

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 27.00

Upside : 14.4%

(From: Bt 29.00)

24 JUNE 2024

Small Cap Research

Sabina Pcl. (SABINA TB)

ให้อัตราผลตอบแทนที่ดี

เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” SABINA แม้กำไรจะลดลง 2-6% ในปี 2024-26F SABINA เป็นผู้นำในตลาดชุดชั้นในสตรี โดยมีโมเดลธุรกิจแบบ omni-channel ที่ยั่งยืน โดยมี ROE สูงที่ 27-29% และให้อัตราผลตอบแทนปันผลที่น่าสนใจที่ 6-7%

ปรับลดกำไร แต่ยังคงคำแนะนำ “ซื้อ”

เนื่องจากแนวโน้มการเติบโตทางเศรษฐกิจที่ลดลง เราจึงปรับลดประมาณการกำไรของ SABINA ลง 6/4/2% ในปี 2024-26F ราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2024F) ลดลงเหลือ 27.0 บาท จาก 29.0 บาท อย่างไรก็ตาม เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” SABINA 1) SABINA เป็นหนึ่งในสองผู้นำตลาดชุดชั้นในสตรีที่มีแนวโน้มในประเทศไทยด้วยการรับรู้แบรนด์ที่แข็งแกร่ง 2) เป็นบริษัทที่มีการจัดการที่ดี ด้วยการสร้างมูลค่าแบรนด์ที่แข็งแกร่ง และปรับตัวเข้ากับรูปแบบการขาย omni-channel ได้ดี ส่วนแบ่งการตลาดเพิ่มขึ้นจาก 10.8% ในปี 2013 เป็น 13.4% ในปี 2023 3) SABINA เป็นบริษัทที่ทำกำไรได้สูง ด้วยมี ROE ที่ 27-29% และ ROA ที่ 19-21% ในปี 2024-25F หนุน PE ที่ 16 เท่า ในปี 2024F และ 4) เราคาดการณ์อัตราเงินปันผลตอบแทนที่น่าสนใจที่ 6.2-6.8% ในปี 2024-25F

ยอดขายและอัตรากำไรมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น

เราคาดว่ากำไรของ SABINA จะเติบโต 11/9/7% ในปี 2024-26F หนุนโดยการเติบโตของรายได้และอัตรากำไรขั้นต้นที่เพิ่มขึ้น แม้การบริโภคจะชะลอตัว แต่เราคาดว่ารายได้ของ SABINA จะยังคงเติบโต 7/7/5% ในปี 2024-26F โดยได้แรงหนุนจากยอดขายทั้งออนไลน์และออฟไลน์ การส่งออก OEM ที่แตะระดับต่ำสุดใน 2Q23 กำลังค่อยๆ ดีขึ้นจากลูกค้าใหม่ที่เพิ่มขึ้น อัตรากำไรขั้นต้นคาดว่าจะขยายตัวเป็น 50.6/51.0/51.3% ในปี 2024-26F จาก 50.1% ในปี 2023 เนื่องจากสัดส่วนยอดขายผลิตภัณฑ์สำเร็จรูปจากจีนที่เพิ่มขึ้น และการประหยัดต่อขนาด

ธุรกิจที่ทำกำไรได้สูง

SABINA ดำเนินธุรกิจที่ทำกำไรได้สูง โดยให้ ROE ที่ 24.8% ในปี 2023 และเราคาดว่าจะเพิ่มขึ้นเป็น 27.2-29.4% ในปี 2024-25F แม้จะเป็นบริษัทที่มีสถานะเป็นเงินสดสุทธิก็ตาม เนื่องจากมีสถานะเป็นเงินสดสุทธิและกระแสเงินสดที่แข็งแกร่ง ด้วยมี EBITDA ที่ 736 ลบ. ต่อปี เทียบกับค่าใช้จ่ายลงทุนรวม 30 ลบ. ต่อปี ในปี 2024-26F SABINA จึงสามารถจ่ายเงินปันผลได้ดี โดยในช่วงห้าปีที่ผ่านมา อัตราการจ่ายเงินปันผลอยู่ที่ 100% เทียบกับนโยบายขั้นต่ำที่ 40% เราคาดว่าอัตราการจ่ายเงินปันผลจะยังคงอยู่ที่ 100% และคาดว่าจะปันผลต่อหุ้นอยู่ที่ 1.47/1.61 บาท ในปี 2024-25F ซึ่งคิดเป็นอัตราผลตอบแทนปันผลที่ 6.2-6.8%

การขึ้นค่าแรงส่งผลกระทบต่อจำกัด

การปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำรายวันเป็น 400 บาทในเดือนตุลาคม 2024 เป็นความกังวลของตลาด ต้นทุนพนักงานของ SABINA (ไม่รวมผู้บริหาร) คิดเป็น 21% ของต้นทุนทั้งหมด (ต้นทุนขาย + ค่าใช้จ่าย SG&A) ในปี 2023 อย่างไรก็ตาม SABINA ได้เตรียมความพร้อมสำหรับประเด็นนี้มาตั้งแต่ปี 2023 โดยการลงทุนในเครื่องจักรเพื่อทดแทนพนักงานบางส่วนเพิ่มขึ้น นอกจากนี้บริษัท ยังได้นำเข้าผลิตภัณฑ์สำเร็จรูปจากจีนเพิ่มมากขึ้น การประหยัดต้นทุนพนักงานตั้งแต่เดือนตุลาคม 2023 ถึงตุลาคม 2024 จะช่วยชดเชยต้นทุนที่เพิ่มขึ้นจากการปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำ ในขณะเดียวกัน เราได้รวมประเด็นนี้ในประมาณการของเราก่อนหน้านี้แล้ว



SIRIPORN ARUNOTHAI

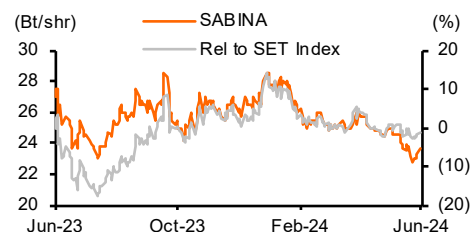
662 – 779 9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	3,431	3,679	3,930	4,125
Net profit	463	512	559	599
Consensus NP	—	514	559	605
Diff frm cons (%)	—	(0.5)	(0.0)	(0.9)
Norm profit	463	512	559	599
Prev. Norm profit	—	543	583	613
Chg frm prev (%)	—	(5.7)	(4.1)	(2.3)
Norm EPS (Bt)	1.3	1.5	1.6	1.7
Norm EPS grw (%)	10.9	10.7	9.2	7.1
Norm PE (x)	17.7	16.0	14.6	13.7
EV/EBITDA (x)	12.5	11.8	11.1	10.6
P/BV (x)	4.4	4.3	4.3	4.2
Div yield (%)	5.6	6.2	6.8	7.3
ROE (%)	24.8	27.2	29.4	31.1
Net D/E (%)	(3.6)	(0.2)	(0.7)	1.5

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 24-Jun-24 (Bt)	23.60
Market Cap (US\$ m)	223.7
Listed Shares (m shares)	347.5
Free Float (%)	47.3
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.6
12M Price H/L (Bt)	28.50/22.80
Sector	Fashion
Major Shareholder	Thanalongkorn Family 52.42%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P7

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

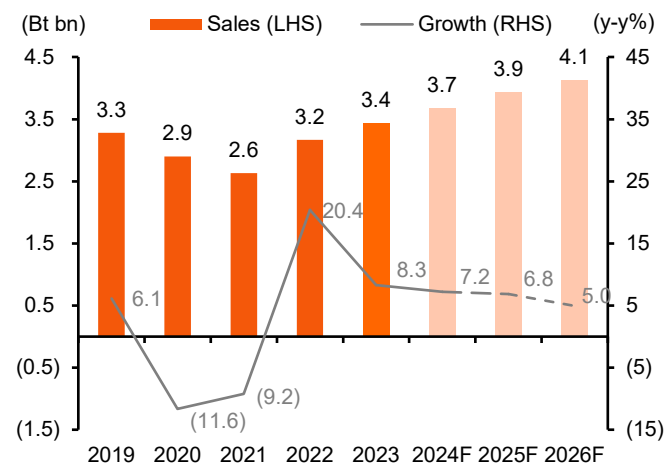
	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Offline sales growth (%)								
- New	3.7	(22.3)	(17.5)	24.7	5.6	6.2	3.9	2.4
- Old						7.7	3.9	2.4
- Change (ppt)						(1.5)	—	—
Online sales growth (%)								
- New	32.3	65.2	12.2	20.7	33.6	16.2	12.1	9.3
- Old						16.2	12.1	9.3
- Change (ppt)						—	—	—
OEM export growth (%)								
- New	0.0	(7.5)	12.6	18.1	(29.4)	(20.0)	10.0	7.0
- Old						5.0	3.0	3.0
- Change (ppt)						(25.0)	7.0	4.0
Gross margin (%)								
- New	54.4	47.4	48.9	48.0	50.1	50.6	51.0	51.3
- Old						51.0	51.3	51.6
- Change (ppt)						(0.3)	(0.4)	(0.3)
Normalized profit (Bt m)								
- New	413	277	294	417	463	512	559	599
- Old						543	583	613
- Change (%)						(5.7)	(4.1)	(2.3)

Sources: Company data, Thanachart estimates

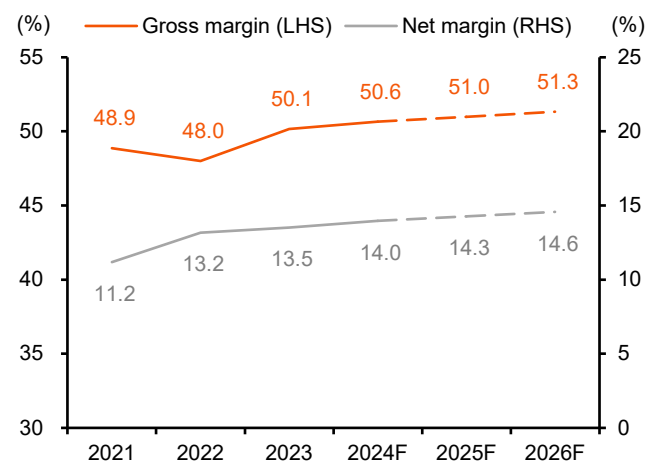
Ex 2: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2024F

(Bt m)	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	Terminal value
EBITDA excl. depre from right of use	669	725	772	808	841	868	897	928	960	994	1,030	1,068	—
Free cash flow	481	545	558	596	629	659	681	704	728	754	781	780	12,098
PV of free cash flow	481	466	442	437	426	413	395	364	347	331	316	290	4,506
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	0.9												
WACC (%)	7.6												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value - add investments	9,213												
Net debt (end 2023)	(67)												
Minority interest	8												
Equity value	9,271												
# of shares (m)	347												
Equity value / share (Bt)	27.00												

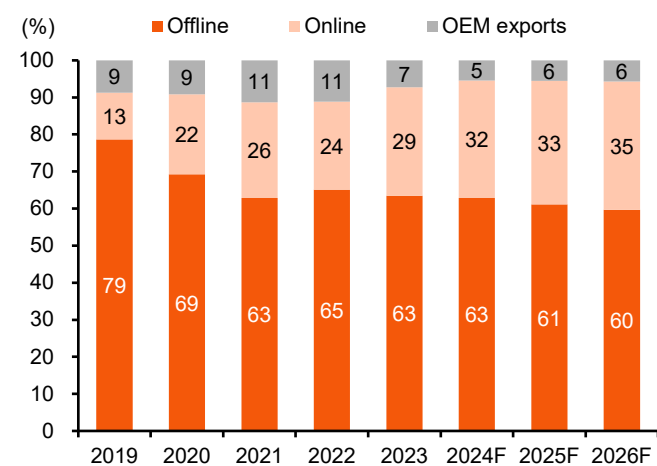
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Revenue And Growth

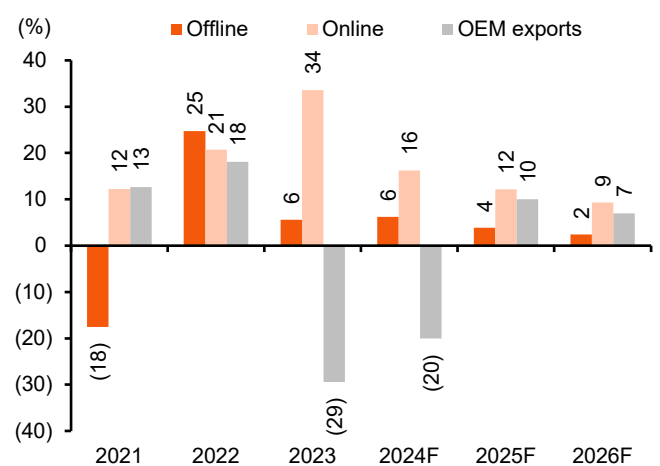
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Margin

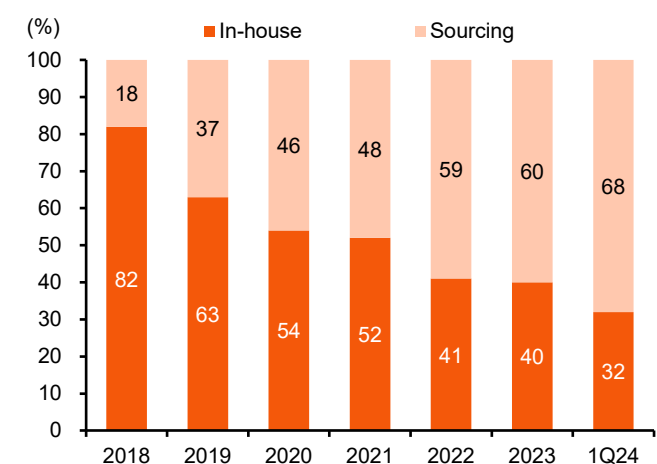
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Revenue Mix By Distribution Channel

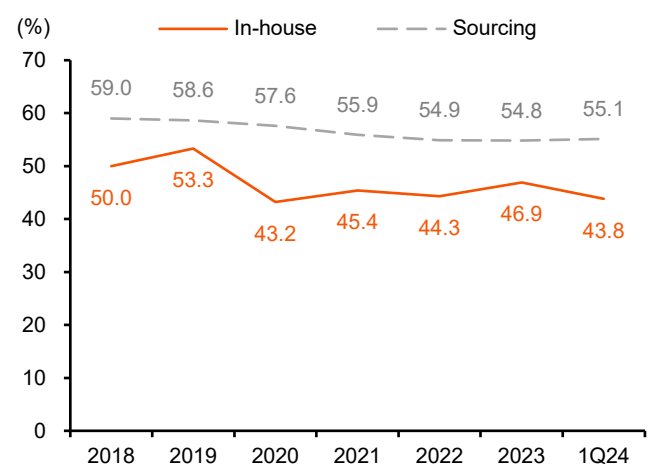
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Revenue Growth For Each Distribution Channel

Sources: Company data, Thanachart estimates

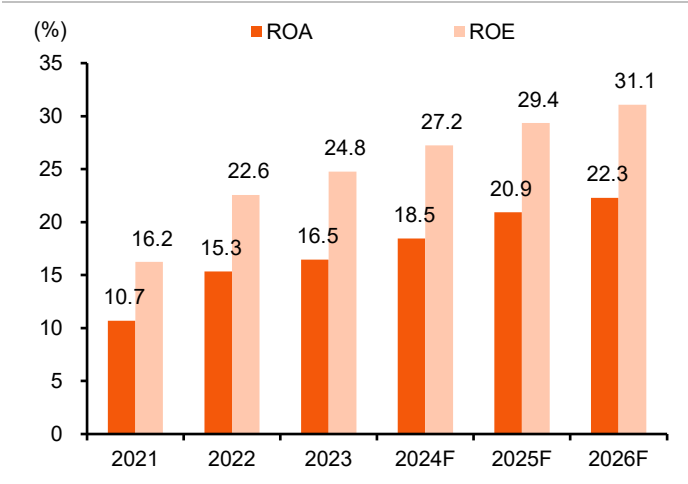
Ex 7: Sales Mix Breakdown By Source Of Products

Source: Company data

Ex 8: In-House Production And Sourcing's Gross Profit

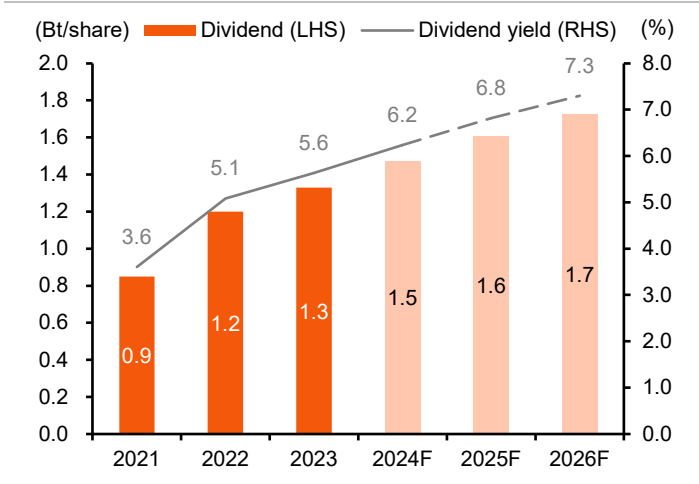
Source: Company data

Ex 9: ROA And ROE



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: Dividend Yield



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: No Impact From Likely Minimum Wage Increase

	(Bt m/month)
Cost increase from minimum wage increase from Bt351 to Bt400/day	2.7
# of staff affected = 2,147 people	
Cost reduction from staff reduction from October 23 to October 24	3.0
# of staff reduced = 292 people	
Net cost saving	0.3

Source: Company data

Valuation Comparison

Ex 12: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div yield	
			24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Dollar Industries Ltd	DOLLAR IN	India	2.3	30.4	34.6	26.5	4.2	3.7	21.8	17.1	0.5	0.8
Page Industries Ltd	PAG IN	India	na	na	na	na	na	na	na	na	0.8	1.0
Wacoal Holdings Corp	3591 JP	Japan	na	na	na	45.8	na	na	na	na	2.3	2.3
PVH Corp	PVH US	US	(3.6)	8.6	10.9	10.0	1.4	1.2	6.7	6.9	0.1	0.1
Triumph Group Inc	TGI US	US	na	na	na	30.9	23.4	na	11.8	10.3	0.0	na
Hanesbrands Inc	HBI US	US	na	45.2	11.1	7.6	3.5	2.5	8.7	8.5	0.0	0.0
L Brands Inc	LB US	US	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Sabina Pcl *	SABINA TB	Thailand	10.7	9.2	16.0	14.6	4.3	4.3	11.8	11.1	6.2	6.8
Average			3.1	23.4	18.1	22.6	7.4	2.9	12.2	10.8	1.4	1.8

Source: Bloomberg
Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS
Based on 24 June 2024 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

SABINA เป็นผู้ผลิตและจำหน่ายชุดชั้นในสตรีรายใหญ่อันดับสองของประเทศไทย บริษัทฯ ได้เปลี่ยนรูปแบบธุรกิจที่รับจ้างผลิต (OEM) ไปเป็นเจ้าแบรนด์ภายใต้ชื่อ “ซาบีน่า” ในปี 2006 ผลิตภัณฑ์ของบริษัทฯ ครอบคลุมกลุ่มลูกค้าเป้าหมาย 4 กลุ่ม ซึ่งประกอบด้วย ผลิตภัณฑ์สำหรับเด็ก ผลิตภัณฑ์สำหรับวัยรุ่น ผลิตภัณฑ์สำหรับผู้ใหญ่ และผลิตภัณฑ์อื่นๆ ในปี 2017 SABINA ได้ขยายช่องทางการจัดจำหน่ายจากการค้าปลีกในร้านค้า OEM และการส่งออกแบรนด์ซาบีน่า ไปยังการขายผ่านช่องทาง E-Commerce

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

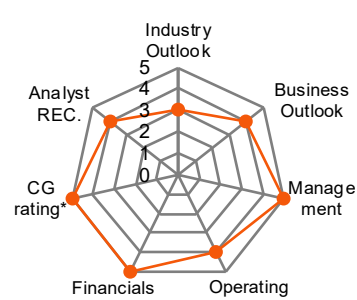
S — Strength

- เป็นผู้ผลิตและจำหน่ายชุดชั้นในสตรีรายใหญ่อันดับสองของประเทศไทย
- มีแบรนด์ “ซาบีน่า” ที่แข็งแกร่งในประเทศไทย
- เจ้าของและผู้บริหารของบริษัทฯ มีประสบการณ์มากในอุตสาหกรรมชุดชั้นในสตรี

O — Opportunity

- การบริโภคและการขยายตัวทางเศรษฐกิจของไทยที่เพิ่มขึ้น
- การขยายตัวทางเศรษฐกิจในตลาด CLMV
- สงครามการค้าระหว่างจีน - สหรัฐฯ

COMPANY RATING



Rating Scale

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

Source: Thanachart; * CG Rating

W — Weakness

- ยังเข้าสู่ตลาดต่างประเทศไม่มาก

T — Threat

- เศรษฐกิจไทยและเศรษฐกิจโลกชะลอตัว
- ความเสี่ยงด้านกฎข้อบังคับ
- การระบาดของโควิด-19

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	30.32	27.00	-11%
Net profit 24F (Bt m)	514	512	0%
Net profit 25F (Bt m)	559	559	0%
Consensus REC	BUY: 5	HOLD: 1	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าของตลาด แม้ประมาณการกำไรของเราในระยะสั้นจะสอดคล้องกับของตลาด เนื่องจากเรามีมุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อการเติบโตในระยะยาว

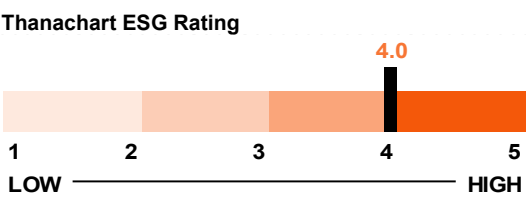
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากการบริโภคในประเทศหรือทั่วโลกฟื้นตัวช้ากว่าที่เราคาดการณ์ไว้ในปัจจุบัน จะนำไปสู่ความเสี่ยงต่อการคาดการณ์ผลการดำเนินงานของเรา
- หากการแข่งขันในอุตสาหกรรมชุดชั้นในของไทยสูงกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ จะทำให้เกิดความเสี่ยงต่อการคาดการณ์ผลการดำเนินงานของเรา
- หากราคาวัตถุดิบหรือต้นทุนแรงงานเพิ่มขึ้นมากกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ในปัจจุบัน จะส่งผลให้เกิดความเสี่ยงต่อการคาดการณ์ผลการดำเนินงานของเรา

Source: Thanachart

SABINA เป็นหนึ่งในผู้ผลิตชุดชั้นในและเจ้าของแบรนด์ชั้นนำ 3 อันดับแรกของประเทศไทย มีสายการผลิตเป็นของตัวเองและมีการจ้างผลิตจากภายนอก แม้ว่าจะไม่ได้สร้างก๊าซเรือนกระจกมาก แต่มีพนักงานมากกว่า 3,000 คน เนื่องจากแผนและเป้าหมายที่ชัดเจนเกี่ยวกับประเด็น ESG เราจึงให้คะแนน ESG ที่ 4.0 สำหรับ SABINA



	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)
SABINA	YES	AAA	-	-	71.84	55.35	-	-	5.0

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

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- SABINA มีโรงงาน 5 แห่ง เราเห็นว่า SABINA ให้ความสำคัญกับปัญหาสิ่งแวดล้อมเป็นอย่างดี - SABINA ตั้งเป้าหมาย 5 ปี ในการลดการใช้ไฟฟ้าลง 1 ใน 3 โดยเริ่มตั้งแต่ปี 2019 ซึ่งกำหนดให้ลดการใช้ไฟฟ้าจาก 5,798,536 kWh ให้เหลือน้อยกว่า 3,885,019 kWh ภายในปี 2024 SABINA ตั้งเป้าปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ในปี 2065 - SABINA มีเป้าหมายระยะยาวในการพัฒนาระบบหมุนเวียนน้ำและปรับปรุงประสิทธิภาพการใช้น้ำ บริษัทฯ ตั้งเป้าลดการใช้น้ำลง 10% ในปี 2026 เทียบกับปี 2022 - SABINA ได้นำหลักการ 3R (ลด ใช้ซ้ำ และรีไซเคิล) มาใช้ โดยบริษัทฯ สามารถลดปริมาณขยะฝังกลบ และการปล่อยก๊าซเรือนกระจกได้ 9% ในปี 2023 เมื่อเทียบกับปี 2022 SABINA ยังดำเนินการจัดการขยะโดยแปลง 80% ของขยะทั้งหมดเป็นขยะรีไซเคิลผ่านการดำเนินโครงการต่างๆ ในปี 2023
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- SABINA มีพนักงานมากกว่า 3,000 คน มีนโยบายการโยกย้ายพนักงานภายในและการว่าจ้างผู้เกษียณอายุ ให้สวัสดิการและความช่วยเหลือที่หลากหลายแก่พนักงานโดยไม่เลือกปฏิบัติไม่ว่าจะเป็น แหล่งกำเนิด เชื้อชาติ ศาสนา เพศ และสถานภาพการสมรส - SABINA ตั้งเป้าฝึกอบรมพนักงานอย่างน้อย 100% ของพนักงานทั้งหมดในแต่ละปี ด้วยเวลาอย่างน้อย 20 ชั่วโมง/คน/ปี บริษัทฯ ได้ดำเนินการสำรวจความพึงพอใจในงานและความสัมพันธ์ระหว่างพนักงานกับบริษัทฯ - SABINA มุ่งเน้นการสร้างผลิตภัณฑ์ที่ทำจากวัสดุที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อมและยั่งยืนให้ได้ 5% ของ SKU ทั้งหมดภายในปี 2023 เป้าหมายระยะยาวคือการบรรลุ 10% ของ SKU เหล่านี้ภายในปี 2025 - SABINA มอบทุนการศึกษาทั่วไปแก่นักเรียนระดับประถมศึกษาถึงอุดมศึกษาจำนวน 88 ทุน ทุนการศึกษาแก่สถาบันการศึกษาสำหรับผู้พิการจำนวน 1 ทุน และทุนการศึกษาต่อเนื่องตั้งแต่ชั้นมัธยมศึกษาปีที่ 4 ถึงระดับปริญญาตรี จำนวน 30 ทุน ในปี 2023
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- SABINA มีคณะกรรมการบริษัท 13 คน โดยเป็นหญิง 7 คน สมาชิกมีทักษะและประสบการณ์ที่หลากหลาย - SABINA มีนโยบายต่อต้านการทุจริต และได้ลงนามในประกาศเจตจำนงในโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านการทุจริต - SABINA ตระหนักถึงสิทธิของผู้ถือหุ้นทั้งหมด และมีนโยบายที่จะรับรองความสำคัญของสิทธิเหล่านั้น โดยการจัดลำดับความสำคัญของผู้ถือหุ้นอย่างเหมาะสม - SABINA มีนโยบายการดำเนินงานเพื่อความยั่งยืนสำหรับทุกหน่วย เพื่อใช้และบูรณาการแผนปฏิบัติการเพื่อกำหนดทิศทางเพื่อประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้น - SABINA ไม่เพียงแต่ตั้งเป้าการผลิตสินค้าที่ตรงกับความต้องการของลูกค้าในปัจจุบันเท่านั้น แต่ยังสร้างสรรค์นวัตกรรมเพื่อสร้างผลิตภัณฑ์ที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อมที่ใช้วัสดุและกระบวนการที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

Offline and online sales
drive revenue growth

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	3,168	3,431	3,679	3,930	4,125
Cost of sales	1,647	1,710	1,815	1,927	2,008
Gross profit	1,520	1,721	1,863	2,004	2,117
% gross margin	48.0%	50.1%	50.6%	51.0%	51.3%
Selling & administration expenses	1,018	1,154	1,236	1,320	1,385
Operating profit	502	567	628	684	732
% operating margin	15.9%	16.5%	17.1%	17.4%	17.8%
Depreciation & amortization	69	81	65	52	46
EBITDA	571	648	692	737	778
% EBITDA margin	18.0%	18.9%	18.8%	18.7%	18.9%
Non-operating income	18	19	20	21	23
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(4)	(9)	(8)	(5)	(4)
Pre-tax profit	516	578	640	701	752
Income tax	99	114	127	140	150
After-tax profit	417	464	514	561	601
% net margin	13.2%	13.5%	14.0%	14.3%	14.6%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	0	(1)	(2)	(2)	(2)
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	417	463	512	559	599
Normalized profit	417	463	512	559	599
EPS (Bt)	1.2	1.3	1.5	1.6	1.7
Normalized EPS (Bt)	1.2	1.3	1.5	1.6	1.7

BALANCE SHEET

No new significant
investments planned in
2024-26

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	2,201	2,284	2,084	2,100	2,136
Cash & cash equivalent	528	440	200	150	100
Account receivables	472	382	403	431	452
Inventories	1,126	1,380	1,393	1,425	1,485
Others	74	83	88	95	99
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	241	250	241	222	204
Other assets	299	346	342	350	360
Total assets	2,740	2,880	2,667	2,673	2,700
LIABILITIES:					
Current liabilities:	670	779	546	518	514
Account payables	289	269	249	264	275
Bank overdraft & ST loans	317	373	195	137	129
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	64	136	102	117	110
Total LT debt	0	0	0	0	0
Others LT liabilities	201	227	219	227	234
Total liabilities	871	1,005	765	744	748
Minority interest	1	8	10	12	14
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	348	348	347	347	347
Share premium	275	275	275	275	275
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(29)	(58)	(58)	(58)	(58)
Retained earnings	1,274	1,302	1,328	1,353	1,374
Shareholders' equity	1,868	1,867	1,892	1,917	1,938
Liabilities & equity	2,740	2,880	2,667	2,673	2,700

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT*Strong cash inflow
stream*

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	516	578	640	701	752
Tax paid	(90)	(65)	(146)	(123)	(153)
Depreciation & amortization	69	81	65	52	46
Chg In working capital	145	(183)	(55)	(45)	(70)
Chg In other CA & CL / minorities	3	21	(21)	(9)	(8)
Cash flow from operations	642	432	483	577	566
Capex	(34)	(50)	(30)	(20)	(20)
Right of use	(43)	(62)	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	5	0	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	60	(1)	(29)	(14)	(10)
Cash flow from investments	(12)	(113)	(59)	(34)	(30)
Debt financing	(77)	56	(178)	(58)	(8)
Capital increase	0	0	(1)	0	0
Dividends paid	(299)	(435)	(486)	(534)	(578)
Warrants & other surplus	(80)	(28)	0	0	0
Cash flow from financing	(456)	(407)	(665)	(593)	(586)
Free cash flow	608	382	453	557	546

VALUATION*High dividend yields,
based on our estimates*

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	19.6	17.7	16.0	14.6	13.7
Normalized PE - at target price (x)	22.5	20.3	18.3	16.8	15.6
PE (x)	19.6	17.7	16.0	14.6	13.7
PE - at target price (x)	22.5	20.3	18.3	16.8	15.6
EV/EBITDA (x)	14.0	12.5	11.8	11.1	10.6
EV/EBITDA - at target price (x)	16.0	14.4	13.5	12.7	12.1
P/BV (x)	4.4	4.4	4.3	4.3	4.2
P/BV - at target price (x)	5.0	5.0	5.0	4.9	4.8
P/CFO (x)	12.8	19.0	16.9	14.2	14.5
Price/sales (x)	2.6	2.4	2.2	2.1	2.0
Dividend yield (%)	5.1	5.6	6.2	6.8	7.3
FCF Yield (%)	7.4	4.7	5.5	6.8	6.7
(Bt)					
Normalized EPS	1.2	1.3	1.5	1.6	1.7
EPS	1.2	1.3	1.5	1.6	1.7
DPS	1.2	1.3	1.5	1.6	1.7
BV/share	5.4	5.4	5.5	5.5	5.6
CFO/share	1.9	1.2	1.4	1.7	1.6
FCF/share	1.8	1.1	1.3	1.6	1.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	20.4	8.3	7.2	6.8	5.0
Net profit (%)	41.8	10.9	10.7	9.2	7.1
EPS (%)	41.8	10.9	10.7	9.2	7.1
Normalized profit (%)	41.8	10.9	10.7	9.2	7.1
Normalized EPS (%)	41.8	10.9	10.7	9.2	7.1
Dividend payout ratio (%)	99.8	99.8	99.8	99.8	99.8
Operating performance					
Gross margin (%)	48.0	50.1	50.6	51.0	51.3
Operating margin (%)	15.9	16.5	17.1	17.4	17.8
EBITDA margin (%)	18.0	18.9	18.8	18.7	18.9
Net margin (%)	13.2	13.5	14.0	14.3	14.6
D/E (incl. minor) (x)	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	0.0
Interest coverage - EBIT (x)	116.0	66.3	80.9	150.9	201.6
Interest coverage - EBITDA (x)	131.9	75.7	89.2	162.4	214.2
ROA - using norm profit (%)	15.3	16.5	18.5	20.9	22.3
ROE - using norm profit (%)	22.6	24.8	27.2	29.4	31.1
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	22.6	24.8	27.3	29.5	31.2
- asset turnover (x)	1.2	1.2	1.3	1.5	1.5
- operating margin (%)	16.4	17.1	17.6	18.0	18.3
- leverage (x)	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4
- interest burden (%)	99.2	98.5	98.8	99.4	99.5
- tax burden (%)	80.9	80.2	80.2	80.0	80.0
WACC (%)	7.6	7.6	7.6	8.1	8.1
ROIC (%)	21.7	27.5	28.0	29.0	30.8
NOPAT (Bt m)	406	455	503	547	586
invested capital (Bt m)	1,657	1,800	1,888	1,904	1,967

Sources: Company data, Thanachart estimates

*High profitability
company*

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.

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

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) 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:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาต จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 89.96 โดย ธนชาต จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.31 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP มีการรวมร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต 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:* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น ผู้ร่วมจัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่าย ให้กับบริษัท บริษัท โมชิ โมชิ รีเทล คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) Moshi Moshi Retail Corporation Pcl (MOSHI) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2567 ชุดที่ 1-5 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2569-79" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 5/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2569-71" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท ศรีสวัสดิ์ แคปปิตอล 1969 จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ ครั้งที่ 2/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2569-71 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท สหกลอคิวเบินท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ ครั้งที่ 1/2567 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2569 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy พิมพ์ภา นิการุณ, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ Tel: 662-779-9105 pattarawan.wan@thanachartsec.co.th
สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์ Tel: 662-483-8296 nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th	อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรอ พัทธดนย์ บุณนาค Tel: 662-483-8298 pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ Tel: 662-779-9109 phannarai.von@thanachartsec.co.th
ยานยนต์, หินผา, Property Fund, REITs, บันทึ รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th	ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน สรัชดา ศรทรง Tel: 662-779-9106 sarachada.sor@thanachartsec.co.th	ขนส่ง, รับเหมา ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์ Tel: 662-779-9112 saksid.pha@thanachartsec.co.th
Small Cap, การแพทย์, โรงแรม ศิริพร อรุโณทัย Tel: 662-779-9113 siriporn.aru@thanachartsec.co.th	พลังงาน, อิโตรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ Tel: 662-779-9110 yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล Tel: 662-779-9115 lapinee.dib@thanachartsec.co.th
วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง Tel: 662-779-9123 witchanan.tam@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล Tel: 662-483-8304 thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์ Tel: 662-483-8303 sittichet.run@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA Tel: 662-779-9107 nariporn.kla@thanachartsec.co.th		

Data Support Team

มณฑุดี เพชรแสงใสกุล Tel: 662-779-9108 monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ Tel: 662-779-9114 varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต Tel: 662-779-9117 sunset.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปรางค์ Tel: 662-779-9116 suksawat.lim@thanachartsec.co.th	สุจินตนา สถาพร Tel: 662-779-9198 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