

BUY (Unchanged)

TP: Bt 24.00

(From: Bt 25.00)

Change in Numbers

Upside : 21.8%

3 SEPTEMBER 2021

## Sabina Pcl. (SABINA TB)

## ฟื้นตัวหลังคลายล็อกดาวน์



SIRIPORN ARUNOTHAI

662 – 779 9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

SABINA ได้รับผลกระทบจากการล็อกดาวน์ผ่านทางยอดขายออฟไลน์ที่มีสัดส่วน 69% ในปี 2020 ปัจจุบันด้วยมาตรการล็อกดาวน์ที่ผ่อนคลายนลง กำไรของบริษัท จึงคาดว่าจะถึงจุดต่ำสุดใน 3Q21F เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" จากแนวโน้มหลังโควิด และแนวโน้มปัจจัยพื้นฐานระยะยาวของยอดขายออนไลน์ที่มีอัตรากำไรสูงขึ้น และส่วนแบ่งตลาดที่เพิ่มขึ้น

## ที่แย่ที่สุดคือล็อกดาวน์

SABINA ได้รับผลกระทบจากโควิดและล็อกดาวน์ บริษัท ได้รับผลกระทบตั้งแต่เริ่มระบาดระลอก 3 ใน 2Q21 และเราคาดว่าจะแย่ที่สุดใน 3Q21F โดยคาดว่าจะมีกำไร 40 ลบ. ลดลง 54% y-y และ 37% q-q จากการคลายล็อกดาวน์ตั้งแต่เดือนก.ย.เป็นต้นไป ผลการดำเนินงานจึงน่าจะถึงจุดต่ำสุดใน 3Q21F อย่างไรก็ตาม สำหรับทั้งปี เรามองว่าธุรกิจของ SABINA แข็งแกร่งโดยมีกำไรลดลงเพียง 15% ในปี 2021F เพื่อสะท้อนสถานการณ์โควิดที่ร้ายแรงในปีนี้ ซึ่งน่าจะส่งผลกระทบระยะยาวต่อกำไรสุทธิ บทวิเคราะห์ฉบับนี้ เราจึงปรับลดประมาณการกำไรลง 20%, 17% และ 13% ในปี 2021-23F และปรับราคาเป้าหมายปี 2022F ลงเหลือ 24.0 บาท (จาก 25.0 บาท)

## คงคำแนะนำ "ซื้อ"

เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" SABINA แม้ว่าสะดุดจากโควิดเป็นเวลาสองปี เนื่องจาก 1) มีปัจจัยพื้นฐานระยะยาวที่ดี ด้วยยังคงมีส่วนแบ่งตลาดที่เพิ่มขึ้น และมีสัดส่วนยอดขายออนไลน์ที่มีอัตรากำไรสูงขึ้นเพิ่มขึ้น 2) ในทางกลับกัน โควิดส่งผลกระทบต่อคู่แข่งมากขึ้น และเราเชื่อว่าเรื่องการได้ส่วนแบ่งตลาดเพิ่มของ SABINA นั้นแข็งแกร่งยิ่งขึ้น อีกทั้งโควิดยังเร่งกระแสอีคอมเมิร์ซอีกด้วย 3) เรามองว่า SABINA เป็นหุ้น small-cap ที่ได้ประโยชน์หลังล็อกดาวน์ โดยมีกำไรที่พลิกฟื้น 34% และ 31% ในปี 2022-23F และ 4) ที่ PE ที่ 21.7 เท่า บนฐานกำไรที่ยังคงไม่ปกติในปี 2022F เรามองว่า SABINA ไม่แพง

## ยังคงมีเรื่องราวการเติบโต

นอกจากโควิดแล้ว เราชอบ SABINA ซึ่งเป็นแบรนด์ชุดชั้นในสตรีที่ใหญ่เป็นอันดับสองของประเทศไทย จากการมีเรื่องราวการเติบโตเชิงโครงสร้าง SABINA ได้ส่วนแบ่งตลาดเพิ่มขึ้นเป็น 13.6% ในปี 2020 จาก 10.9% ในปี 2019 ขณะที่ไทยวาโก้ ซึ่งเป็นผู้นำตลาด มีส่วนแบ่งตลาดลดลงเหลือ 13.9% ในปี 2020 จาก 16.3% ในปี 2019 เราเชื่อว่า SABINA ยังน่าจะมีส่วนแบ่งตลาดจากผู้เล่นรายอื่นในตลาดที่มีผู้เล่นหลายรายอีกด้วย (ผู้เล่นสามอันดับแรกมีส่วนแบ่งตลาดเพียง 29%) กลยุทธ์การตลาดที่ทันสมัยและในเชิงรุกมากขึ้นของ SABINA และการรุกตลาดออนไลน์ ทำให้ส่วนแบ่งตลาดเพิ่มขึ้น และส่งผลให้บริษัท มีสัดส่วนยอดขายออนไลน์ที่ให้อัตรากำไรสูง เพิ่มขึ้นเป็น 23% ใน 1H21 เทียบกับ 19.2% ในปี 2020 และ 3.6% ในปี 2017

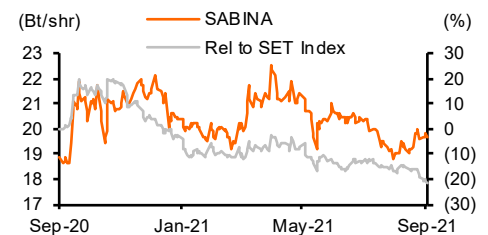
## สมมติฐานการเติบโตของเรา

เราคาดว่าการเติบโตในปี 2022-23F จะได้รับแรงหนุนจาก 1) ยอดขายที่เติบโต 14% ต่อปี โดยยอดขายออฟไลน์เติบโตราว 13% ยอดขายออนไลน์เติบโตราว 18% และการส่งออกเติบโตราว 11% ในปี 2022F (Exhibit 3) 2) อัตรากำไรสุทธิเพิ่มขึ้นจาก 9.6% ในปี 2020 เป็น 13.0% ในปี 2023F จากการมีสัดส่วนยอดขายออนไลน์ที่เพิ่มขึ้นจาก 19.2% ในปี 2020 เป็น 28.5% ในปี 2023F อันมาจากการจัดซื้อที่เพิ่มขึ้น และประสิทธิภาพด้านต้นทุนที่ดีขึ้น

## COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	2,898	2,453	2,793	3,182
Net profit	277	235	314	413
Consensus NP	—	249	346	415
Diff frm cons (%)	—	(5.8)	(9.0)	(0.6)
Norm profit	277	235	314	413
Prev. Norm profit	—	294	380	474
Chg frm prev (%)	—	(20.1)	(17.3)	(12.8)
Norm EPS (Bt)	0.8	0.7	0.9	1.2
Norm EPS grw (%)	(33.0)	(15.2)	34.0	31.3
Norm PE (x)	24.7	29.1	21.7	16.6
EV/EBITDA (x)	16.2	18.4	14.8	11.9
P/BV (x)	3.8	3.9	3.8	3.7
Div yield (%)	4.1	3.4	4.6	6.0
ROE (%)	15.1	13.2	17.5	22.5
Net D/E (%)	18.6	9.7	13.0	14.3

## PRICE PERFORMANCE



## COMPANY INFORMATION

Price as of 3-Sep-21 (Bt)	19.70
Market Cap (US\$ m)	209.9
Listed Shares (m shares)	347.5
Free Float (%)	47.4
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.4
12M Price H/L (Bt)	22.50/18.60
Sector	Fashion
Major Shareholder	Thanalongkorn Family 52.42%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

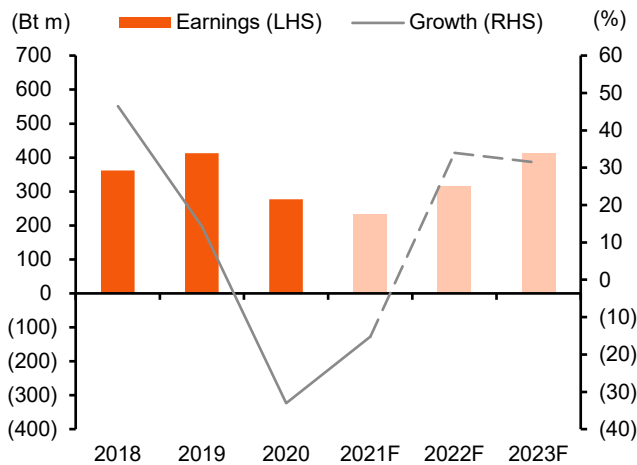


## Ex 1: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
<b>SSSG (%)</b>					
- New	2.8	(21.3)	(23.0)	18.0	15.0
- Previous	—	—	(11.0)	15.0	12.0
- Change (pp)	—	—	(12.0)	3.0	3.0
<b>Online sales growth (%)</b>					
- New	32.3	65.2	14.0	18.0	22.0
- Previous	—	—	10.0	20.0	25.0
- Change (pp)	—	—	4.0	(2.0)	(3.0)
<b>OEM growth (%)</b>					
- New	—	(7.5)	3.0	10.0	8.0
- Previous	—	—	15.0	12.0	10.0
- Change (pp)	—	—	(12.0)	(2.0)	(2.0)
<b>Sabina brand export growth (%)</b>					
- New	26.7	(7.9)	(20.0)	16.0	13.0
- Previous	—	—	10.0	15.0	12.0
- Change (pp)	—	—	(30.0)	1.0	1.0
<b>Gross margin (%)</b>					
- New	54.4	47.4	48.6	48.9	49.2
- Previous	—	—	47.5	47.7	47.9
- Change (pp)	—	—	1.1	1.1	1.4
<b>SG&amp;A to sales (%)</b>					
- New	38.9	35.7	37.2	35.4	33.6
- Previous	—	—	34.4	32.8	31.2
- Change (pp)	—	—	2.8	2.6	2.4
<b>Normalized profit (Bt m)</b>					
- New	413	277	235	314	413
- Previous	—	—	294	380	474
- Change (%)	—	—	(20.1)	(17.3)	(12.8)

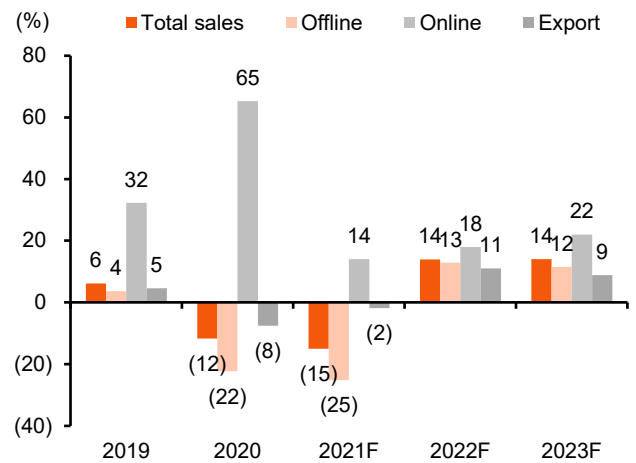
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 2: Earnings Growth Turnaround**



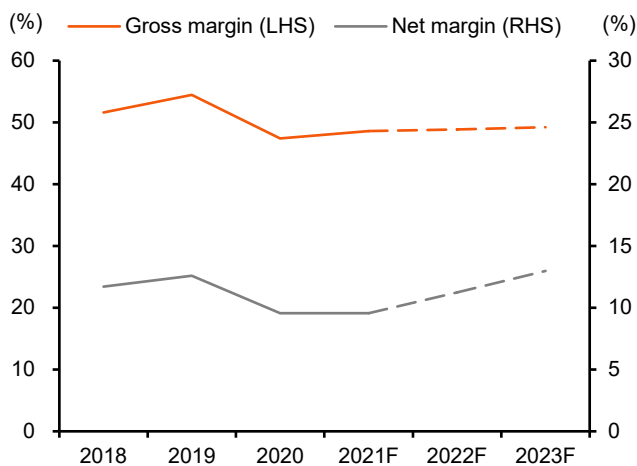
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 3: Sales Growth Resumption**



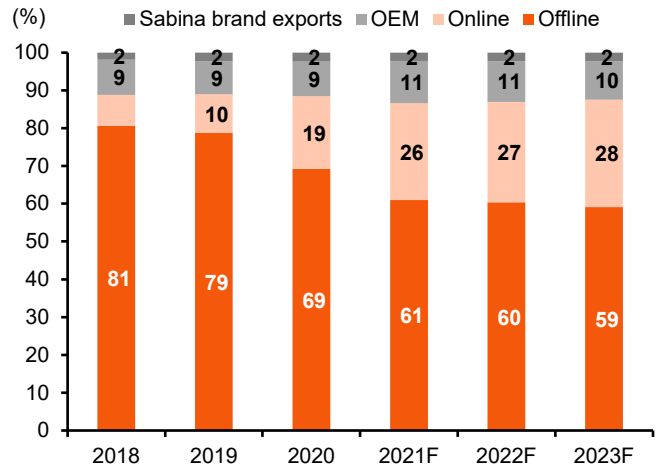
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 4: Margin Expansion**



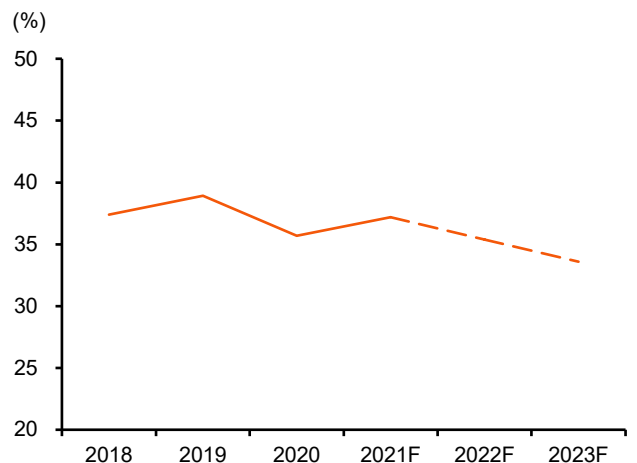
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 5: Rising Sales Mix From Online Sales Channel**



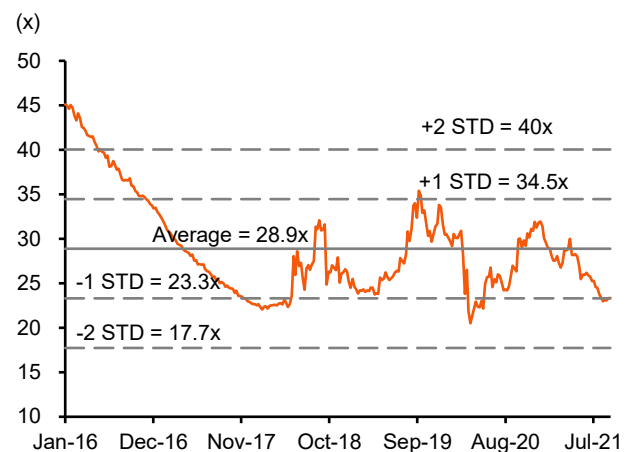
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 6: Falling SG&A To Sales**



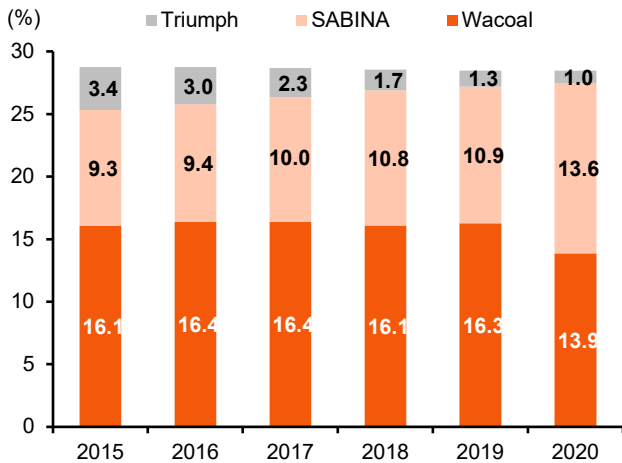
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 7: SABINA's PE is Not Expensive In Our View**



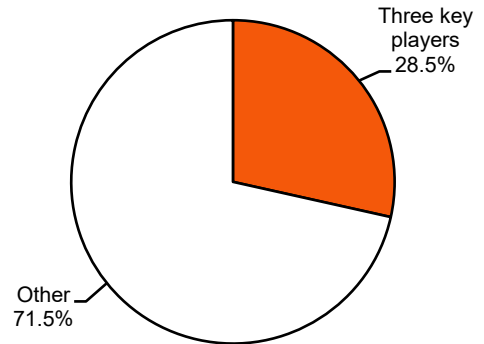
Sources: Company data, Bloomberg, Thanachart estimates

**Ex 8: SABINA's Market Share Gains**



Sources: Company data, BOL, Thanachart compilation

**Ex 9: Fragmented Ladies' Underwear Industry**



Source: Thanachart compilation

**Ex 10: SABINA's Premium Camisole**



Source: Company data

**Ex 11: Sabina x Esther Bunny Collaboration**



Source: Company data

**Ex 12: SABINA's WFH Bras**



Source: Company data

## Ex 13: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2022F

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal value
EBITDA excl. depre from right of use	430	551	657	737	791	817	832	847	861	876	892	—
Free cash flow	275	387	485	494	570	627	657	668	680	692	704	11,264
PV of free cash flow	274	335	391	364	390	398	385	364	343	310	291	4,648
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.9											
WACC (%)	7.4											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	8,492											
Net debt (end 2021F)	171											
Minority interest	0											
Equity value	8,320											
# of shares (m)	347											
<b>Equity value / share (Bt)</b>	<b>24.00</b>											

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 —	
			21F (%)	22F (%)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (%)	22F (%)
Dollar Industries Ltd	DOLLAR IN	India	na	18.0	21.9	18.5	3.6	3.1	14.2	12.5	0.3	0.6
Page Industries Ltd	PAG IN	India	na	na	na	77.4	na	na	na	na	na	0.8
Wacoal Holdings Corp	3591 JP	Japan	na	na	135.3	23.8	0.7	0.7	23.0	10.4	1.7	2.1
PVH Corp	PVH US	US	na	na	na	14.1	1.8	1.7	40.9	8.8	0.0	0.1
Triumph Group Inc	TGI US	US	na	na	na	28.1	na	na	17.9	13.2	0.0	0.0
Hanesbrands Inc	HBI US	US	28.2	6.0	11.1	10.5	7.1	5.1	9.5	8.7	3.1	3.2
L Brands Inc	LB US	US	46.3	30.7	na	na	na	na	na	na	na	na
Sabina Pcl *	SABINA TB	Thailand	(15.2)	34.0	29.1	21.7	3.9	3.8	18.4	14.8	3.4	4.6
<b>Average</b>			<b>19.8</b>	<b>22.1</b>	<b>49.4</b>	<b>27.7</b>	<b>3.4</b>	<b>2.9</b>	<b>20.7</b>	<b>11.4</b>	<b>1.4</b>	<b>1.6</b>

Source: Bloomberg

Note: \* Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 3 Sep 2021 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

## S — Strength

- เป็นผู้ผลิตและจำหน่ายชุดชั้นในสตรีรายใหญ่อันดับสองของประเทศไทย
- มีแบรนด์ “ซาบีน่า” ที่แข็งแกร่งในประเทศไทย
- เป็นเจ้าของ และผู้บริหารของบริษัทฯ ที่มีประสบการณ์มากมายในอุตสาหกรรมชุดชั้นในสตรี

## O — Opportunity

- การบริโภคและการขยายตัวทางเศรษฐกิจของไทยที่เพิ่มขึ้น
- การขยายตัวทางเศรษฐกิจในตลาด CLMV
- สงครามการค้าระหว่างจีน - สหรัฐฯ

## CONSENSUS COMPARISON

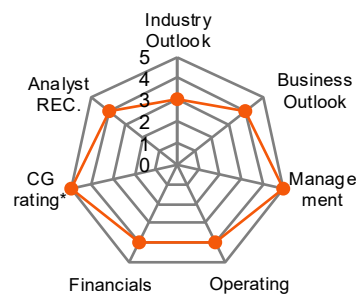
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	23.01	24.00	4%
Net profit 21F (Bt m)	249	235	-6%
Net profit 22F (Bt m)	346	314	-9%
Consensus REC	BUY: 4	HOLD: 1	SELL: 0

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาดเล็กน้อย แม้กำไรของเราในปี 2022F จะต่ำกว่าของตลาด เนื่องจากเรามองบวกมากขึ้นต่อการเติบโตของกำไรของซาบีน่าในระยะยาว

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

## 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

## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากการบริโภคในประเทศหรือทั่วโลกฟื้นตัวช้ากว่าที่เราคาดการณ์ไว้ในปัจจุบัน จะนำไปสู่ความเสี่ยงด้านลบต่อการคาดการณ์ผลการดำเนินงานของเรา
- หากการแข่งขันในอุตสาหกรรมชุดชั้นในของไทยสูงกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ จะทำให้เกิดความเสี่ยงต่อการคาดการณ์ผลการดำเนินงานของเรา
- หากราคาวัตถุดิบหรือต้นทุนแรงงานเพิ่มขึ้นมากกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ในปัจจุบัน จะส่งผลให้เกิดความเสี่ยงต่อการคาดการณ์ผลการดำเนินงานของเรา

Source: Thanachart

## INCOME STATEMENT

Revenue growth likely to resume in 2022-23F after COVID-19 subsides

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	3,280	2,898	2,453	2,793	3,182
Cost of sales	1,494	1,525	1,262	1,428	1,615
<b>Gross profit</b>	<b>1,786</b>	<b>1,373</b>	<b>1,192</b>	<b>1,365</b>	<b>1,567</b>
% gross margin	54.4%	47.4%	48.6%	48.9%	49.2%
Selling & administration expenses	1,276	1,034	912	988	1,068
<b>Operating profit</b>	<b>509</b>	<b>339</b>	<b>279</b>	<b>377</b>	<b>498</b>
% operating margin	15.5%	11.7%	11.4%	13.5%	15.7%
Depreciation & amortization	48	103	102	100	99
<b>EBITDA</b>	<b>558</b>	<b>442</b>	<b>381</b>	<b>476</b>	<b>597</b>
% EBITDA margin	17.0%	15.3%	15.5%	17.1%	18.8%
Non-operating income	15	16	21	24	27
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(8)	(9)	(7)	(7)	(9)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>516</b>	<b>346</b>	<b>293</b>	<b>393</b>	<b>516</b>
Income tax	103	69	59	79	103
<b>After-tax profit</b>	<b>413</b>	<b>277</b>	<b>235</b>	<b>314</b>	<b>413</b>
% net margin	12.6%	9.6%	9.6%	11.3%	13.0%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	0	0	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>413</b>	<b>277</b>	<b>235</b>	<b>314</b>	<b>413</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>413</b>	<b>277</b>	<b>235</b>	<b>314</b>	<b>413</b>
EPS (Bt)	1.2	0.8	0.7	0.9	1.2
Normalized EPS (Bt)	1.2	0.8	0.7	0.9	1.2

## BALANCE SHEET

Strong balance sheet

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	2,407	2,163	1,955	2,060	2,163
Cash & cash equivalent	243	225	225	215	205
Account receivables	492	436	403	421	479
Inventories	1,564	1,404	1,244	1,330	1,372
Others	109	98	83	94	107
Investments & loans	5	5	5	5	5
Net fixed assets	282	268	254	236	213
Other assets	324	369	324	358	393
<b>Total assets</b>	<b>3,018</b>	<b>2,804</b>	<b>2,538</b>	<b>2,659</b>	<b>2,774</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	1,035	853	684	758	818
Account payables	367	213	190	215	243
Bank overdraft & ST loans	565	559	396	450	471
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	103	81	98	93	104
<b>Total LT debt</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Others LT liabilities	122	156	81	88	94
<b>Total liabilities</b>	<b>1,157</b>	<b>1,009</b>	<b>765</b>	<b>846</b>	<b>912</b>
Minority interest	0	0	0	0	0
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	(60)	(65)	(65)	(65)	(65)
<b>Retained earnings</b>	<b>1,298</b>	<b>1,237</b>	<b>1,216</b>	<b>1,256</b>	<b>1,305</b>
Shareholders' equity	1,861	1,795	1,773	1,813	1,862
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>3,018</b>	<b>2,804</b>	<b>2,538</b>	<b>2,659</b>	<b>2,774</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

## CASH FLOW STATEMENT

*No significant new investments in 2021-23*

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	516	346	293	393	516
Tax paid	(98)	(140)	(34)	(88)	(91)
Depreciation & amortization	48	103	102	100	99
Chg In working capital	(515)	61	170	(79)	(72)
Chg In other CA & CL / minorities	(23)	60	7	(6)	(14)
<b>Cash flow from operations</b>	<b>(71)</b>	<b>430</b>	<b>538</b>	<b>319</b>	<b>437</b>
Capex	(31)	(29)	(30)	(25)	(20)
Right of use	0	(113)	(50)	(45)	(40)
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	(35)	42	(38)	(39)	(45)
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(66)</b>	<b>(100)</b>	<b>(118)</b>	<b>(109)</b>	<b>(105)</b>
Debt financing	409	(6)	(163)	54	21
Capital increase	0	0	(1)	0	0
Dividends paid	(386)	(337)	(256)	(275)	(364)
Warrants & other surplus	(2)	(5)	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>21</b>	<b>(349)</b>	<b>(419)</b>	<b>(221)</b>	<b>(343)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>(103)</b>	<b>401</b>	<b>508</b>	<b>294</b>	<b>417</b>

## VALUATION

*Decent dividend yield*

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	16.5	24.7	29.1	21.7	16.6
Normalized PE - at target price (x)	20.2	30.1	35.5	26.5	20.2
PE (x)	16.5	24.7	29.1	21.7	16.6
PE - at target price (x)	20.2	30.1	35.5	26.5	20.2
EV/EBITDA (x)	12.8	16.2	18.4	14.8	11.9
EV/EBITDA - at target price (x)	15.5	19.6	22.3	18.0	14.4
P/BV (x)	3.7	3.8	3.9	3.8	3.7
P/BV - at target price (x)	4.5	4.6	4.7	4.6	4.5
P/CFO (x)	(95.6)	15.9	12.7	21.4	15.6
Price/sales (x)	2.1	2.4	2.8	2.5	2.2
Dividend yield (%)	6.0	4.1	3.4	4.6	6.0
FCF Yield (%)	(1.5)	5.9	7.4	4.3	6.1
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	1.2	0.8	0.7	0.9	1.2
EPS	1.2	0.8	0.7	0.9	1.2
DPS	1.2	0.8	0.7	0.9	1.2
BV/share	5.4	5.2	5.1	5.2	5.4
CFO/share	(0.2)	1.2	1.6	0.9	1.3
FCF/share	(0.3)	1.2	1.5	0.8	1.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

## FINANCIAL RATIOS

*We expect earnings growth to resume in 2022-23F*

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	6.1	(11.6)	(15.3)	13.8	13.9
Net profit (%)	14.3	(33.0)	(15.2)	34.0	31.3
EPS (%)	14.3	(33.0)	(15.2)	34.0	31.3
Normalized profit (%)	14.3	(33.0)	(15.2)	34.0	31.3
Normalized EPS (%)	14.3	(33.0)	(15.2)	34.0	31.3
Dividend payout ratio (%)	99.9	100.3	100.0	100.0	100.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	54.4	47.4	48.6	48.9	49.2
Operating margin (%)	15.5	11.7	11.4	13.5	15.7
EBITDA margin (%)	17.0	15.3	15.5	17.1	18.8
Net margin (%)	12.6	9.6	9.6	11.3	13.0
D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3
Net D/E (incl. minor) (x)	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
Interest coverage - EBIT (x)	61.1	37.3	39.0	50.9	54.1
Interest coverage - EBITDA (x)	66.9	48.6	53.2	64.3	64.8
ROA - using norm profit (%)	14.7	9.5	8.8	12.1	15.2
ROE - using norm profit (%)	22.4	15.1	13.2	17.5	22.5
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	22.4	15.1	13.2	17.5	22.5
- asset turnover (x)	1.2	1.0	0.9	1.1	1.2
- operating margin (%)	16.0	12.2	12.2	14.3	16.5
- leverage (x)	1.5	1.6	1.5	1.4	1.5
- interest burden (%)	98.4	97.4	97.6	98.2	98.2
- tax burden (%)	80.1	80.1	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	7.4	7.4	7.4	7.4	7.4
ROIC (%)	25.0	12.4	10.5	15.5	19.5
NOPAT (Bt m)	408	271	223	301	399
invested capital (Bt m)	2,183	2,129	1,944	2,048	2,128

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Disclaimers

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

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

### Recommendation Structure:

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

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

### Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ถือและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 97 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ADVA16C2110A, AMAT16C2112A, AOT16C2109A, AOT16C2112A, BAM16C2110A, BAM16C2112A, BANP16C2109A, BANP16C2110A, BANP16C2112A, BCH16C2109A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCPG16C2111A, BDMS16C2109A, BGRI16C2110A, BGRI16C2112A, BH16C2109A, CBG16C2109A, CBG16C2109B, CHG16C2111A, CHG16C2112A, COM716C2110A, COM716C2112A, CPAL16C2109A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPF16C2112A, CPN16C2109A, DELT16C2109A, DELT16C2112A, DOHO16C2111A, DOHO16C2112A, DTAC16C2112A, EA16C2110A, EGCO16C2110A, EPG16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2110A, GULF16C2112A, GUNK16C2110A, GUNK16C2112A, HANA16C2112A, IRPC16C2110A, IRPC16C2112A, IVL16C2109A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, JMAR16C2111A, JMT16C2110A, KBAN16C2109A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KCE16C2109A, KCE16C2110A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, KTC16C2112A, MEGA16C2112A, MINT16C2109A, MINT16C2112A, MTC16C2109A, MTC16C2112A, OR16C2109A, OR16C2112A, PRM16C2109A, PTG16C2109A, PTT16C2109A, PTT16C2112A, PTTE16C2112A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RBF16C2112A, RS16C2109A, RS16C2112A, S5016C2109A, S5016C2109B, S5016C2109C, S5016C2109D, S5016C2112A, S5016P2109A, S5016P2109B, S5016P2112A, S5016P2112B, SAWA16C2112A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCC16C2112A, SCGP16C2109A, STA16C2112A, STEC16C2110A, STGT16C2111A, TASC16C2109A, TOP16C2112A, TU16C2110A, TU16C2111A (underlying securities are ACE, ADVANC, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BCH, BCPG, BDMS, BGRIM, BH, CBG, CHG, COM7, CPAL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, EPG, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MEGA, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, STA, STEC, STGT, TASC, TOP, TU). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้นบริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรสมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่นางอติวีณี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลีทวีปเมเนจ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีทวีปเมเนจ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566" ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

## Thanachart Research Team

---

### หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิจารุณ, CFA

Tel: 662-779-9199

pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

พลังงาน , บีโตร์เคมี, กระจดาษ

จักร เรืองสินภิญญา

Tel: 662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภพ ประสิทธิ์สุทัศน์

Tel: 662-483-8296

nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ

พัทธดนย์ บุนนาค

Tel: 662-483-8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์

Tel: 662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ

Tel: 662-483-8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน

สรัชดา สรทรง

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

กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พัฒนาหลักทรัพย์, CFA

Tel: 662-779-9120

adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลลี หวังมิ่งมาศ

Tel: 662-779-9105

pattarawan.wan@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 รุ่งรัศมีพัฒน์

Tel: 662-483-8303

sittichet.run@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพล

ลาภินี ทิพยมณฑล

Tel: 662-779-9115

lapinee.dib@thanachartsec.co.th

## Data Support Team

---

มลฤดี เพชรแสงใสกุล

Tel: 662-779-9108

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุลล

Tel: 662-779-9118

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

Tel: 662-779-9114

varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต

Tel: 662-779-9117

sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปรานี

Tel: 662-779-9116

suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สดภาพร

Tel: 662-779-9198

sujintana.sth@thanachartsec.co.th

## Thanachart Securities Pcl.

Research Team

19 Floor, MBK Tower

444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330

Tel: 662 -779-9119

Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th

---