

BUY (Unchanged)

TP: Bt 25.00

(Unchanged)

Company Update

Upside : 16.8%

25 JANUARY 2022

Sabina Pcl. (SABINA TB)

เริ่มฟื้นตัวแล้ว

หลังกำไรลดลง 33/3% ในช่วงปีโควิดในปี 2020-21F กำไรของ SABINA กลับมาฟื้นตัวแล้วตั้งแต่ 4Q21F เราคาดว่าสถานการณ์โควิดจะดีขึ้นจากปีที่แล้ว และคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวแข็งแกร่งเฉลี่ย 3 ปีที่ 24% ในปี 2022-24F และคงคำแนะนำ "ซื้อ" SABINA



SIRIPORN ARUNOTHAI

662 - 779 9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

ฟื้นตัว แนะนำ "ซื้อ"

SABINA เป็นหุ้นที่ฟื้นตัวหลังคลายล็อกดาวน์ กำไรของบริษัท ลดลง 33/3% ในปี 2020-21F เนื่องจากการล็อกดาวน์ และจำนวนผู้มาใช้บริการในห้างสรรพสินค้าและศูนย์การค้าที่ลดลง ด้วยอัตราการฉีดวัคซีนเข็มแรกของประเทศไทยสูงถึง 72% เข็มที่สองที่ 67% เข็มกระตุ้นที่ 17% และยังคงเพิ่มขึ้น เราจึงคาดว่าสถานการณ์โควิดจะรุนแรงน้อยลงมากในปีนี้ โดยมีความเสี่ยงที่จะถูกล็อกดาวน์น้อยมาก ดังนั้น ธุรกิจของ SABINA จึงฟื้นตัว เราคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวที่ 24/28/19% ในปี 2022-24F โดยมีทั้งการเติบโตของยอดขายและการขยายอัตรากำไรเป็นตัวผลักดัน สำหรับ SABINA เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" SABINA ซึ่งเราคาดว่าจะให้อัตราผลตอบแทนปันผลที่ 4.5% ในปี 2022F เราให้ราคาเป้าหมายที่ 25.0 บาท

การเติบโตของยอดขายฟื้นตัว

หลังจากยอดขายใน 4Q21F แต่ระดับ 80% ของระดับก่อนเกิดโควิด SABINA จึงตั้งเป้าว่ายอดขายปี 2022F จะสามารถกลับสู่ระดับปี 2019 ได้ โดยคาดว่าจะเติบโตในทุกช่องทาง ทั้งหน้าร้าน ออนไลน์ และส่งออก โดยเราคาดว่าสัดส่วนยอดขายมีดังนี้ ร้านค้า 62%, ออนไลน์ 26% และส่งออก 12% ในปี 2022F (Exhibit 5) เราคาดว่า SABINA จะได้ส่วนแบ่งตลาดจากผู้ส่งรายย่อยจากกลยุทธ์ทางการตลาดในเชิงรุกมากขึ้น การเจาะตลาดลูกค้าในทุกวัย และมุ่งเน้นที่การขายออนไลน์มากขึ้น เราคาดว่ายอดขายของ SABINA จะเติบโต 13/13/10% ในปี 2022-24F เทียบกับการลดลง 12/15% ในปี 2020-21F

อัตรากำไรขยายตัวต่อเนื่อง

แม้มีความกังวลบางประการต่อต้นทุนที่เพิ่มขึ้นของการเอาท์ซอร์สสินค้าสำเร็จรูปจากจีน และเวียดนาม (60% ของการเอาท์ซอร์สทั้งหมด) จากเงินบาทที่อ่อนค่ากระทบต้นทุนสินค้าสำเร็จรูปที่นำเข้า แต่เรายังคงคาดว่าอัตรากำไรจะเพิ่มขึ้นในอีกไม่กี่ข้างหน้า โดยมีปัจจัยผลักดันจากยอดขายที่ดีขึ้น สัดส่วนยอดขายออนไลน์ที่เพิ่มขึ้น และขยายผลิตภัณฑ์ที่มีอัตรากำไรสูงมากขึ้น การขายออนไลน์มีอัตรากำไรสุทธิสูงกว่าสินค้าที่ขายในร้านค้าประมาณ 10pp สำหรับค่าเงินบาทที่อ่อนค่า บริษัท มีการป้องกันความเสี่ยงตามธรรมชาติจากการขายเพื่อการส่งออก การป้องกันความเสี่ยงบางส่วน และเพิ่มสัดส่วนการเอาท์ซอร์สสินค้าสำเร็จรูปในประเทศ เราคาดว่าอัตรากำไรนั้นจะเพิ่มขึ้นจาก 47.4/49.6% ในปี 2020-21F เป็น 50.1/50.7/51.0% ในปี 2022-24F และอัตรากำไรสุทธิเพิ่มขึ้นจาก 9.6/10.9% ในปี 2020-21F เป็น 12.0/13.5/14.6% ในปี 2022- 24F

การฟื้นเริ่มตั้งแต่ 4Q21F

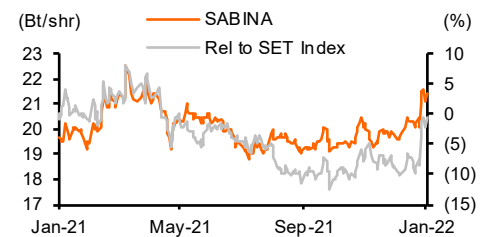
เราคาดว่ากำไร 4Q21F ของ SABINA จะเติบโต 4% y-y และ 30% q-q เป็น 73 ลบ. การเติบโตของกำไร y-y ได้รับแรงหนุนจากอัตรากำไรขั้นต้นที่เพิ่มขึ้น และค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายที่ลดลง การเติบโตของกำไรที่แข็งแกร่ง q-q คาดว่ามีสาเหตุมาจาก 1) ยอดขายที่เพิ่มขึ้นจากช่องทางออฟไลน์เป็นหลักหลังจากการคลายล็อกดาวน์ และ 2) อัตรากำไรจากการดำเนินงานเพิ่มขึ้นจาก 12.0% ใน 3Q21 เป็น 13.8% ใน 4Q21F จากการประหยัดต่อขนาดและประสิทธิภาพในการจัดการต้นทุนที่ดีขึ้น

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

COMPANY VALUATION

| Y/E Dec (Bt m) | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
|-------------------|--------|-------|-------|-------|
| Sales | 2,898 | 2,473 | 2,794 | 3,169 |
| Net profit | 277 | 269 | 334 | 426 |
| Consensus NP | — | 276 | 368 | 456 |
| Diff frm cons (%) | — | (2.7) | (9.1) | (6.5) |
| Norm profit | 277 | 269 | 334 | 426 |
| Prev. Norm profit | — | 269 | 334 | 426 |
| Chg frm prev (%) | — | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Norm EPS (Bt) | 0.8 | 0.8 | 1.0 | 1.2 |
| Norm EPS grw (%) | (33.0) | (2.9) | 24.3 | 27.6 |
| Norm PE (x) | 26.8 | 27.6 | 22.2 | 17.4 |
| EV/EBITDA (x) | 17.6 | 18.2 | 15.4 | 12.6 |
| P/BV (x) | 4.1 | 4.1 | 4.1 | 4.0 |
| Div yield (%) | 3.7 | 3.6 | 4.5 | 5.7 |
| ROE (%) | 15.1 | 15.0 | 18.5 | 23.1 |
| Net D/E (%) | 18.6 | 11.1 | 14.0 | 15.2 |

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

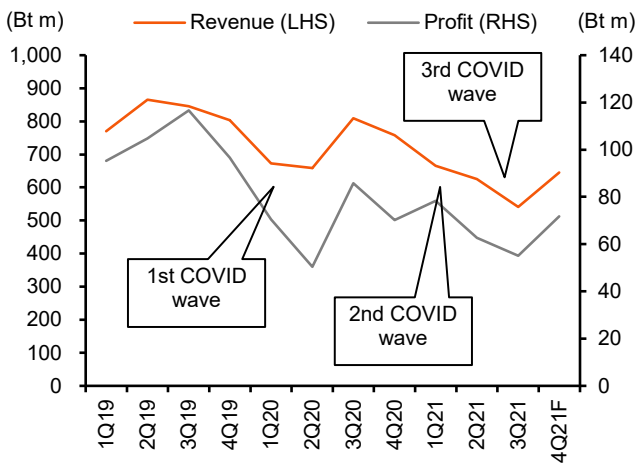
| | |
|-----------------------------|-----------------------------|
| Price as of 25-Jan-22 (Bt) | 21.40 |
| Market Cap (US\$ m) | 224.9 |
| Listed Shares (m shares) | 347.5 |
| Free Float (%) | 47.4 |
| Avg Daily Turnover (US\$ m) | 0.4 |
| 12M Price H/L (Bt) | 22.50/18.80 |
| Sector | Fashion |
| Major Shareholder | Thanalongkorn Family 52.42% |

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

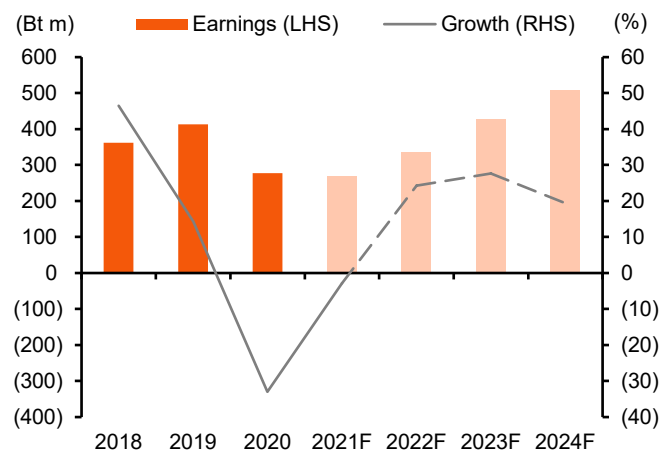


Ex 1: 4Q21F Recovery



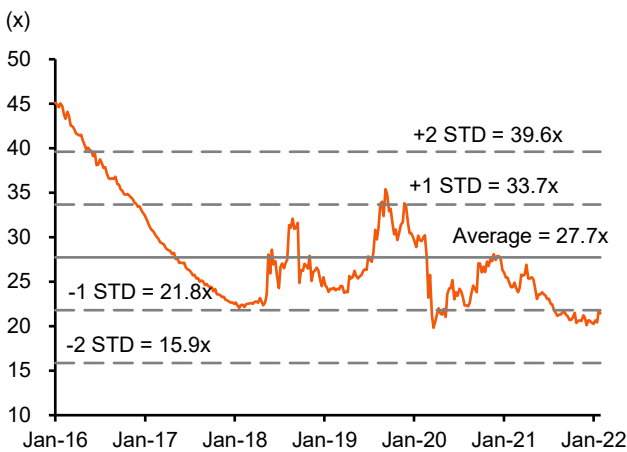
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Earnings Recovery



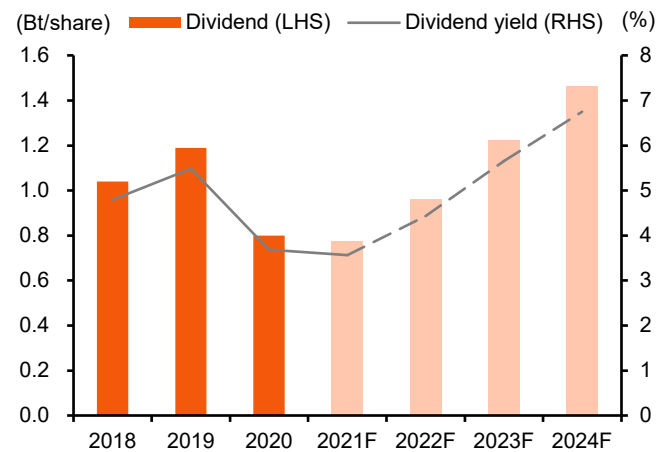
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Inexpensive Valuation In Our View



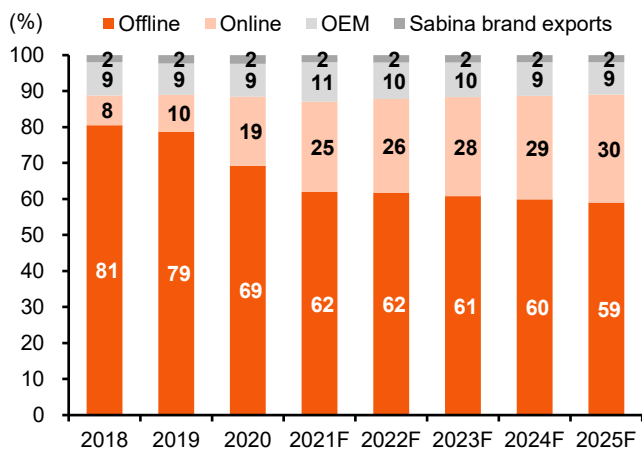
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Decent Forecast Dividend Payments



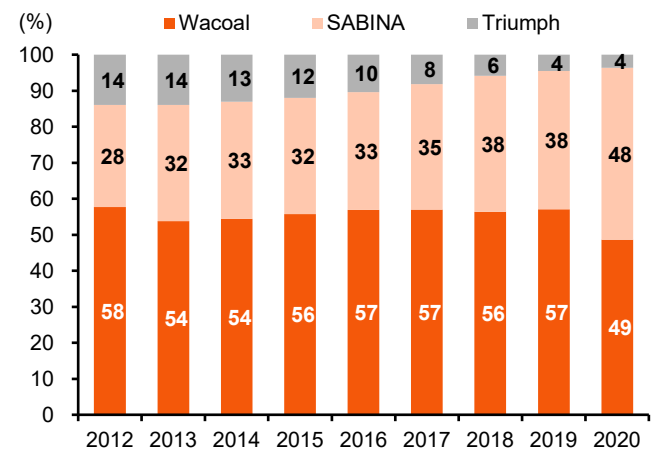
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Sales Breakdown



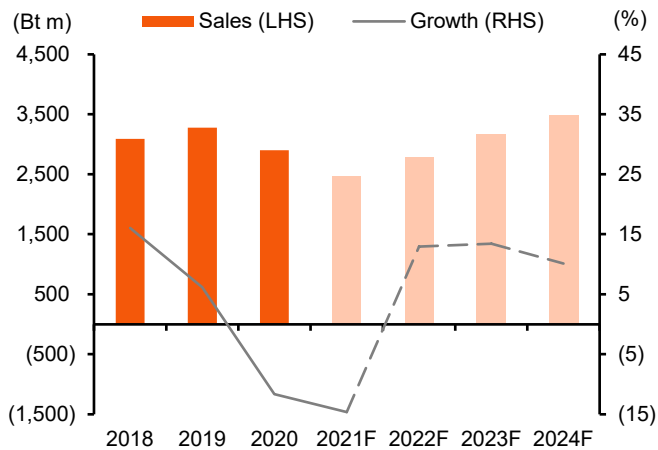
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Market Share Gains



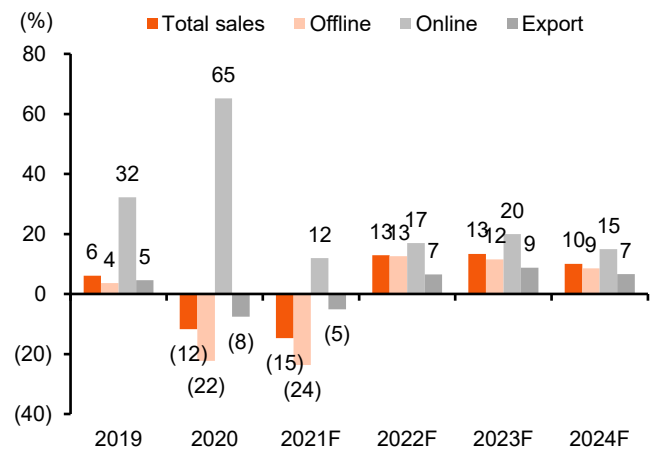
Sources: Company data, Thanachart compilation

Ex 7: Sales Growth Resumption



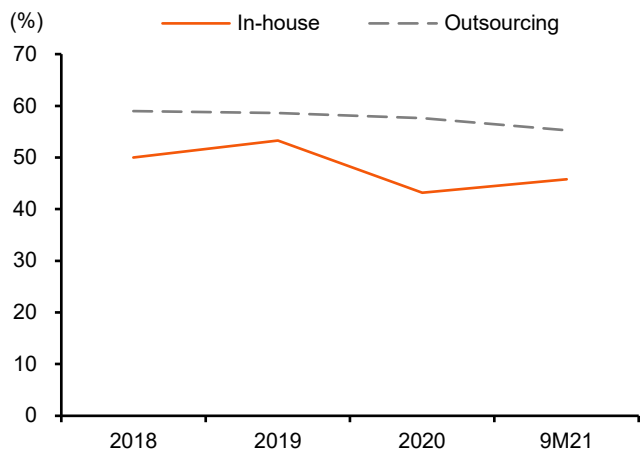
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: Growth In All Distribution Channels



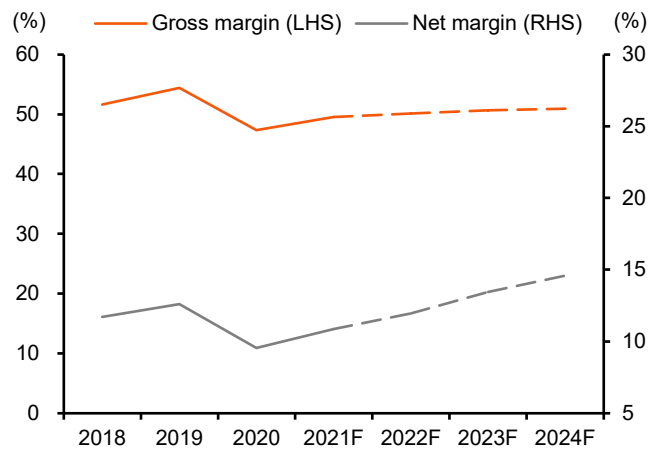
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: Outsourcing VS. In-House Production Gross Margin



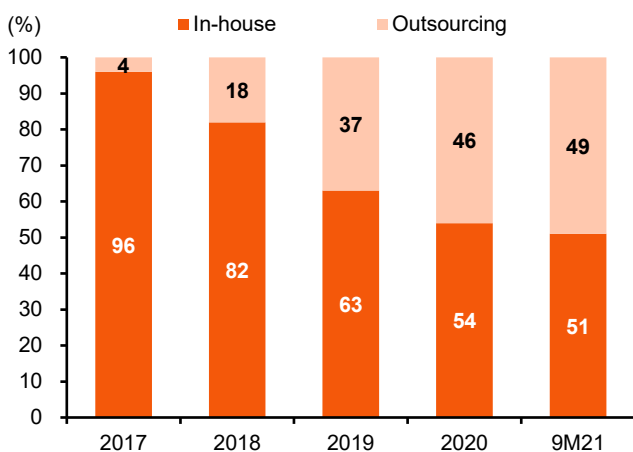
Source: Company data

Ex 10: Margin Expansion



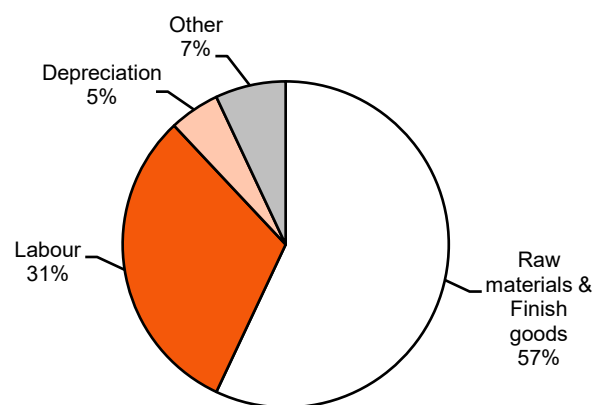
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: Sales Contribution From Outsourcing & Production



Source: Company data

Ex 12: Cost Breakdown In 2020



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 | 453 | 568 | 669 | 747 | 801 | 829 | 844 | 859 | 874 | 891 | 908 | — |
| Free cash flow | 306 | 402 | 536 | 578 | 583 | 641 | 669 | 681 | 693 | 707 | 721 | 11,532 |
| PV of free cash flow | 305 | 348 | 432 | 426 | 398 | 406 | 392 | 370 | 349 | 316 | 297 | 4,758 |
| Risk-free rate (%) | 2.5 | | | | | | | | | | | |
| Market risk premium (%) | 8.0 | | | | | | | | | | | |
| Beta | 0.9 | | | | | | | | | | | |
| WACC (%) | 7.4 | | | | | | | | | | | |
| Terminal growth (%) | 2.0 | | | | | | | | | | | |
| Enterprise value - add investments | 8,801 | | | | | | | | | | | |
| Net debt (end 2021F) | 199 | | | | | | | | | | | |
| Minority interest | 0 | | | | | | | | | | | |
| Equity value | 8,602 | | | | | | | | | | | |
| # of shares (m) | 347 | | | | | | | | | | | |
| Equity value / share (Bt) | 25.00 | | | | | | | | | | | |

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 — | |
|-----------------------|-----------|----------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|-------------|-------------|---------------|------------|
| | | | 21F (%) | 22F (%) | 21F (x) | 22F (x) | 21F (x) | 22F (x) | 21F (x) | 22F (x) | 21F (%) | 22F (%) |
| Dollar Industries Ltd | DOLLAR IN | India | na | na | 37.6 | na | 6.3 | na | 24.2 | 20.5 | 0.2 | na |
| Page Industries Ltd | PAG IN | India | na | na | na | na | na | na | na | na | na | 0.7 |
| Wacoal Holdings Corp | 3591 JP | Japan | na | na | 120.3 | 21.0 | 0.6 | 0.6 | 18.9 | 8.6 | 1.9 | 2.4 |
| PVH Corp | PVH US | US | na | na | na | 10.3 | 1.4 | 1.3 | 32.5 | 6.6 | 0.0 | 0.1 |
| Triumph Group Inc | TGI US | US | na | na | na | 25.5 | na | na | 18.4 | 14.8 | 0.0 | 0.0 |
| Hanesbrands Inc | HBI US | US | 34.2 | 1.9 | 8.9 | 8.8 | 7.1 | 4.9 | 8.1 | 7.8 | 3.7 | 3.3 |
| L Brands Inc | LB US | US | 46.3 | 37.4 | na | na | na | na | na | na | na | na |
| Sabina Pcl * | SABINA TB | Thailand | (2.9) | 24.3 | 27.6 | 22.2 | 4.1 | 4.1 | 18.2 | 15.4 | 3.6 | 4.5 |
| Average | | | 25.9 | 21.2 | 48.6 | 17.6 | 3.9 | 2.7 | 20.1 | 12.3 | 1.6 | 1.8 |

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 25-Jan-2022 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
- เป็นเจ้าของ และผู้บริหารของบริษัทฯ ที่มีประสบการณ์มากมายในอุตสาหกรรมชุดชั้นในสตรี

O — Opportunity

- การบริโภคและการขยายตัวทางเศรษฐกิจของไทยที่เพิ่มขึ้น
- การขยายตัวทางเศรษฐกิจในตลาด CLMV
- สงครามการค้าระหว่างจีน - สหรัฐฯ

CONSENSUS COMPARISON

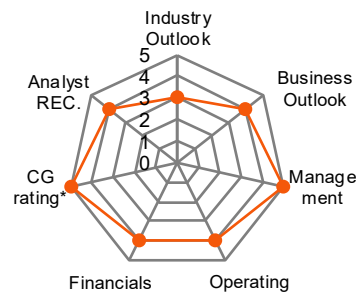
| | Consensus | Thanachart | Diff |
|-----------------------|-----------|------------|---------|
| Target price (Bt) | 25.94 | 25.00 | -4% |
| Net profit 21F (Bt m) | 276 | 269 | -3% |
| Net profit 22F (Bt m) | 368 | 334 | -9% |
| Consensus REC | BUY: 5 | HOLD: 0 | SELL: 0 |

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรปี 2022 ของเราน้อยกว่าของตลาดเล็กน้อย เนื่องจากเรามีมุมมองที่ระมัดระวังต่อการเติบโตของยอดขายในปีนี้ แต่ราคาเป้าหมายของเราใกล้เคียงกับของตลาด เนื่องจากเรามองบวกมากขึ้นต่อการเติบโตในระยะยาวของ SABINA

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

2022-23F earnings are on
a turnaround trend

| FY ending Dec (Bt m) | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
|-----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Sales | 3,280 | 2,898 | 2,473 | 2,794 | 3,169 |
| Cost of sales | 1,494 | 1,525 | 1,247 | 1,393 | 1,563 |
| Gross profit | 1,786 | 1,373 | 1,226 | 1,401 | 1,606 |
| % gross margin | 54.4% | 47.4% | 49.6% | 50.1% | 50.7% |
| Selling & administration expenses | 1,276 | 1,034 | 908 | 1,001 | 1,091 |
| Operating profit | 509 | 339 | 318 | 399 | 515 |
| % operating margin | 15.5% | 11.7% | 12.8% | 14.3% | 16.2% |
| Depreciation & amortization | 48 | 103 | 102 | 100 | 99 |
| EBITDA | 558 | 442 | 420 | 499 | 614 |
| % EBITDA margin | 17.0% | 15.3% | 17.0% | 17.9% | 19.4% |
| Non-operating income | 15 | 16 | 23 | 24 | 25 |
| Non-operating expenses | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Interest expense | (8) | (9) | (5) | (6) | (7) |
| Pre-tax profit | 516 | 346 | 336 | 418 | 533 |
| Income tax | 103 | 69 | 67 | 84 | 107 |
| After-tax profit | 413 | 277 | 269 | 334 | 426 |
| % net margin | 12.6% | 9.6% | 10.9% | 12.0% | 13.5% |
| Shares in affiliates' Earnings | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Minority interests | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Extraordinary items | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| NET PROFIT | 413 | 277 | 269 | 334 | 426 |
| Normalized profit | 413 | 277 | 269 | 334 | 426 |
| EPS (Bt) | 1.2 | 0.8 | 0.8 | 1.0 | 1.2 |
| Normalized EPS (Bt) | 1.2 | 0.8 | 0.8 | 1.0 | 1.2 |

BALANCE SHEET

No significant new
investments

| FY ending Dec (Bt m) | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| ASSETS: | | | | | |
| Current assets: | 2,407 | 2,163 | 1,980 | 2,066 | 2,159 |
| Cash & cash equivalent | 243 | 225 | 225 | 215 | 205 |
| Account receivables | 492 | 436 | 373 | 421 | 477 |
| Inventories | 1,564 | 1,404 | 1,299 | 1,336 | 1,370 |
| 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 | 326 | 358 | 392 |
| Total assets | 3,018 | 2,804 | 2,565 | 2,664 | 2,769 |
| LIABILITIES: | | | | | |
| Current liabilities: | 1,035 | 853 | 693 | 753 | 805 |
| Account payables | 367 | 213 | 171 | 191 | 214 |
| Bank overdraft & ST loans | 565 | 559 | 424 | 470 | 489 |
| Current LT debt | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Others current liabilities | 103 | 81 | 98 | 92 | 102 |
| Total LT debt | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Others LT liabilities | 122 | 156 | 81 | 88 | 94 |
| Total liabilities | 1,157 | 1,009 | 774 | 841 | 899 |
| 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) |
| Retained earnings | 1,298 | 1,237 | 1,233 | 1,266 | 1,312 |
| Shareholders' equity | 1,861 | 1,795 | 1,790 | 1,823 | 1,870 |
| Liabilities & equity | 3,018 | 2,804 | 2,565 | 2,664 | 2,769 |

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

Sustainable cash inflow streams

| FY ending Dec (Bt m) | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
|-----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Earnings before tax | 516 | 346 | 336 | 418 | 533 |
| Tax paid | (98) | (140) | (43) | (94) | (95) |
| Depreciation & amortization | 48 | 103 | 102 | 100 | 99 |
| Chg In working capital | (515) | 61 | 127 | (65) | (68) |
| Chg In other CA & CL / minorities | (23) | 60 | 6 | (6) | (14) |
| Cash flow from operations | (71) | 430 | 528 | 352 | 455 |
| 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 | (40) | (37) | (43) |
| Cash flow from investments | (66) | (100) | (120) | (107) | (103) |
| Debt financing | 409 | (6) | (134) | 46 | 18 |
| Capital increase | 0 | 0 | (1) | 0 | 0 |
| Dividends paid | (386) | (337) | (273) | (301) | (380) |
| Warrants & other surplus | (2) | (5) | 0 | 0 | 0 |
| Cash flow from financing | 21 | (349) | (408) | (255) | (361) |
| Free cash flow | (103) | 401 | 498 | 327 | 435 |

VALUATION

Inexpensive valuation, in our view

| FY ending Dec | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
|-------------------------------------|---------|-------|-------|-------|-------|
| Normalized PE (x) | 18.0 | 26.8 | 27.6 | 22.2 | 17.4 |
| Normalized PE - at target price (x) | 21.0 | 31.3 | 32.3 | 26.0 | 20.4 |
| PE (x) | 18.0 | 26.8 | 27.6 | 22.2 | 17.4 |
| PE - at target price (x) | 21.0 | 31.3 | 32.3 | 26.0 | 20.4 |
| EV/EBITDA (x) | 13.9 | 17.6 | 18.2 | 15.4 | 12.6 |
| EV/EBITDA - at target price (x) | 16.1 | 20.4 | 21.1 | 17.9 | 14.6 |
| P/BV (x) | 4.0 | 4.1 | 4.1 | 4.1 | 4.0 |
| P/BV - at target price (x) | 4.7 | 4.8 | 4.8 | 4.8 | 4.6 |
| P/CFO (x) | (103.9) | 17.3 | 14.1 | 21.1 | 16.3 |
| Price/sales (x) | 2.3 | 2.6 | 3.0 | 2.7 | 2.3 |
| Dividend yield (%) | 5.6 | 3.7 | 3.6 | 4.5 | 5.7 |
| FCF Yield (%) | (1.4) | 5.4 | 6.7 | 4.4 | 5.9 |
| (Bt) | | | | | |
| Normalized EPS | 1.2 | 0.8 | 0.8 | 1.0 | 1.2 |
| EPS | 1.2 | 0.8 | 0.8 | 1.0 | 1.2 |
| DPS | 1.2 | 0.8 | 0.8 | 1.0 | 1.2 |
| BV/share | 5.4 | 5.2 | 5.2 | 5.3 | 5.4 |
| CFO/share | (0.2) | 1.2 | 1.5 | 1.0 | 1.3 |
| FCF/share | (0.3) | 1.2 | 1.4 | 0.9 | 1.3 |

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

Margin is on the rise

| FY ending Dec | 2019A | 2020A | 2021F | 2022F | 2023F |
|----------------------------------|-------|--------|--------|-------|-------|
| Growth Rate | | | | | |
| Sales (%) | 6.1 | (11.6) | (14.7) | 12.9 | 13.4 |
| Net profit (%) | 14.3 | (33.0) | (2.9) | 24.3 | 27.6 |
| EPS (%) | 14.3 | (33.0) | (2.9) | 24.3 | 27.6 |
| Normalized profit (%) | 14.3 | (33.0) | (2.9) | 24.3 | 27.6 |
| Normalized EPS (%) | 14.3 | (33.0) | (2.9) | 24.3 | 27.6 |
| Dividend payout ratio (%) | 99.9 | 100.3 | 99.9 | 99.9 | 99.9 |
| Operating performance | | | | | |
| Gross margin (%) | 54.4 | 47.4 | 49.6 | 50.1 | 50.7 |
| Operating margin (%) | 15.5 | 11.7 | 12.8 | 14.3 | 16.2 |
| EBITDA margin (%) | 17.0 | 15.3 | 17.0 | 17.9 | 19.4 |
| Net margin (%) | 12.6 | 9.6 | 10.9 | 12.0 | 13.5 |
| D/E (incl. minor) (x) | 0.3 | 0.3 | 0.2 | 0.3 | 0.3 |
| Net D/E (incl. minor) (x) | 0.2 | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 0.2 |
| Interest coverage - EBIT (x) | 61.1 | 37.3 | 64.6 | 71.4 | 71.6 |
| Interest coverage - EBITDA (x) | 66.9 | 48.6 | 85.4 | 89.3 | 85.3 |
| ROA - using norm profit (%) | 14.7 | 9.5 | 10.0 | 12.8 | 15.7 |
| ROE - using norm profit (%) | 22.4 | 15.1 | 15.0 | 18.5 | 23.1 |
| DuPont | | | | | |
| ROE - using after tax profit (%) | 22.4 | 15.1 | 15.0 | 18.5 | 23.1 |
| - asset turnover (x) | 1.2 | 1.0 | 0.9 | 1.1 | 1.2 |
| - operating margin (%) | 16.0 | 12.2 | 13.8 | 15.1 | 17.0 |
| - leverage (x) | 1.5 | 1.6 | 1.5 | 1.4 | 1.5 |
| - interest burden (%) | 98.4 | 97.4 | 98.6 | 98.7 | 98.7 |
| - 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 | 11.9 | 16.1 | 19.8 |
| NOPAT (Bt m) | 408 | 271 | 254 | 319 | 412 |
| invested capital (Bt m) | 2,183 | 2,129 | 1,990 | 2,079 | 2,154 |

Sources: Company data, Thanachart estimates

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 จำนวน 116 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2201A, ACE16C2202A, ADVA16C2201A, ADVA16C2202A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AOT16C2204A, AOT16C2202A, BAM16C2204A, BANP16C2204A, BANP16C2201A, BANP16C2202A, BBL16C2204A, BBL16C2201A, BCH16C2201A, BCH16C2203A, BEC16C2202A, BGRI16C2205A, CBG16C2204A, CBG16C2201A, CBG16C2202A, CHG16C2202A, COM716C2203A, CPAL16C2204A, CPAL16C2203A, CPF16C2205A, CPN16C2202A, CRC16C2204A, DELT16C2202A, DELT16C2203A, DOHO16C2202A, EA16C2205A, EA16C2201A, ESSO16C2202A, GLOB16C2201A, GLOB16C2203A, GPSC16C2205A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GPSC16C2203A, GULF16C2202A, GUNK16C2205A, GUNK16C2201A, GUNK16C2203A, HANA16C2204A, HANA16C2202A, HMPR16C2202A, INTU16C2201A, INTU16C2202A, IVL16C2202A, JAS16C2202A, JMAR16C2205A, JMAR16C2201A, JMAR16C2202A, JMT16C2205A, JMT16C2201A, JMT16C2203A, KBAN16C2201A, KBAN16C2202A, KCE16C2205A, KCE16C2201A, KTC16C2202A, LH16C2202A, MAJO16C2201A, MINT16C2204A, MINT16C2203A, MTC16C2204A, MTC16C2202A, OR16C2202A, OR16C2203A, PTG16C2201A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2201A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2201A, PTT16C2203A, PTTE16C2203A, RBF16C2202A, RS16C2205A, RS16C2201A, S5016P2203B, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016C2112C, S5016C2112D, S5016C2203A, S5016P2112A, S5016P2112B, S5016P2112C, S5016P2112D, S5016P2203A, SAWA16C2204A, SAWA16C2202A, SCB16C2201A, SCB16C2202A, SCC16C2204A, SCGP16C2201A, SCGP16C2202A, SPAL16C2202A, SPRC16C2201A, STA16C2203A, STA16C2201A, STEC16C2204A, STEC16C2201A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TASC16C2201A, TOP16C2202A, TRUE16C2202A, TRUE16C2203A, TU16C2204A, TU16C2202A, WHA16C2202A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BEC, BGRIM, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, LH, MAJOR, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPALI, SPRC, SET50, STA, STEC, STGT, SYNTEC, TESCO, TOP, TRUE, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 21.2 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชอาณาจักรไทย จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรซมิล 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 หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอศิณี ไตรรงค์ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท 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

Thematic Research, กระจดาษ

จักร เรื่องสินภญา
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธาณูปโภค, สือสาร

ณัฐภ ประสิทธิ์สุสันต์
Tel: 662-483-8296
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิลักทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เเดนเรื่อ

พัทธดนย์ บุนนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิซย์

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์
Tel: 662-779-9109
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รดา ลิมสุทธีวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน

สรชดา 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
siripom.aru@thanachartsec.co.th

พลังงาน, ปิโตรเคมี

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
Tel: 662-779-9110
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพล

ลาภินี ทิพยมณฑล
Tel: 662-779-9115
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA
Tel: 662-779-9120
adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ธรรมบำรุง
Tel: 662-779-9123
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล
Tel: 662-483-8304
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์
Tel: 662-483-8303
sittichet.run@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน

นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี 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 ลิมาวงษ์ปราณี

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

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