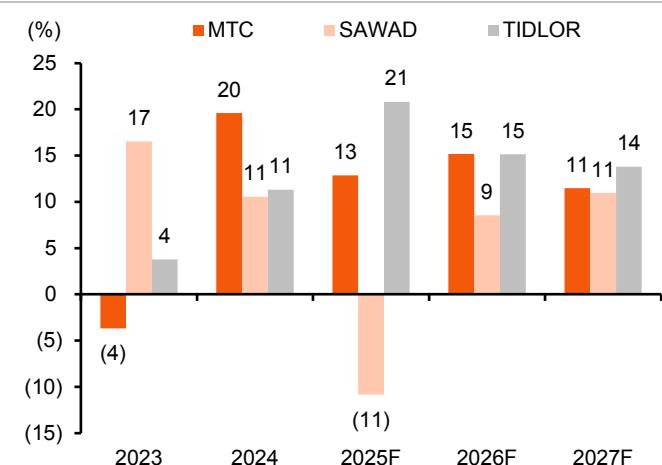
Ex 17: Funding Source Breakdown By Type

Source: Company data

Ex 18: More Sticky Funding Costs Than Peers

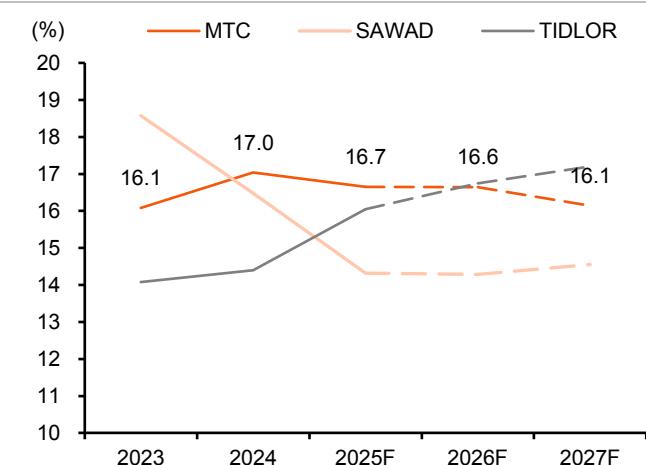
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 19: EPS Growth



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 20: ROE



Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 21: 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	(19.1)	0.5	0.6	0.1	0.1	16.6	12.1	46.0	45.3
Mahindra & Mahindra Fin Secs	MMFS IN	India	20.7	(4.4)	17.2	18.0	2.1	2.0	11.7	12.1	1.9	1.9
Bajaj Finance Ltd	BAF IN	India	(0.3)	21.6	34.8	28.7	6.5	5.1	19.5	19.3	0.4	0.6
Manappuram Finance Ltd	MGFL IN	India	41.7	(33.9)	14.3	21.6	1.9	1.8	14.3	9.3	1.2	1.2
GMO Payment Gateway Inc.	3769 JP	Japan	(9.4)	22.0	34.2	28.0	5.9	5.3	18.7	20.6	1.5	1.9
Infomart Corp.	2492 JP	Japan	154.0	72.4	61.8	35.8	9.0	7.8	15.1	25.0	1.0	1.4
Ally Financial Inc	ALLY US	US	57.1	41.5	11.4	8.1	1.0	0.9	7.7	11.0	2.8	2.9
World Acceptance Corp	WRLD US	US	(15.3)	(44.6)	8.4	15.2	1.4	1.7	17.1	12.3	na	na
Navient Corp	NAVI US	US	na	na	na	10.1	0.5	0.5	(0.2)	4.5	5.3	5.3
SLM Corp	SLM US	US	(6.9)	(16.4)	8.3	9.9	2.5	2.1	31.5	22.3	1.9	2.0
Asia Sermkij Leasing *	ASK TB	Thailand	25.8	(8.0)	9.9	10.8	0.5	0.5	4.8	4.8	4.5	4.6
Bangkok Commercial Asset Mgt.*	BAM TB	Thailand	36.1	(19.3)	11.9	14.8	0.6	0.6	4.9	3.9	6.7	5.4
Chayo Group	CHAYO TB	Thailand	29.0	0.0	4.6	4.6	0.3	0.3	6.7	5.9	0.0	0.0
JMT Network Services *	JMT TB	Thailand	(25.4)	5.0	10.7	10.2	0.5	0.5	4.4	4.6	5.6	5.9
Krungthai Card *	KTC TB	Thailand	4.6	2.1	9.4	9.2	1.6	1.5	18.5	17.4	5.2	5.5
Muangthai Capital *	MTC TB	Thailand	12.9	15.2	10.8	9.4	1.7	1.5	16.7	16.6	1.4	1.6
Saksiam Leasing *	SAK TB	Thailand	10.4	12.0	7.3	6.5	1.0	0.9	14.1	14.6	6.2	6.9
Srisawad Corporation *	SAWAD TB	Thailand	(10.8)	8.6	8.6	8.0	1.2	1.1	14.3	14.3	5.2	5.7
Ratchthani Leasing *	THANI TB	Thailand	26.3	16.2	10.2	8.7	0.8	0.7	7.5	8.4	5.4	6.3
Tidlor Holdings *	TIDLOR TB	Thailand	20.8	15.1	9.7	8.5	1.5	1.3	16.0	16.7	4.1	4.7
Average			20.6	4.5	14.9	13.3	2.0	1.8	13.0	12.8	5.6	5.7

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates using normalized EPS growth

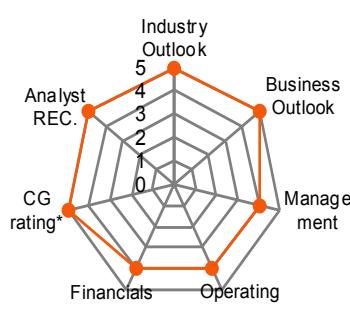
Based on 28 January 2026 closing price

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (MTC) ก่อตั้งในปี 1992 บริษัทเริ่มจากการธุรกิจเช่าซื้อรถจักรยานยนต์ในภาคเหนือของประเทศไทย และได้ขยายเข้าสู่ธุรกิจ micro-financing เพื่อเพิ่มทางเลือกให้กับลูกค้า ต่อมาในปี 1998 MTC กลายเป็นบริษัท micro-finance เดิม ด้วยทำหน้าที่เป็นผู้ปล่อยสินเชื่อเพื่อการพาณิชย์โดยเป็นสินเชื่อประเภทมีรủหรือจัดการยานยนต์เป็นหลักทรัพย์ค้าประกัน บริษัท MTC มุ่งเน้นที่สินเชื่อที่มีจัดการยานยนต์เป็นหลักทรัพย์ค้าประกันเป็นหลัก

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Rating Scale

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

Source: Thanachart; * CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีขนาดใหญ่
- ชื่อเสียงของบริษัทเป็นที่รู้จักอย่างกว้างขวาง
- ความเชี่ยวชาญและประสบการณ์ในการดำเนินธุรกิจ
- มีเครือข่ายสาขาครอบคลุ่ม

O — Opportunity

- ผลิตภัณฑ์กู้ยืมใหม่
- การเปลี่ยนผ่านสู่ระบบดิจิทัล

W — Weakness

- ใช้งานสินเชื่อหมุนเวียน
- ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่ค่อนข้างสูงเนื่องจากขนาดของสินเชื่อที่เล็กกว่า

T — Threat

- หนี้สินครัวเรือนที่สูงและมีผู้กู้ยืมที่เจนจัดมากขึ้น
- ราคาขายต่อกลุ่มคนที่ลดลงอย่างรวดเร็ว
- การเปลี่ยนแปลงกฎหมาย และข้อระเบียบต่างๆ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	48.40	45.00	-7%
Net profit 25F (Bt m)	6,716	6,623	-1%
Net profit 26F (Bt m)	7,712	7,627	-1%
Consensus REC	BUY: 20	HOLD: 4	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรและราคาป้าหมายของเรออยู่ในระดับต่ำกว่าตัวเลข Bloomberg consensus ซึ่งเราเห็นว่าเป็นผลมาจากการที่เราได้ร่วมการเปลี่ยนแปลงกลยุทธ์ด้านแหล่งเงินทุนของบริษัทไว้แล้ว

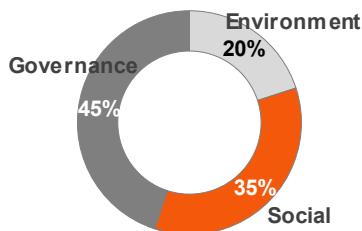
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หาก MTC ไม่สามารถเพิ่มคุณภาพสินทรัพย์อย่างที่เราคาด จะเป็นความเสี่ยงที่สำคัญต่อประมาณการกำไร และค่าแนวโน้ม “ซื้อ” ของเรา
- การเพิ่มขึ้นของอัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ของ MTC และต้นทุนทางการเงิน จะเป็นความเสี่ยงด้านลบต่อการคาดการณ์กำไร และราคาเป้าหมายของเรา

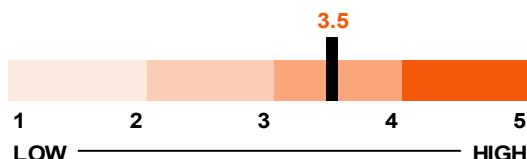
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

ESG Weighting



Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	Thanachart ESG Rating (1.0-5.0)	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	CG Rating (0-5)
MTC	YES	AA	-	3.52	0	49.86	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.

ESG Summary

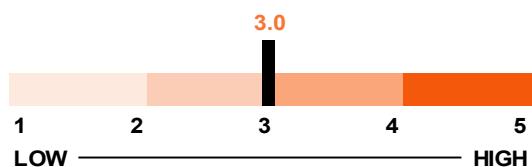


- MTC เป็นบริษัทไม่ครอฟแอนด์ที่ใหญ่ที่สุดในประเทศไทย โดยมีพอร์ตสินเชื่อ 1.78 แสนลบ. ณ 3Q25 บริษัทให้บริการสินเชื่อที่มีหลักประกัน ได้แก่ สินเชื่อจำนำทะเบียนรถจักรยานยนต์ สินเชื่อจำนำทะเบียนรถยนต์ และสินเชื่อจำนำที่ดิน ให้กับบุคคลผู้ที่ไม่สามารถเข้าถึงบริการทางการเงินจากธนาคารและผู้ประกอบการขนาดเล็กทั่วประเทศ
- เราให้คะแนน ESG แก่ MTC ที่ 3.5 ซึ่งถือว่าอยู่ในระดับดีและสูงกว่าค่าเฉลี่ยของภาคอุตสาหกรรมที่ 3.2 โปรดไฟล์ ESG ของบริษัทได้รับการสนับสนุนจากคะแนนที่สูงในด้านสังคม (S) และการกำกับดูแลกิจการ (G) ตามด้วยด้านสิ่งแวดล้อม (E)
- ในมุมมองของเรา MTC ถือเป็นการลงทุนที่มีความน่าเชื่อถือในด้าน ESG เนื่องจากมีโมเดลธุรกิจที่เรียบง่ายและโปร่งใส พัฒนาการให้ความสำคัญอย่างมากกับการบริหารจัดการที่มุ่งเน้นความยั่งยืนของธุรกิจจากการปฏิบัติตามข้อกำหนดพื้นฐาน บริษัทมีศักยภาพดูแลอย่างที่สอดคล้องกับมิติ ESG อย่างดีด้วย รวมถึงการกิจกรรมการขยายการเข้าถึงการเงินไปยังชุมชนที่ไม่ได้รับบริการทางการเงินอย่างเพียงพอ.
- ด้านสังคม (คะแนน 3.7) เป็นจุดเด่นที่แข็งแกร่งที่สุดของ MTC ซึ่งสะท้อนถึงการมีส่วนร่วมของบริษัทในฐานะผู้ให้บริการรายใหญ่ในการขยายการเข้าถึงบริการทางการเงินสู่เศรษฐกิจฐานราก.
- เราให้คะแนนด้านการกำกับดูแล MTC ที่ 3.7 ซึ่งถือว่าดี โดยได้รับการสนับสนุนจากความโปร่งใสในการดำเนินธุรกิจและการกำกับดูแลอย่างมีวินัย MTC มีนโยบายไม่ยอมรับการทุจริตอย่างเด็ดขาด และมีการเฝ้าระวังความเสี่ยงที่เข้มแข็งเพื่อรับประกันความซื่อสัตย์ในการดำเนินงานและการปฏิบัติตามข้อกำหนดทางกฎหมาย.
- เราให้คะแนนด้านสิ่งแวดล้อมแก่ MTC ที่ 3.0 ซึ่งถือว่าดี เทียบกับค่าเฉลี่ยของภาคอุตสาหกรรมที่ 2.6 คะแนนนี้สะท้อนถึงแผนงานลดคาร์บอนที่ชัดเจน การจัดการความเสี่ยงด้านสภาพภูมิอากาศเชิงรุก และโครงการที่เป็นรูปธรรมในด้านสินเชื่อสีเขียว การใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ และการลดปริมาณคาร์บอน

Sector: Financials | Finance & Securities

We assign MTC a decent Environmental (E) score of 3.0, above its peer average of 2.6. Despite structural limitations in the consumer finance sector, MTC differentiates itself through a clear decarbonization roadmap, proactive climate risk management, and resource-efficiency initiatives.

Thanachart Environment (E) Rating



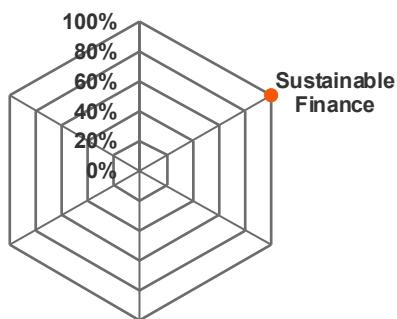
ENVIRONMENT

Our Comments

- Sustainable Finance

- We assign an Environmental (E) score of 3.0 to MTC. While the E pillar in the consumer finance sector typically lags other industries due to the absence of physical products, we believe MTC stands out among peers by actively integrating environmental sustainability into its business strategy. Its recognition of climate change as a material long-term risk is reflected in its efforts to embed environmental considerations into operations, governance, and product development.
- **Decarbonization roadmap:** MTC has set ambitious long-term goals to achieve carbon neutrality by 2030 and net zero greenhouse gas (GHG) emissions by 2050. To realize these targets, MTC has adopted the Science Based Targets initiative (SBTi) and the Task Force on Climate-Related Financial Disclosures (TCFD) standards to analyze financial impacts and disclose information regarding climate risks.
- **Climate strategy and risk management:** MTC actively manages climate-related risks, categorizing them into physical risks (e.g., floods affecting non-performing loans) and transition risks (e.g. carbon taxes). It has identified "emerging risks" such as the potential implementation of carbon taxes and the risk of failing to meet GHG emission targets, which could impact investor confidence. In response, MTC has implemented a sustainability dashboard to monitor resource usage and GHG emissions in real-time.
- **Green products and services:** MTC currently has limited dedicated green products, reflecting its client base, which prioritize short-term liquidity needs. However, the company has begun extending its environmental commitment into its product offerings. This includes the introduction of "solar cell loans", which support household-level access to clean energy, as well as agricultural loans for technology and machinery aimed at improving productivity and promoting more sustainable practices in the agricultural sector.
- **Resource efficiency and carbon reduction:** In 2024, MTC focused on improving resource efficiency to reduce its carbon footprint. Key initiatives included: 1) renewable energy, with a pilot installation of rooftop solar panels at five branch offices; 2) electricity and fuel management, resulting in a 6.51% y-y reduction in electricity consumption intensity and a 5.06% decline in fuel consumption intensity through tighter reimbursement controls and increased EV usage; and 3) waste and paper management, with paperless initiatives such as e-receipts and double-sided printing driving a 4.88% reduction in paper consumption intensity.

SCALE WEIGHTING

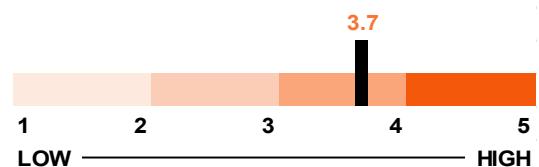


Sources: Thanachart, Company data

Sector: Financials | Finance & Securities

MTC's good Social (S) score of 3.7 reflects its strong commitment to financial inclusion, rigorous customer protection, strong data privacy record, human capital development, and strategic community engagement. These factors strengthen MTC's operational resilience and its status as a leading, socially responsible microfinance institution.

Thanachart Social (S) Rating



SOCIAL

Our Comments

- Human Rights & Community Relations
- Access & Affordability
- Customer Welfare
- Data Security & Customer Privacy
- Product Quality & Safety
- Fair Product Marketing & Labelling
- Operational Risk Management
- Diversity & Inclusion

- We assign a good score of 3.7 to MTC's Social (S) dimension, which is slightly higher than the industry average of 3.65. MTC places strong emphasis on social responsibility, positioning itself as a microfinance leader dedicated to reducing inequality and expanding financial opportunities for grassroots communities.
- **Financial inclusion and social finance:** A significant milestone in 2024 was the issuance of Social Bonds at US\$335m to support disadvantaged groups, farmers, and women entrepreneurs. It also secured investment from the International Finance Corporation (IFC) to support women-owned businesses, promoting gender equality in financial access. In 2024, 53% of business expansion funding was directed toward female entrepreneurs, and 56% of funding supported low-income customer groups.
- **Customer protection and responsible lending:** MTC adheres to the Bank of Thailand's "Responsible Lending" guidelines to address household debt issues. The company utilizes an asset-based assessment approach rather than solely relying on income documents, enabling access for those without formal credit history while ensuring fair interest rates below legal limits. MTC emphasizes financial literacy, educating customers on debt management and loan terms to prevent over-indebtedness. It also maintains strict data privacy standards under the Personal Data Protection Act (PDPA), achieving zero incidents of data leaks in 2024.
- **Human capital and human rights:** The company treats its 15,929 employees fairly, adhering to human rights principles with zero violations reported. MTC invests in employee development through "MTC University" and various training programs, averaging 11.77 training hours per person per year. Safety is prioritized under ISO45001 standards, although there were 74 workplace accidents in 2024.
- **Community development:** MTC actively engages in community support through flagship projects, i.e., New Home for Chance (establishing child development centers to support education), Unite for the Community (donating modified motorcycles to sub-district hospitals to facilitate home care visits), and I-Tech for Teens (providing refurbished computers to underprivileged schools to reduce the digital divide).

SCALE WEIGHTING

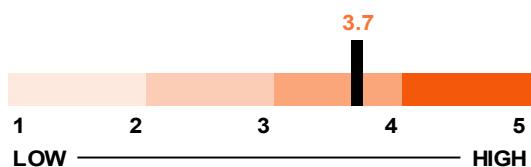


Sources: Thanachart, Company data

Sector: Financials | Finance & Securities

We assign MTC a good Governance (G) score of 3.7, reflecting business transparency and disciplined oversight. Its majority-independent board and zero-tolerance anti-corruption stance underpin high operational integrity and regulatory compliance.

Thanachart Governance (G) Rating

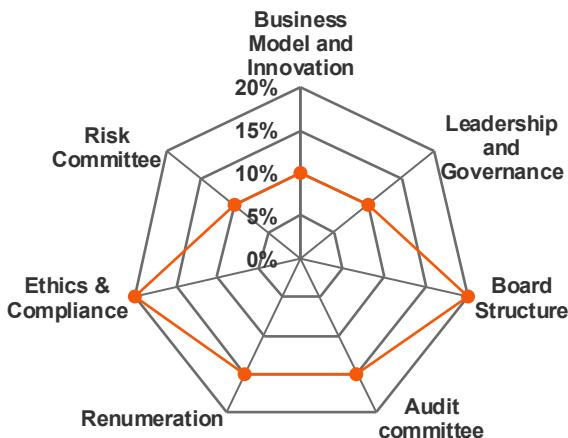


GOVERNANCE & SUSTAINABILITY

Our Comments

- Business Model and Innovation
- Leadership and Governance
- Board Structure
- Audit committee
- Renumeration
- Ethics & Compliance
- Risk Committee

SCALE WEIGHTING



- We also view Governance (G) as a strong pillar in MTC's ESG profile and assign a good and above-industry-average score of 3.7. This score reflects its commitment to operating with transparency and accountability, while maintaining strict adherence to all relevant laws and regulations.
- **Board structure and independence:** The board of directors comprises seven members, including four independent directors, exceeding the regulatory requirement of one-third but still below an ideal ratio of two-thirds. The chairman of the board is an independent director and is a separate individual from the CEO and managing director, ensuring a clear division between oversight and management duties. The board is supported by four sub-committees: audit, nomination and remuneration, risk management, and corporate governance and sustainability, all chaired by independent directors.
- **Business ethics and anti-corruption:** MTC has a zero-tolerance policy towards corruption and is a certified member of the Thai Private Sector Collective Action Against Corruption (CAC). The company enforces a strict code of conduct and anti-corruption policy, which all directors, executives, and employees must acknowledge and sign. MTC provides multiple whistleblowing channels for stakeholders to report misconduct, ensuring confidentiality and protection for complainants.
- **Risk management and internal control:** The company employs a comprehensive enterprise risk management (ERM) framework covering strategic, financial, operational, and emerging risks (e.g., cyber threats, carbon tax). Risk management is overseen by the risk management committee and implemented through a "Three Lines of Defense" model involving operational units, the compliance department, and an independent internal audit department.
- **Transparency and shareholder rights:** MTC is committed to the equitable treatment of shareholders. The company facilitates shareholder participation in AGMs using technology for registration and voting (e-AGM) and provides materials in both Thai and English. The company discloses extensive information regarding financial performance, shareholdings of directors, and related party transactions to prevent conflicts of interest. Investor relations activities are conducted regularly to communicate with analysts and investors, ensuring accurate and timely information disclosure.

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT					
FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
A new earnings growth cycle with 15/12% EPS growth in 2026-27F					
Interest Income	23,500	26,956	30,031	33,388	36,826
Interest Expenses	3,857	5,142	6,165	6,784	7,367
Net Interest Income	19,644	21,814	23,866	26,604	29,459
% of total income	95.0%	95.8%	97.6%	97.6%	97.7%
Fee income	921	781	406	426	448
% of total income	4.5%	3.4%	1.7%	1.6%	1.5%
Other income	105	165	190	219	251
% of total income	0.5%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
Non-interest Income	1,026	946	596	645	699
% of total income	5.0%	4.2%	2.4%	2.4%	2.3%
Total Income	20,669	22,760	24,462	27,249	30,158
Operating Expenses	9,702	10,790	11,869	13,056	14,362
Pre-provisioning Profit	10,967	11,970	12,593	14,193	15,797
Bad debt expenses	4,841	4,642	4,315	4,659	5,169
Pre-tax Profit	6,126	7,328	8,278	9,534	10,628
Income Tax	1,220	1,461	1,656	1,907	2,126
After Tax Profit	4,906	5,867	6,623	7,627	8,503
Equity Income	0	0	0	0	0
Minority Interest	0	0	0	0	0
Extraordinary Items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	4,906	5,867	6,623	7,627	8,503
Normalized Profit	4,906	5,867	6,623	7,627	8,503
EPS (Bt)	2.3	2.8	3.1	3.6	4.0
Normalized EPS (Bt)	2.3	2.8	3.1	3.6	4.0
BALANCE SHEET					
FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Healthy loan growth of 12/10% in 2026-27F					
Cash and ST investments	2,822	3,126	3,127	1,773	2,164
Other current assets	731	529	0	0	0
Total current assets	3,553	3,655	3,127	1,773	2,164
Gross loans & accr. interest	141,349	162,059	183,127	205,102	225,613
Provisions	5,169	6,112	6,764	7,321	7,977
Net loans	138,149	158,130	178,927	200,653	220,794
Fixed assets	2,150	2,173	2,195	2,217	2,239
Other assets	6,304	6,887	7,518	7,626	7,739
Total assets	150,156	170,846	191,767	212,268	232,935
Short term borrowing	46,699	54,776	60,408	63,429	66,600
A/P & notes payables	1,678	2,112	0	0	0
Other current liabilities	2,212	2,500	1,220	1,281	1,345
Long term borrowing	63,165	69,547	78,728	89,223	98,964
Total borrowings	109,864	124,323	139,136	152,652	165,564
Other L-T liabilities	3,992	4,351	8,828	9,269	9,733
Minority interest	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	31,917	36,953	42,583	49,066	56,293
Total Liab. & Equity	150,156	170,846	191,767	212,268	232,935

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Undemanding valuation
in our view, trading at
0.6x PEG**

VALUATION		2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
FY ending Dec						
Normalized PE (x)	14.6	12.2	10.8	9.4	8.4	
Normalized PE - at target price (x)	19.4	16.3	14.4	12.5	11.2	
PE (x)	14.6	12.2	10.8	9.4	8.4	
PE - at target price (x)	19.4	16.3	14.4	12.5	11.2	
P/PPP (x)	6.5	6.0	5.7	5.0	4.5	
P/PPP - at target price (x)	8.7	8.0	7.6	6.7	6.0	
P/BV (x)	2.2	1.9	1.7	1.5	1.3	
P/BV - at target price (x)	3.0	2.6	2.2	1.9	1.7	
Dividend yield (%)	0.6	0.7	1.4	1.6	1.8	
Normalized EPS (Bt)	2.3	2.8	3.1	3.6	4.0	
EPS (Bt)	2.3	2.8	3.1	3.6	4.0	
DPS (Bt)	0.2	0.3	0.5	0.5	0.6	
PPP/Share (Bt)	5.2	5.6	5.9	6.7	7.5	
BV/share (Bt)	15.1	17.4	20.1	23.1	26.6	
P/BV to ROE (x)	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)	19.9	11.1	9.4	11.5	10.7	
Non-interest income (Non-II)	18.0	(7.8)	(37.0)	8.2	8.4	
Operating expenses	20.2	11.2	10.0	10.0	10.0	
Pre-provisioning profit (PPP)	19.4	9.1	5.2	12.7	11.3	
Net profit	(3.7)	19.6	12.9	15.2	11.5	
Normalized profit growth	(3.7)	19.6	12.9	15.2	11.5	
EPS	(3.7)	19.6	12.9	15.2	11.5	
Normalized EPS	(3.7)	19.6	12.9	15.2	11.5	
Dividend payout ratio	9.1	9.0	15.0	15.0	15.0	
Loan - gross	18.8	14.7	13.0	12.0	10.0	
Loan - net	18.1	14.5	13.2	12.1	10.0	
Borrowings	19.8	13.2	11.9	9.7	8.5	
NPLs	27.2	1.3	8.1	8.4	8.5	
Total assets	17.2	13.8	12.2	10.7	9.7	
Total equity	9.7	15.8	15.2	15.2	14.7	
Operating Ratios (%)						
Net interest margin (NIM)	15.1	14.4	13.8	13.7	13.7	
Net interest spread	14.2	13.4	12.7	12.6	12.5	
Yield on earnings assets	18.1	17.8	17.4	17.2	17.1	
Avg cost of fund	3.8	4.4	4.7	4.7	4.6	
NII / operating income	95.0	95.8	97.6	97.6	97.7	
Non-II / operating income	5.0	4.2	2.4	2.4	2.3	
Fee Income / Opt Income	4.5	3.4	1.7	1.6	1.5	
Norm Net Margin	23.7	25.8	27.1	28.0	28.2	
Cost-to-income	46.9	47.4	48.5	47.9	47.6	
Credit cost - provision exp / loans	3.7	3.1	2.5	2.4	2.4	
PPP / total assets	7.9	7.5	6.9	7.0	7.1	
PPP / total equity	36.0	34.8	31.7	31.0	30.0	
Avg assets/avg equity (leverage)	4.6	4.7	4.6	4.4	4.2	
ROA	3.5	3.7	3.7	3.8	3.8	
ROE	16.1	17.0	16.7	16.6	16.1	

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS		2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
	FY ending Dec					
Liquidity and Quality Ratio (%)						
<i>Stable asset quality</i>	Gross Loan / Borrow ings	128.7	130.4	131.6	134.4	136.3
	Net Loan / Borrow ings	125.7	127.2	128.6	131.4	133.4
	Net Loan / Assets	92.0	92.6	93.3	94.5	94.8
	Net Loan / Equity	432.8	427.9	420.2	408.9	392.2
	S-T / L-T Borrow ings	42.5	44.1	43.4	41.6	40.2
	Borrow ings / Liabilities	92.9	92.9	93.3	93.5	93.7
	Interest-bearing Debt / Equity	344.2	336.4	326.7	311.1	294.1
	Liabilities / Equity	370.5	362.3	350.3	332.6	313.8
	Equity/ Gross loans	22.6	22.8	23.3	23.9	25.0
	NPLs	4,461.2	4,517.4	4,883.6	5,293.8	5,745.1
	NPLs / Total Loans (NPL Ratio)	3.2	2.8	2.7	2.6	2.5
	Loan-Loss-Coverage (Provision / NPLs)	115.9	135.3	138.5	138.3	138.9

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. 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 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 disseminated 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.

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

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

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาตเป็นธนาคารพัฒน์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าหนาเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุน และใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาซึ่งทำให้เกิดข้อห้ามหรือข้อจำกัดใดๆ ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ 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.

“บทวิเคราะห์นี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) (“บล.ธนชาต”) โดยใช้ข้อมูลจาก แนวโน้มธุรกิจ, ประมาณการทางการเงิน, Bloomberg และแหล่งอื่นๆ บริษัทฯ ได้เป็นผู้ออกตราสารแสดงถิ่นในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (DRs) จึงไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์”

คำเตือน: DRs มีความเสี่ยงจาก อัตราแลกเปลี่ยน และ หลักทรัพย์อ้างอิงในต่างประเทศ ซึ่งอาจทำให้มูลค่าลดลงได้ ผู้ลงทุนต้องศึกษาความเสี่ยงด้วยตนเอง ก่อนตัดสินใจลงทุน

นักวิเคราะห์ของบล. ธนชาต จำกัด (มหาชน) ได้เขียนทะเบียนโดย ก.ล.ต. และขอรับรองว่าความเห็นในบทวิเคราะห์นี้เป็น ความเห็นที่เป็นอิสระ มีเหตุผลรองรับ และนักวิเคราะห์ไม่มีส่วนได้เสีย ในหลักทรัพย์ที่นำเสนอ ณ วันที่จัดทำ

“This analysis was prepared by Thanachart Securities Public Company Limited (“TNS”) using data from business trends, financial forecasts, Bloomberg, and other sources. The Company is not an issuer of rights in foreign securities (DRs), so there is no conflict of interest.”

WARNING: DRs involve risks from foreign exchange rates and underlying securities, which may result in devaluation. Investors must study the risks themselves before making any investment decision.

Thanachart analyst registered with the SEC and certifies that the views in this analysis are as follows: Independent opinions are justified and analysts have no interest in the offered securities as of the date of issuance.

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: ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้นร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ:* “บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดทำหน้าที่ “หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) (CPF) ครั้งที่ 1/2569 ชุดที่ 1-3” ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy

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

กลยุทธ์การลงทุน

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

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรవัลลี หวังมิ่งมาศ
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

สารสนับสนุน, สื่อสาร

ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เดินเรือ

พัทธดนีย์ บุนนาค
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย์

พรพรรณรายณ์ ติยะพิทยารัตน์
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ധุรกิจ, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเทิง

รดา ลิมสุทธิวันภูมิ
rata.liim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

ร่วิสรา สุวรรณอําໄพ
rawisara.suw@thanachartsec.co.th

ชนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนา Narayach
saksid.pha@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงเรียน

ศิริพร อรุโณทัย
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

พลังงาน, ปิโตรเคมี

บุพพารณ์ พลพรประเสริฐ
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

หักวิเคราะห์, แปล

ลาภินี ทิพย์มณฑล
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชันนันท์ ธรรมบำรุง
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เกลิงศักดิ์ คุณจริญไพบูล
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัศมีพัฒน์
sitticheet.run@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

นลิกรณ์ คลังเปรมวิตร์, CISA
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มนต์รุจิร์ พেชรแสงสกุล

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกณฑ์รัตน์ จิตกุศล

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วรรทธิพย์ รุ่งประดับวงศ์

varathip.run@thanachartsec.co.th

สุเนตร รักษาวด

sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมวางช์ปราณี

suksawat.liim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สถาพร

sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Plc.

Research Team

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