

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 27.00

Upside : 17.4%

(Unchanged)

17 SEPTEMBER 2024

Small Cap Research

Sabina Pcl. (SABINA TB)

หุ้นเล็กที่ให้ผลตอบแทนที่ดี

เราคำแนะนำ "ซื้อ" SABINA เนื่องจากเรามองว่าเป็นหุ้นเล็กที่มีความสามารถในการทำกำไรสูง SABINA เป็นผู้นำตลาดในอุตสาหกรรมนี้ และให้อัตราผลตอบแทนปันผล 6-7% จากแนวโน้มการเติบโตของกำไรในระดับเฉลี่ยที่ 7% และให้ ROE 26-30% ในปี 2024-26F

เป็นตัวเลือกที่ดี คงคำแนะนำ "ซื้อ"

เราคำแนะนำ "ซื้อ" SABINA โดยให้ราคาเป้าหมาย (ปรับมาใช้ปีฐาน 2025F) ที่ 27.0 บาท เนื่องจาก 1) SABINA เป็นผู้นำสองอันดับแรกในตลาดชุดชั้นในสตรีของไทย และมีการรับรู้แบรนด์ที่แข็งแกร่ง 2) SABINA ยังคงได้ส่วนแบ่งตลาดเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยเพิ่มขึ้นจาก 10.8% ในปี 2013 เป็น 12.3% ในปี 2023 ส่วนแบ่งตลาดของคู่แข่งรายใหญ่อันดับบริษัท ไทยวาโก้ จำกัด (มหาชน) (WACOAL, Unrated) ลดลงจาก 18.0% เป็น 12.9% ในช่วงเวลาเดียวกัน 3) แม้ว่ากำไรจะเติบโตไม่มากนักที่ 5/10/7% ในปี 2024-26F หลังจากมีการปรับลดกำไร 4-5% ต่อปีเพื่อสะท้อนเศรษฐกิจที่อ่อนแอลง แต่เราคาดว่า SABINA จะให้อัตราผลตอบแทนปันผลที่ดีที่ 6.1-7.1% ในปี 2024-26F นอกจากนี้ยังเป็นบริษัทที่ทำกำไรได้สูง โดยมี ROE อยู่ที่ 26-30% ในปี 2024-26F อีกด้วย

ปัจจุบันเป็นผู้นำตลาด

SABINA ยังคงครองส่วนแบ่งตลาดเพิ่มอย่างต่อเนื่อง ท่ามกลางการบริโภคที่ชะลอตัว ยอดขายของ SABINA ใน 1H24 เติบโตขึ้น 5% y-y เทียบกับของ WACOAL ที่ลดลง 9% y-y SABINA แซง WACOAL ขึ้นเป็นผู้เล่นรายใหญ่ที่สุดในตลาดชุดชั้นในสตรีใน 1H24 หลังจากมียอดขาย 1.8 พันลบ. แซงหน้า WACOAL ที่ 1.7 พันลบ. นอกจากนี้ อัตรากำไรสุทธิของ SABINA ใน 1H24 ที่ 13.4% ยังสูงกว่า WACOAL ที่ 2.6% มาก ด้วยช่องทางการจัดจำหน่ายและการจัดหาสินค้าที่มีการบริหารจัดการที่ดี คุณภาพสินค้าและบริการที่ดีในราคาที่สามารถแข่งขันได้ และกลยุทธ์การตลาดที่มีประสิทธิภาพ เราคาดว่ายอดขายของ SABINA จะยังคงเติบโต 7/7/6% ในปี 2024-26F ขณะเดียวกัน คาดว่าอัตรากำไรจากการดำเนินงานจะเพิ่มขึ้นเป็น 16.5/16.9/17.1% ในปี 2024-26 จาก 16.5% ในปี 2023

มีความสามารถในการทำกำไรได้สูง

ธุรกิจของ SABINA มีความสามารถในการทำกำไรได้สูง โดยมี ROE ที่ 24.8% ในปี 2023 และเราคาดว่าจะเพิ่มเป็น 26-30% ในปี 2024-26F แม้เป็นบริษัทที่มีสถานะเป็นเงินสดสุทธิ ด้วยสถานะเป็นเงินสดสุทธิ และมี EBITDA แข็งแกร่งที่ 712 ลบ. ต่อปี เทียบกับ capex ราว 30 ลบ.ต่อปี ในปี 2024-26F SABINA จึงจ่ายเงินปันผลที่ดีได้ ในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา อัตราการจ่ายเงินปันผลอยู่ที่ 100% เทียบกับนโยบายขั้นต่ำที่ 40% เราคาดว่า จะยังคงอยู่ที่ 100% และคาดว่าเงินปันผลต่อหุ้นอยู่ที่ 1.40 บาท/1.54 บาท ในปี 2024-25F ซึ่งหมายถึงอัตราผลตอบแทนปันผลที่ 6.1-6.7%

ได้รับผลกระทบจากค่าแรงที่เพิ่มขึ้นจำกัด

การปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำเป็น 400 บาท ในเดือนตุลาคม 2024 เป็นความกังวลของตลาด ต้นทุนพนักงานของ SABINA (ไม่รวมฝ่ายบริหาร) คิดเป็น 21% ของต้นทุนรวม (ต้นทุนขาย และค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร) ในปี 2023 แต่อย่างไรก็ตาม SABINA ได้เตรียมพร้อมสำหรับเรื่องนี้ตั้งแต่ปี 2023 โดยลงทุนในเครื่องจักรเพิ่มเติมเพื่อทดแทนพนักงานบางส่วน นอกจากนี้ บริษัทฯ ยังนำเข้าผลิตภัณฑ์สำเร็จรูปจากจีนและเวียดนามมากขึ้น การประหยัดต้นทุนพนักงานตั้งแต่เดือนตุลาคม 2023 ถึงเดือนตุลาคม 2024 ดูเหมือนว่าจะชดเชยต้นทุนที่เพิ่มขึ้นจากการขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำได้ เราได้รวมการปรับขึ้นค่าแรงในตัวเลขของเราตั้งแต่บทวิเคราะห์ครั้งก่อนแล้ว

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปซ้ำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



SIRIPORN ARUNOTHAI

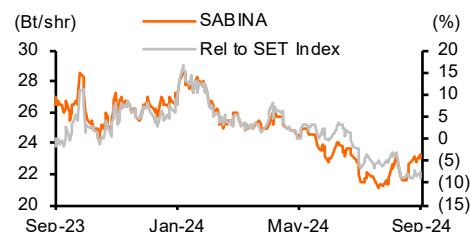
662 - 779 9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

COMPANY VALUATION

| Y/E Dec (Bt m) | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| Sales | 3,431 | 3,663 | 3,930 | 4,146 |
| Net profit | 463 | 488 | 536 | 572 |
| Consensus NP | — | 513 | 553 | 603 |
| Diff frm cons (%) | — | (4.9) | (3.2) | (5.3) |
| Norm profit | 463 | 488 | 536 | 572 |
| Prev. Norm profit | — | 512 | 559 | 599 |
| Chg frm prev (%) | — | (4.7) | (4.1) | (4.6) |
| Norm EPS (Bt) | 1.3 | 1.4 | 1.5 | 1.6 |
| Norm EPS grw (%) | 10.9 | 5.4 | 9.9 | 6.7 |
| Norm PE (x) | 17.3 | 16.4 | 14.9 | 14.0 |
| EV/EBITDA (x) | 12.2 | 11.9 | 11.1 | 10.6 |
| P/BV (x) | 4.3 | 4.2 | 4.2 | 4.1 |
| Div yield (%) | 5.8 | 6.1 | 6.7 | 7.1 |
| ROE (%) | 24.8 | 26.0 | 28.3 | 29.9 |
| Net D/E (%) | (3.6) | (1.5) | (1.7) | 1.3 |

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

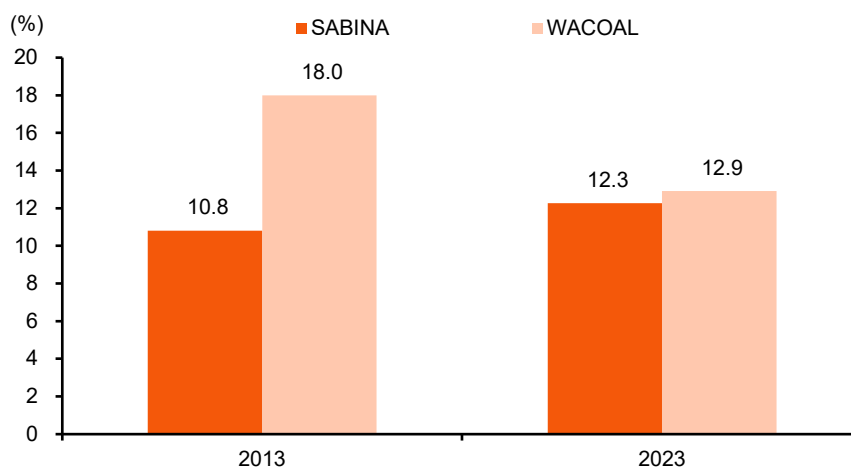
| | |
|-----------------------------|-----------------------------|
| Price as of 17-Sep-24 (Bt) | 23.00 |
| Market Cap (US\$ m) | 240.1 |
| Listed Shares (m shares) | 347.5 |
| Free Float (%) | 47.3 |
| Avg Daily Turnover (US\$ m) | 0.5 |
| 12M Price H/L (Bt) | 28.50/21.10 |
| Sector | Fashion |
| Major Shareholder | Thanalongkorn Family 52.42% |

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P7

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

Ex 1: Market Share Comparison



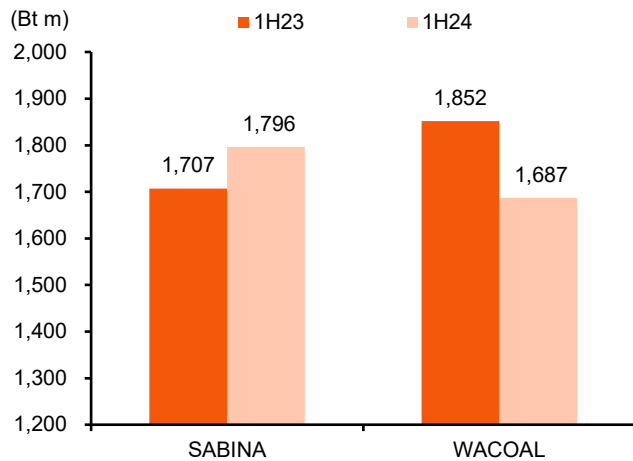
Sources: SET, Thanachart compilation

Ex 2: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

| | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|---------------------------------|------|--------|--------|-------|-------|
| Offline sales growth (%) | | | | | |
| - New | 24.7 | 5.6 | 2.7 | 2.7 | 2.4 |
| - Old | | | 6.2 | 3.9 | 2.4 |
| - Change (ppt) | | | (3.5) | (1.2) | 0.0 |
| Online sales growth (%) | | | | | |
| - New | 20.7 | 33.6 | 26.4 | 15.0 | 10.2 |
| - Old | | | 16.2 | 12.1 | 9.3 |
| - Change (ppt) | | | 10.2 | 2.9 | 0.9 |
| OEM growth (%) | | | | | |
| - New | 18.1 | (29.4) | (37.0) | 10.0 | 7.0 |
| - Old | | | (20.0) | 10.0 | 7.0 |
| - Change (ppt) | | | (17.0) | - | - |
| Gross margin (%) | | | | | |
| - New | 48.0 | 50.1 | 49.7 | 50.0 | 50.2 |
| - Old | | | 50.6 | 51.0 | 51.3 |
| - Change (ppt) | | | (0.9) | (0.9) | (1.1) |
| SG&A to sales (%) | | | | | |
| - New | 32.1 | 33.6 | 33.3 | 33.2 | 33.1 |
| - Old | | | 33.6 | 33.6 | 33.6 |
| - Change (ppt) | | | (0.3) | (0.4) | (0.5) |
| Normalized profit (Bt m) | | | | | |
| - New | 417 | 463 | 488 | 536 | 572 |
| - Old | | | 512 | 559 | 599 |
| - Change (%) | | | (4.7) | (4.1) | (4.6) |

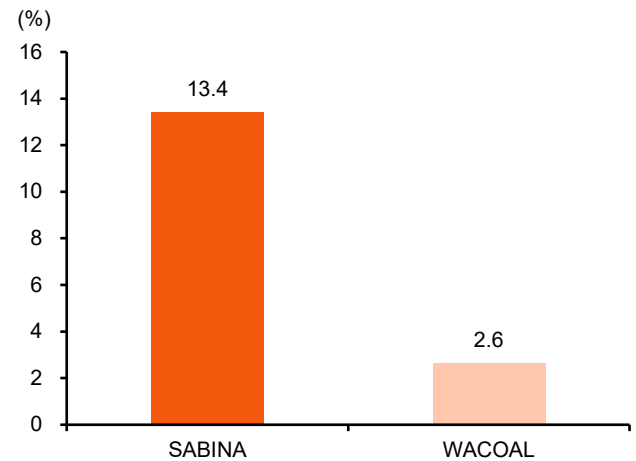
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Sales Comparison



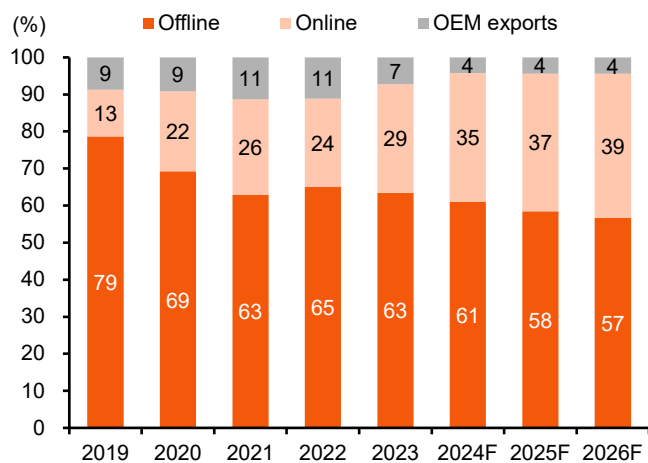
Sources: SET, Company data

Ex 4: Net Profit Margin Comparison



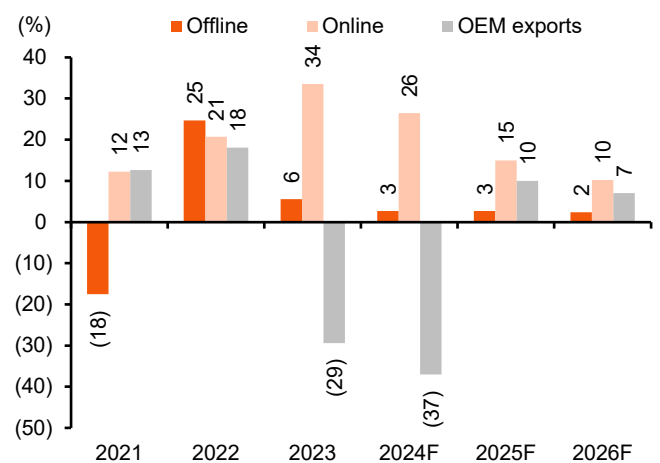
Sources: SET, Company data

Ex 5: Revenue Mix By Distribution Channel



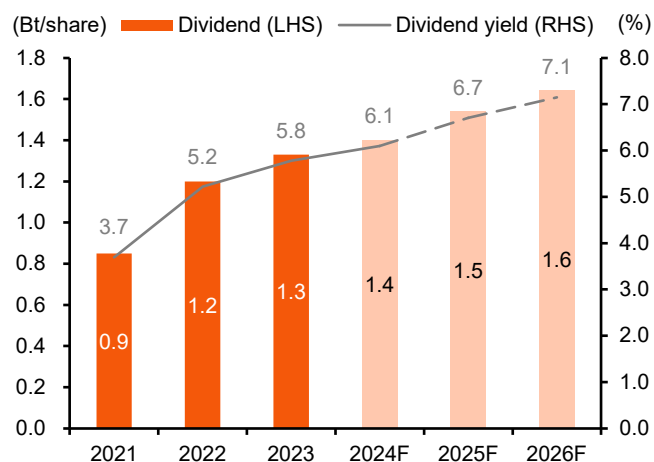
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Revenue Growth For Each Distribution Channel



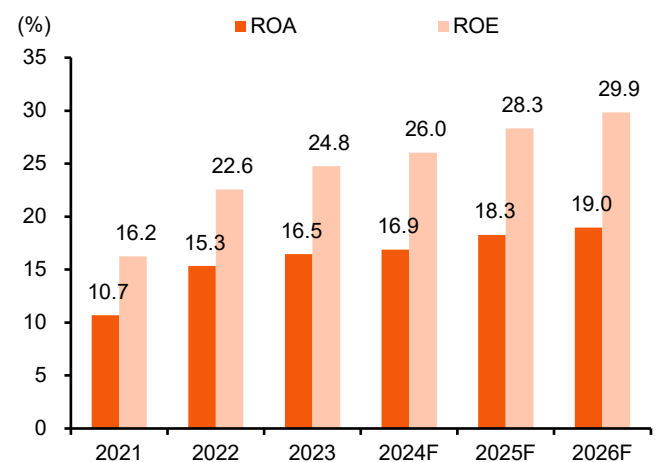
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Dividend And Dividend Yield



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: Highly Profitable Company



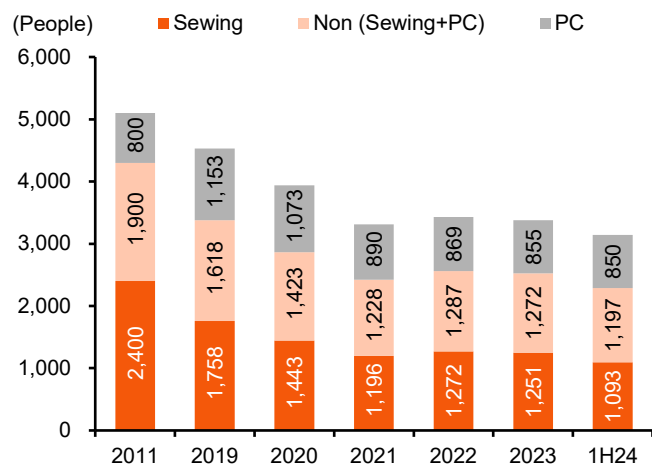
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: More Machinery With Higher Technology



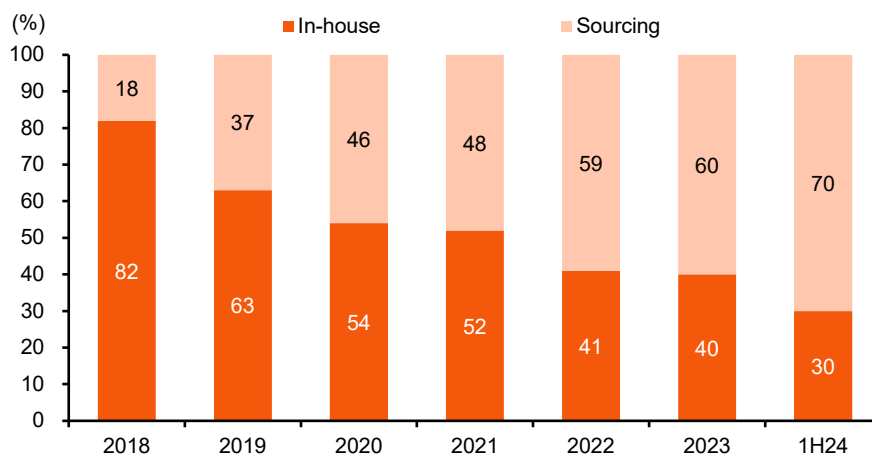
Source: Company data

Ex 10: Workforce



Source: Company data

Ex 11: Sales Mix Breakdown By Source Of Products



Source: Company data

Ex 12: No Impact From Likely Minimum Wage Increase

| (Bt m/month) | |
|---|-----|
| Cost increase from minimum wage hike from Bt351 to Bt400/day | 2.4 |
| # of staff affected = 1,861 people | |
| Cost savings from staff reduction from October 2023 to October 2024 | 4.5 |
| # of staff reduced = 432 people | |
| Net cost savings | 2.1 |

Source: Company data

Ex 13: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2025F

| (Bt m) | 2025F | 2026F | 2027F | 2028F | 2029F | 2030F | 2031F | 2032F | 2033F | 2034F | 2035F | Terminal value |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------|
| EBITDA excl. depre from right of use | 703 | 749 | 792 | 834 | 861 | 890 | 920 | 951 | 984 | 1,019 | 1,057 | — |
| Free cash flow | 522 | 524 | 566 | 610 | 650 | 672 | 694 | 718 | 743 | 770 | 797 | 12,185 |
| PV of free cash flow | 521 | 448 | 447 | 445 | 438 | 419 | 388 | 369 | 351 | 335 | 319 | 4,879 |
| Risk-free rate (%) | 3.0 | | | | | | | | | | | |
| Market risk premium (%) | 8.0 | | | | | | | | | | | |
| Beta | 0.9 | | | | | | | | | | | |
| WACC (%) | 8.2 | | | | | | | | | | | |
| Terminal growth (%) | 2.0 | | | | | | | | | | | |
| Enterprise value - add investments | 9,358 | | | | | | | | | | | |
| Net debt (end 2024F) | (29) | | | | | | | | | | | |
| Minority interest | 10 | | | | | | | | | | | |
| Equity value | 9,377 | | | | | | | | | | | |
| # of shares (m) | 347 | | | | | | | | | | | |
| Equity value / share (Bt) | 27.00 | | | | | | | | | | | |

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 14: 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 | 26.6 | 31.1 | 24.6 | 3.7 | 3.3 | 19.8 | 15.7 | 0.6 | 1.0 |
| Page Industries Ltd | PAG IN | India | na | na | na | na | na | na | na | na | na | 0.9 |
| Wacoal Holdings Corp | 3591 JP | Japan | na | na | na | 45.5 | na | na | na | na | 2.3 | 2.3 |
| PVH Corp | PVH US | US | (3.6) | 11.9 | 9.1 | 8.2 | 1.2 | 1.0 | 5.7 | 6.0 | 0.1 | 0.2 |
| Triumph Group Inc | TGI US | US | na | na | na | 27.6 | 19.9 | na | 11.5 | 10.7 | 0.0 | 0.0 |
| Hanesbrands Inc | HBI US | US | na | 65.9 | 19.6 | 11.8 | 11.8 | 7.4 | 11.1 | 11.0 | 0.0 | 0.0 |
| L Brands Inc | LB US | US | na | na | 45.0 | 24.5 | 6.1 | 6.4 | 27.5 | 19.7 | 0.4 | 1.1 |
| Sabina Pcl * | SABINA TB | Thailand | 5.4 | 9.9 | 16.4 | 14.9 | 4.2 | 4.2 | 11.9 | 11.1 | 6.1 | 6.7 |
| Average | | | 1.4 | 28.6 | 24.3 | 22.4 | 7.8 | 4.5 | 14.6 | 12.4 | 1.4 | 1.5 |

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 17 September 2024 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

SABINA เป็นผู้ผลิตและจำหน่ายชุดชั้นในสตรีรายใหญ่อันดับสองของประเทศไทย บริษัทฯ ได้เปลี่ยนรูปแบบธุรกิจที่รับจ้างผลิต (OEM) ไปเป็นเจ้าของแบรนด์ภายใต้ชื่อ “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

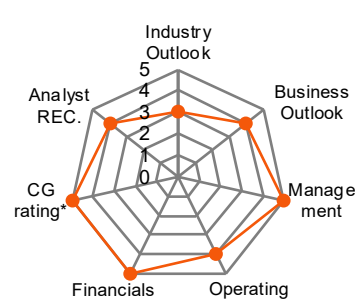
S — Strength

- 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) | 28.51 | 27.00 | -5% |
| Net profit 24F (Bt m) | 513 | 488 | -5% |
| Net profit 25F (Bt m) | 553 | 536 | -3% |
| Consensus REC | BUY: 5 | HOLD: 1 | SELL: 0 |

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าของตลาดเล็กน้อย เนื่องจากเรามุ่งมองที่ระยะยาวมากขึ้นต่ออัตราค่าไถ่ขึ้นต้น เนื่องจากการส่งเสริมการขายที่เพิ่มขึ้นจากเศรษฐกิจที่ชะลอตัว

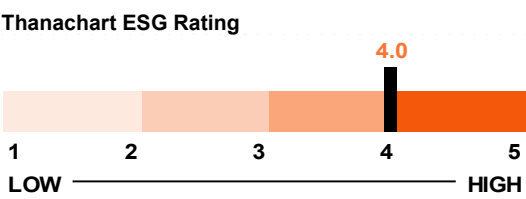
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

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 | YES | - | - | - | 52.36 | - | - | 5.0 |

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

| Factors | Our Comments |
|--|---|
| ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) <ul style="list-style-type: none">นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อมการบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้าการบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจกการบริหารจัดการน้ำการบริหารจัดการของเสีย | <ul style="list-style-type: none">SABINA มีโรงงาน 5 แห่ง เราเห็นว่า SABINA ให้ความสำคัญกับปัญหาสิ่งแวดล้อมเป็นอย่างดีSABINA ตั้งเป้าหมาย 5 ปี ในการลดการใช้ไฟฟ้าลง 1 ใน 3 โดยเริ่มตั้งแต่ปี 2019 ซึ่งกำหนดให้ลดการใช้ไฟฟ้าจาก 5,798,536 kWh ให้เหลือน้อยกว่า 3,885,019 kWh ภายในปี 2024 SABINA ตั้งเป้าปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ในปี 2065SABINA มีเป้าหมายระยะยาวในการพัฒนาระบบหมุนเวียนน้ำและปรับปรุงประสิทธิภาพการใช้น้ำ บริษัทฯ ตั้งเป้าลดการใช้น้ำลง 10% ในปี 2026 เทียบกับปี 2022SABINA ได้นำหลักการ 3R (ลด ใช้ซ้ำ และรีไซเคิล) มาใช้ โดยบริษัทฯ สามารถลดปริมาณขยะฝังกลบ และการปล่อยก๊าซเรือนกระจกได้ 9% ในปี 2023 เมื่อเทียบกับปี 2022 SABINA ยังดำเนินการจัดการขยะโดยแปลง 80% ของขยะทั้งหมดเป็นขยะรีไซเคิลผ่านการดำเนินโครงการต่างๆ ในปี 2023 |
| ด้านสังคม (SOCIAL) <ul style="list-style-type: none">การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชนการดูแลพนักงานสุขอนามัยและความปลอดภัยความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม | <ul style="list-style-type: none">SABINA มีพนักงานมากกว่า 3,000 คน มีนโยบายการโยกย้ายพนักงานภายในและการว่าจ้างผู้เกษียณอายุ ให้สวัสดิการและความช่วยเหลือที่หลากหลายแก่พนักงานโดยไม่เลือกปฏิบัติไม่ว่าจะเป็น แหล่งกำเนิด เชื้อชาติ ศาสนา เพศ และสถานภาพการสมรสSABINA ตั้งเป้าฝึกอบรมพนักงานอย่างน้อย 100% ของพนักงานทั้งหมดในแต่ละปี ด้วยเวลาอย่างน้อย 20 ชั่วโมง/คน/ปี บริษัทฯ ได้ดำเนินการสำรวจความพึงพอใจในงานและความสัมพันธ์ระหว่างพนักงานกับบริษัทฯSABINA มุ่งเน้นการสร้างผลิตภัณฑ์ที่ทำจากวัสดุที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อมและยั่งยืนให้ได้ 5% ของ SKU ทั้งหมดภายในปี 2023 เป้าหมายระยะยาวคือการบรรลุ 10% ของ SKU เหล่านี้ภายในปี 2025SABINA มอบทุนการศึกษาทั่วไปแก่นักเรียนระดับประถมศึกษาถึงอุดมศึกษาจำนวน 88 ทุน ทุนการศึกษาแก่สถาบันการศึกษาสำหรับผู้พิการจำนวน 1 ทุน และทุนการศึกษาต่อเนื่องตั้งแต่ชั้นมัธยมศึกษาปีที่ 4 ถึงระดับปริญญาตรี จำนวน 30 ทุน ในปี 2023 |
| ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) <ul style="list-style-type: none">โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัทจริยธรรมและความโปร่งใสความยั่งยืนของธุรกิจการบริหารความเสี่ยงนวัตกรรม | <ul style="list-style-type: none">SABINA มีคณะกรรมการบริษัท 13 คน โดยเป็นหญิง 7 คน สมาชิกมีทักษะและประสบการณ์ที่หลากหลายSABINA มีนโยบายต่อต้านการทุจริต และได้ลงนามในประกาศเจตจำนงในโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านการทุจริตSABINA ตระหนักถึงสิทธิของผู้ถือหุ้นทั้งหมด และมีนโยบายที่จะรับรองความสำคัญของสิทธิเหล่านั้น โดยการจัดลำดับความสำคัญของผู้ถือหุ้นอย่างเหมาะสมSABINA มีนโยบายการดำเนินงานเพื่อความยั่งยืนสำหรับทุกหน่วย เพื่อใช้และบูรณาการแผนปฏิบัติการเพื่อกำหนดทิศทางเพื่อประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้นSABINA ไม่เพียงแต่ตั้งเป้าการผลิตสินค้าที่ตรงกับความต้องการของลูกค้าในปัจจุบันเท่านั้น แต่ยังสร้างสรรค์นวัตกรรมเพื่อสร้างผลิตภัณฑ์ที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อมที่ใช้วัสดุและกระบวนการที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม |

Sources: Company data, Thanachart

Online channel is the key driver for SABINA's sales growth

INCOME STATEMENT

| FY ending Dec (Bt m) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|-----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Sales | 3,168 | 3,431 | 3,663 | 3,930 | 4,146 |
| Cost of sales | 1,647 | 1,710 | 1,842 | 1,963 | 2,065 |
| Gross profit | 1,520 | 1,721 | 1,821 | 1,966 | 2,081 |
| % gross margin | 48.0% | 50.1% | 49.7% | 50.0% | 50.2% |
| Selling & administration expenses | 1,018 | 1,154 | 1,218 | 1,304 | 1,372 |
| Operating profit | 502 | 567 | 603 | 663 | 708 |
| % operating margin | 15.9% | 16.5% | 16.5% | 16.9% | 17.1% |
| Depreciation & amortization | 69 | 81 | 65 | 52 | 46 |
| EBITDA | 571 | 648 | 668 | 715 | 754 |
| % EBITDA margin | 18.0% | 18.9% | 18.2% | 18.2% | 18.2% |
| Non-operating income | 18 | 19 | 19 | 20 | 20 |
| Non-operating expenses | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Interest expense | (4) | (9) | (10) | (11) | (11) |
| Pre-tax profit | 516 | 578 | 612 | 672 | 717 |
| Income tax | 99 | 114 | 122 | 134 | 143 |
| After-tax profit | 417 | 464 | 489 | 538 | 574 |
| % net margin | 13.2% | 13.5% | 13.4% | 13.7% | 13.8% |
| Shares in affiliates' Earnings | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Minority interests | 0 | (1) | (1) | (2) | (2) |
| Extraordinary items | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| NET PROFIT | 417 | 463 | 488 | 536 | 572 |
| Normalized profit | 417 | 463 | 488 | 536 | 572 |
| EPS (Bt) | 1.2 | 1.3 | 1.4 | 1.5 | 1.6 |
| Normalized EPS (Bt) | 1.2 | 1.3 | 1.4 | 1.5 | 1.6 |

BALANCE SHEET

| FY ending Dec (Bt m) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| ASSETS: | | | | | |
| Current assets: | 2,201 | 2,284 | 2,317 | 2,392 | 2,497 |
| Cash & cash equivalent | 528 | 440 | 415 | 415 | 415 |
| Account receivables | 472 | 382 | 401 | 431 | 454 |
| Inventories | 1,126 | 1,380 | 1,413 | 1,452 | 1,528 |
| Others | 74 | 83 | 88 | 95 | 100 |
| Investments & loans | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Net fixed assets | 241 | 250 | 241 | 222 | 204 |
| Other assets | 299 | 346 | 341 | 350 | 361 |
| Total assets | 2,740 | 2,880 | 2,899 | 2,965 | 3,062 |
| LIABILITIES: | | | | | |
| Current liabilities: | 670 | 779 | 791 | 822 | 890 |
| Account payables | 289 | 269 | 303 | 323 | 339 |
| Bank overdraft & ST loans | 317 | 373 | 386 | 382 | 439 |
| Current LT debt | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Others current liabilities | 64 | 136 | 102 | 117 | 111 |
| Total LT debt | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Others LT liabilities | 201 | 227 | 218 | 227 | 235 |
| Total liabilities | 871 | 1,005 | 1,009 | 1,048 | 1,125 |
| Minority interest | 1 | 8 | 10 | 11 | 13 |
| 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 | 1,316 | 1,341 | 1,360 |
| Shareholders' equity | 1,868 | 1,867 | 1,880 | 1,905 | 1,924 |
| Liabilities & equity | 2,740 | 2,880 | 2,899 | 2,965 | 3,062 |

Sources: Company data, Thanachart estimates

No significant new investments planned in 2024-26

CASH FLOW STATEMENT

*Strong and sustainable
cash inflow streams*

| FY ending Dec (Bt m) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|-----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Earnings before tax | 516 | 578 | 612 | 672 | 717 |
| Tax paid | (90) | (65) | (142) | (117) | (146) |
| Depreciation & amortization | 69 | 81 | 65 | 52 | 46 |
| Chg In working capital | 145 | (183) | (19) | (49) | (82) |
| Chg In other CA & CL / minorities | 3 | 21 | (21) | (9) | (8) |
| Cash flow from operations | 642 | 432 | 495 | 550 | 526 |
| 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) | (28) | (15) | (11) |
| Cash flow from investments | (12) | (113) | (58) | (35) | (31) |
| Debt financing | (77) | 56 | 13 | (4) | 57 |
| Capital increase | 0 | 0 | (1) | 0 | 0 |
| Dividends paid | (299) | (435) | (474) | (511) | (553) |
| Warrants & other surplus | (80) | (28) | 0 | 0 | 0 |
| Cash flow from financing | (456) | (407) | (462) | (515) | (496) |
| Free cash flow | 608 | 382 | 465 | 530 | 506 |

VALUATION

*Inexpensive valuation, in
our view*

| FY ending Dec | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Normalized PE (x) | 19.1 | 17.3 | 16.4 | 14.9 | 14.0 |
| Normalized PE - at target price (x) | 22.5 | 20.3 | 19.2 | 17.5 | 16.4 |
| PE (x) | 19.1 | 17.3 | 16.4 | 14.9 | 14.0 |
| PE - at target price (x) | 22.5 | 20.3 | 19.2 | 17.5 | 16.4 |
| EV/EBITDA (x) | 13.6 | 12.2 | 11.9 | 11.1 | 10.6 |
| EV/EBITDA - at target price (x) | 16.0 | 14.4 | 14.0 | 13.1 | 12.5 |
| P/BV (x) | 4.3 | 4.3 | 4.2 | 4.2 | 4.1 |
| P/BV - at target price (x) | 5.0 | 5.0 | 5.0 | 4.9 | 4.9 |
| P/CFO (x) | 12.4 | 18.5 | 16.1 | 14.5 | 15.2 |
| Price/sales (x) | 2.5 | 2.3 | 2.2 | 2.0 | 1.9 |
| Dividend yield (%) | 5.2 | 5.8 | 6.1 | 6.7 | 7.1 |
| FCF Yield (%) | 7.6 | 4.8 | 5.8 | 6.6 | 6.3 |
| (Bt) | | | | | |
| Normalized EPS | 1.2 | 1.3 | 1.4 | 1.5 | 1.6 |
| EPS | 1.2 | 1.3 | 1.4 | 1.5 | 1.6 |
| DPS | 1.2 | 1.3 | 1.4 | 1.5 | 1.6 |
| BV/share | 5.4 | 5.4 | 5.4 | 5.5 | 5.5 |
| CFO/share | 1.9 | 1.2 | 1.4 | 1.6 | 1.5 |
| FCF/share | 1.8 | 1.1 | 1.3 | 1.5 | 1.5 |

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

*Highly profitable
company*

| FY ending Dec | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Growth Rate | | | | | |
| Sales (%) | 20.4 | 8.3 | 6.8 | 7.3 | 5.5 |
| Net profit (%) | 41.8 | 10.9 | 5.4 | 9.9 | 6.7 |
| EPS (%) | 41.8 | 10.9 | 5.4 | 9.9 | 6.7 |
| Normalized profit (%) | 41.8 | 10.9 | 5.4 | 9.9 | 6.7 |
| Normalized EPS (%) | 41.8 | 10.9 | 5.4 | 9.9 | 6.7 |
| Dividend payout ratio (%) | 99.8 | 99.8 | 99.8 | 99.8 | 99.8 |
| Operating performance | | | | | |
| Gross margin (%) | 48.0 | 50.1 | 49.7 | 50.0 | 50.2 |
| Operating margin (%) | 15.9 | 16.5 | 16.5 | 16.9 | 17.1 |
| EBITDA margin (%) | 18.0 | 18.9 | 18.2 | 18.2 | 18.2 |
| Net margin (%) | 13.2 | 13.5 | 13.4 | 13.7 | 13.8 |
| D/E (incl. minor) (x) | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| Net D/E (incl. minor) (x) | (0.1) | (0.0) | (0.0) | (0.0) | 0.0 |
| Interest coverage - EBIT (x) | 116.0 | 66.3 | 57.7 | 62.7 | 62.7 |
| Interest coverage - EBITDA (x) | 131.9 | 75.7 | 63.9 | 67.7 | 66.8 |
| ROA - using norm profit (%) | 15.3 | 16.5 | 16.9 | 18.3 | 19.0 |
| ROE - using norm profit (%) | 22.6 | 24.8 | 26.0 | 28.3 | 29.9 |
| DuPont | | | | | |
| ROE - using after tax profit (%) | 22.6 | 24.8 | 26.1 | 28.4 | 30.0 |
| - asset turnover (x) | 1.2 | 1.2 | 1.3 | 1.3 | 1.4 |
| - operating margin (%) | 16.4 | 17.1 | 17.0 | 17.4 | 17.6 |
| - leverage (x) | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.6 |
| - interest burden (%) | 99.2 | 98.5 | 98.3 | 98.5 | 98.4 |
| - tax burden (%) | 80.9 | 80.2 | 80.0 | 80.0 | 80.0 |
| WACC (%) | 7.7 | 7.7 | 7.7 | 8.2 | 8.2 |
| ROIC (%) | 21.7 | 27.5 | 26.8 | 28.6 | 30.3 |
| NOPAT (Bt m) | 406 | 455 | 483 | 530 | 567 |
| invested capital (Bt m) | 1,657 | 1,800 | 1,851 | 1,872 | 1,949 |

Sources: Company data, Thanachart estimates

ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

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

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

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

SETESG Index (SETESG)

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

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

SET ESG Index (SET ESG)

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

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

ESG Book's Disclaimer

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

MSCI ESG Research LLC

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

"Although [User ENTITY NAME's] information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or redisseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

| Score range | Description |
|--------------|---|
| CCC - B | LAGGARD: A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks |
| BB - BBB - A | AVERAGE : A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers |
| AA - AAA | LEADER: A company leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities |

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) are a family of best-in-class benchmarks for investors who have recognized that sustainable business practices are critical to generating long-term shareholder value and who wish to reflect their sustainability convictions in their investment portfolios. The family was launched in 1999 as the first global sustainability benchmark and tracks the stock performance of the world's leading companies in terms of economic, environmental and social criteria. Created jointly by S&P Dow Jones Indices and SAM, the DJSI combine the experience of an established index provider with the expertise of a specialist in Sustainable Investing to select the most sustainable companies from across 61 industries. The indices serve as benchmarks for investors who integrate sustainability considerations into their portfolios, and provide an effective engagement platform for investors who wish to encourage companies to improve their corporate sustainability practices.

S&P Global Market Intelligence

Copyright © 2021, S&P Global Market Intelligence (and its affiliates as applicable). Reproduction of any information, opinions, views, data or material, including ratings ("Content") in any form is prohibited except with the prior written permission of the relevant party. Such party, its affiliates and suppliers ("Content Providers") do not guarantee the accuracy, adequacy, completeness, timeliness or availability of any Content and are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, or for the results obtained from the use of such Content. In no event shall Content Providers be liable for any damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including lost income or lost profit and opportunity costs) in connection with any use of the Content. A reference to a particular investment or security, a rating or any observation concerning an investment that is part of the Content is not a recommendation to buy, sell or hold such investment or security, does not address the suitability of an investment or security and should not be relied on as investment advice. Credit ratings are statements of opinions and are not statements of fact.

ESG risk combines the concepts of management and exposure to arrive at an absolute assessment of ESG risk. We identify five categories of ESG risk severity that could impact a company's enterprise value

Moody's ESG Solutions

© 2022 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. and/or their licensors and affiliates (collectively, "MOODY'S"). All rights reserved.

CREDIT RATINGS ISSUED BY MOODY'S CREDIT RATINGS AFFILIATES ARE THEIR CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES, AND MATERIALS, PRODUCTS, SERVICES AND INFORMATION PUBLISHED BY MOODY'S (COLLECTIVELY, "PUBLICATIONS") MAY INCLUDE SUCH CURRENT OPINIONS. MOODY'S DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT OR IMPAIRMENT. SEE APPLICABLE MOODY'S RATING SYMBOLS AND DEFINITIONS PUBLICATION FOR INFORMATION ON THE TYPES OF CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS ADDRESSED BY MOODY'S CREDIT RATINGS. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS, NON-CREDIT ASSESSMENTS ("ASSESSMENTS"), AND OTHER OPINIONS INCLUDED IN MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. MOODY'S PUBLICATIONS MAY ALSO INCLUDE QUANTITATIVE MODEL-BASED ESTIMATES OF CREDIT RISK AND RELATED OPINIONS OR COMMENTARY PUBLISHED BY MOODY'S ANALYTICS, INC. AND/OR ITS AFFILIATES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT CONSTITUTE OR PROVIDE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT AND DO NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MOODY'S ISSUES ITS CREDIT RATINGS,

ASSESSMENTS AND OTHER OPINIONS AND PUBLISHES ITS PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS, AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS OR PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT MOODY'S PRIOR WRITTEN CONSENT.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY ANY PERSON AS A BENCHMARK AS THAT TERM IS DEFINED FOR REGULATORY PURPOSES AND MUST NOT BE USED IN ANY WAY THAT COULD RESULT IN THEM BEING CONSIDERED A BENCHMARK.

All information contained herein is obtained by MOODY'S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. MOODY'S adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources MOODY'S considers to be reliable including, when appropriate, independent third-party sources. However, MOODY'S is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the rating process or in preparing its Publications.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability to any person or entity for any indirect, special, consequential, or incidental losses or damages whatsoever arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information, even if MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers is advised in advance of the possibility of such losses or damages, including but not limited to: (a) any loss of present or prospective profits or (b) any loss or damage arising where the relevant financial instrument is not the subject of a particular credit rating assigned by MOODY'S.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability for any direct or compensatory losses or damages caused to any person or entity, including but not limited to by any negligence (but excluding fraud, willful misconduct or any other type of liability that, for the avoidance of doubt, by law cannot be excluded) on the part of, or any contingency within or beyond the control of, MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers, arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information.

NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY CREDIT RATING, ASSESSMENT, OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY'S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.

Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc. have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc. for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from \$1,000 to approximately \$5,000,000. MCO and Moody's Investors Service also maintain policies and procedures to address the independence of Moody's Investors Service credit ratings and credit rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold credit ratings from Moody's Investors Service and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at www.moody.com under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy."

Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors.

Additional terms for Japan only: Moody's Japan K.K. ("MJKK") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Group Japan G.K., which is wholly-owned by Moody's Overseas Holdings Inc., a wholly-owned subsidiary of MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of MJKK. MSFJ is not a Nationally Recognized Statistical Rating Organization ("NRSRO"). Therefore, credit ratings assigned by MSFJ are Non-NRSRO Credit Ratings. Non-NRSRO Credit Ratings are assigned by an entity that is not a NRSRO and, consequently, the rated obligation will not qualify for certain types of treatment under U.S. laws. MJKK and MSFJ are credit rating agencies registered with the Japan Financial Services Agency and their registration numbers are FSA Commissioner (Ratings) No. 2 and 3 respectively.

Additional terms for Hong Kong only: Any Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the Hong Kong Securities and Futures Ordinance ("SFO") is issued by Vigeo Eiris Hong Kong Limited, a company licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission to carry out the regulated activity of advising on securities in Hong Kong. This Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the SFO is intended for distribution only to "professional investors" as defined in the SFO and the Hong Kong Securities and Futures (Professional Investors) Rules. This Second Party Opinion or other opinion must not be distributed to or used by persons who are not professional investors.

MJKK or MSFJ (as applicable) hereby disclose that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MJKK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to MJKK or MSFJ (as applicable) for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY125,000 to approximately JPY550,000,000.

MJKK and MSFJ also maintain policies and procedures to address Japanese regulatory requirements.

Refinitiv ESG

These Terms of Use govern your access or use of the ESG information and materials on the Refinitiv website and any AI powered voice assistance software ("Refinitiv ESG Information"). 2020© Refinitiv. All rights reserved. Refinitiv ESG Information is proprietary to Refinitiv Limited and/or its affiliates ("Refinitiv").

The Refinitiv ESG Information is for general informational and non-commercial purposes only. Reproduction, redistribution or any other form of copying or transmission of the Refinitiv ESG Information is prohibited without Refinitiv's prior written consent.

All warranties, conditions and other terms implied by statute or common law including, without limitation, warranties or other terms as to suitability, merchantability, satisfactory quality and fitness for a particular purpose, are excluded to the maximum extent permitted by applicable laws. The Refinitiv ESG Information is provided "as is" and Refinitiv makes no express or implied warranties, representations or guarantees concerning the accuracy, completeness or currency of the information in this service or the underlying Third Party Sources (as defined below). You assume sole responsibility and entire risk as to the suitability and results obtained from your use of the Refinitiv ESG Information.

The Refinitiv ESG Information does not amount to financial, legal or other professional advice, nor does it constitute: (a) an offer to purchase shares in the funds referred to; or (b) a recommendation relating to the sale and purchase of instruments; or (c) a recommendation to take any particular legal, compliance and/or risk management decision. Investors should remember that past performance is not a guarantee of future results.

The Refinitiv ESG Information will not be used to construct or calculate and index or a benchmark, used to create any derivative works or used for commercial purposes. Refinitiv's disclaimer in respect of Benchmark Regulations applies to the Refinitiv ESG Information.

No responsibility or liability is accepted by Refinitiv its affiliates, officers, employees or agents (whether for negligence or otherwise) in respect of the Refinitiv ESG Information, or for any inaccuracies, omissions, mistakes, delays or errors in the computation and compilation of the Refinitiv ESG Information (and Refinitiv shall not be obliged to advise any person of any error therein). For the avoidance of doubt, in no event will Refinitiv have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) relating to any use of the Refinitiv ESG Information.

You agree to indemnify, defend and hold harmless Refinitiv from and against any claims, losses, damages, liabilities, costs and expenses, including, without limitation, reasonable legal and experts' fees and costs, as incurred, arising in any manner out of your use of, or inability to use, any Information contained on the Refinitiv web site or obtained via any AI powered voice assistance software.

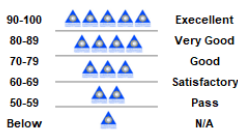
You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.

By accepting these Terms of Use you are also expressly agreeing to the following Refinitiv's website Terms of Use.

Refinitiv ESG scores are derived from third party publicly available sources ("Third Party Sources") and are formulated on the basis of Refinitiv own transparent and objectively applied methodology. Refinitiv's ESG Information methodology can be accessed [here](#).

| Score range | Description | |
|-------------|-----------------|---|
| 0 to 25 | First Quartile | Scores within this range indicates poor relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly. |
| > 25 to 50 | Second Quartile | Scores within this range indicates satisfactory relative ESG performance and moderate degree of transparency in reporting material ESG data publicly. |
| > 50 to 75 | Third Quartile | Scores within this range indicates good relative ESG performance and above average degree of transparency in reporting material ESG data publicly. |
| > 75 to 100 | Fourth Quartile | Score within this range indicates excellent relative ESG performance and high degree of transparency in reporting material ESG data publicly. |

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



Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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 ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TCAP) ถือหุ้น 89.96% ในบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP ยังเป็นผู้ถือหุ้น 100% ในบริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดย TCAP และ Thanachart SPV1 Co. Ltd ถือหุ้นรวมกันทั้งทางตรงและทางอ้อมใน บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) อยู่ในสัดส่วนร้อยละ 60

หมายเหตุ: บริษัททุนธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.35 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: บริษัททุนธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรสมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทุนธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีการรวมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมอศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น Joint Lead Underwriter ให้กับบริษัท บริษัท ยูโรเอเชีย โทเทิล โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) Euroasia Total Logistics Pcl (ETL) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: * "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท ศรีสวัสดิ์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 4/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2570-72 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: * "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 7/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2569-71 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

Thanachart Research Team

| | | |
|--|--|---|
| หัวหน้าฝ่าย, Strategy พิมพ์ผกา นิการุณ, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th | กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พัฒนทรัพย์กุล, CFA 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, เติบเรื่อ พัทธดนย์ บุญนาค Tel: 662-483-8298 pattadol.bun@thanachartsec.co.th | อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ Tel: 662-779-9109 phannarai.von@thanachartsec.co.th |
| ยานยนต์, หินคมฯ, 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 , บีโตรเคมี 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 ลิมาวงษ์ปราชญ์ 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