

BUY (Unchanged)
Company Update

TP: Bt 27.00
Upside : 12.5%

(Unchanged)
23 MAY 2022

Small Cap Research

Sabina Pcl. (SABINA TB)

ฟื้นตัวต่อเนื่อง

SABINA มีผลการดำเนินงานที่ฟื้นตัวต่อเนื่องใน 1Q22 แม้จะมีการระบาดของ โอมิครอน เราคาดว่าแนวโน้มจะดำเนินต่อเนื่องไปในไตรมาสต่อไป ด้วยคาดว่า EPS จะเติบโต 27/22/20% ในปี 2022-24F เรามองว่า **SABINA** มีมูลค่าไม่แพงที่ 22.3 เท่า PE เทียบกับการเติบโตของกำไรที่แข็งแกร่ง

EPS เติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 23%

กำไรของ SABINA เริ่มฟื้นตัวตั้งแต่ 4Q21 และกำไร 1Q22 ล่าสุดอยู่ที่ 102 ลบ. แสดงให้เห็นถึงแนวโน้มการฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องที่ 30% y-y และเติบโต 4% q-q แม้จะมีการระบาดของ โอมิครอน เราคาดว่า EPS ของ SABINA จะเติบโตที่ 27/22/20% ในปี 2022-24F หลังจาก -33/+6% ในปี 2020-21 ปัจจัยหลักผลักดันคือการเติบโตของยอดขายราว 11-12% ต่อปี จากความต้องการที่ฟื้นตัวและส่วนแบ่งตลาดที่เพิ่มขึ้น และอัตรากำไรจากการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้นจากการมีสัดส่วนยอดขายออนไลน์ที่มีอัตรากำไรสูงเพิ่มขึ้น และผลของ operating leverage

ยอดขายกลับมาเติบโต

SABINA ได้รับผลกระทบจากการระบาดของโควิด-19 เนื่องจากยอดขายส่วนใหญ่มาจากหน้าร้าน การระบาดของ โอมิครอนล่าสุดยังคงส่งผลกระทบต่อ ยอดขายออฟไลน์ในไทย และการส่งออกไปยังเวียดนามใน 1Q22 แต่อย่างไรก็ตาม ยอดขายออฟไลน์ในไทยเริ่มดีขึ้นใน 2Q22 พร้อมการส่งออกไปยังเวียดนาม และฟิลิปปินส์ ที่เพิ่มขึ้น ด้วยการลดการติดเชื่อ โอมิครอนที่บรรเทาลง เราจึงคาดว่ายอดขายออฟไลน์และการส่งออกจะดีขึ้นต่อเนื่อง ยอดขายออนไลน์และการส่งออกไปยังยุโรปแข็งแกร่งตั้งแต่ 1Q22 และมีแนวโน้มเติบโตต่อเนื่อง เราคาดว่ายอดขายโดยรวมจะเติบโต 11/12/11% ในปี 2022-24F เทียบกับการลดลง 12/9% ในปี 2020-21

แนวโน้มอัตรากำไร

SABINA ตั้งแต่วันที่ก่อนโควิด-19 ได้ปรับกลยุทธ์ทางธุรกิจ โดยเน้นการขายออนไลน์ซึ่งมี EBIT Margin ราว 3 เท่าของช่องทางออฟไลน์แบบเดิม แต่อย่างไรก็ตาม แนวโน้มการเพิ่มขึ้นของอัตรากำไรได้รับผลกระทบจาก operating leverage จากยอดขายที่อ่อนแอในช่วงโควิด แต่อย่างไรก็ตาม เราคาดว่า EBIT Margin จะเพิ่มขึ้นมากกว่าระดับก่อนเกิดโควิด-19 ในปีนี้ โดยเราคาดว่าอยู่ที่ 15.6/17.1/18.5% ในปี 2022-24F เทียบกับ 15.5% ในปี 2019 ปัจจัยหลักผลักดันกำไร คือการมีสัดส่วนยอดขายออนไลน์ที่มีอัตรากำไรสูงเพิ่มขึ้นเป็น 25% ในปี 2024F เทียบกับ 10% ในปี 2019 การเพิ่มขึ้นของผลิตภัณฑ์ sourcing เพื่อลดผลิตภัณฑ์จากต้นทุนที่สูงขึ้น การผลิตภายใน การบริหารจัดการสินค้าคงคลังที่ดีขึ้น และผลจาก leverage จากระดับยอดขายที่สูงขึ้น

คำแนะนำ "ซื้อ"

เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" SABINA ราคาเป้าหมายที่ 27.0 บาท SABINA เป็นหุ้นที่ฟื้นตัวหลังโควิด ด้วยมีกำไรมีแนวโน้มเติบโตแข็งแกร่ง หุ้นยังดูไม่แพงที่ PE ที่ 22.3 เท่า ในปี 2022F เทียบกับการเติบโตของ EPS ที่ 27/22% ในปี 2022-23F อีกทั้งคาดว่าหุ้นยังให้อัตราผลตอบแทนปันผลที่ดีที่ 4.5/5.4% ในปี 2022-23F เราคาดว่า SABINA จะยังคงจ่ายปันผลในอัตรา 100% เราคาดว่า EBITDA อยู่ที่ 513/605 ลบ. ในปี 2022-23F เทียบกับ capex เพียง 20 ลบ. ต่อปี บริษัทฯ มีระดับหนี้ที่ต่ำมากที่อัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนที่ 0.1 เท่า ทั้งในปี 2022-23F



SIRIPORN ARUNOTHAI

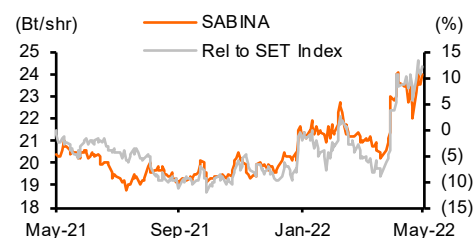
662 – 779 9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	2,631	2,914	3,252	3,602
Net profit	294	373	453	542
Consensus NP	—	390	466	528
Diff frm cons (%)	—	(4.3)	(2.7)	2.7
Norm profit	294	373	453	542
Prev. Norm profit	—	371	450	539
Chg frm prev (%)	—	0.5	0.8	0.6
Norm EPS (Bt)	0.8	1.1	1.3	1.6
Norm EPS grw (%)	6.3	26.9	21.5	19.6
Norm PE (x)	28.3	22.3	18.4	15.4
EV/EBITDA (x)	19.5	16.5	14.1	12.1
P/BV (x)	4.6	4.5	4.4	4.3
Div yield (%)	3.5	4.5	5.4	6.5
ROE (%)	16.2	20.2	24.0	28.1
Net D/E (%)	2.2	8.5	11.1	12.8

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 23-May-22 (Bt)	24.00
Market Cap (US\$ m)	243.9
Listed Shares (m shares)	347.5
Free Float (%)	47.4
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.8
12M Price H/L (Bt)	24.10/18.80
Sector	Fashion
Major Shareholder	Thanalongkorn Family 52.42%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

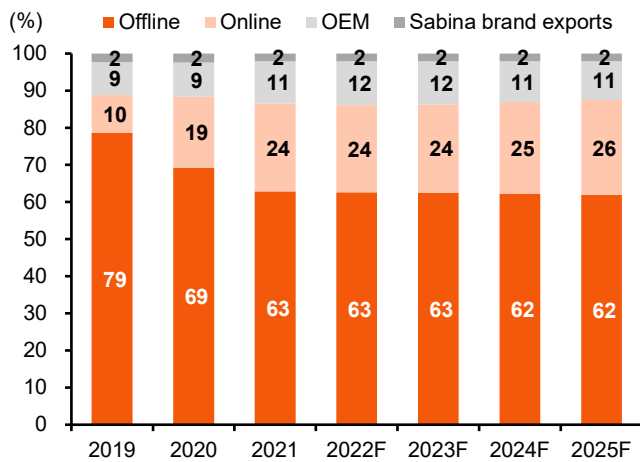
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

Ex 1: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Offline sales growth (%)					
- New	(22.3)	(17.5)	10.4	11.5	10.3
- Old			16.2	12.0	9.8
- Change (pp)			(5.9)	(0.4)	0.5
Online sales growth (%)					
- New	65.2	12.2	10.0	13.0	15.0
- Old			10.0	13.0	15.0
- Change (pp)			—	—	—
OEM growth (%)					
- New	(7.5)	12.6	15.0	10.0	5.0
- Old			10.0	8.0	6.0
- Change (pp)			5.0	2.0	(1.0)
Sabina brand export growth (%)					
- New	(7.9)	(21.4)	10.0	10.0	10.0
- Old			20.0	15.0	10.0
- Change (pp)			(10.0)	(5.0)	—
Gross margin (%)					
- New	47.4	48.9	49.7	50.0	50.3
- Old			49.2	49.4	49.7
- Change (pp)			0.6	0.6	0.5
SG&A to sales (%)					
- New	35.7	35.6	34.1	33.0	31.8
- Old			34.5	33.4	32.3
- Change (pp)			(0.3)	(0.5)	(0.4)
Normalized profit (Bt m)					
- New	277	294	373	453	542
- Old			371	450	539
- Change (%)			0.5	0.8	0.6

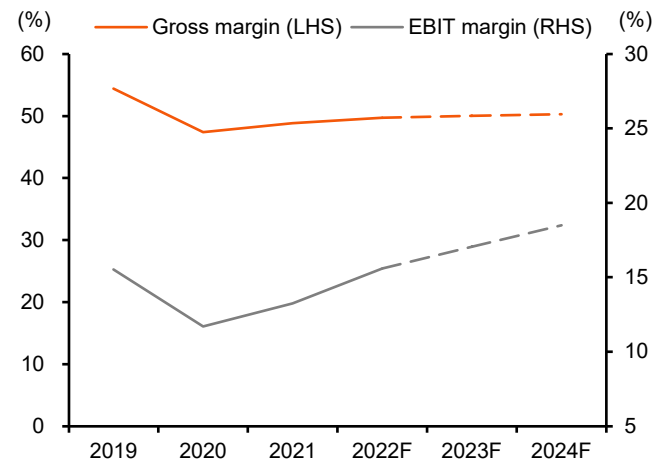
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Sales Mix



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: EBIT Margin Expansion



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: 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	494	594	705	796	864	914	936	951	965	980	996	1,013	—
Free cash flow	251	390	494	614	630	670	722	744	755	767	780	794	13,034
PV of free cash flow	250	339	400	456	434	428	429	410	386	348	327	308	5,054
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	0.9												
WACC (%)	7.3												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value - add investments	9,570												
Net debt (end 2021)	41												
Minority interest	0												
Equity value	9,529												
# of shares (m)	347												
Equity value / share (Bt)	27.00												

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 5: 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	20.2	16.2	4.2	3.4	14.0	11.3	0.3	0.3
Page Industries Ltd	PAG IN	India	na	na	na	na	na	na	na	na	0.8	0.9
Wacoal Holdings Corp	3591 JP	Japan	na	na	na	22.5	0.6	0.6	7.8	8.4	2.5	4.0
PVH Corp	PVH US	US	na	(3.9)	6.9	7.2	0.9	0.8	4.6	4.3	0.1	0.2
Triumph Group Inc	TGI US	US	na	(7.2)	16.8	18.1	na	na	12.4	11.4	0.0	0.0
Hanesbrands Inc	HBI US	US	648.2	10.9	7.1	6.4	4.0	3.0	7.2	6.7	4.5	4.5
L Brands Inc	LB US	US	na	(5.6)	na	na	na	na	na	na	na	na
Sabina Pcl *	SABINA TB	Thailand	26.9	21.5	22.3	18.4	4.5	4.4	16.5	14.1	4.5	5.4
Average			247.0	6.7	14.7	14.8	2.8	2.4	10.4	9.4	1.8	2.2

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 23-May-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

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

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

O — Opportunity

- การบริโภคและการขยายตัวทางเศรษฐกิจของไทยที่เพิ่มขึ้น
- การขยายตัวทางเศรษฐกิจในตลาด CLMV
- สงครามการค้าระหว่างจีน - สหรัฐฯ

CONSENSUS COMPARISON

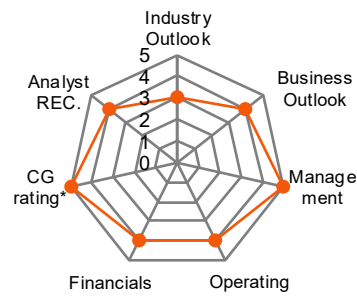
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	27.58	27.00	-2%
Net profit 22F (Bt m)	390	373	-4%
Net profit 23F (Bt m)	466	453	-3%
Consensus REC	BUY: 5	HOLD: 0	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2022-23F ของเรต่ำกว่าของตลาดเล็กน้อย 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

*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	2,914	3,252	3,602
Cost of sales	1,525	1,346	1,465	1,626	1,790
Gross profit	1,373	1,286	1,449	1,627	1,811
% gross margin	47.4%	48.9%	49.7%	50.0%	50.3%
Selling & administration expenses	1,034	937	995	1,072	1,146
Operating profit	339	349	455	555	666
% operating margin	11.7%	13.3%	15.6%	17.1%	18.5%
Depreciation & amortization	103	82	58	50	45
EBITDA	442	430	513	605	711
% EBITDA margin	15.3%	16.3%	17.6%	18.6%	19.7%
Non-operating income	16	24	17	18	20
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(9)	(5)	(4)	(5)	(7)
Pre-tax profit	346	368	467	568	679
Income tax	69	74	94	114	136
After-tax profit	277	294	373	453	542
% net margin	9.6%	11.2%	12.8%	13.9%	15.1%
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	373	453	542
Normalized profit	277	294	373	453	542
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	2,163	2,281	2,386
Cash & cash equivalent	225	354	225	215	205
Account receivables	436	445	479	535	592
Inventories	1,404	1,260	1,365	1,425	1,472
Others	98	86	95	106	117
Investments & loans	5	5	5	5	5
Net fixed assets	268	244	225	207	190
Other assets	369	310	340	378	418
Total assets	2,804	2,703	2,734	2,872	2,999
LIABILITIES:					
Current liabilities:	853	711	692	770	833
Account payables	213	252	241	267	294
Bank overdraft & ST loans	559	395	383	426	455
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	81	65	68	76	83
Total LT debt	0	0	0	0	0
Others LT liabilities	156	163	174	194	214
Total liabilities	1,009	874	866	964	1,046
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	1,272	1,312	1,356
Shareholders' equity	1,795	1,829	1,868	1,908	1,952
Liabilities & equity	2,804	2,703	2,734	2,872	2,999

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	467	568	679
Tax paid	(140)	(64)	(98)	(109)	(136)
Depreciation & amortization	103	82	58	50	45
Chg In working capital	61	173	(149)	(90)	(77)
Chg In other CA & CL / minorities	60	(15)	(2)	(8)	(5)
Cash flow from operations	430	545	277	411	506
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	(19)	(16)	(17)
Cash flow from investments	(100)	9	(59)	(51)	(47)
Debt financing	(6)	(164)	(12)	43	29
Capital increase	0	0	(1)	0	0
Dividends paid	(337)	(299)	(334)	(413)	(498)
Warrants & other surplus	(5)	39	0	0	0
Cash flow from financing	(349)	(424)	(346)	(370)	(469)
Free cash flow	401	529	257	391	486

VALUATION

*Inexpensive valuation, in
our view*

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	30.1	28.3	22.3	18.4	15.4
Normalized PE - at target price (x)	33.8	31.8	25.1	20.7	17.3
PE (x)	30.1	28.3	22.3	18.4	15.4
PE - at target price (x)	33.8	31.8	25.1	20.7	17.3
EV/EBITDA (x)	19.6	19.5	16.5	14.1	12.1
EV/EBITDA - at target price (x)	21.9	21.9	18.6	15.8	13.5
P/BV (x)	4.6	4.6	4.5	4.4	4.3
P/BV - at target price (x)	5.2	5.1	5.0	4.9	4.8
P/CFO (x)	19.3	15.3	30.1	20.2	16.5
Price/sales (x)	2.9	3.2	2.9	2.6	2.3
Dividend yield (%)	3.3	3.5	4.5	5.4	6.5
FCF Yield (%)	4.8	6.4	3.1	4.7	5.8
(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	0.8	1.2	1.5
FCF/share	1.2	1.5	0.7	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)	10.8	11.6	10.7
Net profit (%)	(33.0)	6.3	26.9	21.5	19.6
EPS (%)	(33.0)	6.3	26.9	21.5	19.6
Normalized profit (%)	(33.0)	6.3	26.9	21.5	19.6
Normalized EPS (%)	(33.0)	6.3	26.9	21.5	19.6
Dividend payout ratio (%)	100.3	100.3	100.0	100.0	100.0
Operating performance					
Gross margin (%)	47.4	48.9	49.7	50.0	50.3
Operating margin (%)	11.7	13.3	15.6	17.1	18.5
EBITDA margin (%)	15.3	16.3	17.6	18.6	19.7
Net margin (%)	9.6	11.2	12.8	13.9	15.1
D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
Net D/E (incl. minor) (x)	0.2	0.0	0.1	0.1	0.1
Interest coverage - EBIT (x)	37.3	71.0	116.9	109.6	100.7
Interest coverage - EBITDA (x)	48.6	87.6	131.9	119.6	107.5
ROA - using norm profit (%)	9.5	10.7	13.7	16.2	18.5
ROE - using norm profit (%)	15.1	16.2	20.2	24.0	28.1
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	15.1	16.2	20.2	24.0	28.1
- asset turnover (x)	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2
- operating margin (%)	12.2	14.2	16.2	17.6	19.0
- leverage (x)	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5
- interest burden (%)	97.4	98.7	99.2	99.1	99.0
- tax burden (%)	80.1	79.9	79.9	79.9	79.9
WACC (%)	7.3	7.3	7.3	7.3	7.3
ROIC (%)	12.4	13.1	19.4	21.9	25.1
NOPAT (Bt m)	271	279	363	443	532
invested capital (Bt m)	2,129	1,870	2,026	2,119	2,203

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 78 หลักทรัพย์ ได้แก่ AMAT16C2206A, AOT16C2206A, AWC16C2207A, BAM16C2206A, BAM16C2207A, BANP16C2205A, BANP16C2207A, BCH16C2207A, BEC16C2207A, BGR16C2205A, BLA16C2208A, BLA16C2205A, CBG16C2205A, CBG16C2207A, CHG16C2207A, COM716C2205A, COM716C2208A, COM716C2209A, CPF16C2205A, DOHO16C2207A, EA16C2205A, EA16C2206A, EA16C2207A, EA16C2209A, ESSO16C2209A, GPSC16C2205A, GPSC16C2206A, GPSC16C2207A, GPSC16C2209A, GULF16C2205A, GULF16C2207A, GUNK16C2205A, GUNK16C2206A, GUNK16C2207A, GUNK16C2209A, HANA16C2205A, HANA16C2207A, HANA16C2209A, INTU16C2205A, IRPC16C2205A, IVL16C2206A, JMAR16C2205A, JMAR16C2206A, JMT16C2205A, JMT16C2207A, KBAN16C2206A, KBAN16C2208A, KBAN16C2209A, KCE16C2205A, KCE16C2205B, KCE16C2208A, KCE16C2209A, MEGA16C2207A, MINT16C2207A, MTC16C2209A, OR16C2205A, PTG16C2209A, PTT16C2205A, PTTE16C2209A, PTTG16C2207A, RBF16C2209A, RCL16C2205A, RCL16C2208A, RS16C2205A, S5016C2206A, S5016C2209A, S5016P2206A, S5016P2206B, S5016P2209A, SAWA16C2205A, SCB16C2208A, SPRC16C2209A, SYNE16C2206A, TOP16C2206A, TRUE16C2205A, TRUE16C2205B, TTA16C2207A, TTA16C2208A (underlying securities are AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CHG, COM7, CPF, DOHOME, EA, ESSO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RCL, RS, SET50, SAWAD, SCB, SPRC, SYNEX, TOP, TRUE, TTA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาติ 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)

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

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีการรวมกัน ได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมกัน ได้แก่ นางอติวี ไตลังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหุ้นกู้ 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 นิการกุล, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	Thematic Research, กระดาษ จักร เรืองสินภิญญา Tel: 662-779-9104 chak.reu@thanachartsec.co.th	สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์ Tel: 662-483-8296 nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th
อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติมน้ำมัน พัทธดนย์ บุณนาค Tel: 662-483-8298 pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ Tel: 662-779-9109 phannarai.von@thanachartsec.co.th	ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเช่า รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th
ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน 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 siriporn.aru@thanachartsec.co.th
พลังงาน, ปิโตรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ Tel: 662-779-9110 yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพลตฟอร์ม ลาภินี ทิพยมณฑล Tel: 662-779-9115 lapinee.dib@thanachartsec.co.th	
กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พัฒนบริหารกุล, CFA Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวลลีย์ หวังมิ่งมาศ Tel: 662-779-9105 pattarawan.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

มณฤดี เพชรแสงใสกุล Tel: 662-779-9108 monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ Tel: 662-779-9114 varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต Tel: 662-779-9117 sunset.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราชญ์ Tel: 662-779-9116 suksawat.lim@thanachartsec.co.th	สุจินตนา สถาพร Tel: 662-779-9198 sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

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