

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 27.00

Upside : 27.4%

(From: Bt 25.00)

17 MARCH 2022

Small Cap Research

Sabina Pcl. (SABINA TB)

ฟื้นตัวแข็งแกร่งขึ้น

เราปรับเพิ่มกำไรของ SABINA ขึ้น 6-11% ในปี 2022-24F เพื่อสะท้อนยอดขายออฟไลน์ที่ดีกว่าคาด และการควบคุมต้นทุน ด้วยกำไรต่อหุ้นเติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 22% ในปี 2021-24F, ให้อัตราผลตอบแทนปันผล 5-6% ในปี 2022-23F และมีมูลค่าไม่แพง เราจึงยังคงแนะนำ "ซื้อ" SABINA



SIRIPORN ARUNOTHAI

662 – 779 9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

ปรับเพิ่มประมาณการกำไร แนะนำ "ซื้อ"

ผลการดำเนินงาน 4Q21 ที่แข็งแกร่งของ SABINA ได้ยืนยันมุมมองของเราที่มองว่าธุรกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวที่แท้จริง (ดูบทวิเคราะห์ "เริ่มฟื้นตัวแล้ว" วันที่ 25 ม.ค.2022) ผ่านการขยายตัวของยอดขายออฟไลน์และอัตรากำไรจากการดำเนินงาน ยอดขายออฟไลน์เพิ่มขึ้น 102% q-q และทรงตัว y-y อัตรากำไรจากการดำเนินงานเพิ่มขึ้นเป็น 14.9% ใน 4Q21 จาก 13.3% ในปี 2021 ด้วยกำไร 4Q21 ที่เติบโต 40% y-y และ 78% q-q ซึ่งดีกว่าที่เราคาด และมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง เราจึงปรับเพิ่มประมาณการกำไรขึ้น 11/6/6% ในปี 2022-24F และปรับราคาเป้าหมายเป็น 27.0 บาท (จาก 25.0 บาท) ด้วย EPS ที่เติบโตเฉลี่ยที่ 22% ในปี 2021-24F, ให้อัตราผลตอบแทนปันผลที่ 5/6% ในปี 2022-23F และซื้อขายที่ -1 STD PE เราจึงคงคำแนะนำ "ซื้อ" SABINA

ยอดขายฟื้นตัวในทุกช่องทางจำหน่าย

สัดส่วนยอดขายผ่านช่องทางออฟไลน์ ออนไลน์ และส่งออกของ SABINA อยู่ที่ 79/10/11% ในปี 2019 ยอดขายออนไลน์และส่งออกใน 4Q21 ได้แซงหน้ายอดขายในปีปกติแล้ว ในขณะที่ยอดขายออฟไลน์ แม้จะยังไม่กลับสู่ระดับปีปกติ แต่คิดเป็น 86% ของระดับยอดขายในช่วง 4Q19 หลังจากการคลายล็อกดาวน์ในเดือน ก.ย. 2021 ด้วยเรคาดว่ามีไม่มีการล็อกดาวน์ประเทศ เนื่องจากนโยบายของรัฐบาลที่เปลี่ยนโควิด-19 จากการเป็นโรคระบาดไปเป็นโรคประจำถิ่น เราจึงคาดว่ายอดขายของ SABINA จะเติบโตในทุกช่องทางจำหน่าย โดยคาดว่ายอดขายรวมจะเติบโต 14.1/11.6/10.6% ในปี 2022-24F เทียบกับลดลง 9.2% ในปี 2021

อัตรากำไรขยายตัว

อัตรากำไรจากการดำเนินงานของ SABINA ฟื้นตัวจากจุดต่ำสุดที่ 11.7% ในปี 2020 เป็น 13.3% ในปี 2021 แม้เรคาดว่าอัตรากำไรจากการดำเนินงานจะอยู่ที่ 14.7% ในปีนี้ ซึ่งยังคงต่ำกว่าปีก่อนเกิดโควิด-19 ที่ 15.5% เพราะต้นทุนการผลิตที่เพิ่มขึ้นตามราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่ปรับตัวสูงขึ้น แต่เรคาดว่าอัตรากำไรจากการดำเนินงานจะยังคงมีแนวโน้มฟื้นตัวที่ 16.0/17.5% ในปี 2023-24F หนุนโดยการมีสัดส่วนยอดขายชุดชั้นในสตรีที่มีอัตรากำไรสูงเพิ่มขึ้น มีสัดส่วนยอดขายออนไลน์ที่มีอัตรากำไรสูงเพิ่มขึ้น กลยุทธ์การตลาดที่มีประสิทธิภาพ และยอดขายโดยรวมที่ดีขึ้นในปี 2023-24F นอกจากนี้วัตถุดิบ และสต็อกสินค้าสำเร็จรูปของ SABINA ที่มีอยู่ 11 เดือน ยังช่วยลดผลกระทบด้านลบจากต้นทุนที่สูงขึ้นอีกด้วย

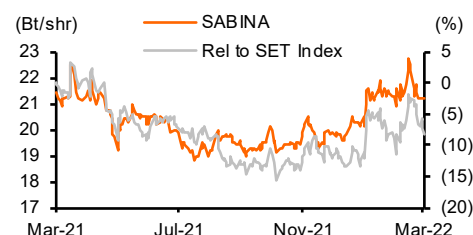
ความเสี่ยงจากค่าจ้างขั้นต่ำที่สูงขึ้น

ตลาดมีความกังวลต่อการปรับขึ้นอัตราค่าจ้างขั้นต่ำ เนื่องจากอัตราเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้นอย่างมาก เนื่องจากต้นทุนพนักงานของ SABINA คิดเป็น 15% ของต้นทุนการผลิตรวม การปรับขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำน่าจะส่งผลกระทบต่อกำไรของ SABINA จากการวิเคราะห์ของเรา อัตราค่าจ้างที่เพิ่มขึ้นทุกๆ 10% จะส่งผลกระทบต่อกำไรของ SABINA 7% อย่างไรก็ตาม ด้วยรูปแบบธุรกิจที่ยืดหยุ่นของ SABINA โดยการจัดหาสินค้าสำเร็จรูปจากตลาดต่างประเทศและในประเทศมากขึ้นเพื่อทดแทนการผลิตภายในบริษัท และการเพิ่มประสิทธิภาพการผลิต จึงน่าจะช่วยลดผลกระทบด้านลบที่มีต่อกำไรของ SABINA ได้ในระดับหนึ่ง

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	2,631	3,001	3,354	3,709
Net profit	294	371	450	539
Consensus NP	—	378	458	521
Diff frm cons (%)	—	(1.7)	(1.8)	3.5
Norm profit	294	371	450	539
Prev. Norm profit	—	334	426	509
Chg frm prev (%)	—	11.2	5.5	6.0
Norm EPS (Bt)	0.8	1.1	1.3	1.6
Norm EPS grw (%)	6.3	26.2	21.1	19.9
Norm PE (x)	25.0	19.8	16.4	13.6
EV/EBITDA (x)	17.2	15.2	13.0	11.1
P/BV (x)	4.0	3.9	3.9	3.8
Div yield (%)	4.0	5.0	6.1	7.3
ROE (%)	16.2	20.1	23.8	28.0
Net D/E (%)	2.2	12.1	15.0	16.6

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 17-Mar-22 (Bt)	21.20
Market Cap (US\$ m)	221.3
Listed Shares (m shares)	347.5
Free Float (%)	47.4
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.6
12M Price H/L (Bt)	22.70/18.80
Sector	Fashion
Major Shareholder	Thanalongkorn Family 52.42%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

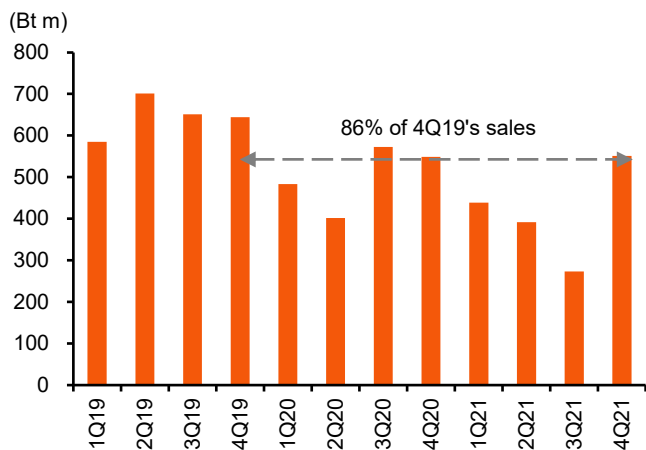


Ex 1: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Offline sales growth (%)					
- New	(22.3)	(17.5)	16.3	12.0	9.9
- Old			12.6	11.6	8.5
- Change (pp)			3.7	0.4	1.4
Online sales growth (%)					
- New	65.2	12.2	10.0	13.0	15.0
- Old			17.0	20.0	15.0
- Change (pp)			(7.0)	(7.0)	—
OEM growth (%)					
- New	(7.5)	12.6	10.0	8.0	6.0
- Old			5.0	8.0	6.0
- Change (pp)			5.0	—	—
Sabina brand export growth (%)					
- New	(7.9)	(21.4)	20.0	15.0	10.0
- Old			15.0	13.0	10.0
- Change (pp)			5.0	2.0	—
Gross margin (%)					
- New	47.4	48.9	49.2	49.4	49.7
- Old			50.1	50.7	51.0
- Change (pp)			(0.9)	(1.3)	(1.3)
SG&A to sales (%)					
- New	35.7	35.6	34.5	33.4	32.2
- Old			35.8	34.4	33.3
- Change (pp)			(1.3)	(1.0)	(1.1)
Normalized profit (Bt m)					
- New	277	294	371	450	540
- Old			334	426	509
- Change (%)			11.2	5.6	6.1

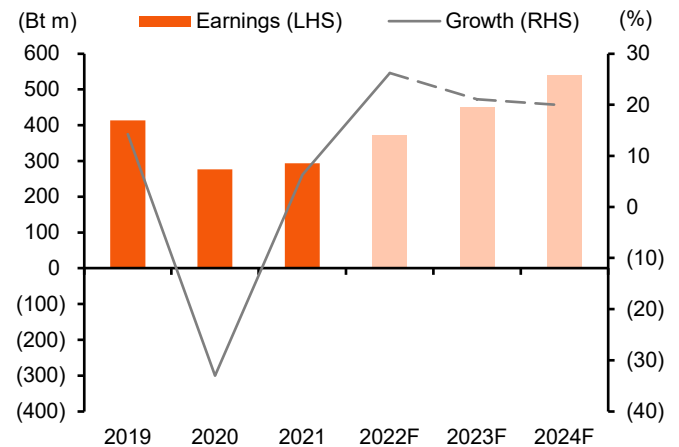
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Quarterly Offline Sales



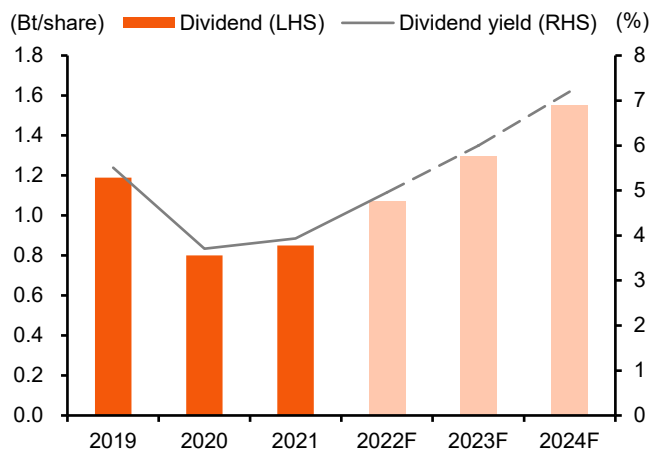
Source: Company data

Ex 3: Earnings Turnaround Trend



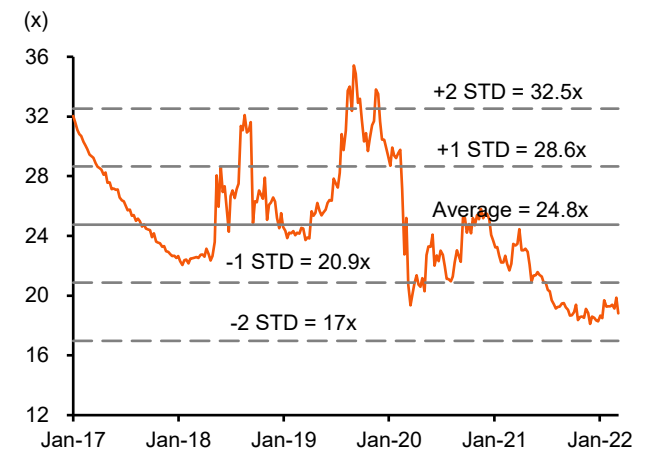
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Decent Dividend Yields



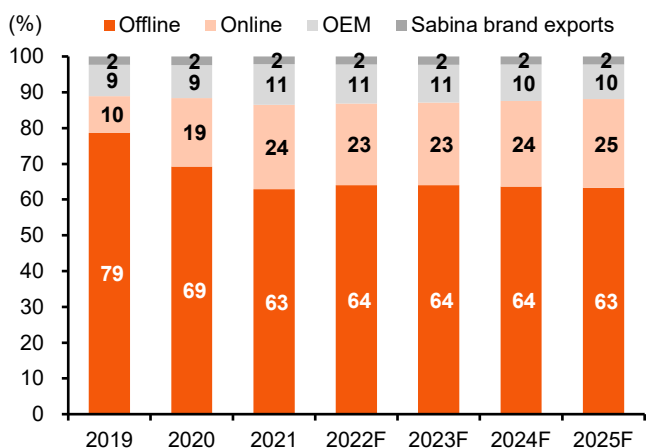
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Valuation Looks Inexpensive



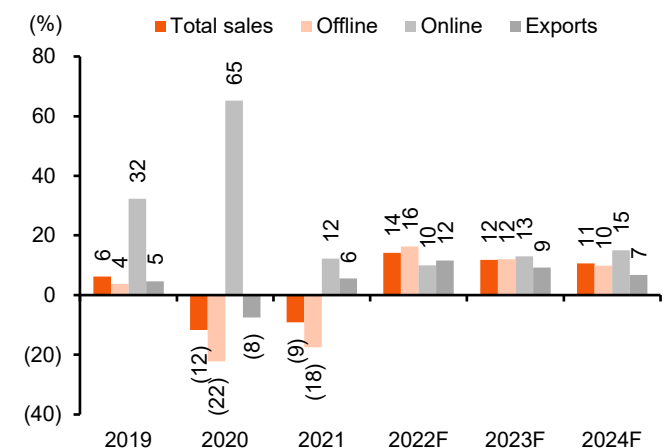
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 6: Sales Breakdown By Distribution Channel

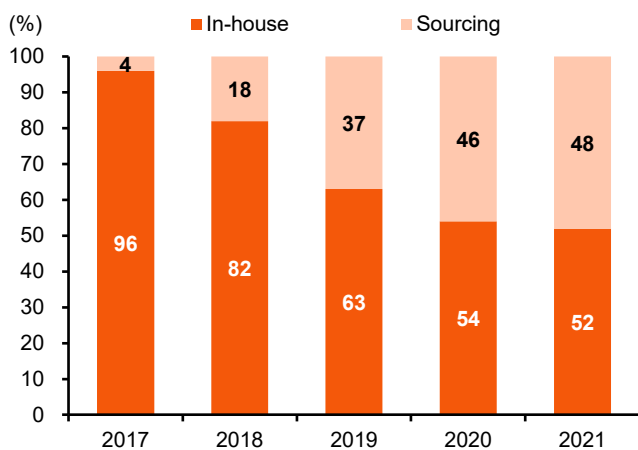


Sources: Company data, Thanachart estimates

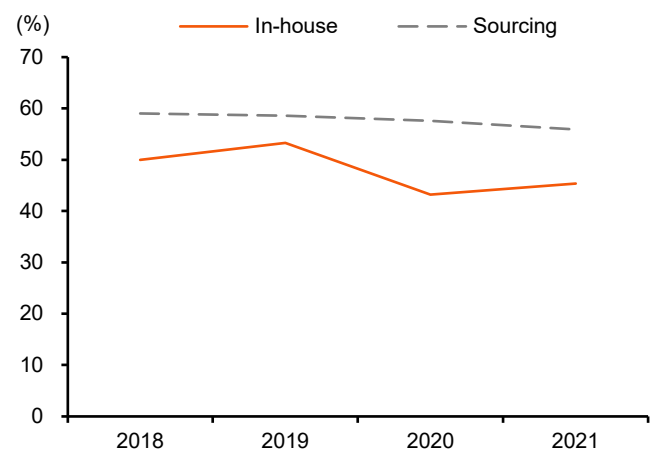
Ex 7: Sales Growth Across All Distribution Channels



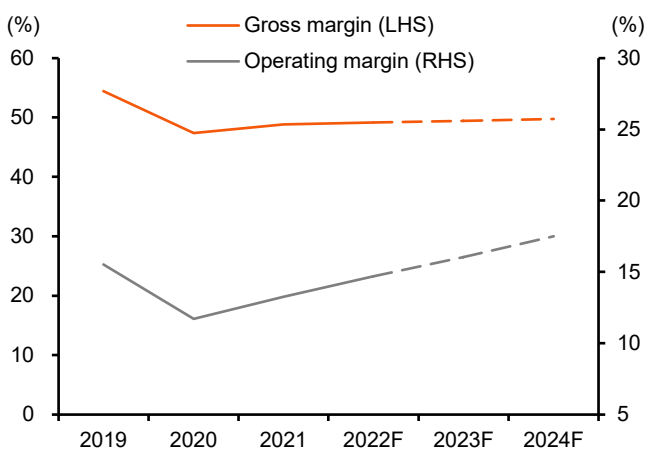
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: Rising Product Sourcing Portion

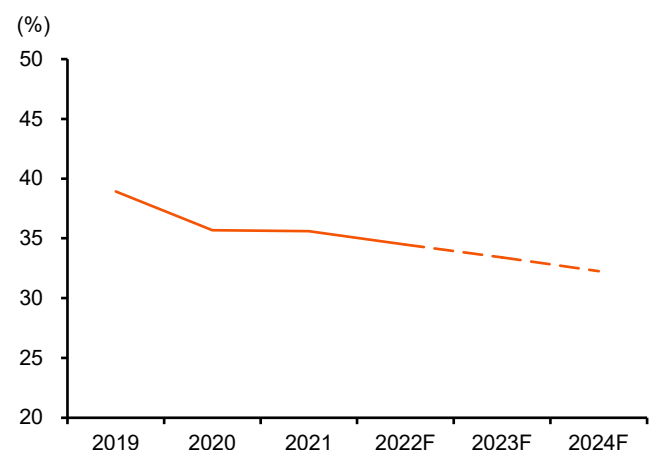
Source: Company data

Ex 9: Margin Of Product Sourcing

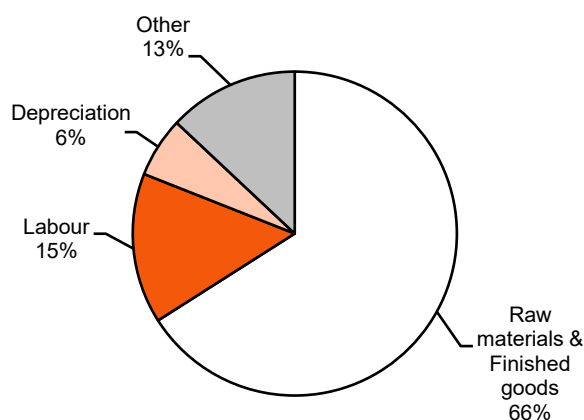
Source: Company data

Ex 10: Operating Margin Expansion

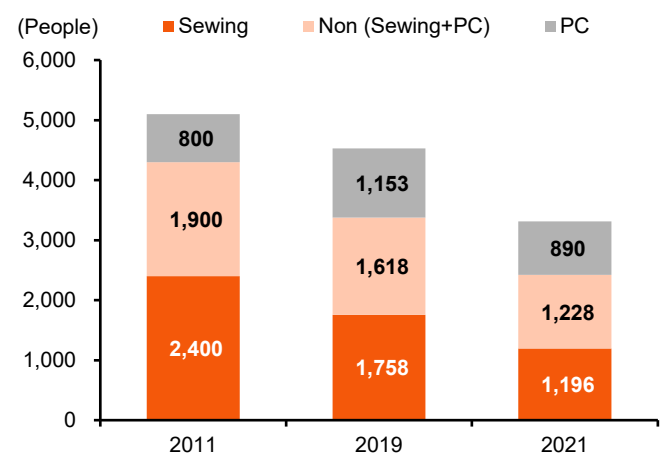
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: Falling SG&A To Sales

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 12: Production Cost Breakdown In 2021

Source: Company data

Ex 13: # Of Manpower

Source: Company data

Ex 14: 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	2033F	Terminal value
EBITDA excl. depre from right of use	481	577	687	779	846	896	917	930	943	956	971	986	—
Free cash flow	190	384	495	615	631	671	724	745	755	766	779	791	12,992
PV of free cash flow	190	334	401	457	434	429	429	410	386	348	327	307	5,038
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	0.9												
WACC (%)	7.3												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value - add investments	9,490												
Net debt (end 2021)	41												
Minority interest	0												
Equity value	9,449												
# of shares (m)	347												
Equity value / share (Bt)	27.00												

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 15: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div yield —	
			22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Dollar Industries Ltd	DOLLAR IN	India	65.9	24.4	22.8	18.3	4.8	3.8	15.7	12.7	0.3	0.3
Page Industries Ltd	PAG IN	India	31.9	26.1	106.0	84.1	na	na	na	na	0.7	0.9
Wacoal Holdings Corp	3591 JP	Japan	na	na	na	15.8	0.5	0.5	7.4	6.6	2.6	3.1
PVH Corp	PVH US	US	na	6.7	8.6	8.1	1.1	1.0	5.7	5.6	0.1	0.1
Triumph Group Inc	TGI US	US	na	33.2	30.3	22.8	na	na	16.7	13.7	0.0	0.0
Hanesbrands Inc	HBI US	US	694.5	14.5	8.8	7.7	5.3	3.9	8.1	7.4	3.5	3.5
L Brands Inc	LB US	US	na	0.4	na	na	na	na	na	na	na	na
Sabina Pcl *	SABINA TB	Thailand	26.2	21.1	19.8	16.4	3.9	3.9	15.2	13.0	5.0	6.1
Average			204.6	18.1	32.7	24.7	3.1	2.6	11.5	9.8	1.7	2.0

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 17-Mar-2022 closing prices

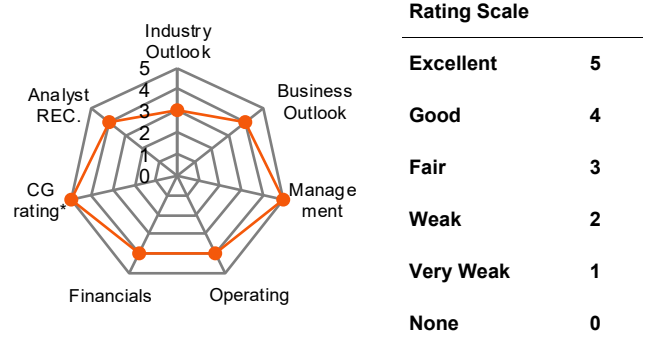
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

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

O — Opportunity

- การบริโภคและการขยายตัวทางเศรษฐกิจของไทยที่เพิ่มขึ้น
- การขยายตัวทางเศรษฐกิจในตลาด CLMV
- สงครามการค้าระหว่างจีน - สหรัฐฯ

W — Weakness

- ยังเข้าสู่ตลาดต่างประเทศไม่มาก

T — Threat

- เศรษฐกิจไทยและเศรษฐกิจโลกชะลอตัว
- ความเสี่ยงด้านกฎข้อบังคับ
- การระบาดของโควิด-19

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	27.08	27.00	0%
Net profit 22F (Bt m)	378	371	-2%
Net profit 23F (Bt m)	458	450	-2%
Consensus REC	BUY: 5	HOLD: 0	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2022-23F ของเรต่ำกว่าของตลาดเล็กน้อย แต่ราคาเป้าหมายของเราใกล้เคียงกับของตลาด เนื่องจากเรามองบวกมากขึ้นต่อการเติบโตในระยะยาวของ SABINA

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากการบริโภคในประเทศหรือทั่วโลกฟื้นตัวช้ากว่าที่เราคาดการณ์ไว้ในปัจจุบัน จะนำไปสู่ความเสี่ยงด้านลบต่อการคาดการณ์ผลการดำเนินงานของเรา
- หากการแข่งขันในอุตสาหกรรมชุดชั้นในของไทยสูงกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ จะทำให้เกิดความเสี่ยงต่อการคาดการณ์ผลการดำเนินงานของเรา
- หากราคาวัตถุดิบหรือต้นทุนแรงงานเพิ่มขึ้นมากกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ในปัจจุบัน จะส่งผลให้เกิดความเสี่ยงต่อการคาดการณ์ผลการดำเนินงานของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

We expect offline growth
to turn to the black in
2022-24F

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	2,898	2,631	3,001	3,354	3,709
Cost of sales	1,525	1,346	1,526	1,696	1,864
Gross profit	1,373	1,286	1,476	1,659	1,845
% gross margin	47.4%	48.9%	49.2%	49.4%	49.7%
Selling & administration expenses	1,034	937	1,035	1,121	1,196
Operating profit	339	349	441	538	649
% operating margin	11.7%	13.3%	14.7%	16.0%	17.5%
Depreciation & amortization	103	82	58	50	45
EBITDA	442	430	499	588	694
% EBITDA margin	15.3%	16.3%	16.6%	17.5%	18.7%
Non-operating income	16	24	28	30	33
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(9)	(5)	(4)	(6)	(8)
Pre-tax profit	346	368	464	562	674
Income tax	69	74	93	112	135
After-tax profit	277	294	371	450	539
% net margin	9.6%	11.2%	12.4%	13.4%	14.5%
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	277	294	371	450	539
Normalized profit	277	294	371	450	539
EPS (Bt)	0.8	0.8	1.1	1.3	1.6
Normalized EPS (Bt)	0.8	0.8	1.1	1.3	1.6

BALANCE SHEET

No significant new
investments planned in
2022-24

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	2,163	2,145	2,237	2,362	2,467
Cash & cash equivalent	225	354	225	215	205
Account receivables	436	445	493	551	610
Inventories	1,404	1,260	1,421	1,487	1,532
Others	98	86	98	109	121
Investments & loans	5	5	5	5	5
Net fixed assets	268	244	225	207	190
Other assets	369	310	349	389	429
Total assets	2,804	2,703	2,816	2,964	3,091
LIABILITIES:					
Current liabilities:	853	711	771	859	921
Account payables	213	252	251	279	306
Bank overdraft & ST loans	559	395	450	501	529
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	81	65	70	78	85
Total LT debt	0	0	0	0	0
Others LT liabilities	156	163	178	199	219
Total liabilities	1,009	874	949	1,057	1,140
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	(65)	(26)	(26)	(26)	(26)
Retained earnings	1,237	1,232	1,271	1,310	1,355
Shareholders' equity	1,795	1,829	1,867	1,906	1,951
Liabilities & equity	2,804	2,703	2,816	2,964	3,091

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

*Strong cash inflow
stream*

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	346	368	464	562	674
Tax paid	(140)	(64)	(96)	(107)	(134)
Depreciation & amortization	103	82	58	50	45
Chg In working capital	61	173	(210)	(96)	(76)
Chg In other CA & CL / minorities	60	(15)	(4)	(8)	(5)
Cash flow from operations	430	545	213	402	504
Capex	(29)	(15)	(20)	(20)	(20)
Right of use	(113)	(19)	(20)	(15)	(10)
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	42	43	(24)	(17)	(17)
Cash flow from investments	(100)	9	(64)	(52)	(47)
Debt financing	(6)	(164)	56	51	28
Capital increase	0	0	(1)	0	0
Dividends paid	(337)	(299)	(333)	(411)	(495)
Warrants & other surplus	(5)	39	0	0	0
Cash flow from financing	(349)	(424)	(278)	(360)	(466)
Free cash flow	401	529	193	382	484

VALUATION

*Inexpensive valuation, in
our view*

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	26.6	25.0	19.8	16.4	13.6
Normalized PE - at target price (x)	33.8	31.8	25.2	20.8	17.4
PE (x)	26.6	25.0	19.8	16.4	13.6
PE - at target price (x)	33.8	31.8	25.2	20.8	17.4
EV/EBITDA (x)	17.4	17.2	15.2	13.0	11.1
EV/EBITDA - at target price (x)	21.9	21.9	19.2	16.4	14.0
P/BV (x)	4.1	4.0	3.9	3.9	3.8
P/BV - at target price (x)	5.2	5.1	5.0	4.9	4.8
P/CFO (x)	17.1	13.5	34.5	18.3	14.6
Price/sales (x)	2.5	2.8	2.5	2.2	2.0
Dividend yield (%)	3.8	4.0	5.0	6.1	7.3
FCF Yield (%)	5.5	7.2	2.6	5.2	6.6
(Bt)					
Normalized EPS	0.8	0.8	1.1	1.3	1.6
EPS	0.8	0.8	1.1	1.3	1.6
DPS	0.8	0.9	1.1	1.3	1.6
BV/share	5.2	5.3	5.4	5.5	5.6
CFO/share	1.2	1.6	0.6	1.2	1.5
FCF/share	1.2	1.5	0.6	1.1	1.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

Earnings turnaround in
2022-24F

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(11.6)	(9.2)	14.1	11.8	10.6
Net profit (%)	(33.0)	6.3	26.2	21.1	19.9
EPS (%)	(33.0)	6.3	26.2	21.1	19.9
Normalized profit (%)	(33.0)	6.3	26.2	21.1	19.9
Normalized EPS (%)	(33.0)	6.3	26.2	21.1	19.9
Dividend payout ratio (%)	100.3	100.3	100.0	100.0	100.0
Operating performance					
Gross margin (%)	47.4	48.9	49.2	49.4	49.7
Operating margin (%)	11.7	13.3	14.7	16.0	17.5
EBITDA margin (%)	15.3	16.3	16.6	17.5	18.7
Net margin (%)	9.6	11.2	12.4	13.4	14.5
D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
Net D/E (incl. minor) (x)	0.2	0.0	0.1	0.2	0.2
Interest coverage - EBIT (x)	37.3	71.0	104.4	90.4	83.9
Interest coverage - EBITDA (x)	48.6	87.6	118.2	98.9	89.7
ROA - using norm profit (%)	9.5	10.7	13.5	15.6	17.8
ROE - using norm profit (%)	15.1	16.2	20.1	23.8	28.0
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	15.1	16.2	20.1	23.8	28.0
- asset turnover (x)	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2
- operating margin (%)	12.2	14.2	15.6	16.9	18.4
- leverage (x)	1.6	1.5	1.5	1.5	1.6
- interest burden (%)	97.4	98.7	99.1	99.0	98.9
- tax burden (%)	80.1	79.9	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	7.3	7.3	7.3	7.3	7.3
ROIC (%)	12.4	13.1	18.9	20.6	23.7
NOPAT (Bt m)	271	279	353	430	519
invested capital (Bt m)	2,129	1,870	2,092	2,192	2,275

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 96 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVA16C2203A, AMAT16C2206A, AOT16C2204A, AOT16C2206A, AWC16C2207A, BAM16C2207A, BAM16C2206A, BAM16C2204A, BANP16C2207A, BANP16C2205A, BANP16C2204A, BBL16C2203A, BBL16C2204A, BCH16C2207A, BCH16C2203A, BEC16C2207A, BEC16C2204A, BGRI16C2203A, BGRI16C2205A, BLA16C2205A, CBG16C2207A, CBG16C2204A, CBG16C2205A, CHG16C2207A, COM716C2203A, COM716C2205A, CPAL16C2203A, CPAL16C2204A, CPF16C2205A, CRC16C2204A, DOHO16C2207A, DELT16C2203A, DTAC16C2203A, EA16C2207A, EA16C2206A, EA16C2203A, EA16C2205A, GLOB16C2203A, GPSC16C2206A, GPSC16C2203A, GPSC16C2205A, GULF16C2207A, GULF16C2203A, GULF16C2205A, GUNK16C2206A, GUNK16C2203A, GUNK16C2205A, HANA16C2204A, HANA16C2205A, HANA16C2207A, INTU16C2205A, IRPC16C2205A, IVL16C2203A, IVL16C2206A, JMAR16C2206A, JMAR16C2205A, JMT16C2203A, JMT16C2205A, KBAN16C2206A, KBAN16C2204A, KCE16C2204A, KCE16C2205A, KCE16C2205B, MEGA16C2207A, MINT16C2207A, MINT16C2203A, MINT16C2204A, MTC16C2204A, OR16C2203A, OR16C2205A, PTG16C2203A, PTL16C2202B, PTT16C2203A, PTT16C2205A, PTTE16C2203A, RCL16C2205A, RS16C2205A, S5016P2206B, S5016C2203A, S5016C2203B, S5016C2206A, S5016P2203A, S5016P2203B, S5016P2206A, SAWA16C2204A, SAWA16C2205A, SCC16C2204A, STA16C2203A, STEC16C2204A, SYNE16C2206A, TOP16C2206A, TRUE16C2205B, TRUE16C2205A, TRUE16C2203A, TRUE16C2203B, TU16C2204A, WHA16C2204A (underlying securities are ADVANC, AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BBL, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CRC, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, RCL, RS, SAWAD, SCC, SYNTec, SET50, STA, STEC, TOP, TU, WHA, TRUE). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อย่างต่อเนื่องดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทุนธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ทุนธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัท ทุนธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัท ทุนธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

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

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

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

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิการุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรอ
พัทธดนย์ บุณนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน
สรชดา สรทรง
Tel: 662-779-9106
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

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

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

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

Thematic Research, กระดาษ
จักร เรืองสินภิญญา
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

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

ขนส่ง, รับเหมา
ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
Tel: 662-779-9112
saksid.pha@thanachartsec.co.th

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

วิเคราะห์เทคนิค
ภัทรวลลีย์ หวังมิ่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

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

สาธารณูปโภค, สื่อสาร
ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์
Tel: 662-483-8296
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเท่ง
รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม
ศิริพร อรุโณทัย
Tel: 662-779-9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน
นลินภรณ์ คลั่งเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล
Tel: 662-779-9108
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต
Tel: 662-779-9117
sunset.rak@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล
Tel: 662-779-9118
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี
Tel: 662-779-9116
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
Tel: 662-779-9114
varathip.run@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