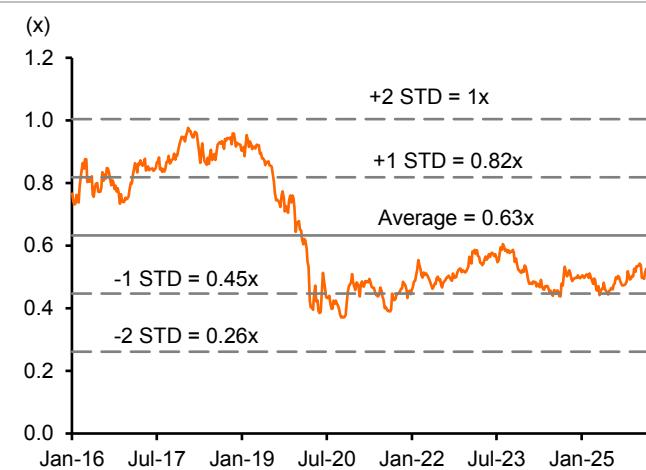
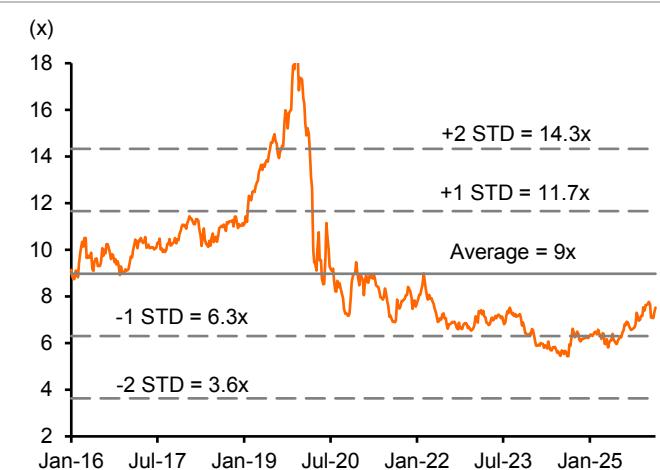




**Ex 1: BBL's P/BV STD**

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

**Ex 2: BBL's PE STD**

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

**Ex 3: 12-month DDM-based TP Calculation Using A Base Year Of 2026F**

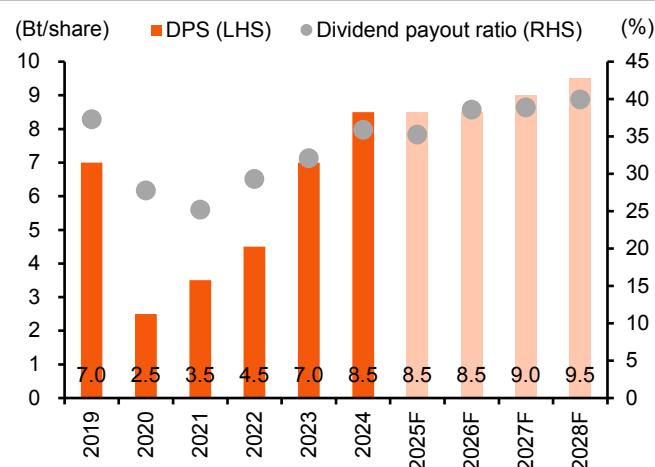
(Bt m)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	Terminal Value
Dividend of common shares	16,226	16,704	17,658	18,135	19,090	20,044	20,044	25,771	32,453	34,361	34,361
Dividend payment	16,226	16,704	17,658	18,135	19,090	20,044	20,044	25,771	32,453	34,361	453,764
PV of dividend	16,226	13,874	13,364	12,509	12,000	11,483	10,463	12,260	14,071	13,578	179,305
Risk-free rate (%)	2.5										
Market risk premium (%)	8.0										
Beta	0.9										
WACC (%)	9.7										
Cost of equity	9.7										
Terminal growth (%)	2.0										
Equity value	309,133										
No. of shares	1,909										
<b>Equity value / share</b>	<b>162.00</b>										

Sources: Company data, Thanachart estimates

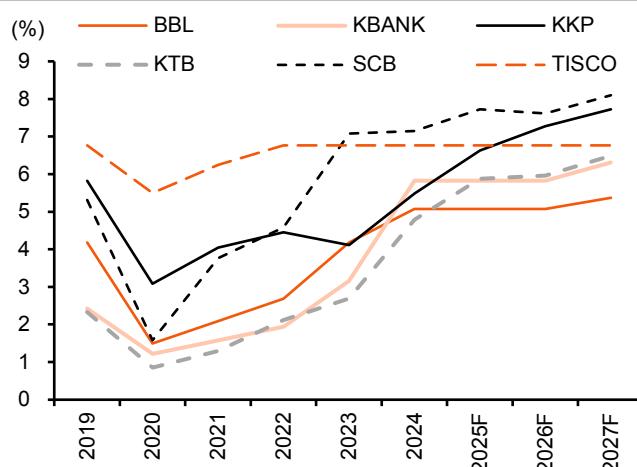
**Ex 4: Earnings Revisions And Assumption Changes**

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>Normalized profit (Bt bn)</b>					
- New	45.21	46.01	42.05	44.15	45.37
- Old			46.67	48.20	48.45
- Change (%)			(9.89)	(8.39)	(6.35)
<b>Normalized EPS (Bt/share)</b>					
- New	23.68	24.10	22.03	23.13	23.77
- Old			24.45	25.25	25.38
- Change (%)			(9.89)	(8.39)	(6.35)
<b>Loan growth (%)</b>					
- New	0.80	(3.16)	1.50	1.50	1.00
- Old			1.50	1.50	1.00
- Change (ppt)			0.00	0.00	0.00
<b>NIM (%)</b>					
- New	2.99	2.71	2.49	2.56	2.58
- Old			2.59	2.66	2.67
- Change (ppt)			(0.10)	(0.10)	(0.09)
<b>Non-NII (Bt bn)</b>					
- New	41.71	54.69	44.47	43.38	45.35
- Old			46.01	44.44	46.45
- Change (%)			(3.35)	(2.39)	(2.37)
<b>Cost-to-income ratio (%)</b>					
- New	48.07	48.43	50.19	49.56	49.27
- Old			48.41	48.04	47.75
- Change (ppt)			1.79	1.52	1.53
<b>Credit costs (%)</b>					
- New	1.30	1.36	1.05	1.05	1.05
- Old			1.05	1.05	1.10
- Change (ppt)			0.00	0.00	(0.05)

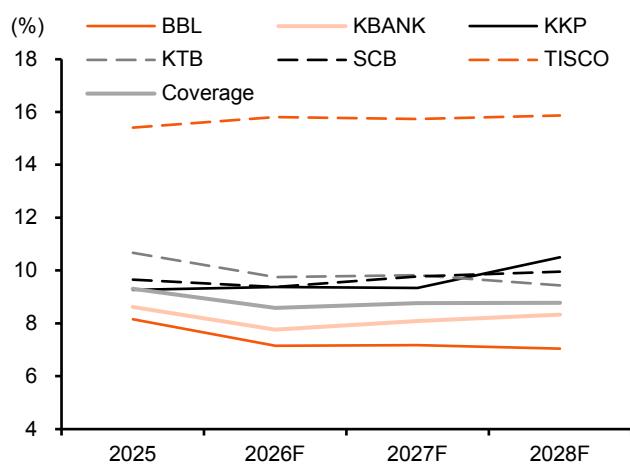
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 5: Conservative DPS And Dividend Payout Ratio**

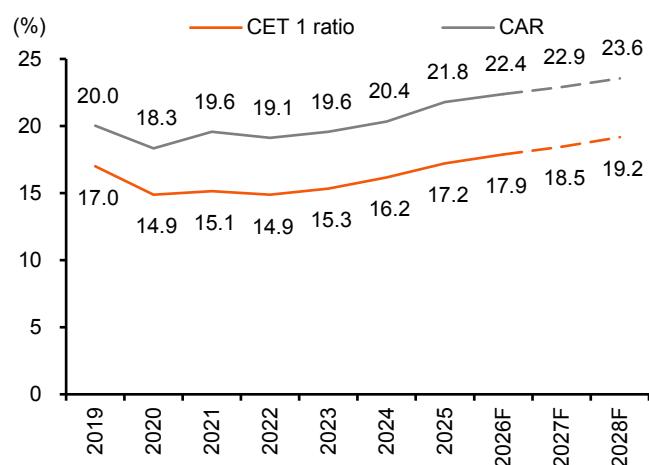
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 6: Lower Dividend Yield Vs. Peers**

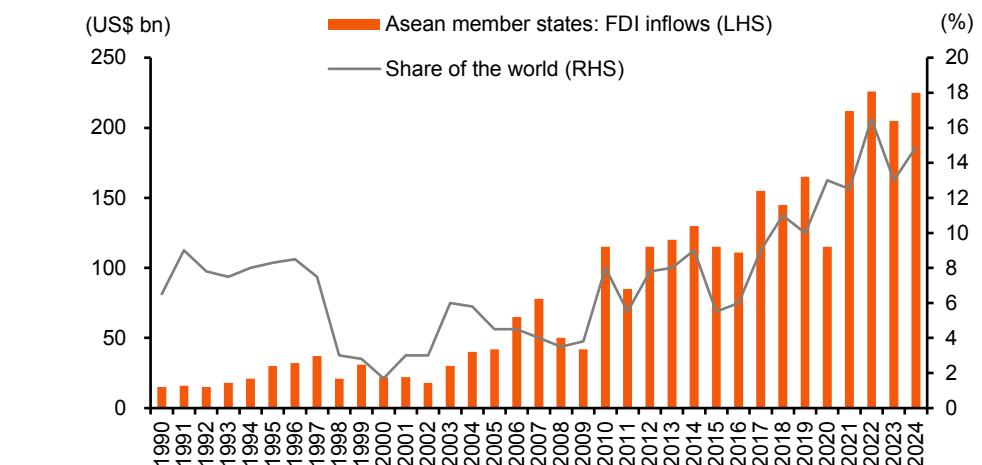
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 7: ROE Lags Peers**

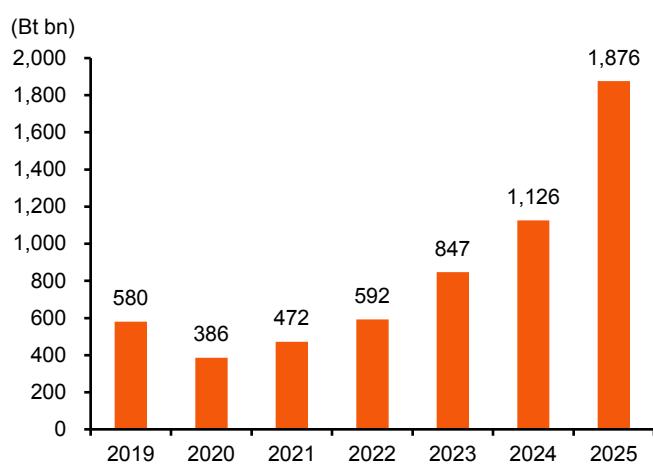
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 8: CET1 Higher Than 2019's Level**

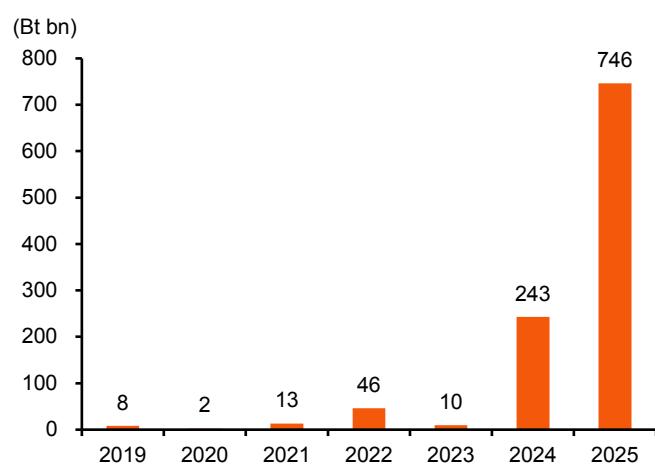
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 9: ASEAN: A Strategic And Attractive Destination**

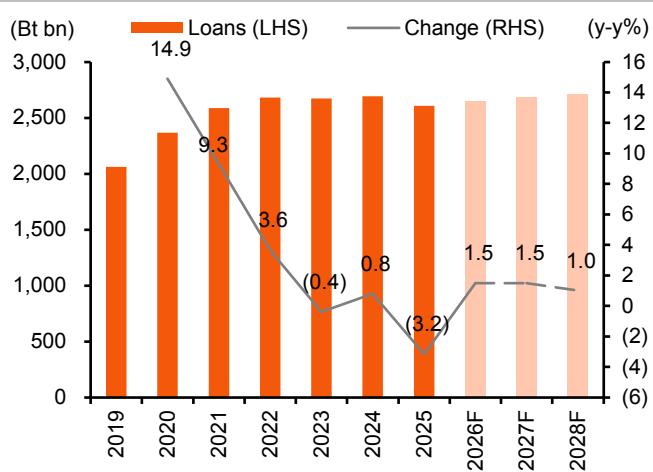
Sources: Company data, UN Trade and Development (UNTCAD)

**Ex 10: Total BOI Application Value**

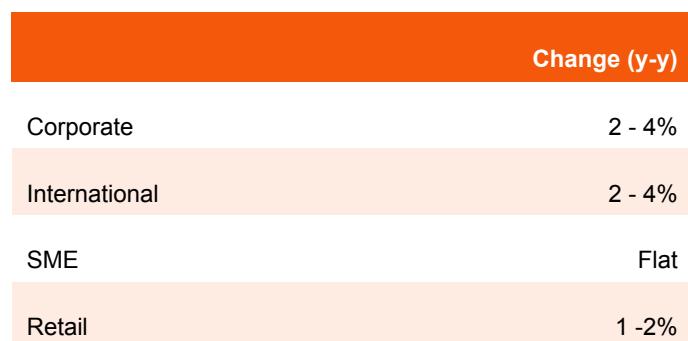
Source: Board of Investment

**Ex 11: BOI Application Value In Digital Technology Sector**

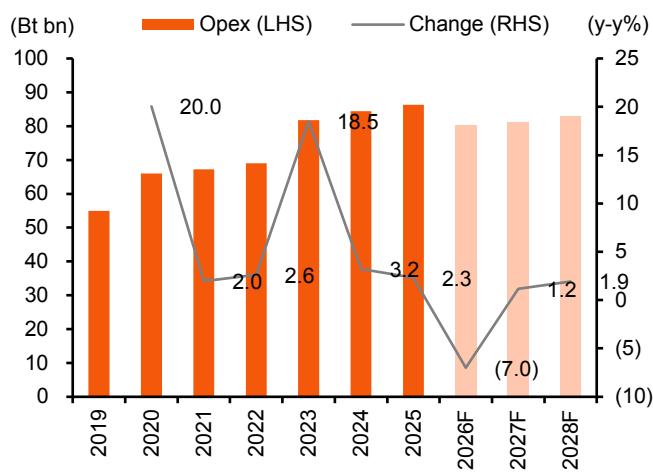
Source: Board of Investment

**Ex 12: BBL's Loan Growth**

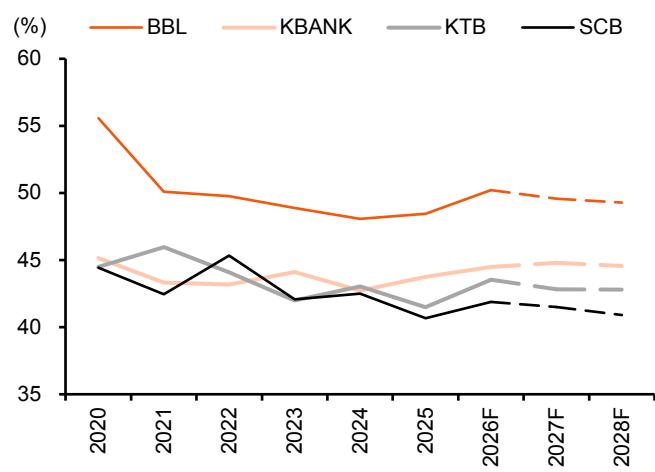
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 13: 2026 BBL's Loan Growth Target**

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 14: BBL's Opex Growth**

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 15: BBL's Cost-To-Income Ratio Vs. Big Banks**

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Valuation Comparison

**Ex 16: Valuation Comparison With Regional Peers**

Name	BBG Code	Market	EPS growth		— PE —		— P/BV —		— ROE —		— Div. Yield —	
			26F (%)	27F (%)	26F (x)	27F (x)	26F (x)	27F (x)	26F (%)	27F (%)	26F (%)	27F (%)
BOC Hong Kong Holdings	2388 HK	Hong Kong	7.1	9.4	11.2	10.2	1.2	1.2	11.2	11.5	5.0	5.5
Bank of East Asia	23 HK	Hong Kong	35.3	13.6	8.5	7.4	0.4	0.4	4.5	5.0	5.4	6.2
China Citic Bank Corp	998 HK	Hong Kong	1.9	4.7	5.9	5.6	0.5	0.5	8.9	8.8	5.0	5.2
Hang Seng Bank	11 HK	Hong Kong	(11.4)	7.9	18.0	16.7	1.7	1.7	9.6	10.2	4.6	4.9
Industrial & Commercial Bk	1398 HK	Hong Kong	2.4	2.1	6.4	6.2	0.5	0.5	8.9	8.5	4.9	5.1
Axis Bank	AXSB IN	India	(10.2)	28.5	16.7	13.0	2.0	1.7	11.7	13.5	2.7	2.8
ICICI Bank	ICICIBC IN	India	3.5	10.9	18.8	16.9	2.8	2.4	na	na	0.8	1.0
State Bank of India	SBIN IN	India	6.6	8.4	13.1	12.1	2.0	1.8	16.5	15.2	1.4	1.5
Bank Central Asia	BBCA IJ	Indonesia	7.3	8.7	14.4	13.2	2.9	2.7	21.0	21.1	4.7	5.0
Bank Mandiri	BMRI IJ	Indonesia	0.3	8.4	8.4	7.7	1.5	1.4	18.5	18.7	7.8	8.1
Bank Rakyat	BBRI IJ	Indonesia	0.6	9.3	9.4	8.6	1.7	1.6	18.3	19.3	9.0	9.6
Bank Negara	BBNI IJ	Indonesia	8.7	10.2	7.7	7.0	0.9	0.9	12.5	12.9	8.0	8.7
CIMB Group Holdings	CIMB MK	Malaysia	6.8	6.3	10.9	10.2	1.2	1.1	11.2	11.4	5.8	6.2
Hong Leong Bank	HLBK MK	Malaysia	4.3	6.5	11.0	10.3	1.2	1.1	11.1	11.2	4.1	4.4
Malayan Banking	MAY MK	Malaysia	7.8	5.7	13.3	12.5	1.5	1.4	11.1	11.4	5.5	5.7
Public Bank	PBKF MK	Malaysia	5.9	5.6	na	na	na	na	12.2	12.2	na	na
Industrial Bank of Korea	024110 KS	S Korea	1.9	5.2	7.6	7.2	0.6	0.6	7.9	7.8	4.5	4.7
DBS Group Holdings	DBS SP	Singapore	3.4	6.7	14.3	13.4	2.3	2.2	16.2	16.7	5.7	6.1
Oversea-Chinese Banking	OCBC SP	Singapore	0.2	4.9	12.6	12.0	1.5	1.4	12.1	12.1	4.7	4.7
United Overseas Bank	UOB SP	Singapore	(3.3)	7.3	11.2	10.4	1.2	1.2	11.4	11.6	4.6	4.9
Bangkok Bank	BBL TB*	Thailand	(8.6)	5.0	7.6	7.2	0.5	0.5	7.2	7.2	5.1	5.4
KASIKORN BANK	KBANK TB*	Thailand	(7.4)	7.8	10.6	9.9	0.8	0.8	7.8	8.1	5.8	6.3
Kiatnakin Phatra Bank	KKP TB*	Thailand	3.6	5.5	10.0	9.5	0.9	0.9	9.3	9.3	7.0	7.4
Krung Thai Bank	KTB TB*	Thailand	(4.3)	5.8	9.8	9.2	0.9	0.9	9.7	9.8	5.9	6.5
SCB X	SCB TB*	Thailand	(1.5)	6.4	10.5	9.9	1.0	0.9	9.3	9.6	7.6	8.1
Tisco Financial Group	TISCO TB*	Thailand	3.9	1.5	13.2	13.1	2.1	2.0	15.7	15.6	6.8	6.8
<b>Average</b>			<b>2.5</b>	<b>7.8</b>	<b>11.2</b>	<b>10.4</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>	<b>11.7</b>	<b>11.9</b>	<b>5.3</b>	<b>5.6</b>

Source: Bloomberg

Note: \* Thanachart estimates , using Thanachart normalized EPS

Based on 17 February 2026 closing prices

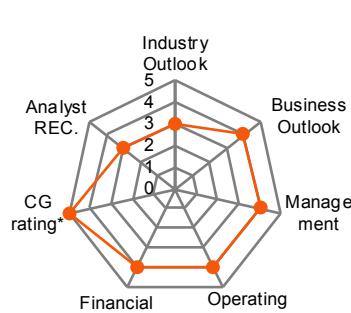
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในการรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

ธนาคารกรุงเทพ จำกัด (มหาชน) ให้บริการด้านการธนาคารและการเงินที่หลากหลาย รวมทั้ง บริการสินเชื่อธุรกิจการค้า บริการสินเชื่อปัจจุบัน บริการบัตรเครดิต บริการสินเชื่อเพื่อท่องยานพาณิชย์ บริการธุรกิจการค้าต่างประเทศ วานิชธนกิจ และบริการทางด้านหลักทรัพย์

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

- มีเครือข่ายธนาคารที่กว้างขวาง และมีฐานลูกค้าขนาดใหญ่
- มีความสัมพันธ์อันดีกับองค์กรขนาดใหญ่
- มีฐานะทางการเงินที่แข็งแกร่ง

## O — Opportunity

- ธุรกิจต่างประเทศแข็งแกร่งขึ้น และขยายตัวไปยังประเทศต่างๆ มากขึ้น
- โอกาสที่จะมีธุรกรรมทาง cross-selling มากขึ้น

## W — Weakness

- ขนาดของธุรกิจที่มีขนาดใหญ่ทำให้ยากสำหรับธนาคารที่จะปรับตัวต่อการเปลี่ยนแปลงของอุตสาหกรรม
- การดำเนินงานที่ค่อนข้างอนุรักษ์นิยมของธนาคาร เป็นปัจจัยขัดขวางไม่ให้ธนาคารดำเนินงานได้อย่างเต็มศักยภาพที่มี

## T — Threat

- การถดถอยของเศรษฐกิจทั่วโลก
- มาตรการบัญชี และกฎหมายใหม่

## CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	168.56	162.00	-4%
Net profit 26F (Bt m)	42,464	42,051	-1%
Net profit 27F (Bt m)	43,755	44,154	1%
Consensus REC	BUY: 9	HOLD: 11	SELL: 7

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

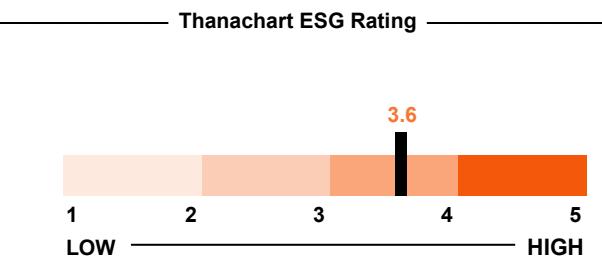
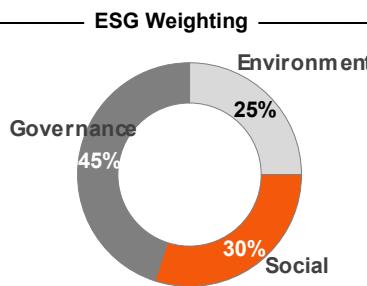
- ประมาณการกำไรสุทธิปี 2026-27F ของเรามีกลไกเดียวกับที่ตลาดคาดการณ์ อย่างไรก็ตาม ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าตลาดเล็กน้อย ประมาณ 4% ซึ่งเราให้เหตุผลว่าเกิดจากสมมติฐานการจ่ายเงินปันผลของเรามีความระมัดระวังมากกว่า

## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เข้า/รีวิวกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ในปัจจุบัน จะส่งผลให้ NIM มีโอกาสปรับตัวสูงขึ้น/ลดลง
- อัตราการจ่ายเงินปันผลที่สูง/ต่ำกว่าที่คาดการณ์ไว้ จะทำให้เกิดความเสี่ยงด้านบวก/ลบต่อราคาเป้าหมายของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart



	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)
BBL	YES	AAA	-	3.60	0	61.34	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI)

MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Thai IOD (CG rating)

Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

## ESG Summary

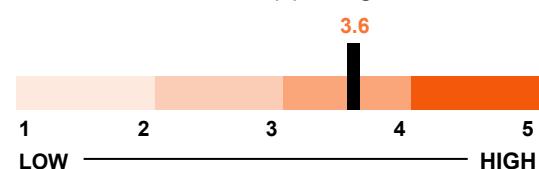


- BBL เป็นธนาคารที่มีขนาดสินทรัพย์ใหญ่ที่สุดอันดับ 1 ของประเทศไทย และมีขนาดกำไรมีนั้น排 4 ในปี 2025 โครงสร้างพื้นฐานของ BBL ในปี 2025 แบ่งเป็น ลูกค้าธุรกิจขนาดใหญ่ 49%, ธุรกิจต่างประเทศ 23%, SME 16% และสินเชื่อรายย่อย 12% โดย BBL เป็นที่รู้จักมาอย่างนานในฐานะผู้นำด้านสินเชื่อภาคธุรกิจของไทย มีสัดส่วนการปล่อยสินเชื่อในภาคพาณิชย์และภาคการผลิตสูงที่สุด และได้ขยายธุรกิจเชิงรุกในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ผ่านการเข้าซื้อกิจการธนาคาร Permata ในอินโดนีเซียตั้งแต่ปี 2019
- เราให้คะแนน ESG แก่ BBL ในระดับดีที่ 3.6 ซึ่งสอดคล้องกับค่าเฉลี่ยของกลุ่ม โดยคะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) สัมมค (S) และธรรมาภิบาล (G) อยู่ในระดับใกล้เคียงกับคู่แข่ง ธนาคารมีผลการดำเนินงานที่สม่ำเสมอในทุกมิติของ ESG แม้แนวทางการดำเนินงานยังคงข้างเดิม และมีความโดดเด่นด้านนวัตกรรมน้อยกว่าคู่แข่งบางราย
- คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) ของ BBL ที่ 3.6 อยู่ในระดับใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยของกลุ่ม ธนาคารแสดงให้เห็นถึงความมุ่งมั่นต้านความร้อนยิ่งสิ่งแวดล้อมอย่างชัดเจน โดยเฉพาะผ่านการสนับสนุนสินเชื่อสีเขียว (green financing) และโครงการเพิ่มประสิทธิภาพภายในองค์กรอย่างไรก็ตาม การพัฒนาการซื้อขายหุ้น การเปิดเผยข้อมูล Scope 3 (financed emissions) ที่ยังจำกัด และการดำเนินมาตรการต้านสิ่งแวดล้อมบางส่วนที่ยังไม่ครอบคลุมทั่วทั้งองค์กร เป็นปัจจัยที่กดดันคะแนน เพื่อยกระดับคะแนน ธนาคารควรกำหนดเป้าหมายด้านสภาพภูมิอากาศที่ชัดเจนมากขึ้น และลดการพัฒนาการซื้อขายหุ้น
- เราให้คะแนนด้านสังคม (S) แก่ BBL ในระดับดีที่ 3.9 ซึ่งสอดคล้องกับค่าเฉลี่ยของกลุ่ม สะท้อนถึงความมุ่งมั่นที่แข็งแกร่งในการสร้างคุณค่าให้กับผู้คนและสังคม ผ่านการส่งเสริมการเข้าถึงบริการทางการเงิน (financial inclusion) การพัฒนาทุนหมุนซ้าย ความรับผิดชอบต่อสังคม และการมีส่วนร่วมกับชุมชน
- เราให้คะแนนด้านธรรมาภิบาล (G) แก่ BBL ที่ 3.5 ซึ่งอยู่ในระดับใกล้เคียงกับคู่แข่ง ธนาคารมีระบบบริหารความเสี่ยงที่เข้มแข็ง มีจริยธรรมทางธุรกิจที่ดี และการปฏิบัติตามกฎหมายอย่างไรก็ตาม ขนาดคณะกรรมการที่ค่อนข้างใหญ่ และสัดส่วนกรรมการอิสระที่อยู่ในระดับต่ำ (33%) เป็นข้อจำกัดต่อประสิทธิภาพโดยรวม

## Sector: Financials | Banking

We assign BBL's a good Environmental score of 3.6, in line with the sector average, reflecting meaningful progress in sustainable finance and internal environmental management, but with gaps in portfolio-level decarbonization and reliance on carbon offsets compared with leading peers.

## Thanachart Environment (E) Rating



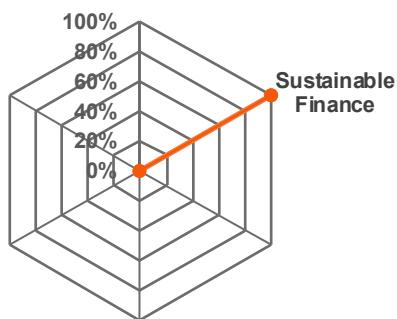
## ENVIRONMENT

## Our Comments

## - Sustainable Finance

- We assign BBL an Environmental score of 3.6. We view its key strength as sustainable finance, and we also recognize meaningful progress in its internal environmental management, although there remains room for further improvement. We note that disclosure on financed emissions is still limited.
- **Solid sustainable finance:** Its "Bualuang Green Financing for Transition to Environmental Sustainability" loan highlights its commitment to helping businesses reduce emissions, adapt to climate change, and manage pollution. The bank also supports a range of green projects, including renewable energy, EV battery production, and green real estate across several countries. BBL's role as a leading underwriter of ESG bonds further strengthens its environmental profile. By supporting both government and private-sector green and sustainability-linked bonds, the bank contributes to the development of sustainable capital markets, placing it in a competitive position within transition finance.

## SCALE WEIGHTING



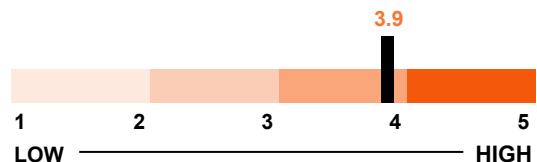
- **Progressed internal environmental management:** BBL has set 2024–26 targets to reduce Scope 1 and 2 emissions in line with the Paris Agreement. In 2024, its Silom Head Office achieved carbon neutrality mainly through carbon credits, but reliance on offsets is seen as less robust than direct emissions cuts, making BBL slightly weaker than some peers. BBL also has improved operational efficiency through energy-saving equipment, electric vehicles, and digitalization, and set a "Zero Waste to Landfill" target for its Rama 3 building. However, as these initiatives are not fully rolled out bank-wide, their overall impact remains limited.
- **Limited disclosure on financed emissions (Scope 3):** A material constraint on BBL's Environmental score is the absence of clear disclosure or targets related to Scope 3 (financed) emissions, which typically represent the largest climate impact for banks. Leading peers increasingly measure, report, and set reduction pathways for financed emissions across key sectors such as power, transport, and real estate. BBL's current framework appears more focused on operational emissions and green product offerings, rather than portfolio-level decarbonization.

Sources: Thanachart, Company data

## Sector: Financials | Banking

We assign BBL a good Social score of 3.9, in line with peers. The bank performs well in financial inclusion, employee development, customer protection, and community engagement. Further upside lies in expanding financial literacy and outreach to underserved groups.

## Thanachart Social (S) Rating



## SOCIAL

## Our Comments

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

- We assign BBL a Social score of 3.9. The bank demonstrates a clear commitment to creating value for people and society, with strong initiatives in financial inclusion, human capital development, customer responsibility, and community engagement.
- **Financial inclusion & accessibility:** BBL has expanded access to banking services through over 200,000 agent points nationwide and improved mobile banking features. Special products target vulnerable groups, including state welfare cardholders and visually impaired customers. The bank also supports debt sustainability through programs such as "You Fight, We Help" for retail and SME borrowers.
- **Human capital & diversity:** Employees receive an average of 45 hours of training, focusing on digital skills and sustainability. With 55% of executive positions and 48% of STEM roles held by women, BBL significantly outpaces global financial averages. This indicates a meritocratic culture that effectively utilizes its entire talent pool. Policies on non-discrimination and anti-harassment, along with welfare support, highlight the bank's commitment to employee well-being.

## SCALE WEIGHTING

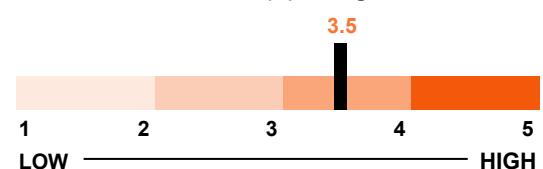


Sources: Thanachart, Company data

Sector: Financials | Banking

BBL's 3.5 Government score is decent and in line with the peer average. The bank demonstrates solid corporate governance with clear structures, strong risk management, and well-embedded ethics and compliance practices, though board independence remains a constraint.

Thanachart Governance (G) Rating



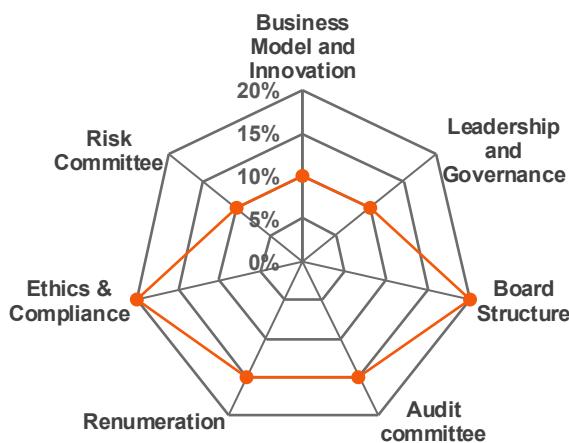
## GOVERNANCE &amp; SUSTAINABILITY

## Our Comments

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

- We assign BBL a Governance score of 3.5. The bank exhibits strong risk management, solid business ethics, and robust compliance. It also has specialized board committees. However, the large board size and relatively low proportion of independent directors limit its overall score.
- **Board structure & oversight:** BBL maintains a clear separation between the roles of chairman and president, and the board is supported by specialized committees (audit, risk oversight, nomination & remuneration, and corporate governance), which enhance oversight effectiveness. However, we view the board size of 21 members as relatively large compared with the ASEAN corporate average of 9–12. In addition, only 33% of directors are independent, which remains below best-practice standard of two-thirds.
- **Risk management:** BBL operates under a comprehensive risk management framework covering traditional risks (credit, market, liquidity) as well as emerging risks such as geopolitics, climate change, and AI. The three lines of defense model — business units, risk/compliance functions, and internal audit — strengthens accountability and internal controls.
- **Business ethics & compliance:** BBL maintains a strict zero-tolerance anti-corruption policy and is certified under the Thai Private Sector Collective Action Against Corruption (CAC). It provides secure whistleblowing channels with protections for reporters, and 100% of employees have completed mandatory training on the Code of Conduct, Anti-Corruption, and Market Conduct.
- **Business sustainability & innovations:** BBL has invested less than big bank peers in IT. Although that might be due to its lower proportion of retail exposure than peers, we still believe IT is key for firm-based efficiency. On the positive side, BBL has expanded horizontally to overseas markets, including overseas loans and its Permata investment, to expand room for growth and for business diversification.
- **Room for improvement:** While governance practices are strong overall, increasing the proportion of independent directors would further strengthen board effectiveness and elevate BBL's Governance score.

## SCALE WEIGHTING



Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT					
FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>Biggest 2026F net profit drop in the sector</b>					
Interest and Dividend Income	208,029	191,082	178,409	181,961	184,548
Interest Expenses	74,129	67,452	62,865	61,361	61,790
<b>Net Interest Income</b>	<b>133,900</b>	<b>123,630</b>	<b>115,544</b>	<b>120,600</b>	<b>122,758</b>
% of total income	76.2%	69.3%	72.2%	73.5%	73.0%
Gain on Investment	891	10,737	3,221	805	829
Fee Income	27,724	27,192	27,824	28,658	30,091
Gain on Exchange	8,966	12,647	9,106	9,379	9,660
Others	1,781	1,774	1,863	1,956	2,054
<b>Non-interest Income</b>	<b>41,707</b>	<b>54,694</b>	<b>44,475</b>	<b>43,383</b>	<b>45,348</b>
% of total income	23.8%	30.7%	27.8%	26.5%	27.0%
<b>Total Income</b>	<b>175,606</b>	<b>178,324</b>	<b>160,019</b>	<b>163,983</b>	<b>168,106</b>
Operating Expenses	84,405	86,363	80,320	81,265	82,832
<b>Pre-provisioning Profit</b>	<b>91,201</b>	<b>91,961</b>	<b>79,698</b>	<b>82,718</b>	<b>85,274</b>
Provisions	34,838	36,148	27,592	28,006	28,356
<b>Pre-tax Profit</b>	<b>56,363</b>	<b>55,814</b>	<b>52,106</b>	<b>54,712</b>	<b>56,918</b>
Income Tax	10,946	9,622	9,900	10,395	11,384
After Tax Profit	45,417	46,191	42,206	44,316	45,534
Equity Income	205	174	183	192	202
Minority Interest	(411)	(359)	(338)	(355)	(364)
Extraordinary Items	0	0	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>45,211</b>	<b>46,007</b>	<b>42,051</b>	<b>44,154</b>	<b>45,372</b>
<b>Normalized Profit</b>	<b>45,211</b>	<b>46,007</b>	<b>42,051</b>	<b>44,154</b>	<b>45,372</b>
EPS (Bt)	23.7	24.1	22.0	23.1	23.8
Normalized EPS (Bt)	23.7	24.1	22.0	23.1	23.8
BALANCE SHEET					
FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>ASSETS:</b>					
<b>Liquid Items</b>	<b>799,633</b>	<b>818,754</b>	<b>840,431</b>	<b>828,665</b>	<b>834,525</b>
cash & cash equivalents	47,364	47,560	37,182	42,315	52,146
interbank & money market	752,269	771,194	803,249	786,350	782,379
Securities under resale agreement	0	0	0	0	0
Investments	990,986	1,109,150	1,131,343	1,153,981	1,177,071
<b>Net loans</b>	<b>2,428,321</b>	<b>2,320,306</b>	<b>2,344,552</b>	<b>2,380,556</b>	<b>2,403,575</b>
Gross and accrued interest	2,701,059	2,627,076	2,655,088	2,694,914	2,721,863
Provisions for doubtful	272,738	306,770	310,536	314,358	318,288
Fixed assets - net	66,015	77,066	73,646	75,856	78,131
Other assets	266,424	281,066	187,130	192,744	198,527
<b>Total assets</b>	<b>4,551,379</b>	<b>4,606,342</b>	<b>4,684,153</b>	<b>4,740,993</b>	<b>4,803,204</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
<b>Liquid Items</b>	<b>3,523,714</b>	<b>3,517,734</b>	<b>3,589,129</b>	<b>3,610,664</b>	<b>3,635,939</b>
Deposit	3,169,654	3,196,284	3,228,496	3,247,867	3,270,602
Interbank & money market	346,936	314,644	353,376	355,497	357,985
Liability payable on demand	7,125	6,805	7,257	7,301	7,352
Borrowings	213,785	244,009	217,754	219,061	220,594
Other liabilities	257,006	268,916	274,294	279,780	285,376
<b>Total liabilities</b>	<b>3,994,506</b>	<b>4,030,659</b>	<b>4,081,178</b>	<b>4,109,505</b>	<b>4,141,909</b>
Minority interest	1,834	1,761	1,849	1,942	2,039
<b>Shareholders' equity</b>	<b>555,039</b>	<b>573,923</b>	<b>601,126</b>	<b>629,546</b>	<b>659,257</b>
Preferred capital	-	-	-	-	-
Paid-in capital	19,088	19,088	19,088	19,088	19,088
Share premium	56,346	56,346	56,346	56,346	56,346
Surplus/ Others	38,112	27,541	28,918	30,364	31,882
Retained earnings	441,493	470,947	496,774	523,748	551,940
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>4,551,379</b>	<b>4,606,342</b>	<b>4,684,153</b>	<b>4,740,993</b>	<b>4,803,204</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

VALUATION					
FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Normalized PE (x)	7.1	7.0	7.6	7.2	7.0
Normalized PE - at target price (x)	6.8	6.7	7.4	7.0	6.8
PE (x)	7.1	7.0	7.6	7.2	7.0
PE - at target price (x)	6.8	6.7	7.4	7.0	6.8
P/PPP (x)	3.5	3.5	4.0	3.9	3.7
P/PPP - at target price (x)	3.4	3.4	3.9	3.7	3.6
P/BV (x)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
P/BV - at target price (x)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
Dividend yield (%)	5.1	5.1	5.1	5.4	5.7
Market cap / net loans (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Market cap / deposit (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	23.7	24.1	22.0	23.1	23.8
EPS	23.7	24.1	22.0	23.1	23.8
DPS	8.5	8.5	8.5	9.0	9.5
PPP/Share	47.8	48.2	41.7	43.3	44.7
BV/Share	290.8	300.6	314.9	329.8	345.3
FINANCIAL RATIOS					
FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>Growth Rate (%)</b>					
Net interest income (NII)	2.3	(7.7)	(6.5)	4.4	1.8
Non-interest income (Non-II)	14.5	31.1	(18.7)	(2.5)	4.5
Operating expenses	3.2	2.3	(7.0)	1.2	1.9
Pre-provisioning profit (PPP)	6.6	0.8	(13.3)	3.8	3.1
Net profit	8.6	1.8	(8.6)	5.0	2.8
Normalized profit growth	8.6	1.8	(8.6)	5.0	2.8
EPS	8.6	1.8	(8.6)	5.0	2.8
Normalized EPS	8.6	1.8	(8.6)	5.0	2.8
Dividend payout ratio	35.9	35.3	38.6	38.9	40.0
Loan - gross	0.8	(3.2)	1.5	1.5	1.0
Loan - net	0.1	(4.4)	1.0	1.5	1.0
Deposit	(0.5)	0.8	1.0	0.6	0.7
NPLs	(0.1)	10.3	2.8	2.8	2.7
Total assets	0.8	1.2	1.7	1.2	1.3
Total equity	4.9	3.4	4.7	4.7	4.7
<b>Operating Ratios (%)</b>					
Net interest margin (NIM)	3.1	2.9	2.6	2.7	2.7
Net interest spread	4.6	4.4	4.2	4.2	4.2
Yield on earnings assets	4.7	4.2	3.8	3.9	3.9
Avg cost of fund	2.0	1.8	1.7	1.6	1.6
NII / operating income	76.2	69.3	72.2	73.5	73.0
Non-II / operating income	23.8	30.7	27.8	26.5	27.0
Fee income / operating income	15.8	15.2	17.4	17.5	17.9
Normalized net margin	25.7	25.8	26.3	26.9	27.0
Cost-to-income	48.1	48.4	50.2	49.6	49.3
Credit cost - provision exp / loans	1.3	1.4	1.0	1.0	1.0
PPP / total assets	2.0	2.0	1.7	1.8	1.8
PPP / total equity	16.8	16.3	13.6	13.4	13.2
ROA	1.0	1.0	0.9	0.9	1.0
ROE	8.3	8.2	7.2	7.2	7.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>Liquidity and Quality Ratio (%)</b>					
Loan-to-deposit	85.0	81.6	82.0	82.7	83.0
Loan-to-deposit & S-T borrowing	85.0	81.6	82.0	82.7	83.0
Net loan / assets	53.4	50.4	50.1	50.2	50.0
Net loan / equity	437.5	404.3	390.0	378.1	364.6
Investment / assets	21.8	24.1	24.2	24.3	24.5
Deposit / liabilities	79.4	79.3	79.1	79.0	79.0
Liabilities / equity	719.7	702.3	678.9	652.8	628.3
Net interbank lender (Bt m)	405,334	456,550	449,873	430,853	424,394
Tier 1 CAR	17.0	17.2	17.9	18.5	19.2
Tier 2 CAR	3.4	4.6	4.5	4.4	4.4
Total CAR	20.4	21.8	22.4	22.9	23.6
NPLs (Bt m)	85,833	94,664	97,311	99,999	102,713
NPLs / Total loans (NPL Ratio)	3.2	3.6	3.7	3.7	3.8
Loan-Loss-Coverage	317.8	324.1	319.1	314.4	309.9

*Tier 1 is currently higher than pre-Permata acquisition in 2019*

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	<b>LAGGARD:</b> A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	<b>AVERAGE :</b> A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	<b>LEADER:</b> 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

### สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์  
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

### อิเล็กทรอนิกส์, 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

### ขนส่ง, 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, แปลง

ลาภินี ทิพย์มณฑล  
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชันนันท์ ธรรมบำรุง  
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

เกลิงศักดิ์ คุณจริญไพบูล  
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิ์เชษฐ์ รุ่งรัศมีพัฒน์  
sitticheet.run@thanachartsec.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

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

## Data Support Team

### มนต์รุดี เพชรแสงสกุล

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