

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 30.00

Upside : 20.0%

(From Bt29.00)

25 AUGUST 2022

Small Cap Research

Sabina Pcl. (SABINA TB)

เติบโตแข็งแกร่ง

SABINA มีต้นทุนค่าแรงและพนักงานอยู่ที่ราว 20% ของต้นทุนการดำเนินงานทั้งหมด และการปรับขึ้นค่าแรงน่าจะส่งผลกระทบต่อบางส่วน อย่างไรก็ตาม แนวโน้มธุรกิจและอัตราค่าจ้างจากการดำเนินงานแข็งแกร่งกว่าคาด และเรามองว่าเพียงพอที่จะชดเชยผลลบจากต้นทุนแรงงานที่เพิ่มขึ้น คำแนะนำ “ซื้อ” **SABINA** ราคาเป้าหมายใหม่ 30.0 บาท



SIRIPORN ARUNOTHAI

662 – 779 9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

กำไรต่อหุ้นเติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 26%

บทวิเคราะห์นี้ได้รวมความคิดเห็นของเราเกี่ยวกับ ESG ด้วย เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” **SABINA** แม้ว่าราคาหุ้น YTD จะเพิ่มขึ้น 26% แล้ว ในบทวิเคราะห์นี้ เราปรับประมาณการกำไรของเราขึ้น 1/2/2% ในปี 2022-24F เพื่อสะท้อนถึงการปรับขึ้นอัตราค่าแรงขึ้นต่ำ 8% และแนวโน้มการเติบโตทางธุรกิจที่แข็งแกร่งกว่าคาด ราคาเป้าหมายของเราถูกปรับขึ้นเล็กน้อยเป็น 30 บาท/หุ้น จาก 29 บาท เรายังคงมองว่า **SABINA** เป็นหุ้นที่มีการเติบโตของกำไรที่ 43/20/16% ในปี 2022-24F จากการเติบโตของยอดขายและอัตราค่าจ้างจากการมีสัดส่วนยอดขายออนไลน์ที่มีอัตราค่าจ้างที่สูงที่เพิ่มขึ้น นอกจากนี้ **SABINA** เป็นหุ้นที่ให้อัตราผลตอบแทนปันผลที่ดีที่ 5-6% ในปี 2022-23F

ผลกระทบจากการปรับขึ้นค่าแรงขึ้นต่ำ

SABINA มีพนักงานรวม 3,307 คน ใน 1H22 และค่าแรงและพนักงานคิดเป็นราว 20% ของต้นทุนการดำเนินงานทั้งหมด (ต้นทุนขาย + ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร) บริษัทฯ กล่าวว่า การปรับขึ้นอัตราค่าแรงขึ้นต่ำ 8% อาจส่งผลกระทบต่อกำไรสุทธิ 5% หากสมมติให้ทุกอย่างคงที่ อย่างไรก็ตาม **SABINA** มีรูปแบบธุรกิจที่ยืดหยุ่น บริษัทฯ สามารถจัดหาผลิตภัณฑ์สำเร็จรูปเพิ่มเติมจากตลาดต่างประเทศและในประเทศเพื่อทดแทนการผลิตภายในบริษัท นอกจากนี้ยังเห็นช่องว่างในการปรับปรุงประสิทธิภาพการผลิตและประสิทธิภาพการจัดเก็บอีกด้วย เราให้สมมติฐานอย่างระมัดระวัง โดยปัจจุบันสมมติให้อัตราค่าแรงปรับขึ้น 8% จาก 4Q22

ยอดขายเติบโตในทุกช่องทาง

SABINA มีกำไร 2Q22 ที่ 109 ลบ. เพิ่มขึ้น 74% y-y และ 8% q-q ซึ่งยืนยันมุมมองของเราต่อการเติบโตทางธุรกิจที่แข็งแกร่ง ยอดขาย 2Q22 ในช่องทางการจัดจำหน่ายส่วนใหญ่เติบโต (ออฟไลน์ ออนไลน์ และ OEM เพื่อส่งออก) ยอดขายออฟไลน์ ออนไลน์ และส่งออก มีสัดส่วน 66/24/10% ใน 2Q22 เทียบกับ 79/10/11% ในปี 2019 ขณะที่ยอดขายออนไลน์และยอดส่งออกแซงหน้ายอดขายใน 2Q19 แล้ว แต่ยอดขายออฟไลน์อยู่ที่ 78% ของ 2Q19 สำหรับยอดขายในเดือนก.ค.-กลางส.ค. 2022 ยังคงเติบโตต่อเนื่องจาก 2Q22 ในทุกช่องทางการจัดจำหน่าย ด้วยการกลับมาเปิดประเทศอย่างเต็มที่ เราคาดว่ายอดขายของ **SABINA** จะเติบโตในทุกช่องทาง โดยคาดว่ายอดขายรวมจะเติบโต 23/14/11.5% ในปี 2022-24F เทียบกับลดลง 9% ในปี 2021

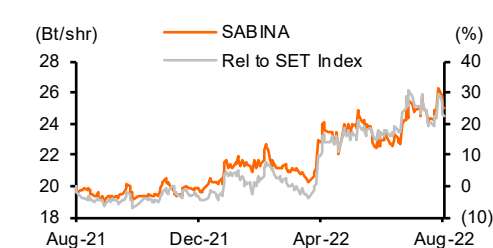
อัตราค่าจ้างจากการดำเนินงานมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น

EBIT margin ของ **SABINA** อยู่ที่ 15.2% ใน 2Q22 เทียบกับ 13.3% ในปี 2021 และ 11.7% ในปี 2020 เราคาดว่าแนวโน้มเพิ่มขึ้นเป็น 15.7/16.7/17.5% ในปี 2022-24F เทียบกับ 15.5% ในปี 2019 แม้ว่าเราจะรวมปัจจัยด้านอัตราเงินเฟ้อที่สูงขึ้นผ่านทางการเพิ่มขึ้นของราคาวัตถุดิบ สาธารณูปโภค การขนส่ง และค่าแรง ปัจจัยหนุนหลักคือการมีสัดส่วนยอดขายออนไลน์ที่สูงขึ้น ซึ่งเราคาดว่า EBIT margin จะอยู่ที่เกือบสามเท่าของอัตราค่าจ้างของออฟไลน์ นอกจากนี้ **SABINA** ยังควบคุมต้นทุน (สาธารณูปโภคและขนส่ง) และมีกลยุทธ์การตลาดที่มีประสิทธิภาพมากขึ้นอีกด้วย

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	2,631	3,238	3,691	4,114
Net profit	294	422	505	586
Consensus NP	—	418	491	549
Diff frm cons (%)	—	1.1	2.7	6.9
Norm profit	294	422	505	586
Prev. Norm profit	—	417	497	577
Chg frm prev (%)	—	1.2	1.5	1.6
Norm EPS (Bt)	0.8	1.2	1.5	1.7
Norm EPS grw (%)	6.3	43.4	19.6	16.2
Norm PE (x)	29.5	20.6	17.2	14.8
EV/EBITDA (x)	20.3	16.2	13.9	12.2
P/BV (x)	4.7	4.6	4.5	4.4
Div yield (%)	3.4	4.9	5.8	6.7
ROE (%)	16.2	22.7	26.4	30.0
Net D/E (%)	2.2	25.2	31.0	34.3

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 25-Aug-22 (Bt)	25.00
Market Cap (US\$ m)	242.5
Listed Shares (m shares)	347.5
Free Float (%)	47.4
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.9
12M Price H/L (Bt)	26.25/19.00
Sector	Fashion
Major Shareholder	Thanalongkorn Family 52.42%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

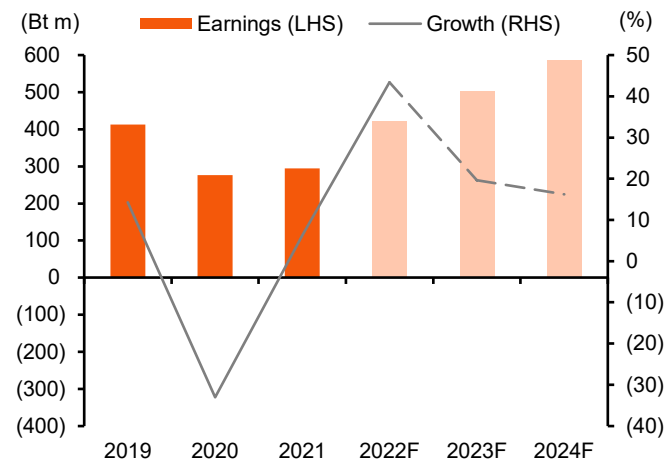
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Offline sales growth (%)						
- New	3.7	(22.3)	(17.5)	27.8	15.0	11.3
- Old				15.8	12.5	10.3
- Change (pp)				11.9	2.5	1.0
Online sales growth (%)						
- New	32.3	65.2	12.2	14.5	13.0	15.0
- Old				10.0	13.0	15.0
- Change (pp)				4.5	—	—
OEM growth (%)						
- New	0.0	(7.5)	12.6	16.0	10.0	5.0
- Old				15.0	10.0	5.0
- Change (pp)				1.0	—	—
Sabina brand export growth (%)						
- New	26.7	(7.9)	(21.4)	15.0	13.5	12.0
- Old				10.0	10.0	10.0
- Change (pp)				5.0	3.5	2.0
Gross margin (%)						
- New	54.4	47.4	48.9	46.5	46.6	46.8
- Old				49.3	49.5	49.8
- Change (pp)				(2.7)	(3.0)	(3.0)
SG&A to sales (%)						
- New	38.9	35.7	35.6	30.9	29.9	29.3
- Old				32.3	31.4	30.7
- Change (pp)				(1.4)	(1.5)	(1.4)
Normalized profit (Bt m)						
- New	413	277	294	422	505	586
- Old				417	497	577
- Change (%)				1.2	1.5	1.6

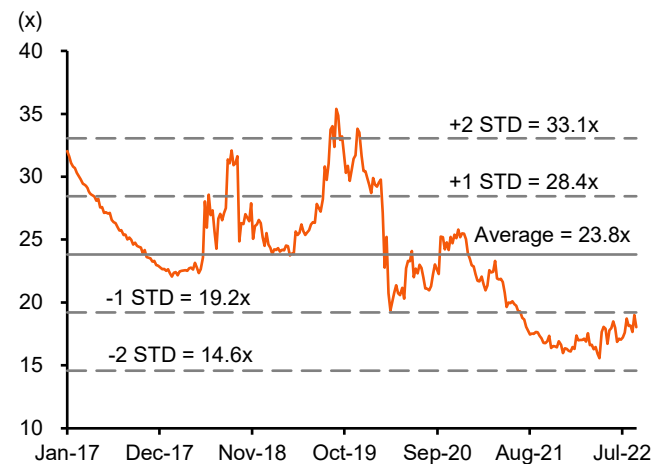
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Earnings Are On A Recovery Path



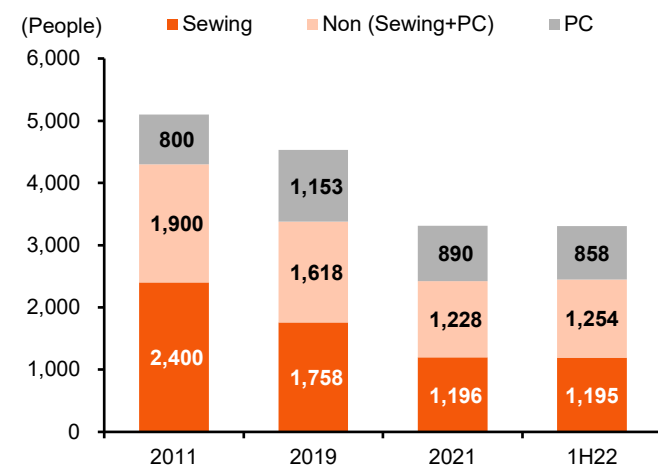
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: SABINA's PE Is Inexpensive, In Our View



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 4: SABINA's Manpower



Source: Company data

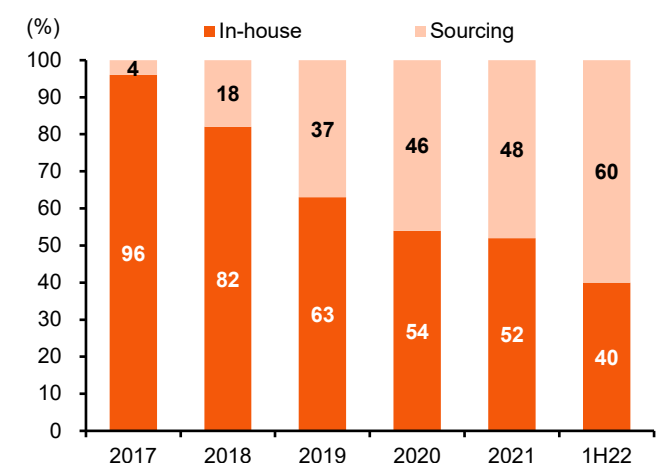
Ex 5: Minimum Wage Hike Sensitivity

Minimum wage (factory staff)	% impact on COGS
Up 5%	+0.44%
Up 8%	+0.70%
Up 10%	+0.87%

Minimum wage (office staff)	% impact on SG&A expenses
Up 5%	+0.03%
Up 8%	+0.04%
Up 10%	+0.05%

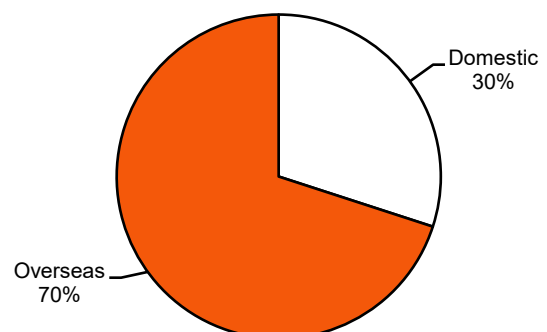
Source: Company data

Ex 6: Sales Mix Breakdown By Source Of Products



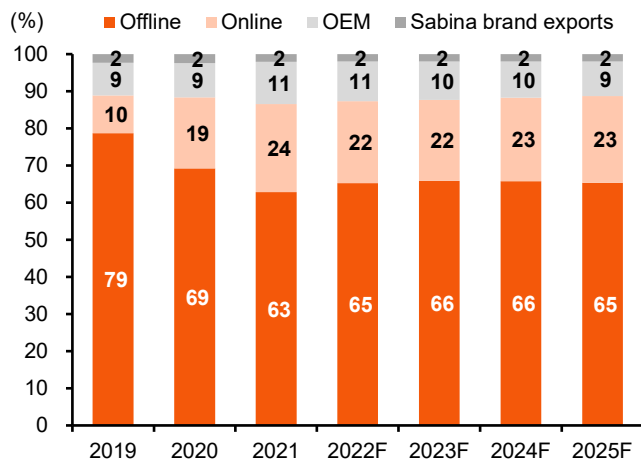
Source: Company data

Ex 7: Sourcing Breakdown



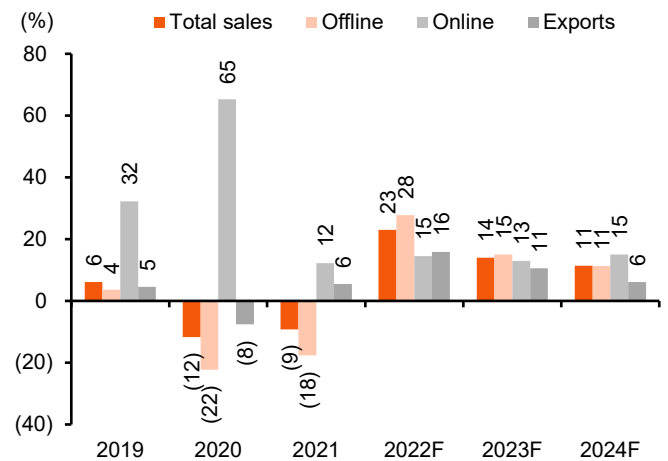
Source: Company data

Ex 8: Sales Mix Breakdown By Distribution Channel



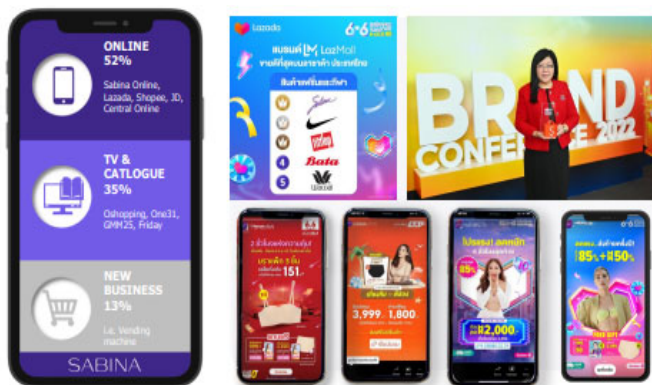
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: Sales Growth In Each Channel



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: SABINA's Online Sales Channels



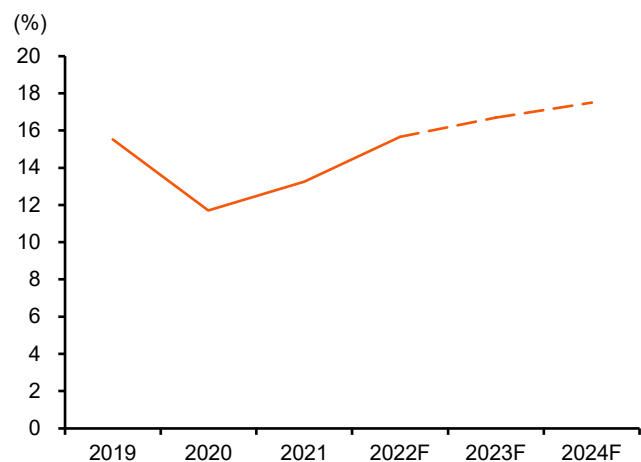
Source: Company data

Ex 11: SABINA's UK And EU Brands



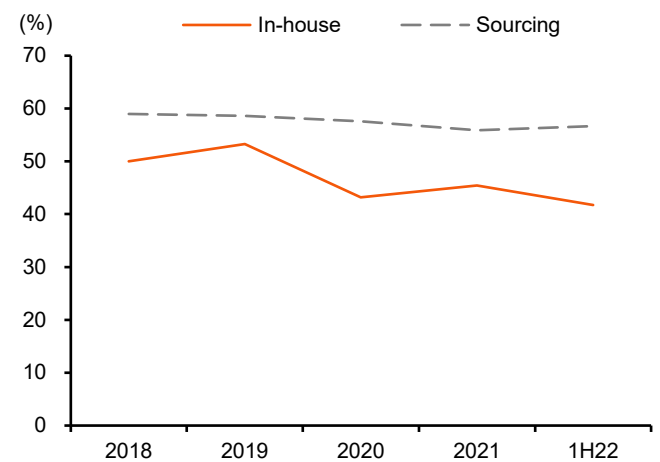
Source: Company data

Ex 12: SABINA's Operating Margin



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 13: Gross Margin Breakdown By Source Of Products



Source: Company data

Ex 14: SABINA's Sales Promotion



Source: Company data

Ex 15: SABINA's Sales Promotion



Source: Company data

Ex 16: SABINA's Sales Promotion



Source: Company data

Ex 17: SABINA's Sales Promotion



Source: Company data

Ex 18: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2023F

(Bt m)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Terminal value
EBITDA excl. depre from right of use	655	758	850	919	969	999	1,022	1,045	1,068	1,093	1,118	—
Free cash flow	382	514	661	637	712	768	798	817	836	856	876	14,117
PV of free cash flow	381	446	527	471	488	487	470	446	407	384	363	5,852
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.9											
WACC (%)	7.4											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	10,722											
Net debt (end 2022F)	476											
Minority interest	0											
Equity value	10,245											
# of shares (m)	347											
Equity value / share (Bt)	30.00											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 19: 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	(3.8)	8.7	18.0	16.6	3.8	3.2	12.9	11.9	0.4	0.9
Page Industries Ltd	PAG IN	India	na	na	na	74.2	na	39.3	na	51.3	na	0.8
Wacoal Holdings Corp	3591 JP	Japan	na	na	na	23.7	0.6	0.6	10.1	10.8	2.2	3.6
PVH Corp	PVH US	US	(30.3)	(8.4)	7.0	7.7	0.9	0.8	4.9	4.9	0.1	0.2
Triumph Group Inc	TGI US	US	na	(42.3)	16.9	29.3	na	na	13.1	13.2	0.0	0.0
Hanesbrands Inc	HBI US	US	425.9	14.2	8.1	7.1	4.1	3.4	8.5	8.0	6.4	6.5
L Brands Inc	LB US	US	na	(36.2)	na	na	na	na	na	na	na	na
Sabina Pcl *	SABINA TB	Thailand	43.4	19.6	20.6	17.2	4.6	4.5	16.2	13.9	4.9	5.8
Average			108.8	(7.4)	14.1	25.1	2.8	8.6	10.9	16.3	2.3	2.5

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 25 Aug 2022 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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

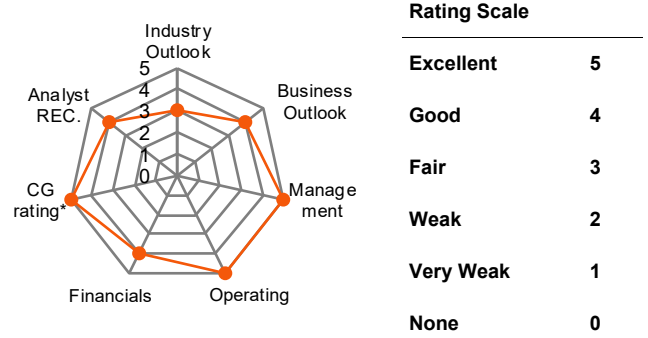
S — Strength

- เป็นผู้ผลิตและจำหน่ายชุดชั้นในสตรีรายใหญ่อันดับสองของประเทศไทย
- มีแบรนด์ “ซาบีน่า” ที่แข็งแกร่งในประเทศไทย
- เจ้าของและผู้บริหารของบริษัทฯ มีประสบการณ์มากในอุตสาหกรรมชุดชั้นในสตรี

O — Opportunity

- การบริโภคและการขยายตัวทางเศรษฐกิจของไทยที่เพิ่มขึ้น
- การขยายตัวทางเศรษฐกิจในตลาด CLMV
- สงครามการค้าระหว่างจีน - สหรัฐฯ

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG Rating

W — Weakness

- ยังเข้าสู่ตลาดต่างประเทศไม่มาก

T — Threat

- เศรษฐกิจไทยและเศรษฐกิจโลกชะลอตัว
- ความเสี่ยงด้านกฎข้อบังคับ
- การระบาดของโควิด-19

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	29.18	30.00	3%
Net profit 22F (Bt m)	418	422	1%
Net profit 23F (Bt m)	491	505	3%
Consensus REC	BUY: 6	HOLD: 0	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไร และราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาดเล็กน้อย เนื่องจากเรามองบวกมากขึ้นต่อการฟื้นตัวของธุรกิจของ SABINA

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

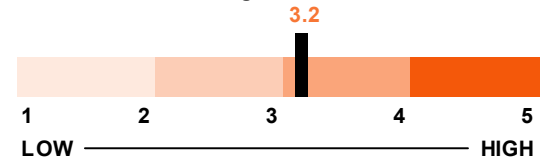
- หากการบริโภคในประเทศหรือทั่วโลกฟื้นตัวช้ากว่าที่เราคาดการณ์ไว้ในปัจจุบัน จะนำไปสู่ความเสี่ยงด้านลบต่อการคาดการณ์ผลการดำเนินงานของเรา
- หากการแข่งขันในอุตสาหกรรมชุดชั้นในของไทยสูงกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ จะทำให้เกิดความเสี่ยงต่อการคาดการณ์ผลการดำเนินงานของเรา
- หากราคาวัตถุดิบหรือต้นทุนแรงงานเพิ่มขึ้นมากกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ในปัจจุบัน จะส่งผลให้เกิดความเสี่ยงต่อการคาดการณ์ผลการดำเนินงานของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

SABINA เป็นหนึ่งในผู้ผลิตชุดชั้นในและเจ้าของแบรนด์ชั้นนำ 3 อันดับแรกของประเทศไทย มีสายการผลิตเป็นของตัวเองและมีการจ้างผลิตจากภายนอก แม้ว่าจะไม่ได้สร้างก๊าซเรือนกระจกมาก แต่มีพนักงานมากกว่า 3,000 คน หรือประมาณ 20% ของค่าใช้จ่ายดำเนินงาน เราให้คะแนน ESG ในระดับที่ดีที่ 3.2 สำหรับ SABINA เนื่องจากแผนและเป้าหมายที่ชัดเจนเกี่ยวกับประเด็น ESG

Thanachart ESG Rating



	SETTHSI Index	THSI Index	DJSI Index	Arabesque MSCI (CCC-AAA)	S-Ray (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
SABINA	-	YES	-	-	-	-	-	-	-

Sources: SETTRADE, SETTHSI Index, Thailand Sustainability Investment (THSI), The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, Arabesque S-Ray®, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย -	- SABINA มีโรงงาน 5 แห่ง บริษัท ไม่ได้รายงานการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) แต่เราเชื่อว่าไม่มีนัยสำคัญเนื่องจากขนาดของธุรกิจอยู่ที่ 3 พันลบ. ต่อปี ในแง่ของรายได้ อย่างไรก็ตาม เรายังคงเห็นว่า SABINA ให้ความสำคัญกับประเด็นด้านสิ่งแวดล้อมเป็นอย่างดี - SABINA มีแผนใช้พลังงานทดแทน ใช้อุปกรณ์และเครื่องมือคุณภาพดีเพื่อประสิทธิภาพของโรงงาน และส่งเสริมจิตสำนึกในการประหยัดพลังงานสำหรับพนักงานด้วย - SABINA ตั้งเป้าลดการใช้น้ำลง 15% ภายในสิ้นปี 2023 - SABINA มีโครงการ "ขยะเหลือศูนย์" ซึ่งนำเสียและอากาศที่ปล่อยออกมาจากการปฏิบัติงานได้รับการบำบัดตามมาตรฐานสากล ของเสียลดลง 14% เทียบกับเป้าหมาย 10% ในปี 2021 และทำให้ CO2 ลดลง 20,346 กก. จากปี 2020 - SABINA มีโครงการ "New Life BRA CYCLE" ซึ่งชุดชั้นในที่ไม่ต้องการถูกทำลายในระบบการเผาแบบปิดโดยไม่ก่อให้เกิดมลพิษ และชุดชั้นในที่ถูกเผาจะถูกนำไปใช้เป็นเชื้อเพลิงทางเลือกในกระบวนการผลิตปูนซีเมนต์
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- SABINA มีพนักงานมากกว่า 3,000 คน มีนโยบายการโยกย้ายพนักงานภายในและการว่าจ้างผู้เกษียณอายุ ให้สวัสดิการและความช่วยเหลือที่หลากหลายแก่พนักงานโดยไม่เลือกปฏิบัติไม่ว่าจะเป็น แหล่งกำเนิด เชื้อชาติ ศาสนา เพศ และสถานภาพการสมรส - SABINA ตั้งเป้าฝึกอบรมพนักงานอย่างน้อย 70% ของพนักงานทั้งหมดในแต่ละปี ด้วยเวลาอย่างน้อย 15 ชั่วโมง/คนปี บริษัท ได้ดำเนินการสำรวจความพึงพอใจในงานและความสัมพันธ์ระหว่างพนักงานกับบริษัท - SABINA จัดให้มีสภาพแวดล้อมการทำงานที่ปลอดภัยและถูกสุขอนามัยด้วยการตรวจสอบแสง สี เสียง ฝุ่น และควันในสถานที่ทำงาน - SABINA สร้างโรงงานในชุมชนเพื่อส่งเสริมโอกาสในการทำงานและความเป็นอยู่ที่ดี บริษัท ได้จัดตั้งธนาคารพัฒนาหมู่บ้านในนางรองเพื่อปลูกฝังเรื่องการประหยัดมีรายได้ของชาวบ้าน SABINA มีสถานรับเลี้ยงเด็ก และศูนย์การศึกษาสำหรับเด็กของคอนกานก่อสร้าง
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- SABINA มีคณะกรรมการบริษัท 11 คน โดยเป็นหญิง 5 คน สมาชิกมีทักษะและประสบการณ์ที่หลากหลาย - SABINA มีนโยบายต่อต้านการทุจริต และได้ลงนามในประกาศเจตจำนงในโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านการทุจริต - SABINA ตระหนักถึงสิทธิของผู้ถือหุ้นทั้งหมด และมีนโยบายที่จะรับรองความสำคัญของสิทธิเหล่านั้น โดยการจัดลำดับความสำคัญของผู้ถือหุ้นอย่างเหมาะสม - SABINA มีนโยบายการดำเนินงานเพื่อความยั่งยืนสำหรับทุกหน่วย เพื่อใช้และบูรณาการแผนปฏิบัติการเพื่อกำหนดทิศทางเพื่อประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้น - SABINA ไม่เพียงแต่ตั้งเป้าการผลิตสินค้าที่ตรงกับความต้องการของลูกค้าในปัจจุบันเท่านั้น แต่ยังมุ่งสร้างสรรค์นวัตกรรมเพื่อสร้างสรรค์ผลิตภัณฑ์ที่ดีขึ้นให้กับลูกค้าอีกด้วย

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

Sales turning around
after COVID-19 subsidy

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	2,898	2,631	3,238	3,691	4,114
Cost of sales	1,525	1,346	1,731	1,971	2,189
Gross profit	1,373	1,286	1,507	1,720	1,925
% gross margin	47.4%	48.9%	46.5%	46.6%	46.8%
Selling & administration expenses	1,034	937	999	1,103	1,205
Operating profit	339	349	507	616	720
% operating margin	11.7%	13.3%	15.7%	16.7%	17.5%
Depreciation & amortization	103	82	58	50	44
EBITDA	442	430	565	667	764
% EBITDA margin	15.3%	16.3%	17.5%	18.1%	18.6%
Non-operating income	16	24	23	26	28
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(9)	(5)	(7)	(11)	(15)
Pre-tax profit	346	368	523	631	733
Income tax	69	74	102	126	147
After-tax profit	277	294	422	505	586
% net margin	9.6%	11.2%	13.0%	13.7%	14.3%
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	422	505	586
Normalized profit	277	294	422	505	586
EPS (Bt)	0.8	0.8	1.2	1.5	1.7
Normalized EPS (Bt)	0.8	0.8	1.2	1.5	1.7

BALANCE SHEET

No significant new
investment

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	2,163	2,145	2,475	2,670	2,814
Cash & cash equivalent	225	354	225	215	205
Account receivables	436	445	532	607	676
Inventories	1,404	1,260	1,612	1,728	1,799
Others	98	86	105	120	134
Investments & loans	5	5	5	5	5
Net fixed assets	268	244	220	198	176
Other assets	369	310	373	423	470
Total assets	2,804	2,703	3,073	3,296	3,465
LIABILITIES:					
Current liabilities:	853	711	990	1,145	1,247
Account payables	213	252	213	243	270
Bank overdraft & ST loans	559	395	701	816	884
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	81	65	75	86	94
Total LT debt	0	0	0	0	0
Others LT liabilities	156	163	191	216	241
Total liabilities	1,009	874	1,181	1,361	1,488
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferred 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	1,296	1,339	1,381
Shareholders' equity	1,795	1,829	1,893	1,935	1,977
Liabilities & equity	2,804	2,703	3,073	3,296	3,465

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

*Strong and sustainable
cash inflow streams*

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	346	368	523	631	733
Tax paid	(140)	(64)	(104)	(119)	(146)
Depreciation & amortization	103	82	58	50	44
Chg In working capital	61	173	(477)	(161)	(113)
Chg In other CA & CL / minorities	60	(15)	(7)	(11)	(6)
Cash flow from operations	430	545	(6)	390	512
Capex	(29)	(15)	(15)	(15)	(15)
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	(36)	(22)	(20)
Cash flow from investments	(100)	9	(71)	(52)	(45)
Debt financing	(6)	(164)	307	114	68
Capital increase	0	0	(1)	0	0
Dividends paid	(337)	(299)	(358)	(462)	(544)
Warrants & other surplus	(5)	39	0	0	0
Cash flow from financing	(349)	(424)	(52)	(348)	(477)
Free cash flow	401	529	(21)	375	497

VALUATION

*Inexpensive valuation, in
our view*

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	31.3	29.5	20.6	17.2	14.8
Normalized PE - at target price (x)	37.6	35.4	24.7	20.6	17.8
PE (x)	31.3	29.5	20.6	17.2	14.8
PE - at target price (x)	37.6	35.4	24.7	20.6	17.8
EV/EBITDA (x)	20.4	20.3	16.2	13.9	12.2
EV/EBITDA - at target price (x)	24.3	24.3	19.3	16.5	14.5
P/BV (x)	4.8	4.7	4.6	4.5	4.4
P/BV - at target price (x)	5.8	5.7	5.5	5.4	5.3
P/CFO (x)	20.2	15.9	(1,352.8)	22.2	16.9
Price/sales (x)	3.0	3.3	2.7	2.4	2.1
Dividend yield (%)	3.2	3.4	4.9	5.8	6.7
FCF Yield (%)	4.6	6.1	(0.2)	4.3	5.7
(Bt)					
Normalized EPS	0.8	0.8	1.2	1.5	1.7
EPS	0.8	0.8	1.2	1.5	1.7
DPS	0.8	0.9	1.2	1.5	1.7
BV/share	5.2	5.3	5.5	5.6	5.7
CFO/share	1.2	1.6	(0.0)	1.1	1.5
FCF/share	1.2	1.5	(0.1)	1.1	1.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

Expanding operating
margin

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(11.6)	(9.2)	23.0	14.0	11.5
Net profit (%)	(33.0)	6.3	43.4	19.6	16.2
EPS (%)	(33.0)	6.3	43.4	19.6	16.2
Normalized profit (%)	(33.0)	6.3	43.4	19.6	16.2
Normalized EPS (%)	(33.0)	6.3	43.4	19.6	16.2
Dividend payout ratio (%)	100.3	100.3	99.8	99.8	99.8
Operating performance					
Gross margin (%)	47.4	48.9	46.5	46.6	46.8
Operating margin (%)	11.7	13.3	15.7	16.7	17.5
EBITDA margin (%)	15.3	16.3	17.5	18.1	18.6
Net margin (%)	9.6	11.2	13.0	13.7	14.3
D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.2	0.4	0.4	0.4
Net D/E (incl. minor) (x)	0.2	0.0	0.3	0.3	0.3
Interest coverage - EBIT (x)	37.3	71.0	74.0	54.2	48.4
Interest coverage - EBITDA (x)	48.6	87.6	82.5	58.6	51.4
ROA - using norm profit (%)	9.5	10.7	14.6	15.8	17.3
ROE - using norm profit (%)	15.1	16.2	22.7	26.4	30.0
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	15.1	16.2	22.7	26.4	30.0
- asset turnover (x)	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2
- operating margin (%)	12.2	14.2	16.4	17.4	18.2
- leverage (x)	1.6	1.5	1.6	1.7	1.7
- interest burden (%)	97.4	98.7	98.7	98.2	98.0
- tax burden (%)	80.1	79.9	80.6	80.0	80.0
WACC (%)	7.4	7.4	7.4	7.4	7.4
ROIC (%)	12.4	13.1	21.9	20.8	22.7
NOPAT (Bt m)	271	279	409	493	576
invested capital (Bt m)	2,129	1,870	2,369	2,536	2,655

Sources: Company data, Thanachart estimates

ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

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

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

1. MSCI (CCC- AAA)
2. Arabesque S-Ray (0-100)
3. Refinitiv (0-100)
4. S&P Global (0-100)
5. Moody's ESG Solutions (0-100)

SET THSI Index (SETTHSI)

Nowadays, long-term investment tends to be more focused on sustainable companies. The financial statement performance and the consideration in environmental, social and governance (ESG) perspective are keys aspects for analysis.

SET has created a Thailand Sustainability Investment (THSI) list since 2015 for using as an alternative investment in the high performance ESG stocks for investors while, supporting the sustainable Thai companies. SET defines the sustainable companies as the companies that embrace risk management, supply chain management and innovations together with responsibility for environmental, social and governance aspects

As a result, SET has created the SETTHSI for the purpose of indicating the price of these sustainable companies that pass the market capital size and liquidity criteria.

Arabesque S-Ray®

The S-Ray data here is published with a 3 month delay. For the latest data, please contact sray@arabesque.com

Arabesque S-Ray® is a service (the "Service") provided by Arabesque S-Ray GmbH ("Arabesque S-Ray") and its branch and subsidiary companies. Arabesque S-Ray is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organized under the laws of Germany with registered number HRB 113087 in the commercial register of the local court with its seat and business address at Zeppelinallee 15, 60325 Frankfurt am Main, Germany. The Service is unconnected to any of the asset management activities conducted within the wider group of Arabesque companies, and is not investment advice or a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in investment services. RELIANCE - Arabesque S-Ray makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein, and accepts no liability for any loss, of whatever kind, howsoever arising, in relation thereto, and nothing contained herein should be relied upon. ENQUIRIES - Any enquiries in respect of this document should be addressed to Arabesque S-Ray.

Arabesque S-Ray® - The ESG Score, ranging from 0 to 100, identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long run, based on the principles of financial materiality. That is, when computing the ESG Score of a company, the algorithm will only use information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by overweighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis to stay up-to-date

MSCI ESG Research LLC

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

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

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

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

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

S&P Global Market Intelligence

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

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

Moody's ESG Solutions

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

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

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS, AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS OR PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

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

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

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

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

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

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

Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc. have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc. for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from \$1,000 to approximately \$5,000,000. MCO and Moody's Investors Service also maintain policies and procedures to address the independence of Moody's Investors Service credit ratings and credit rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold credit ratings from Moody's Investors Service and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at www.moody.com under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy."

Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors.

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

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

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

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

Refinitiv ESG

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต 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 ธนชาต จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 76 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2210A, ADVANC16C2211A, AMAT16C2209A, AOT16C2212A, AOT16C2209A, BANPU16C2212A, BANPU16C2210A, BCH16C2211A, BH16C2212A, BGRIM16C2212A, BGRI16C2209A, BLA16C2212A, BLA16C2208A, BLA16C2209A, CBG16C2210A, CENTEL16C2209A, COM716C2208A, COM716C2209A, COM716C2211A, COM716C2211B, COM716C2211C, CPALL16C2211A, EA16C2209A, EA16C2211A, ESSO16C2209A, ESSO16C2209B, FORTH16C2211A, GPSC16C2209A, GULF16C2210A, GUNK16C2209A, HANA16C2209A, HANA16C2211A, IVL16C2209A, IVL16C2211A, JMART16C2210A, JMART16C2211A, JMT16C2210A, JMT16C2211A, KBAN16C2208A, KBAN16C2209A, KBANK16C2211A, KCE16C2208A, KCE16C2209A, KCE16C2211A, KTC16C2211A, KTC16C2209A, MINT16C2211A, MTC16C2212A, MTC16C2209A, PTG16C2211A, PTG16C2209A, PTTEP16C2212A, PTTE16C2209A, RBF16C2209A, RCL16C2208A, SAWAD16C2211A, S5016C2209A, S5016P2209A, SAWA16C2209A, SCB16C2211A, SCB16C2208A, SCGP16C2212A, SET5016P2212A, SET5016C2209B, SET5016C2212A, SET5016P2209B, SINGER16C2212A, SPRC16C2212A, SPRC16C2209A, STEC16C2209A, TIDLOR16C2212A, TOP16C2211A, TTA16C2208A, TTA16C2211A, TU16C2210A, WHA16C2209A (underlying securities are (ADVANC, AMATA, AOT, BANPU, BCH, BGRIM, BH, BLA, CBG, CENTEL, COM7, CPALL, EA, ESSO, FORTH, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MINT, MTC, PTG, PTTEP, RBF, RCL, SAWAD, SCB, SET50, SCGP, SINGER, SPRC, STEC, TIDLOR, TOP, TTA, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาต จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd. โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ธนชาต จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd. มีส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP มีการรวมร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมร่วมกันได้แก่นางอัคริณี ไตรลัคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ 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: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต 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 นิการุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

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

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน
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 ผู้พัฒนทรัพย์กุล, CFA
Tel: 662-779-9120
adisak.phu@thanachartsec.co.th

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

Strategy, ประกัน, กระดาษ
จักร เรืองสินัญญา
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย์
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
ภัทรวัลย์ 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, บ้าน
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 ธรรมบำรุง
Tel: 662-779-9123
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน
นลินกรณ คลังเปรมจิตต์
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 ลิมาวงษ์ปรางค์
Tel: 662-779-9116
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

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

สุจินตนา สภาพร
Tel: 662-779-9198
sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

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