

SELL (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 14.50

Downside : 11.0%

(From: Bt 15.00)

9 OCTOBER 2025

Small Cap Research

Sabina Pcl. (SABINA TB)

การบริโภคอ่อนแอ

เราได้ปรับลดกำไรของ SABINA ปี 2025-27F ลง 3-4% ต่อปี และปรับราคาเป้าหมายลงเหลือ 14.5 บาท เนื่องจากยอดขายออฟไลน์ที่อ่อนแอและแรงกดดันด้านอัตรากำไร แม้บริษัทจะมีอัตราผลตอบแทนปันผลที่ดี แต่เรายังมองไม่น่าสนใจ เนื่องจากกำไรที่เติบโตไม่มาก และต้นทุนแพลตฟอร์มออนไลน์ที่สูงขึ้น เราจึงคงคำแนะนำ “ขาย” SABINA



SIRIPORN ARUNOTHAI

662-779-9119

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

ปรับประมาณการกำไร และราคาเป้าหมาย

เราได้ปรับลดประมาณการกำไรปี 2025-27F ลง 3-4% ต่อปี เนื่องจากยอดขายออฟไลน์ที่อ่อนแอกว่าที่คาดและอัตรากำไรขั้นต้นที่ลดลง ราคาเป้าหมาย (ฐานปี 2026) ถูกปรับลดลงเหลือ 14.5 บาท จากเดิม 15.0 บาท เรายังคงคำแนะนำ “ขาย” SABINA 1) เราเชื่อว่ายอดขายยังคงเผชิญแรงกดดันจากการบริโภคในประเทศที่อ่อนแอ โดยคาดว่ากำไรปี 2025 จะลดลง 11% และจะเติบโตในระดับปานกลางที่ 4-5% ต่อปี ในปี 2026-27F 2) นอกจากการบริโภคที่อ่อนแอจะกดดันอัตรากำไรแล้ว ค่าธรรมเนียมช่องทางออนไลน์ที่เพิ่มขึ้นตั้งแต่ปลายเดือนกันยายน 2025 จะกดดันอัตรากำไรให้ลดลงอีก 3) เราคาดว่ากำไรใน 3Q25F จะอยู่ที่ 99 ลบ. ลดลง 10% y-y และลดลง 1% q-q เนื่องจากยอดขายออนไลน์และแรงกดดันด้านอัตรากำไร และ 4) แม้ SABINA จะมีอัตราผลตอบแทนปันผลที่น่าสนใจอยู่ที่ 7-8% ต่อปี ในปี 2025-26F แต่หุ้นกำลังซื้อขายที่ PE ที่ 13.0 เท่า ในปี 2026F ซึ่งสำหรับบริษัทขนาดเล็กที่มี EPS เติบโตเฉลี่ยติดลบ 1% ต่อปี ในช่วง 3 ปี เรามองว่ามูลค่าหุ้นค่อนข้างสูงเกินไป

ยอดขายในประเทศอ่อนแอ

สัดส่วนยอดขายของ SABINA ใน 1H25 แบ่งเป็นยอดขายออฟไลน์ 58% ยอดขายออนไลน์ 36% และยอดส่งออก 6% เศรษฐกิจที่อ่อนแอใน 1H25 ทำให้ยอดขายรวมลดลง 6% y-y ซึ่งเกิดจากยอดขายออฟไลน์ที่ลดลงถึง 12% y-y ส่วนยอดขายออนไลน์ยังคงทรงตัว y-y ขณะที่ยอดส่งออกเติบโตจากฐานที่ต่ำ สำหรับแนวโน้ม 3Q25 ยอดขายยังไม่มีสัญญาณฟื้นตัว การบริโภคในประเทศที่อ่อนแอยังคงส่งผลลบต่อยอดขายออฟไลน์ เราคาดว่ายอดขายรวมปี 2025F จะลดลงราว 5% ก่อนฟื้นตัวเติบโตเฉลี่ย 4% ต่อปี ในปี 2026-27F หนุนโดยผลของฐานที่ต่ำ

EBIT margin ยังคงภายใต้แรงกดดัน

EBIT margin ของ SABINA ลดลงจาก 16.5% ในปี 2023 เหลือ 16.0% ในปี 2024 และลดลงไปอีกเหลือ 14.7% ใน 1H25 สาเหตุหลักมาจากการเพิ่มขึ้นของกิจกรรมส่งเสริมการขาย แรงกดดันด้านอัตรากำไรมีแนวโน้มคงอยู่ เนื่องจาก Shopee, Lazada และ TikTok ได้ปรับเพิ่มค่าธรรมเนียมการชำระเงินและค่าบริการตั้งแต่ช่วงปลาย 3Q25 ซึ่ง SABINA คาดว่า EBIT margin ในแพลตฟอร์มเหล่านี้จะลดลงราว 0.8-1.5 ppt โดยยอดขายผ่านแพลตฟอร์มเหล่านี้คิดเป็นราว 15% ของรายได้รวม เราคาดว่า EBIT margin ของ SABINA จะลดลงเหลือ 15.0% ในปี 2025 ก่อนทยอยฟื้นตัวเป็น 15.1/15.2% ในปี 2026-27F

ผลการดำเนินงาน 3Q25F น่าจะอ่อนแอ

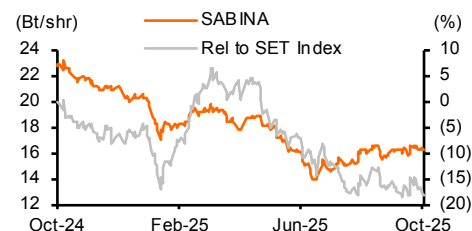
เราคาดว่ากำไรของ SABINA ใน 3Q25F จะลดลง 10% y-y และ 1% q-q มาอยู่ที่ 99 ลบ. สาเหตุหลักมาจากการขายที่อ่อนแอ โดยเฉพาะช่องทางออฟไลน์ แม้ยอดส่งออกมีแนวโน้มดีขึ้น แต่ยังไม่สามารถชดเชยผลกระทบจากยอดขายในประเทศที่ซบเซาได้ เราคาดว่ารายได้รวมใน 3Q25F จะลดลง 5% y-y และลดลง 2% q-q มาอยู่ที่ 831 ลบ. เราคาดว่า EBIT margin จะอยู่ที่ 14.5% ใน 3Q25F เทียบกับ 15.4% ใน 3Q24 และ 14.4% ใน 2Q25 การลดลง y-y เป็นผลจากรายได้ที่อ่อนแอ ขณะที่ดีขึ้นเล็กน้อย q-q สะท้อนถึงการควบคุมต้นทุนที่ดีขึ้น

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่ผู้ลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	3,566	3,380	3,530	3,655
Net profit	464	415	434	452
Consensus NP	—	426	446	463
Diff frm cons (%)	—	(2.4)	(2.6)	(2.3)
Norm profit	464	415	434	452
Prev. Norm profit	—	432	446	464
Chg frm prev (%)	—	(3.8)	(2.6)	(2.5)
Norm EPS (Bt)	1.3	1.2	1.3	1.3
Norm EPS grw (%)	0.4	(10.5)	4.6	4.0
Norm PE (x)	12.2	13.6	13.0	12.5
EV/EBITDA (x)	8.6	9.3	9.0	8.7
P/BV (x)	3.1	3.1	3.1	3.1
Div yield (%)	8.2	7.3	7.7	8.0
ROE (%)	25.1	22.8	23.9	24.8
Net D/E (%)	(5.6)	(13.5)	(10.2)	(9.0)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 9-Oct-25 (Bt)	16.30
Market Cap (US\$ m)	173.8
Listed Shares (m shares)	347.5
Free Float (%)	47.2
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.3
12M Price H/L (Bt)	23.20/13.90
Sector	Fashion
Major Shareholder	Thanalongkorn Family 52.5%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P8

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

Ex 1: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Offline sales (Bt m)					
- New	2,177	2,187	1,936	2,011	2,080
- Old			2,024	2,082	2,153
- Change (%)			(4.3)	(3.4)	(3.4)
Gross margin (%)					
- New	50.1	49.6	48.9	49.0	49.1
- Old			52.6	52.7	52.9
- Change (ppt)			(3.6)	(3.7)	(3.7)
SG&A to sales (%)					
- New	33.6	33.6	34.0	33.9	34.0
- Old			37.2	37.4	37.5
- Change (ppt)			(3.2)	(3.5)	(3.5)
EBIT margin (%)					
- New	16.5	16.0	15.0	15.1	15.2
- Old			15.4	15.3	15.4
- Change (ppt)			(0.5)	(0.3)	(0.2)
Normalized profit (Bt m)					
- New	463	464	415	434	452
- Old			432	446	464
- Change (%)			(3.8)	(2.6)	(2.5)

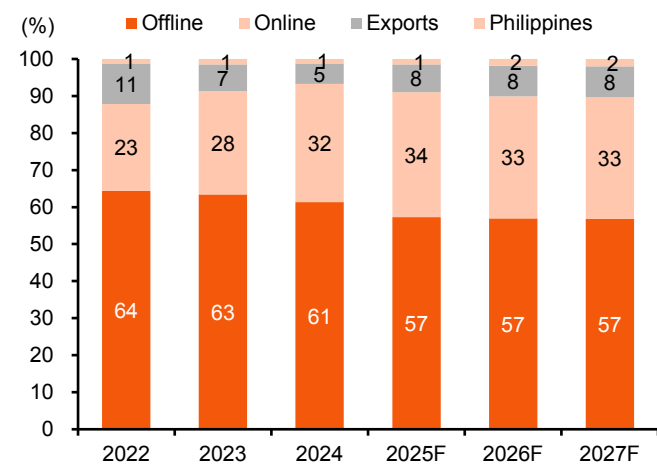
Sources: Company data, Thanachart estimates

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

(Bt m)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	Terminal value
EBITDA excl. depre from right of use	572	595	608	614	621	632	647	667	687	710	733	—
Free cash flow	386	425	443	457	464	472	484	499	515	533	532	6,011
PV of free cash flow	385	345	324	301	275	252	233	216	201	187	168	1,902
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.1											
WACC (%)	11.0											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	4,790											
Net debt (end 2025F)	(245)											
Minority interest	8											
Equity value	5,027											
# of shares (m)	347											
Equity value / share (Bt)	14.50											

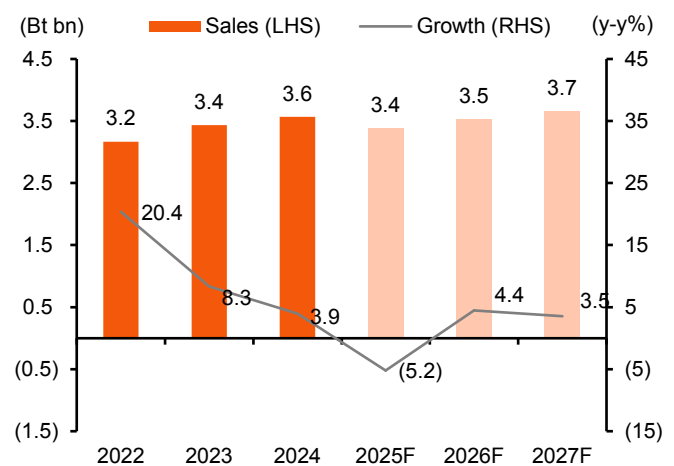
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Sales Mix



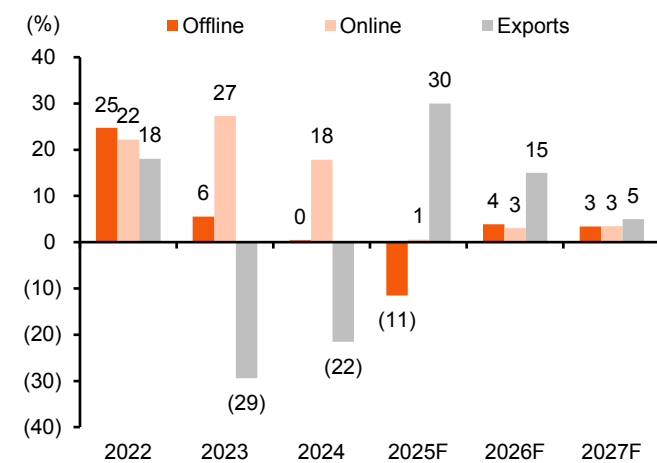
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Revenue And Growth



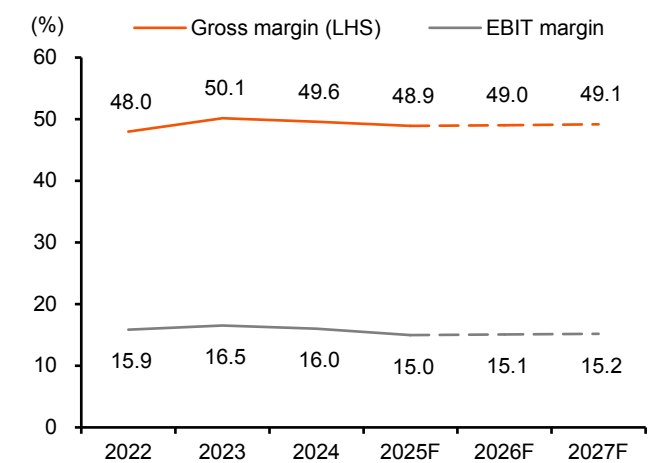
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Revenue Growth By Distribution Channel



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Gross Margin And EBIT Margin



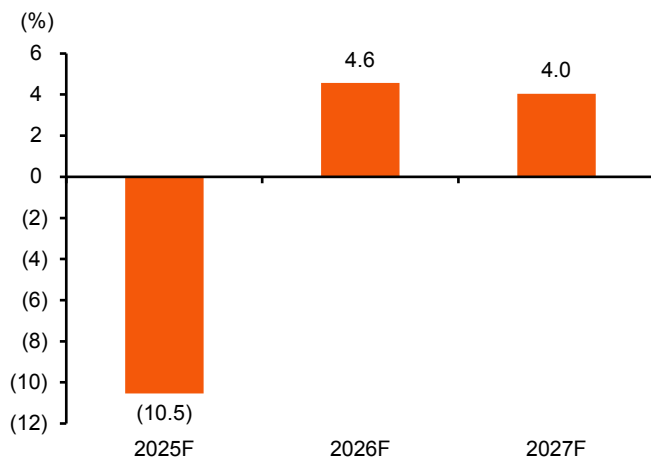
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: 3Q25F Earnings Preview

Income statement	(consolidated)						
Yr-end Dec (Bt m)	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	q-q%	y-y%
Revenue	875	894	842	844	831	(2)	(5)
Gross profit	434	448	442	398	398	(0)	(8)
SG&A	299	307	316	277	277	(0)	(8)
Operating profit	135	142	126	121	121	(0)	(10)
EBITDA	155	161	145	140	140	(0)	(10)
Other income	6	1	3	4	4	6	(31)
Other expense	0	0	0	0	0	n.a.	n.a.
Interest expense	3	2	2	1	1	(2)	(62)
Profit before tax	138	140	128	124	124	(0)	(10)
Income tax	28	27	25	24	25	5	(11)
Equity & invest. income	0	0	0	0	0	n.a.	n.a.
Minority interests	0	(0)	0	0	0	-	45
Extraordinary items	0	0	0	0	0	n.a.	n.a.
Net profit	110	113	103	100	99	(1)	(10)
Normalized profit	110	113	103	100	99	(1)	(10)

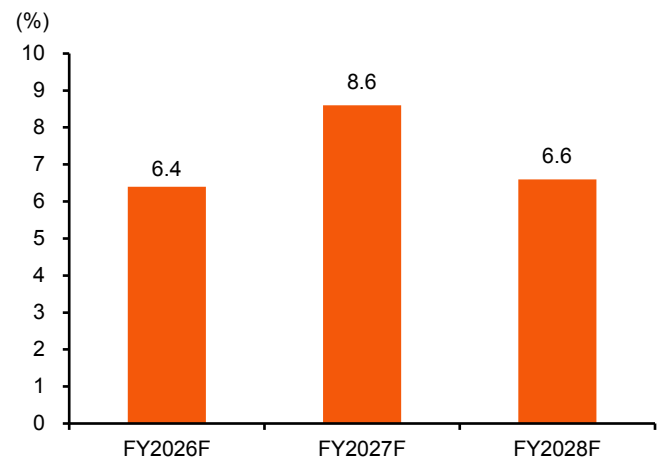
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: EPS Growth — SABINA



Source: Thanachart estimates

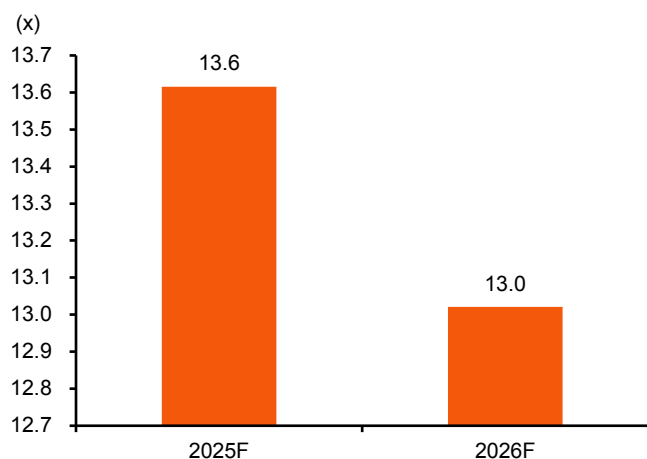
Ex 9: EPS Growth — MC



Source: Thanachart estimates

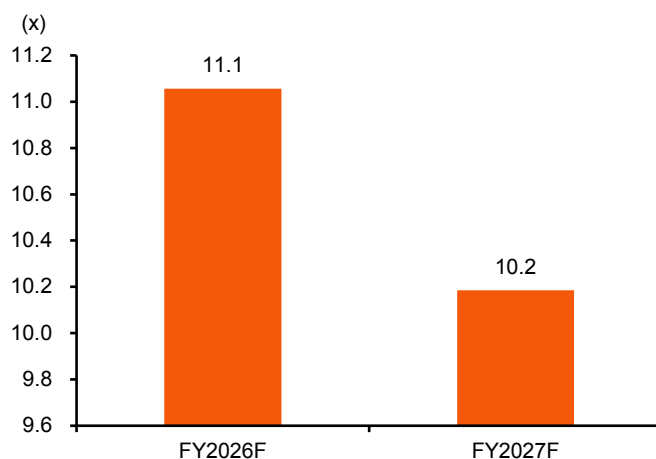
Note: FY2026F = 1 July 2025 – 30 June 2026

Ex 10: PE Comparison — SABINA



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

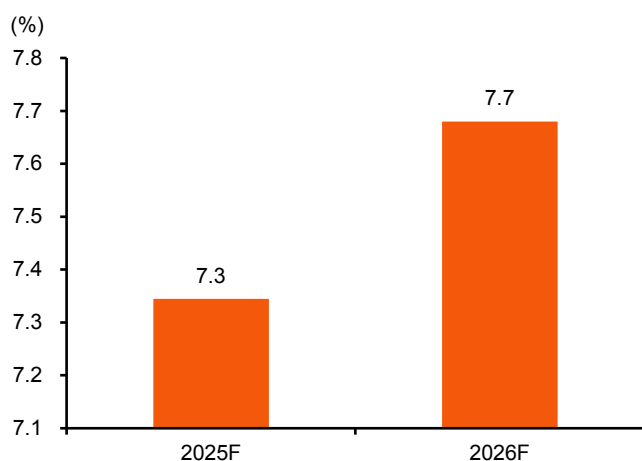
Ex 11: PE Comparison — MC



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

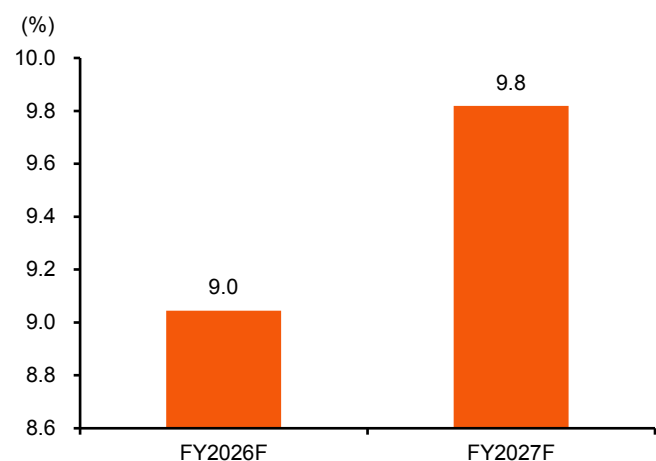
Note: FY2026F = 1 July 2025 – 30 June 2026

Ex 12: Dividend Yield — SABINA



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

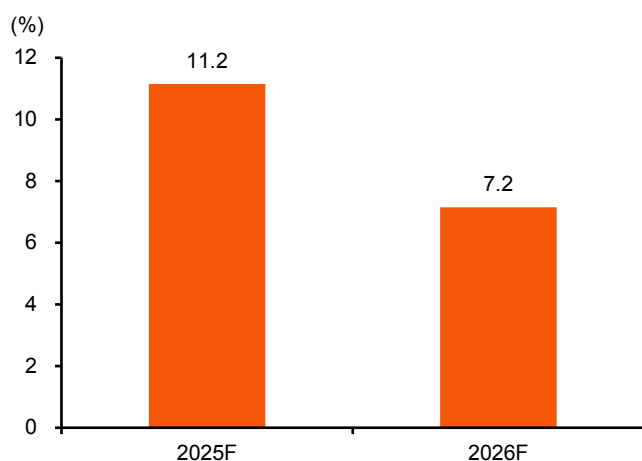
Ex 13: Dividend Yield — MC



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

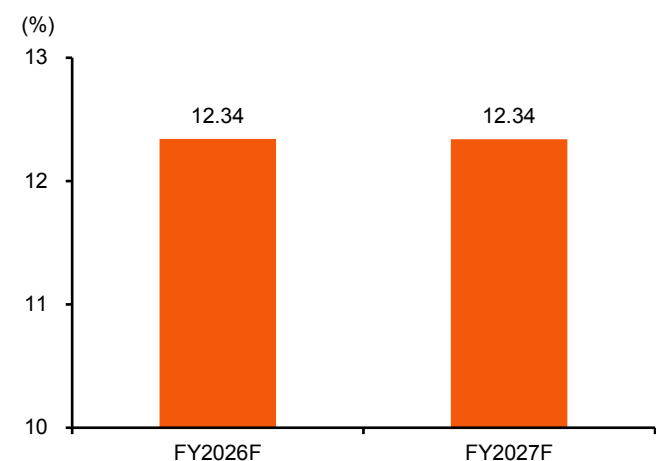
Note: FY2026F = 1 July 2025 – 30 June 2026

Ex 14: FCF Yield — SABINA



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 15: FCF Yield — MC



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Note: FY2026F = 1 July 2025 – 30 June 2026

Valuation Comparison

Ex 16: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div yield —	
			25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Dollar Industries Ltd	DOLLAR IN	India	10.3	24.7	20.5	16.4	2.4	2.1	12.4	10.8	1.4	1.2
Page Industries Ltd	PAG IN	India	na	na	na	na	na	na	na	na	na	1.2
Wacoal Holdings Corp	3591 JP	Japan	na	na	na	17.7	na	na	na	na	na	1.8
PVH Corp	PVH US	US	9.1	(6.6)	7.2	7.7	0.9	0.8	5.3	5.8	0.2	0.2
Triumph Group Inc	TGI US	US	40.4	73.0	na	na	na	na	na	na	na	na
Hanesbrands Inc	HBI US	US	na	(5.3)	11.2	11.8	9.9	5.5	8.4	8.6	0.0	0.2
L Brands Inc	LB US	US	na	63.2	31.2	19.1	5.8	5.1	28.3	23.2	0.8	0.9
Sabina Pcl *	SABINA TB	Thailand	(10.5)	4.6	13.6	13.0	3.1	3.1	9.3	9.0	7.3	7.7
Average			12.3	25.6	16.7	14.3	4.4	3.3	12.7	11.5	1.9	1.9

Source: Bloomberg
Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS
Based on 9 October 2025 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

- การขยายตัวทางเศรษฐกิจในตลาด CLMV และฟิลิปปินส์
-

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
- สงครามการค้าระหว่างจีน - สหรัฐฯ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	17.21	14.50	-16%
Net profit 25F (Bt m)	426	415	-2%
Net profit 26F (Bt m)	446	434	-3%
Consensus REC	BUY: 0	HOLD: 4	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรและราคาเป้าหมายของเราอยู่ในระดับต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของนักวิเคราะห์ใน Bloomberg ซึ่งเราเชื่อว่าเป็นผลมาจากมุมมองที่ระมัดระวังมากกว่าต่อแนวโน้มยอดขายและอัตรากำไรของ SABINA

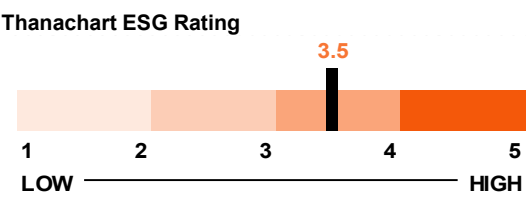
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากการบริโภคในประเทศหรือทั่วโลกฟื้นตัวเร็วกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ในปัจจุบัน จะนำไปสู่ความเสี่ยงด้านบวกต่อการคาดการณ์ผลการดำเนินงานของเรา
- หากการแข่งขันในอุตสาหกรรมชุดชั้นในของไทยต่ำกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ จะทำให้เกิดความเสี่ยงด้านบวกต่อการคาดการณ์ผลการดำเนินงานของเรา
- หากราคาวัตถุดิบหรือต้นทุนแรงงานเพิ่มขึ้นน้อยกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ในปัจจุบัน จะส่งผลให้เกิดความเสี่ยงด้านบวกต่อการคาดการณ์ผลการดำเนินงานของเรา

Source: Thanachart

SABINA เป็นหนึ่งในสองแบรนด์ชั้นนำของตลาดชุดชั้นในผู้หญิงในประเทศไทย โดยมีทั้งสายการผลิตของตนเองและการจ้างผลิตบางส่วน แม้ว่าบริษัทฯ จะไม่ได้ปล่อยก๊าซเรือนกระจกในปริมาณมาก แต่ก็ให้ความสำคัญกับประเด็นด้าน ESG อย่างมาก โดยมีแผนและเป้าหมายที่ชัดเจน เราให้คะแนน ESG กับ SABINA ที่ 3.5 โดยให้คะแนนสูงสุดในด้านสังคม (S) รองลงมาคือธรรมาภิบาล (G) และสิ่งแวดล้อม (E)



	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	-	-	-	58.24	-	-	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 บริหารโรงงานทั้งหมด 4 แห่ง โดยคะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) อยู่ในระดับปานกลางที่ 2.7 เนื่องจากบริษัทฯ ตั้งเป้าหมายการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) สุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2065 - SABINA ตั้งเป้าลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกใน Scope 1 และ 2 ลง 38% ภายในปี 2030 เมื่อเทียบกับปีฐาน 2022 และเริ่มจัดการกับการปล่อย GHG ใน Scope ที่ 3 ตั้งแต่ 4Q24 - บริษัทฯ ตั้งเป้าลดการใช้พลังงานไฟฟ้าลงเหลือ 37% ภายในปี 2038 - SABINA มีแผนพัฒนาระบบหมุนเวียนน้ำและปรับปรุงประสิทธิภาพการใช้น้ำ โดยตั้งเป้าลดการใช้น้ำลง 10% ภายในปี 2030 จากปีฐาน 2022 - บริษัทฯ นำหลัก 3R (ลด ใช้ซ้ำ และรีไซเคิล) มาใช้ โดยตั้งเป้าลดของเสียให้เหลือต่ำกว่า 5% ภายในปี 2033
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- เราให้คะแนนด้านสังคม (S) กับ SABINA ที่ระดับ 4.0 ซึ่งถือว่าสูงเมื่อเทียบกับหุ้นกว่า 110 ตัวที่เราทำบทวิเคราะห์ คะแนนที่ดีนี้ครอบคลุมทุกด้าน ทั้งชุมชน ลูกค้า การดำเนินงาน และพนักงาน - SABINA ให้ความสำคัญอย่างมากกับมาตรฐานคุณภาพของสินค้า โดยมีการควบคุมคุณภาพในทุกขั้นตอน เช่น การได้รับการรับรองมาตรฐาน OEKO-TEX Standard 100 ที่รับประกันว่าวัสดุที่ใช้ปลอดภัยและไม่เป็นอันตรายต่อผู้บริโภค - ในปี 2024 SABINA มีพนักงานทั้งหมด 2,828 คน โดยบริษัทฯ ให้ความสำคัญกับความปลอดภัยของพนักงานอย่างมาก โดยมีอัตราการบาดเจ็บรุนแรงหรือเสียชีวิตเป็นศูนย์ในปี 2024 - บริษัทฯ ตั้งเป้าการฝึกอบรมพนักงานทุกคนอย่างน้อย 20 ชั่วโมงต่อคนต่อปี และมีการสำรวจความพึงพอใจในการทำงานรวมถึงความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทกับพนักงาน - ในปี 2024 SABINA มอบทุนการศึกษาทั่วไปจำนวน 88 ทุนให้กับนักเรียนตั้งแต่ระดับประถมศึกษาจนถึงอุดมศึกษา, ทุนการศึกษา 1 ทุนแก่สถาบันการศึกษาสำหรับผู้พิการ และทุนการศึกษาต่อเนื่องจำนวน 30 ทุนสำหรับนักเรียนตั้งแต่มัธยมศึกษาปีที่ 4 จนถึงระดับปริญญาตรี
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- เราให้คะแนนด้านธรรมาภิบาล (G) กับ SABINA ที่ระดับค่อนข้างสูงที่ 3.5 แม้ว่าจะมีจุดอ่อนในเรื่องโครงสร้างของคณะกรรมการ แต่เราเห็นว่า SABINA มีคณะกรรมการหลักทั้งหมดและมีความยั่งยืนทางธุรกิจที่ดี - เราเชื่อว่า SABINA มีโครงสร้างคณะกรรมการที่ไม่เหมาะสม ประธานคณะกรรมการไม่เป็นอิสระ และมีคณะกรรมการที่เป็นอิสระเพียง 5 คนจากทั้งหมด 13 คน (ต่ำกว่าระดับที่ควรจะเป็นที่ 2 ใน 3) ด้านบวกคือ มีคณะกรรมการหญิงถึง 7 คน และสมาชิกคณะกรรมการมีทักษะและประสบการณ์ที่หลากหลาย - SABINA มีคณะกรรมการด้านการจ่ายค่าตอบแทน, การตรวจสอบ และบริหารความเสี่ยง โดยให้ความสำคัญกับการบริหารความเสี่ยงเพื่อการดำเนินงานที่มั่นคงและการเติบโตที่ยั่งยืน - SABINA ติดตามแนวโน้มความต้องการของลูกค้าและนวัตกรรม เช่น ผลิตภัณฑ์ที่ใช้วัสดุและกระบวนการที่เป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อม ผลิตภัณฑ์เหล่านี้คิดเป็น 5% ของสินค้าทั้งหมดในปี 2023 และตั้งเป้าให้เพิ่มเป็น 10% ภายในปี 2025

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

*Slow consumption hits
sales in 2025-27F*

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	3,431	3,566	3,380	3,530	3,655
Cost of sales	1,710	1,798	1,726	1,800	1,859
Gross profit	1,721	1,768	1,654	1,730	1,796
% gross margin	50.1%	49.6%	48.9%	49.0%	49.1%
Selling & administration expenses	1,154	1,197	1,148	1,198	1,242
Operating profit	567	571	505	532	554
% operating margin	16.5%	16.0%	15.0%	15.1%	15.2%
Depreciation & amortization	81	78	77	77	76
EBITDA	648	649	583	609	630
% EBITDA margin	18.9%	18.2%	17.2%	17.3%	17.2%
Non-operating income	19	21	16	15	16
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(9)	(10)	(5)	(3)	(3)
Pre-tax profit	578	581	516	545	567
Income tax	114	116	101	109	113
After-tax profit	464	465	415	436	454
% net margin	13.5%	13.0%	12.3%	12.3%	12.4%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	(1)	(0)	0	(1)	(2)
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	463	464	415	434	452
Normalized profit	463	464	415	434	452
EPS (Bt)	1.3	1.3	1.2	1.3	1.3
Normalized EPS (Bt)	1.3	1.3	1.2	1.3	1.3

BALANCE SHEET

*No new significant
investments planned over
2025-27*

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	2,284	2,105	1,775	1,787	1,838
Cash & cash equivalent	440	416	330	280	280
Account receivables	382	350	296	309	320
Inventories	1,380	1,275	1,088	1,134	1,171
Others	83	64	61	64	66
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	250	258	293	296	288
Other assets	346	287	276	278	271
Total assets	2,880	2,650	2,344	2,361	2,396
LIABILITIES:					
Current liabilities:	779	583	320	322	347
Account payables	269	182	132	138	143
Bank overdraft & ST loans	373	313	85	94	114
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	136	88	102	90	91
Total LT debt	0	0	0	0	0
Others LT liabilities	227	223	206	210	209
Total liabilities	1,005	806	525	531	556
Minority interest	8	8	8	9	11
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	(58)	(80)	(80)	(80)	(80)
Retained earnings	1,302	1,294	1,269	1,278	1,287
Shareholders' equity	1,867	1,836	1,811	1,820	1,829
Liabilities & equity	2,880	2,650	2,344	2,361	2,396

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

Sustainable cash inflow streams

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	578	581	516	545	567
Tax paid	(65)	(162)	(80)	(119)	(106)
Depreciation & amortization	81	78	77	77	76
Chg In working capital	(183)	49	191	(54)	(44)
Chg In other CA & CL / minorities	21	15	(4)	(5)	(10)
Cash flow from operations	432	561	701	445	484
Capex	(50)	(42)	(70)	(40)	(30)
Right of use	(62)	(19)	(40)	(30)	(20)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	0	0	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(1)	31	(8)	(8)	(11)
Cash flow from investments	(113)	(30)	(118)	(78)	(61)
Debt financing	56	(60)	(228)	8	20
Capital increase	0	0	(1)	0	0
Dividends paid	(435)	(473)	(440)	(425)	(443)
Warrants & other surplus	(28)	(23)	0	0	0
Cash flow from financing	(407)	(556)	(669)	(416)	(423)
Free cash flow	382	519	631	405	454

VALUATION

Fully valued, in our view

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	12.2	12.2	13.6	13.0	12.5
Normalized PE - at target price (x)	10.9	10.8	12.1	11.6	11.1
PE (x)	12.2	12.2	13.6	13.0	12.5
PE - at target price (x)	10.9	10.8	12.1	11.6	11.1
EV/EBITDA (x)	8.6	8.6	9.3	9.0	8.7
EV/EBITDA - at target price (x)	7.7	7.6	8.2	8.0	7.7
P/BV (x)	3.0	3.1	3.1	3.1	3.1
P/BV - at target price (x)	2.7	2.7	2.8	2.8	2.8
P/CFO (x)	13.1	10.1	8.1	12.7	11.7
Price/sales (x)	1.7	1.6	1.7	1.6	1.5
Dividend yield (%)	8.2	8.2	7.3	7.7	8.0
FCF Yield (%)	6.8	9.2	11.2	7.2	8.0
(Bt)					
Normalized EPS	1.3	1.3	1.2	1.3	1.3
EPS	1.3	1.3	1.2	1.3	1.3
DPS	1.3	1.3	1.2	1.3	1.3
BV/share	5.4	5.3	5.2	5.2	5.3
CFO/share	1.2	1.6	2.0	1.3	1.4
FCF/share	1.1	1.5	1.8	1.2	1.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	8.3	3.9	(5.2)	4.4	3.5
Net profit (%)	10.9	0.4	(10.5)	4.6	4.0
EPS (%)	10.9	0.4	(10.5)	4.6	4.0
Normalized profit (%)	10.9	0.4	(10.5)	4.6	4.0
Normalized EPS (%)	10.9	0.4	(10.5)	4.6	4.0
Dividend payout ratio (%)	99.8	100.1	100.0	100.0	100.0
Operating performance					
Gross margin (%)	50.1	49.6	48.9	49.0	49.1
Operating margin (%)	16.5	16.0	15.0	15.1	15.2
EBITDA margin (%)	18.9	18.2	17.2	17.3	17.2
Net margin (%)	13.5	13.0	12.3	12.3	12.4
D/E (incl. minor) (x)	0.2	0.2	0.0	0.1	0.1
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
Interest coverage - EBIT (x)	66.3	54.4	104.4	198.8	202.8
Interest coverage - EBITDA (x)	75.7	61.9	120.4	227.6	230.5
ROA - using norm profit (%)	16.5	16.8	16.6	18.5	19.0
ROE - using norm profit (%)	24.8	25.1	22.8	23.9	24.8
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	24.8	25.1	22.8	24.0	24.9
- asset turnover (x)	1.2	1.3	1.4	1.5	1.5
- operating margin (%)	17.1	16.6	15.4	15.5	15.6
- leverage (x)	1.5	1.5	1.4	1.3	1.3
- interest burden (%)	98.5	98.2	99.1	99.5	99.5
- tax burden (%)	80.2	80.0	80.4	80.0	80.0
WACC (%)	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
ROIC (%)	27.5	25.4	23.4	27.2	27.1
NOPAT (Bt m)	455	457	406	426	443
invested capital (Bt m)	1,800	1,734	1,566	1,634	1,663

Sources: Company data, Thanachart estimates

ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

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

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

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

SETESG Index (SETESG)

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

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

SET ESG Index (SET ESG)

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

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

ESG Book's Disclaimer

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

MSCI ESG Research LLC

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

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

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

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

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

S&P Global Market Intelligence

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

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

Moody's ESG Solutions

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc. have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc. for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from \$1,000 to approximately \$5,000,000. MCO and Moody's Investors Service also maintain policies and procedures to address the independence of Moody's Investors Service credit ratings and credit rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold credit ratings from Moody's Investors Service and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at www.moody.com under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy." Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors.

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

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

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

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

Refinitiv ESG

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาติเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุน และใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of TNS, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an “Overweight” sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. “Underweight” is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. “Neutral” is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Disclosures:

หมายเหตุ: ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

หมายเหตุ:* “บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย “หุ้นกู้ของบริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 2/2568 ชุดที่ 1-3 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

หมายเหตุ:* “บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย “หุ้นกู้ของบริษัท กัลฟ์ ดีเวลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1-4 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy พิมพ์ภา นิการุณ, CFA pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ pattarawan.wan@thanachartsec.co.th
สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์ nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th	อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ พัทธดนย์ บุณนาค pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ phannarai.von@thanachartsec.co.th
ยานยนต์, หิดมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ rata.lim@thanachartsec.co.th	ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน รวิสรา สุวรรณอำไพ rawisara.suw@thanachartsec.co.th	ขนส่ง, รับเหมา ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์ saksid.pha@thanachartsec.co.th
Small Cap, การแพทย์, โรงแรม ศิริพร อรุโณทัย siriporn.aru@thanachartsec.co.th	พลังงาน , วิโตรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล lapinee.dib@thanachartsec.co.th
วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง witchanan.tam@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์ sittichet.run@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA nariporn.kla@thanachartsec.co.th		

Data Support Team

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

Thanachart Securities Pcl.

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