

# Sabina (SABINA TB)

## Product winner ใหม่ผลิตภัณฑ์การเติบโต

คงคำแนะนำ ชื้อ ปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 33 บาท

เราคงคำแนะนำ ชื้อ โดยปรับราคาเป้าหมาย (DCF, WACC 7.7%, G 2%) เป็น 33 บาท จากเดิม 32 บาท จากการปรับประมาณการกำไรปี 2566-2567 ขึ้น 3-6% สะท้อน ยอดขายแข็งแกร่งและอัตรากำไรสูงขึ้น เนื่องจากการเปิดตัวสินค้าใหม่ซึ่งคาดว่าจะ เป็น Product winner ตัวใหม่และการบริหารจัดการที่มีประสิทธิภาพมากขึ้น เราคาดกำไรสุทธิ 1Q66 แข็งแกร่งโดยเพิ่มขึ้นทั้ง QoQ, YoY หุ่นซื้อขายที่ PE 19.0 เท่าซึ่งต่ำกว่า ค่าเฉลี่ย 5 ปีที่ 23.3 เท่า

แนวโน้มขาขึ้นจาก Product winner ตัวใหม่ และขยายไปต่างประเทศ

เราเชื่อว่าสินค้าใหม่ "Braless" ที่เปิดตัวต้นปีนี้เป็น Product winner ใหม่ของ SABINA เช่นเดียวกับที่เคยพัฒนาสินค้า Wireless Shape (ชุดชั้นในไม่มีโครง) และ Seamless Fit (ไม่มีตะเข็บ) เมื่อปี 2560 และปี 2562 ซึ่งทำให้บริษัทมีอัตราเติบโตของ ยอดขายเฉลี่ย 11% ต่อปีในช่วงปี 2560-2562 โดยสินค้าใหม่ได้พัฒนาให้เข้ากับการ เปลี่ยนพฤติกรรมผู้บริโภคหลังจากการระบาดของโควิดทำให้มีการอยู่บ้านมากขึ้นและ ให้ความสำคัญกับสินค้าที่เน้นความสบาย ส่วนการเข้าลงทุนในบริษัท Moda ขยาย สาขาในฟิลิปปินส์ยังไม่ได้ส่งผลบวกอย่างมีนัยยะแต่จะสนับสนุนการเติบโตระยะยาว

อัตรากำไรสูงขึ้นภายใต้การบริหารจัดการที่มีประสิทธิภาพ

การขายทาง Non Store Retailing (NSR) และ Omni channel ซึ่งทำให้ลูกค้าสามารถ ซื้อสินค้าที่ไม่มีขายในร้านให้ส่งไปที่บ้าน นอกจากจะช่วยเพิ่มยอดขายแล้วยังส่งผลให้ Inventory day และ Cash conversion day ลดลง ในด้านการผลิต บริษัทมีความ ยืดหยุ่นในการผลิตทั้งการผลิตจากโรงงานของบริษัทเองและการจ้างผลิต เราคาดว่า สัดส่วนการจ้างผลิตในปีนี้จะเพิ่มเป็น 60% จากปีก่อนที่ 59% ซึ่งจะช่วยให้อัตรากำไร ขันต้นเพิ่มขึ้น 79 bps เป็น 48.8% ในปีนี้ เราประเมินกำไรสุทธิปีนี้เติบโต 17% เป็น 489 ล้านบาทซึ่งเป็นระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์

คาดกำไร 1Q66 เพิ่ม 9% QoQ, 14% YoY และเติบโตต่อใน 2Q66

เราคาดการณ์ยอดขาย 1Q66 เพิ่มขึ้น 14% YoY เป็น 818 ล้านบาทซึ่งมาจากการเติบโต ของทั้งการขายหน้าร้าน ทาง NSR และการรับจ้างผลิตส่งออกไปยุโรป โดยได้ผลบวก จากการออกสินค้าใหม่ Braless รวมทั้งการโฆษณาและการทำการตลาดทั้งทางสื่อ Out of home และ Social media เราคาดว่ากำไรสุทธิเพิ่มขึ้น 9% QoQ และ 14% YoY เป็น 115 ล้านบาท แนวโน้มยอดขาย 2Q66 เร่งตัวดียิ่งขึ้นจากการออกสินค้าสำหรับเด็ก ในช่วงเปิดเทอม รวมทั้งได้อานิสงส์จากการเลือกตั้ง โดยผู้บริหารเห็นสัญญาณบวกใน เดือน เม.ย. ซึ่งเติบโตดีกว่า 1Q66

FYE Dec (THB m)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Revenue	2,631	3,168	3,554	3,925	4,275
EBITDA	413	559	656	736	808
Core net profit	294	417	489	552	610
Core EPS (THB)	0.85	1.20	1.41	1.59	1.76
Core EPS growth (%)	6.3	41.8	17.1	13.0	10.5
Net DPS (THB)	0.85	1.20	1.41	1.59	1.76
Core P/E (x)	23.4	19.4	19.0	16.8	15.2
P/BV (x)	3.8	4.3	4.8	4.7	4.6
Net dividend yield (%)	4.3	5.2	5.3	5.9	6.6
ROAE (%)	16.2	22.6	25.8	28.3	30.6
ROAA (%)	10.7	15.3	18.0	19.9	21.0
EV/EBITDA (x)	16.7	14.1	14.0	12.6	11.5
Net gearing (%) (incl perps)	2.2	net cash	net cash	net cash	net cash
Consensus net profit	-	-	497	571	639
MIBG vs. Consensus (%)	-	-	(1.7)	(3.4)	(4.6)

Suttatip Peerasub  
suttatip.p@maybank.com  
(66) 2658 5000 ext 1430

# BUY

Share Price THB 26.75  
12m Price Target THB 33.00 (+23%)  
Previous Price Target THB 32.00

### Company Description

SABINA manufacturers lingerie, and it has its own brand, Sabina, and it distributes popular European brands too.

### Statistics

52w high/low (THB) 28.00/22.00  
3m avg turnover (USDm) 0.7  
Free float (%) 47.4  
Issued shares (m) 348  
Market capitalisation THB9.3B  
USD272M

### Major shareholders:

Viroj Thanalongkorn 46.4%  
Thai NVDR 3.4%  
Achada Thanalongkorn 3.0%

### Price Performance



	-1M	-3M	-12M
Absolute (%)	6	9	11
Relative to index (%)	10	19	21

Source: FactSet

### Acronyms defined

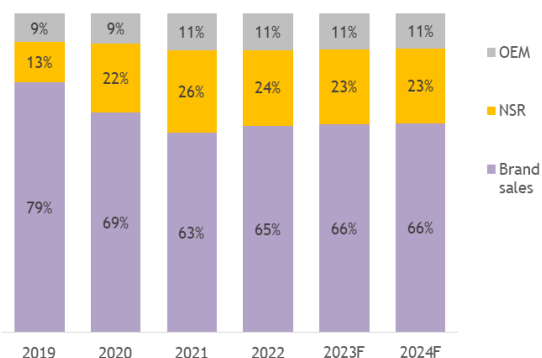
NSR - Non Store Retailing  
OEM - Original Equipment Manufacturer

ESG@MAYBANK IBG  
Tear Sheet Insert

## Value Proposition

- SABINA is one of the leading underwear producers in Thailand, under its own brand, Sabina, with a proven track record of over 25 years.
- Strong brand recognition coupled with product innovation.
- Besides the off-line sales via more than 500 outlets, SABINA has non-store-retailing (NSR) sales through online, TV shopping and catalogues. OEM sales are also the additional sales channels, exporting to Europe.
- Increasing proportion of NSR sales would support net margins.
- Own production and outsourcing, with more flexible strategy resulting in resilient operations.

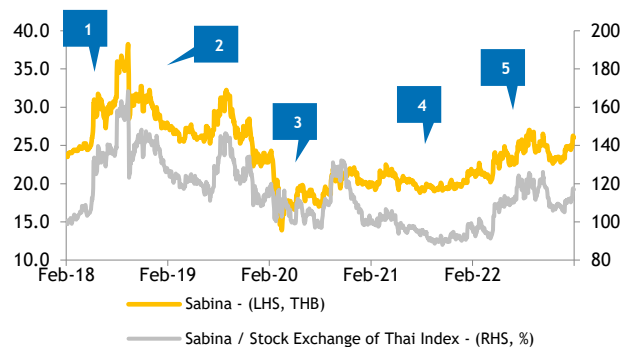
### Sales breakdown



Source: Company, MST

## Price Drivers

### Historical share price trend



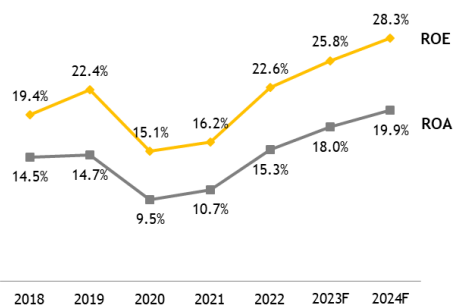
Source: Company, MST

1. Outstanding earnings growth drew market attraction.
2. Share price correction after the major shareholder sold 28.78% of the total paid up capital to both local and foreign institutional investors as well as high net worth individual investors at THB25.0 per share.
3. Temporary store closures during the lockdown.
4. Wait and see for the recovery.
5. Earnings recovery after the reopening.

## Financial Metrics

- Expect rising ROE to 25.8% and 28.3% in FY23E and FY24E, from 22.6% in FY22 and 22.4% in FY19 (pre-Covid year).
- ROA to reach 18.0% in FY23E and 19.9% in FY24E, from 15.3% in FY22 and 14.7% in FY19.
- Solid EBITDA of more than THB500m per year, available for annual capex of THB20-50m.
- Low capex would allow compelling dividend payment at a pay-out ratio of 100%.
- Healthy financial position with expected net cash since FY23E onwards.

### Improving profitability ratio



Source: Company, MST

## Swing Factors

### Upside

- Better operating leverage on growing NSR sales.
- Export opportunity in CLMV markets.
- More innovative products to enhance sales and profitability.

### Downside

- Significant increase in raw material and labour costs.
- Large inventory level pressuring working capital.
- Headwinds on logistics dampening export sales.

Risk Rating & Score <sup>1</sup>	na
Score Momentum <sup>2</sup>	na
Last Updated	na
Controversy Score <sup>3</sup>	na

## Business Model & Industry Issues

- SABINA places importance on supply chain management of all processes in the business chain, ranging from production, warehouse, transportation and distribution management. It also takes into account the use of resources in production and creates value for products and services through various innovations.
- SABINA operates business in tandem with ESG approach to manage negative environmental impact, in terms of energy consumption, pollution or waste management. It reduces the impact of climate change and strives for sustainable development in accordance with the Sustainable Development Goals.
- Being in a labour-intensive industry, the company must have safety measures and promote good quality of life while adopting advanced production technology and innovation, including state-of-the-art machinery in order to produce quality products to cater to consumers' requirements.

## Material E issues

- In 2020, all SABINA plants have reduced their electricity consumption by 22%, above the target of 15% by shifting from air conditioning to EVAPOLATIVE COOLING SYSTEM (EVAP) and electronic equipment modifications such as industrial sewing machines, light bulbs, air conditioners and air pumps.
- In 2020, the organization's water usage was reduced by 14% from 2019, better than the target of 10%, and regulated wastewater management to meet statutory standards and does not have a negative impact on the community.
- Control air pollution from the foaming moulding process, dust not exceeding 400 ml. per cubic metre and chemicals (toluene) not exceeding 200 ppm, as well as reducing fuel consumption. Greenhouse gas emission from transport fell to 20.16% vs the target of 10% and the reduction of greenhouse gas emission from travelling to meetings fell to 77.7% vs the target of 20%, resulting in a 24.11% reduction in overall greenhouse gas emission in 2020.
- Using the 3R (Reuse, Reduce, Recycle) principle. General waste, which is landfill, is reduced by 43% in 2020, vs the target of 30%, and the amount of waste generated from the production process is reduced by 40% vs the target of 30%.
- In 2020, SABINA was certified GREEN INDUSTRY Level 2 (Green Operations, implementing activities to reduce environmental impacts) for all 5 factories and it's preparing to upgrade to Green Industry Level 3 (Effective Environmental Management, which has been monitored and evaluated for continuous improvement).
- Implement a zero-waste project by recycling raw materials left over from production and transforming them into products by 0.31% from the target of 0.25%.

## Material S issues

- Mae Jintana Thanalongkorn Foundation was established in 2009, providing scholarships to students since 2010. Until now, 2,021 scholarships and 1 educational institution have been awarded, amounting to THB18.56m
- Initiate the Sewing Cup Sewing Heart Project Fighting breast cancer since 2007. By 2020, the company produces artificial breasts and donates 23,000 breasts, which is more than the target of 19,000 breasts / year.
- SABINA employs 45 disabled workers, representing 1.13% of the total workforce as of December 31, 2020.
- Even with store closures and production cuts during the COVID-19 outbreak, the company has not laid off employees.

## Key G metrics and issues

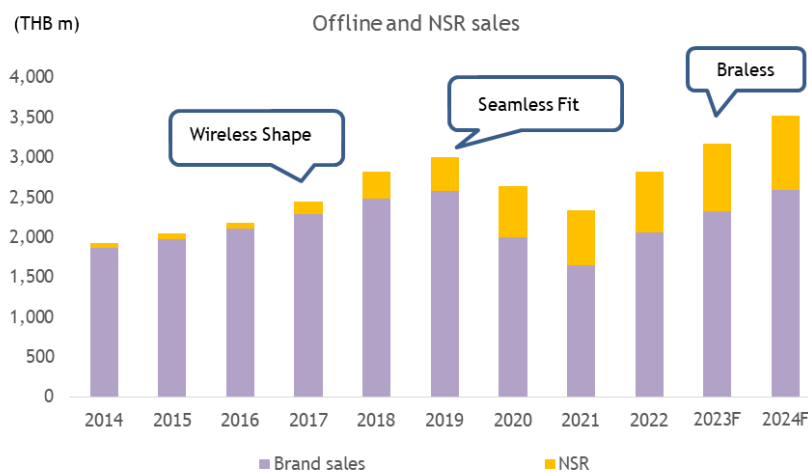
- SABINA has 11 board members, consisting of 7 non-executive directors (5 independent directors) and 4 executive directors, of which 2 are female.
- In 2020, BoDs' remuneration was THB4.94m or 1.8% of net profit. Executive directors and executives' remuneration was THB10.28m or 3.7% of net profit.
- There is a code of ethics designated to cover the responsibility of the various parts and promote them among employees at all levels as a guideline for conducting business with ethics (Code of Conduct).
- There is a policy in conducting business correctly and transparently that emphasises the participation of everyone in the organisation to be aware of the negative effects of corruption and send employees to attend training courses on corruption prevention organised by various institutions. In addition, there is a policy asking for cooperation to refrain from giving and receiving all kinds of gifts on every occasion (No Gift Policy).
- There are policies and methods for preventing directors, executives and employees from seeking benefits from the use of the company's inside information that have not yet been disclosed to the public to use for personal benefit including trading the company's share.

**<sup>1</sup>Risk Rating & Score** - derived by Sustainalytics and assesses the company's exposure to unmanaged ESG risks. Scores range between 0 - 50 in order of increasing severity with low/high scores & ratings representing negligible/significant risk to the company's enterprise value, respectively, from ESG-driven financial impacts. **<sup>2</sup>Score Momentum** - indicates changes to the company's score since the last update - a **negative** integer indicates a company's improving risk score; a **positive** integer indicates a deterioration. **<sup>3</sup>Controversy Score** - reported periodically by Sustainalytics in the event of material ESG-related incident(s), with the impact severity scores of these events ranging from Category 0-5 (0 - no reports; 1 - negligible risks; ...; 5 - poses serious risks & indicative of potential structural deficiencies at the company).

## กลยุทธ์เติบโตจากการพัฒนาสินค้าใหม่

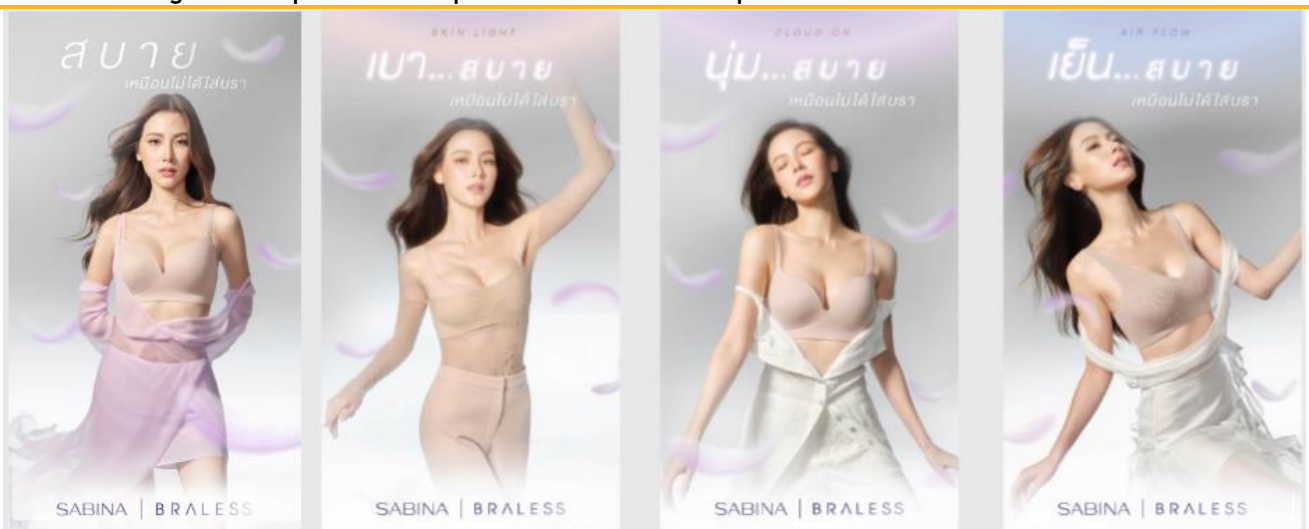
บริษัทกลับมาจัดประชุมนักวิเคราะห์เป็นครั้งแรกตั้งแต่เกิดการระบาดของโควิด โดยเน้นกลยุทธ์การเติบโตอย่างยั่งยืนทั้งจากในประเทศและการเริ่มขยายไปต่างประเทศซึ่งผู้บริหารเชื่อว่ายังมีโอกาสเติบโตได้อีกมาก รวมทั้งมีการออกสินค้าใหม่ "Braless" ที่เปิดตัวเมื่อต้นปีซึ่งคาดว่าจะจะเป็น Product winner ใหม่ของ SABINA เช่นเดียวกับที่เคยพัฒนาสินค้า Wireless Shape (ชุดชั้นในไม่มีโครง) และ Seamless Fit (ไม่มีตะเข็บ) เมื่อปี 2560 และปี 2562 โดยสินค้าใหม่ได้พัฒนาให้เข้ากับการเปลี่ยนพฤติกรรมผู้บริโภคหลังจากการระบาดของโควิดทำให้มีการอยู่บ้านมากขึ้นและให้ความสำคัญกับสินค้าที่เน้นความสบาย ส่วนในช่วง 2Q66 จะมีการออกสินค้าชุดชั้นในสำหรับเด็กเพื่อรองรับกับความต้องการเพิ่มขึ้นในช่วงเปิดเทอม ผู้บริหารตั้งเป้าหมายยอดขายปีนี้เติบโต 10-15% สุกระดับ new high เราคาดการณ์ยอดขายปีนี้เพิ่มขึ้น 12% เป็น 3,554 ล้านบาท

Figure 1: Product winners boosting sales



Source: Company, MST

Figure 2: Launching 'Braless' products to capture a trend of comfort products in FY23

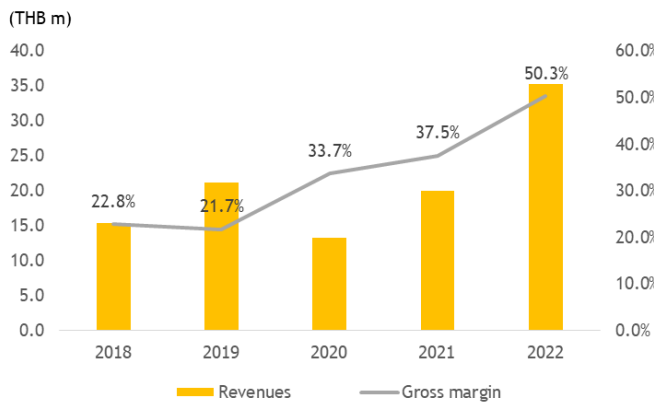


Source: Company

### ขยายไปต่างประเทศสร้างโอกาสเติบโตระยะยาว

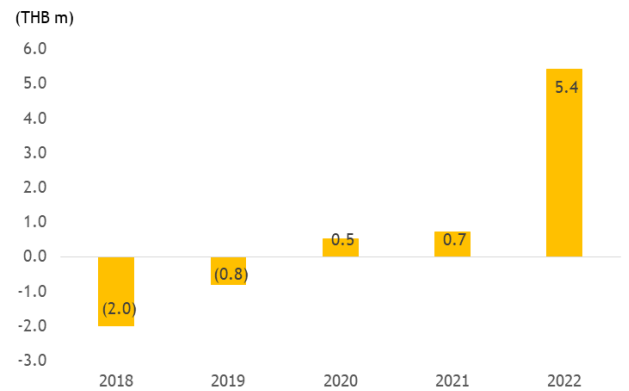
SABINA ได้ลงทุน 20.5 ล้านบาทในการซื้อหุ้น 77.33% ของบริษัท Moda SBN ซึ่งทำธุรกิจค้าปลีกและเป็นตัวแทนจำหน่ายสินค้า ซาบีนา ในประเทศฟิลิปปินส์ นับเป็นการลงทุนซื้อกิจการในต่างประเทศครั้งแรกของ SABINA จากเดิมที่เป็นการส่งออกผ่านตัวแทนจำหน่ายในประเทศนั้นๆ โดยผู้บริหารเชื่อว่าตลาดที่ประเทศฟิลิปปินส์มีโอกาสเติบโตสูง เนื่องจากมีประชากรจำนวนมากกว่า 112 ล้านคน มีไลฟ์สไตล์คล้ายกับคนไทย และชอบสินค้าแบรนด์ไทย ทั้งนี้ Moda มียอดขาย 35 ล้านบาทและกำไรสุทธิ 5 ล้านบาทในปี 2565 ผู้บริหารคาดว่าจะเพิ่มเป็น 200 ล้านบาทภายใน 5 ปี โดยจะมีการขยายสาขา 6 แห่งในปีนี้ ทำให้มีจำนวนสาขาทั้งหมดเป็น 44 แห่ง ผู้บริหารคาดว่าจะเริ่มรับรู้รายได้ของ Moda ตั้งแต่ 2Q66 เป็นต้นไป

**Figure 3: Moda’s revenue and gross margin continued to improve**



Source: Company, MST

**Figure 4: Moda turned profitable in FY20**



Source: Company, MST

**Figure 5: Sabina remained No.1 (fashion segment) on Lazada and Shopee sales in Thailand Southeast Asia in campaign 12.12 in FY22**



Source: Company

## คาดการณ์ 1Q66 เพิ่มขึ้น 9% QoQ และ 14% YoY

เราคาดว่ายอดขายรวมใน 1Q66 เพิ่มขึ้น 14% YoY เป็น 818 ล้านบาท เนื่องจากสินค้าหน้าร้านเพิ่มขึ้น 16% YoY จากการฟื้นตัวของกรจจ่ายใช้สอย การออกสินค้าใหม่ และการจัดโปรโมชั่น ส่วนยอดขายทาง NSR คาดว่าจะเพิ่มขึ้น 2% YoY จากการจัดโปรโมชั่นอย่างต่อเนื่อง รายได้จากการรับจ้างผลิตคาดว่าจะเพิ่มขึ้น 27% YoY จากคำสั่งซื้อจากลูกค้าในยุโรปเพิ่มขึ้น

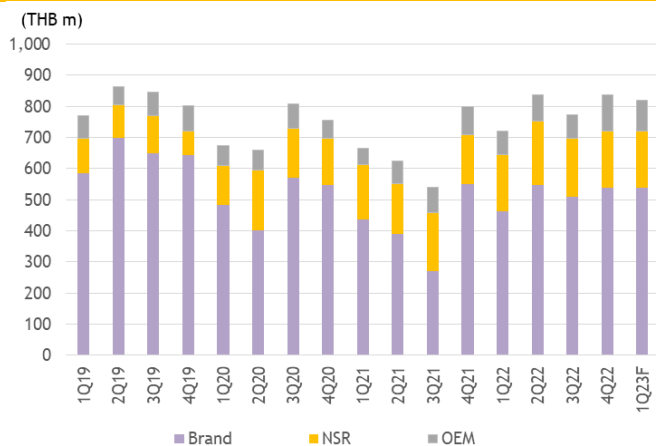
อัตรากำไรขั้นต้นมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น 68 bps YoY เป็น 49.7% ตามยอดขายที่เพิ่มขึ้นและประสิทธิภาพการผลิตสูงขึ้น เราคาดว่าสัดส่วนค่าใช้จ่ายต่อยอดขายที่ 32.3% ใกล้เคียงกับ 1Q65 ที่ 32.2% จากการควบคุมค่าใช้จ่ายและการทำตลาดแบบออนไลน์ เราประเมินกำไรสุทธิเพิ่มขึ้น 9% QoQ และ 14% YoY เป็น 115 ล้านบาท อัตรากำไรสุทธิ 14.0% เช่นเดียวกับ 1Q65

Figure 6: SABINA 1Q23E preview; healthy sales growth and improved gross margin drove profit

(THB m)	1Q22	4Q22	1Q23F	YoY	QoQ	2022	2023F	YoY
Sales	721	836	818	14%	(2%)	3,168	3,554	12%
Brand	465	539	538	16%	(0%)	2,063	2,331	13%
Non store retailing	179	182	182	2%	(0%)	752	835	11%
OEM	77	116	98	27%	(15%)	353	388	10%
Other income	3	(2)	4	14%	(281%)	18	18	1%
COG	368	423	412	12%	(3%)	1,647	1,820	10%
Gross profit	353	414	406	15%	(2%)	1,520	1,734	14%
SG&A	232	279	264	14%	(5%)	1,018	1,137	12%
EBITDA	134	142	156	17%	10%	558	654	17%
Interest expense	1	1	1	37%	3%	4	4	(12%)
Tax charge	22	25	29	35%	17%	99	122	24%
Net profit	102	106	115	14%	9%	417	489	17%
EPS (THB)	0.29	0.31	0.33	14%	9%	1.20	1.41	17%
Gross margin (%)	49.0%	49.5%	49.7%			48.0%	48.8%	
SG&A/sales	32.2%	33.3%	32.3%			32.1%	32.0%	
EBITDA margin (%)	18.5%	17.1%	19.0%			17.5%	18.3%	
Net margin	14.0%	12.7%	14.0%			13.1%	13.7%	

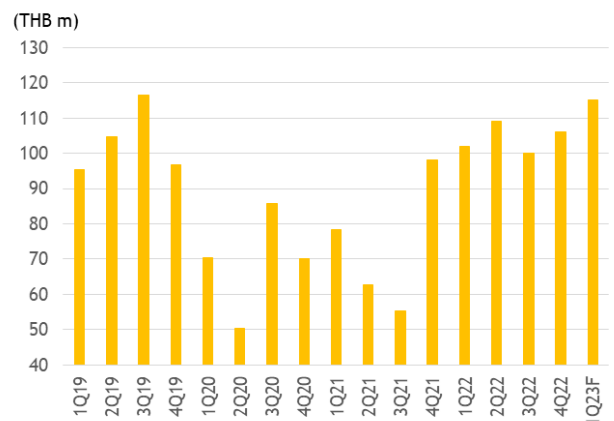
Source: Company, MST

Figure 7: Estimate 1Q23 sales increased, close to the historical high achieved in 2Q19



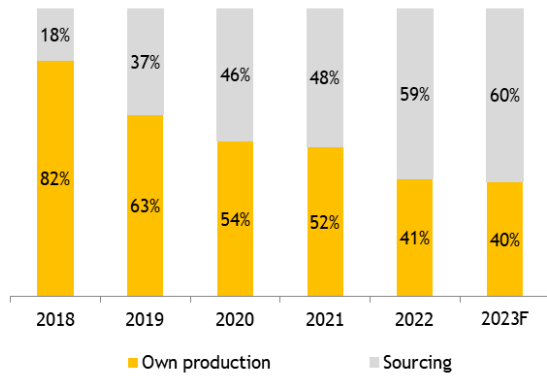
Source: Company, MST

Figure 8: Expect SABINBA to post the second-best quarterly earnings in 1Q23E



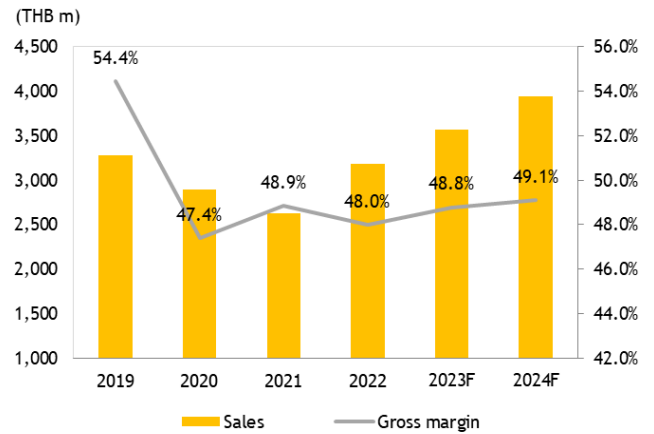
Source: Company, MST

**Figure 9: We project the proportion of product sourcing to reach 60% in FY23E while own production declines to 40%**



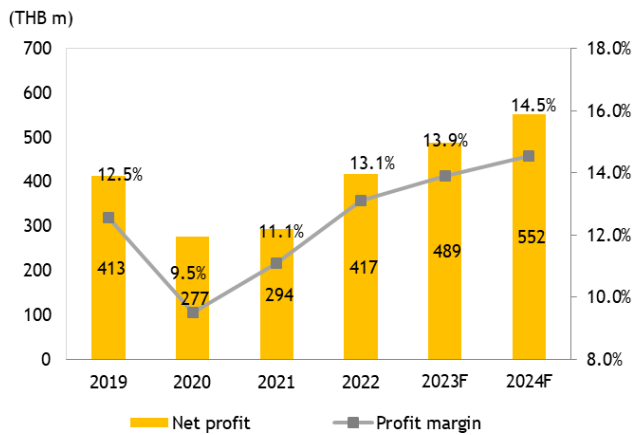
Source: Company, MST

**Figure 10: Expect SABINA's sales and gross margin to improve in FY23E and FY24E**



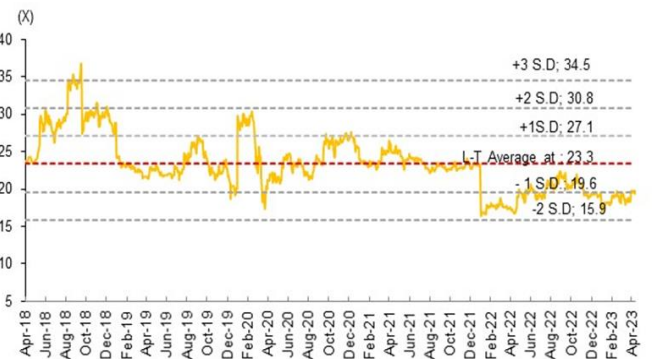
Source: Company, MST

**Figure 11: Expect FY23E profit to reach new record, with higher profit margin**



Source: Company, MST

**Figure 12: SABINA PE Band**



Source: Bloomberg

**Figure 13: Forecast revisions**

(THB m)	New		Previous		% Revision	
	FY23E	FY24E	FY23E	FY24E	FY23E	FY24E
Sales	3,554	3,925	3,491	3,770	2%	4%
Gross margin	48.8%	49.1%	48.4%	48.8%	+39 bps	+32 bps
EBITDA	615	694	598	659	3%	5%
Net profit	489	552	475	523	3%	6%
EPS (THB)	1.41	1.59	1.37	1.51	3%	6%

Source: Company, MST

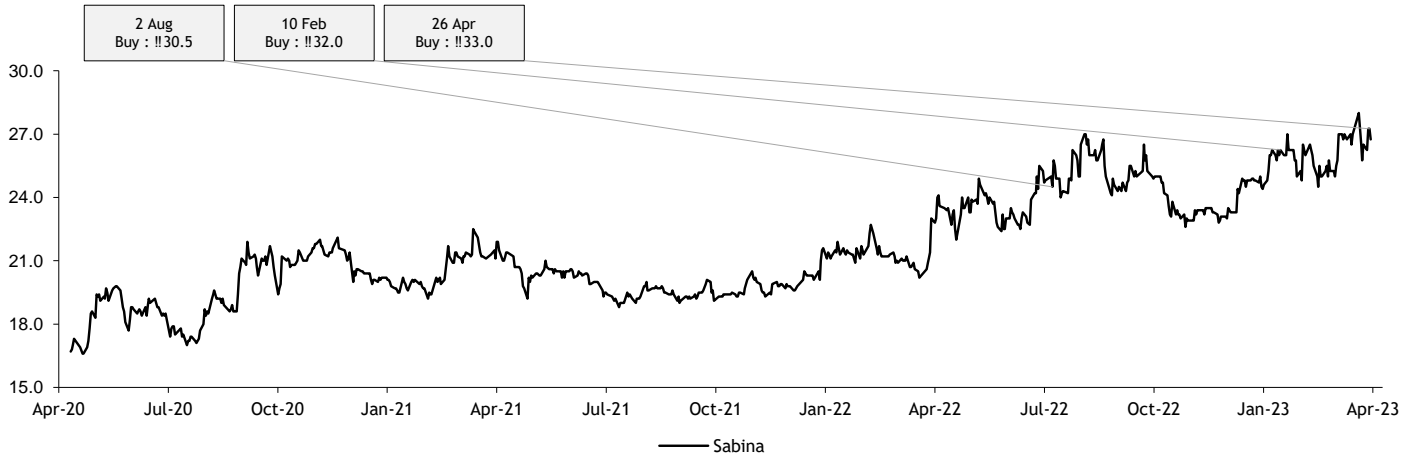
FYE 31 Dec	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
<b>Key Metrics</b>					
P/E (reported) (x)	23.7	19.3	19.0	16.8	15.2
Core P/E (x)	23.4	19.4	19.0	16.8	15.2
P/BV (x)	3.8	4.3	4.8	4.7	4.6
P/NTA (x)	3.8	4.3	4.8	4.7	4.6
Net dividend yield (%)	4.3	5.2	5.3	5.9	6.6
FCF yield (%)	9.7	9.3	1.2	4.6	5.7
EV/EBITDA (x)	16.7	14.1	14.0	12.6	11.5
EV/EBIT (x)	18.6	15.2	15.0	13.4	12.1
<b>INCOME STATEMENT (THB m)</b>					
Revenue	2,631.4	3,167.8	3,554.0	3,924.9	4,274.8
EBITDA	413.5	559.3	655.6	735.6	808.1
EBIT	373.0	520.1	614.6	693.6	766.8
Net interest income / (exp)	(4.9)	(4.3)	(3.8)	(3.5)	(4.3)
Associates & JV	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Exceptionals	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other pretax income	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pretax profit	368.1	515.7	610.7	690.1	762.5
Income tax	(73.9)	(98.5)	(122.1)	(138.0)	(152.5)
Minorities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Discontinued operations	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Reported net profit	294.2	417.2	488.6	552.1	610.0
Core net profit	294.2	417.2	488.6	552.1	610.0
<b>BALANCE SHEET (THB m)</b>					
Cash & Short Term Investments	353.7	527.9	298.8	308.3	303.5
Accounts receivable	403.8	383.9	395.1	443.7	469.8
Inventory	1,260.3	1,126.5	1,267.3	1,359.6	1,430.9
Reinsurance assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Property, Plant & Equip (net)	243.6	240.5	251.2	251.0	241.6
Intangible assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Investment in Associates & JVs	5.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other assets	436.9	461.1	472.6	492.5	506.7
<b>Total assets</b>	<b>2,703.3</b>	<b>2,739.9</b>	<b>2,685.0</b>	<b>2,855.1</b>	<b>2,952.5</b>
ST interest bearing debt	394.6	317.4	192.7	273.4	301.8
Accounts payable	147.8	174.6	194.5	210.5	228.9
Insurance contract liabilities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
LT interest bearing debt	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other liabilities	332.0	379.0	372.0	399.0	409.0
<b>Total Liabilities</b>	<b>874.1</b>	<b>871.4</b>	<b>758.9</b>	<b>883.3</b>	<b>939.5</b>
Shareholders Equity	1,829.2	1,867.7	1,925.3	1,971.1	2,012.3
Minority Interest	0.0	0.7	0.7	0.7	0.7
<b>Total shareholder equity</b>	<b>1,829.2</b>	<b>1,868.4</b>	<b>1,926.1</b>	<b>1,971.9</b>	<b>2,013.0</b>
<b>Total liabilities and equity</b>	<b>2,703.3</b>	<b>2,739.9</b>	<b>2,685.0</b>	<b>2,855.1</b>	<b>2,952.5</b>
<b>CASH FLOW (THB m)</b>					
Pretax profit	368.1	515.7	610.7	690.1	762.5
Depreciation & amortisation	40.4	39.2	41.1	42.0	41.3
Adj net interest (income)/exp	4.9	4.3	3.8	3.5	4.3
Change in working capital	168.8	155.4	(132.5)	(126.6)	(79.0)
Cash taxes paid	(73.9)	(98.5)	(122.1)	(138.0)	(152.5)
Other operating cash flow	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash flow from operations	627.4	781.9	164.2	473.5	563.2
Capex	42.5	(25.2)	(51.7)	(41.8)	(31.9)
Free cash flow	669.9	756.6	112.4	431.6	531.3
Dividends paid	(299.1)	(365.3)	(430.9)	(506.3)	(568.8)
Equity raised / (purchased)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Change in Debt	(164.2)	(77.2)	(124.7)	80.7	28.4
Other invest/financing cash flow	(77.8)	(139.9)	214.1	3.5	4.3
Effect of exch rate changes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net cash flow	128.8	174.3	(229.1)	9.5	(4.7)



FYE 31 Dec	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
<b>Key Ratios</b>					
<b>Growth ratios (%)</b>					
Revenue growth	(9.2)	20.4	12.2	10.4	8.9
EBITDA growth	1.2	35.3	17.2	12.2	9.9
EBIT growth	5.1	39.4	18.2	12.9	10.6
Pretax growth	6.5	40.1	18.4	13.0	10.5
Reported net profit growth	6.3	41.8	17.1	13.0	10.5
Core net profit growth	6.3	41.8	17.1	13.0	10.5
<b>Profitability ratios (%)</b>					
EBITDA margin	15.7	17.7	18.4	18.7	18.9
EBIT margin	14.2	16.4	17.3	17.7	17.9
Pretax profit margin	14.0	16.3	17.2	17.6	17.8
Payout ratio	100.4	99.9	100.0	100.0	100.0
<b>DuPont analysis</b>					
Net profit margin (%)	11.2	13.2	13.7	14.1	14.3
Revenue/Assets (x)	1.0	1.2	1.3	1.4	1.4
Assets/Equity (x)	1.5	1.5	1.4	1.4	1.5
ROAE (%)	16.2	22.6	25.8	28.3	30.6
ROAA (%)	10.7	15.3	18.0	19.9	21.0
<b>Liquidity &amp; Efficiency</b>					
Cash conversion cycle	377.1	270.3	239.7	238.7	233.8
Days receivable outstanding	54.9	44.8	39.5	38.5	38.5
Days inventory outstanding	356.4	260.8	236.7	236.7	231.8
Days payables outstanding	34.2	35.2	36.5	36.5	36.5
Dividend cover (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Current ratio (x)	3.0	3.3	3.7	3.3	3.2
<b>Leverage &amp; Expense Analysis</b>					
Asset/Liability (x)	3.1	3.1	3.5	3.2	3.1
Net gearing (%) (incl perps)	2.2	net cash	net cash	net cash	net cash
Net gearing (%) (excl. perps)	2.2	net cash	net cash	net cash	net cash
Net interest cover (x)	75.9	120.1	nm	nm	nm
Debt/EBITDA (x)	1.0	0.6	0.3	0.4	0.4
Capex/revenue (%)	nm	0.8	1.5	1.1	0.7
Net debt/ (net cash)	40.9	(210.5)	(106.1)	(34.9)	(1.7)

Source: Company; Maybank IBG Research

### Historical recommendations and target price: Sabina (SABINA TB)



## APPENDIX I : TERMS FOR PROVISION OF REPORT, DISCLOSURES AND DISCLAIMERS

รายงานนี้ ถูกจัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ และเพื่อเป็นการให้ข้อมูลเท่านั้น มิใช่การชักจูงให้ซื้อหรือขายหุ้นที่กล่าวถึงในรายงานนี้ นักลงทุนควรพึงตระหนักไว้เสมอว่า มูลค่าของหุ้นอาจมีความผันผวน มีการเพิ่มขึ้นและลดลงได้ตลอดเวลา ความเห็น หรือคำแนะนำต่างๆ จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของเทคนิค และปัจจัยพื้นฐาน ซึ่งอาจมีความแตกต่างกัน การประเมินมูลค่าที่เหมาะสมทางเทคนิค อาจใช้วิธีการที่แตกต่างจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐาน โดยขึ้นอยู่กับปัจจัยทางด้านราคา และมูลค่าการซื้อขาย ซึ่งแตกต่างไปจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐาน ดังนั้นผลตอบแทนของนักลงทุนจึงอาจต่ำกว่าต้นทุนได้ และผลตอบแทนจากการลงทุนในอดีตไม่สามารถสะท้อนถึงผลตอบแทนในอนาคตได้ บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้มีจุดประสงค์เพื่อแนะนำการลงทุนเพื่อบุคคลใดเป็นการเฉพาะ และเพื่อวัตถุประสงค์เฉพาะเจาะจงต่อการลงทุน ในฐานะทางการเงิน และความต้องการส่วนบุคคลของนักลงทุนที่ได้รับหรืออ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เพราะฉะนั้น นักลงทุนจึงควรใช้วิจารณญาณ ในการอ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

การจัดทำรายงานฉบับนี้ ได้อ้างอิงมาจากแหล่งข้อมูลที่ได้รับยอมรับว่ามีคุณภาพ เชื่อถือได้ แต่ไม่ได้เป็นการรับรองจาก Maybank Investment Bank Berhad และ (บริษัทย่อยและในเครือ) รวมเรียก "Maybank IBG" ผลที่ตามมาทั้งในส่วนของความแม่นยำ หรือเรียบเรียงสมบูรณ์จึงไม่ได้เป็นความรับผิดชอบจากทาง Maybank IBG และ เจ้าหน้าที่ ,กรรมการ ,บริษัทร่วม และหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง และ/หรือพนักงาน รวมเรียกว่า "Representatives" จะไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อการสูญเสียต่างๆ ที่เกิดขึ้นทั้งทางตรงหรือทางอ้อมจากการใช้รายงานฉบับนี้ ข้อมูล ,ความเห็น และคำแนะนำที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลา โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า

บทวิเคราะห์นี้อาจมีการคาดการณ์ผลการดำเนินงานล่วงหน้า ซึ่งส่วนใหญ่จะเห็นได้จากการใช้คำต่างๆ เหล่านี้ เช่น "คาดว่า" "เชื่อว่า" "คาดการณ์ว่า" "มีแนวโน้มว่า" "มีแผนว่า" "ประมาณการ" หรือ การอธิบายว่า เหตุการณ์นี้ "อาจ" เกิดขึ้น หรือ เหตุการณ์นี้ "เป็นไปได้" ที่เกิดขึ้น เป็นต้น การคาดการณ์ล่วงหน้า จะอยู่บนพื้นฐานของสมมติฐานที่ตั้งขึ้นและอ้างอิงบนข้อมูลในปัจจุบัน และยังขึ้นอยู่กับความเสี่ยงและความไม่แน่นอนที่จะทำให้ผลการดำเนินงานที่แท้จริงแตกต่างไปจากที่คาดการณ์ได้อย่างมีนัยยะสำคัญ นักลงทุนจึงไม่ควรใช้การคาดการณ์ล่วงหน้านี้เป็นหลักในการตัดสินใจลงทุนหลังจากวันที่บทวิเคราะห์ถูกเผยแพร่ออกไป Maybank IBG ไม่ถือเป็นการผูกพันในการปรับประมาณการ หากมีข้อมูลใหม่หรือเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดขึ้น

Maybank IBG รวมถึงเจ้าหน้าที่ ,กรรมการ และพนักงาน ซึ่งรวมถึงหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับการจัดทำ หรือการเผยแพร่บทวิเคราะห์นี้ อาจมีส่วนร่วม หรือมีสิทธิลงทุนในหุ้นตัวนี้ หรือ มีส่วนได้เสียต่างๆ กับผู้ถือหลักทรัพย์นี้ นอกจากนี้ราคาหุ้นอาจเคลื่อนไหวไปตามสิ่งที่เสนอในบทวิเคราะห์นี้ Maybank IBG มีสิทธิใช้ข้อมูลในรายงานนี้ ก่อนที่รายงานนี้จะถูกเผยแพร่ออกไปภายใต้ขอบเขตที่กฎหมายรับรองเท่านั้น กรรมการ ,เจ้าหน้าที่ และ/หรือพนักงานของ Maybank IBG ท่านหนึ่งท่านใด หรือมากกว่าหนึ่งท่าน สามารถเป็นกรรมการในบริษัทจดทะเบียนนี้ได้

บทวิเคราะห์นี้ถูกทำขึ้นมาเพื่อลูกค้าของ Maybank IBG และห้ามนำไปแก้ไข ตัดแปลง แจกจ่าย และนำไปจัดทำใหม่ ไม่ว่าจะเป็นบางส่วน หรือเต็มฉบับ หากไม่ได้รับอนุญาตจาก Maybank IBG เป็นการล่วงหน้า ทั้งนี้ Maybank IBG และตัวแทนที่เกี่ยวข้อง จะไม่รับผิดชอบต่อผลที่ตามมาจากการกระทำของบุคคลที่ 3 ที่กระทำสิ่งที่ถูกห้ามดังกล่าว

บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้ทำขึ้นมาโดยตรง หรือมีจุดประสงค์เพื่อการแจกจ่าย หรือถูกใช้โดยสาธารณชนทั่วไป หรือประชาชนทั้งหมดที่อาศัยในประเทศท้องถิ่นที่ออกหลักทรัพย์นี้ หรือในท้องถิ่น เมือง หรือประเทศอื่นๆ ที่กฎหมายในประเทศนั้นไม่อนุญาต บทวิเคราะห์นี้ทำขึ้นมาเพื่อการใช้ในประเทศที่กฎหมายอนุญาตเท่านั้นหลักทรัพย์นี้อาจจะไม่ได้ถูกรับรองการซื้อขายโดยกฎหมายทุกกฎหมาย หรือทำการซื้อขายได้สำหรับนักลงทุนทุกประเภท นักลงทุนควรใช้วิจารณญาณอย่างยิงในการนำคำแนะนำ หรือคำเตือนต่างๆ ที่ได้กล่าวไว้ข้างต้นมาใช้ เนื่องจากความแตกต่างทางด้านภูมิศาสตร์ของแต่ละบุคคล และระยะเวลาในการได้รับบทวิเคราะห์นี้

### มาเลเซีย

ความเห็นหรือคำแนะนำที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้เป็นผลการประเมินจากด้านเทคนิค และปัจจัยพื้นฐาน โดยความเห็นทางด้านเทคนิคอาจมีความแตกต่างจากปัจจัยพื้นฐาน เนื่องจากการประเมินด้านเทคนิคได้ใช้วิธีที่แตกต่างกัน โดยมุ่งเน้นข้อมูลด้านราคา และปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ที่ Bursa Malaysia Securities Berhad วิเคราะห์หลักทรัพย์

### สิงคโปร์

รายงานฉบับนี้จะทำขึ้นบนวันและข้อมูลที่เกิดขึ้น ซึ่งอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ บริษัท Maybank Research จำกัด ("MRPL") ในสิงคโปร์ไม่มีเงื่อนไขที่จะต้องปรับปรุงข้อมูลต่างๆ ให้แก่ผู้รับข้อมูลนี้ การเผยแพร่ในสิงคโปร์ ผู้รับรายงานฉบับนี้จะติดต่อกับ MRPL ในสิงคโปร์ ทั้งในแง่ของการแนะนำ หรือเกี่ยวข้องกับรายงานฉบับนี้ หากผู้รับรายงานฉบับนี้ไม่ได้เป็นนักลงทุน, ผู้เชี่ยวชาญทางการลงทุน หรือนักลงทุนประเภทสถาบัน (จำกัดความใน Section 4A ตามกฎหมาย Singapore Securities and Futures) ทั้งนี้ MRPL จะรับผิดชอบบนเนื้อหาที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ แต่เป็นการรับผิดชอบต่อจำกัดความเขตตามกฎหมายที่กำหนด

### ไทย

เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นการเฉพาะ ไม่ว่าส่วนใดส่วนหนึ่งของรายงานฉบับนี้ ไม่อนุญาตให้มีการคัดลอก จัดทำสำเนา ลอกเลียน หรือในความหมายที่ใกล้เคียง หรือการเผยแพร่ด้วยตนเองโดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรเป็นการล่วงหน้าจากบริษัท หลักทรัพย์เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ทั้งนี้ บริษัท หลักทรัพย์เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ("MST") จะไม่รับผิดชอบต่อผลที่ตามมาจากการกระทำของบุคคลที่ 3 ที่กระทำสิ่งที่ถูกห้ามดังกล่าว

ฝ่ายวิจัยหลักทรัพย์ของ บมจ. หลักทรัพย์ เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) มี 2 ทีม คือ ฝ่ายวิจัย สำหรับนักลงทุนในประเทศ (MST Retail Research) และ ฝ่ายวิจัยนักลงทุนสถาบันต่างประเทศ (MST Institutional Research) อันมีเหตุผลมาจากลักษณะที่แตกต่างในด้าน ลักษณะผู้ลงทุน วัตถุประสงค์ และ กลยุทธ์ ทำให้คำแนะนำ และ/หรือ ราคาเป้าหมายอาจมีความแตกต่างกัน โดย MST Retail Research มีวัตถุประสงค์ที่จะทำบทวิเคราะห์เพื่อสนับสนุนข้อมูลการลงทุนแก่นักลงทุนในประเทศ (ท่านสามารถดูรายละเอียดได้จาก <http://kelive.maybank-ke.co.th>) ในขณะที่ MST Institutional Research สำหรับนักลงทุนสถาบันต่างประเทศเท่านั้น ทั้งนี้ MST Retail Research จัดทำทั้งรายงานฉบับภาษาไทยและภาษาอังกฤษ โดยฉบับภาษาอังกฤษของรายงานนี้เป็นฉบับแปลของบทวิเคราะห์ภาษาไทย

MST ขอสงวนสิทธิ์ในการเผยแพร่รายงานบทวิเคราะห์ของ MST Retail research แก่นักลงทุนสถาบันที่ขอมา อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์บางส่วนจาก MST Retail Research ซึ่งจัดทำเป็นภาษาไทยก่อน อาจถูกแปลเป็นภาษาอังกฤษ ดังนั้นความล่าช้าอาจเกิดขึ้นในการส่งรายงานบทวิเคราะห์ฉบับภาษาอังกฤษให้กับนักลงทุนสถาบัน

MST อาจมีธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับ หรือ มีความเป็นไปได้ที่จะเป็นผู้ออกตราสารอนุพันธ์ Derivatives Warrants บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ ดังนั้นนักลงทุนควรใช้วิจารณญาณพิจารณาถึงประเด็นนี้ ก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ MST หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง กรรมการ และ/หรือ พนักงาน อาจมีส่วนเกี่ยวข้อง และ/หรือ การเป็นผู้รับประกันการจัดจำหน่ายในหลักทรัพย์ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องกำกับกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูล ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลการสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายใน ในการประเมิน อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการ บริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจ จึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของ ผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

การเปิดเผยการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งอ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นบุคคลภายนอก โดยมิได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด

### สหรัฐอเมริกา

บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ในสหรัฐฯ ("US") สำหรับลูกค้าสถาบันในสหรัฐฯ เป็นสำคัญ (ตามคำนิยามใน Rule 15a-6 ภายใต้กฎหมาย Securities Exchange Act of 1934) โดย Maybank Securities USA Inc ("MSUS") เท่านั้น ซึ่งถือเป็น Broker-Dealer ที่ได้จดทะเบียนในสหรัฐฯ (ตามกฎหมาย Section 15 ของ Securities Exchange Act of 1934) ทั้งนี้ความรับผิดชอบในการเผยแพร่รายงานฉบับนี้ อยู่ภายใต้ Maybank MSUS ในสหรัฐฯ เท่านั้น รายงานฉบับนี้ไม่สามารถจัดส่งถึงท่านได้ หาก Maybank IBG ไม่อนุญาต หรือภายใต้ข้อกำหนดของกฎหมายหรือหลักเกณฑ์ที่ไม่สามารถจัดส่งถึงท่านได้ ทั้งนี้ผู้ได้รับรายงานฉบับนี้จะต้องทำความเข้าใจด้วยว่า MSUS ได้นำเสนอบทวิเคราะห์นี้ภายใต้หลักเกณฑ์ของการลงทุนที่เกี่ยวข้องกับกฎหมาย และหลักเกณฑ์การกำกับ

## อังกฤษ

เอกสารฉบับนี้ได้ถูกเผยแพร่โดย บริษัท Maybank Securities (London) จำกัด (“MSUK”) ซึ่งได้รับอนุญาตและอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Financial Services Authority และ Informational Purposes เท่านั้น เอกสารฉบับนี้ไม่ได้มีเจตนาที่จะเผยแพร่แก่บุคคลที่ถูกระบุว่าเป็นนักลงทุนรายย่อย (Retail Client) ตามความหมายของ The Financial Services and Markets Act 2000 ภายในประเทศอังกฤษ ข้อสรุปใดๆ ที่เกิดจากบุคคลที่ 3 เพื่อเป็นความสะดวกรวดเร็วยังได้รับเอกสารฉบับนี้เท่านั้น ทั้งนี้บริษัทฯ ไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อการเห็น หรือความถูกต้องดังกล่าว และการเข้าถึงข้อมูลดังกล่าวเป็นความเสี่ยงของผู้รับเอกสารเท่านั้น นอกจากนี้ผู้รับเอกสารฉบับนี้ควรปรึกษาที่ปรึกษาทางภาษีของตนเองเพื่อให้เกิดความถูกต้องในการแนวทางดังกล่าว เพราะเอกสารฉบับนี้ไม่ได้ประเมินถึงกฎหมายเฉพาะทาง, บัญชี หรือที่ปรึกษาทางด้านภาษี

## DISCLOSURES

### Legal Entities Disclosures

**มาเลเซีย:** เอกสารฉบับนี้ได้จัดทำและเผยแพร่ในประเทศมาเลเซีย โดย Maybank Investment Bank Berhad (15938-H) ซึ่งเป็นในกลุ่มเดียวกับ Bursa Malaysia Berhad และเป็นผู้ออกใบอนุญาต Capital Market and Services ที่ออกโดย The Securities Commission ในประเทศมาเลเซีย **สิงคโปร์:** เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นและเผยแพร่ในประเทศสิงคโปร์ โดย MRPL (จดทะเบียนเลขที่ 197201256N) ภายใต้การกำกับดูแล Monetary Authority of Singapore **อินโดนีเซีย:** PT Maybank Securities (“PTMSI”) (จดทะเบียนเลขที่ KEP-251/PM/1992) เป็นสมาชิกของ Indonesia Stock Exchange และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ BAPEPAM LK **ไทย:** MST (จดทะเบียนเลขที่ 0107545000314) เป็นสมาชิกของ The Stock Exchange of Thailand และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของกระทรวงการคลัง และกสท. **ฟิลิปปินส์:** MATRKES (จดทะเบียนเลขที่ 01-2004-00019) เป็นสมาชิกของ The Philippines Stock Exchange และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Securities and Exchange Commission **เวียดนาม:** บริษัท Maybank Securities Limited (ใบอนุญาตเลขที่ 117/GP-UBCK) ซึ่งใบอนุญาตอยู่ภายใต้ The State Securities Commission of Vietnam **ฮ่องกง:** MIB Securities (Hong Kong) Limited (Central Entity No: AAD284) ภายใต้กำกับโดย The Securities and Futures Commission **อินเดีย:** บริษัท MIB Securities India Private จำกัด (“MIBSI”) เป็นส่วนหนึ่งของ The National Stock Exchange of India Limited and the Bombay Stock Exchange and is regulated by Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) (จดทะเบียนเลขที่ INZ000010538) ทั้งนี้ MIBSI ได้จดทะเบียนกับ SEBI ประเภท 1 Merchant Broker (จดทะเบียนเลขที่ INM 000011708) and as Research Analyst (Reg No: INH000000057) **สหรัฐฯ:** Maybank KESUSA เป็นสมาชิกที่ได้รับอนุญาตและอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ FINRA – Broker ID 27861 **อังกฤษ:** Maybank KESL (จดทะเบียนเลขที่ 2377538) เป็นสมาชิกที่ได้รับอนุญาต และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Financial Services Authority

### Disclosure of Interest

**มาเลเซีย:** Maybank IBG และตัวแทนที่เกี่ยวข้อง อาจมีสถานะหรือมีความเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ในเวลาใดเวลาหนึ่ง และอาจมีกิจกรรมที่มากขึ้นในฐานะ market maker หรือ อาจเป็นผู้รับประกันการจำหน่าย หรือเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้ และอาจเป็นผู้ให้บริการด้านวาณิชยกรรม, ให้คำปรึกษา หรือบริการอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้

**สิงคโปร์:** ณ วันที่ 28 เมษายน 2566, Maybank Research Pte. Ltd และนักวิเคราะห์ที่วิเคราะห์หลักทรัพย์นี้ไม่มีส่วนได้เสียกับการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

**ไทย:** MST อาจมีธุรกิจที่เกี่ยวข้องหรือ มีความเป็นไปได้ที่จะเป็นผู้ออกตราสารอนุพันธ์ Derivatives Warrants บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ ดังนั้นนักลงทุนควรใช้วิจารณญาณพิจารณาถึงประเด็นนี้ ก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ MST หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง กรรมการ และ/หรือ พนักงาน อาจมีส่วนเกี่ยวข้อง และ/หรือ การเป็นผู้รับประกันการจำหน่ายในหลักทรัพย์ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้

**ฮ่องกง:** ณ วันที่ 28 เมษายน 2566, MIB Securities (Hong Kong) Limited และนักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาต ไม่มีส่วนได้เสีย ในการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

ช่วง 3 ปีที่ผ่านมา Maybank IBG อาจมี หรือให้บริการแก่ผู้จัดการ หรือ ผู้ร่วมจัดการในการเสนอขายหลักทรัพย์ดังกล่าว หรือ ณ ปัจจุบัน อาจให้บริการแก่หลักทรัพย์ในตลาดแรก หรือหน่วยงานที่ได้มีการอ้างถึงในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ หรืออาจให้บริการดังกล่าวภายใน 12 เดือนข้างหน้า ซึ่งเป็นการให้คำปรึกษา หรือบริการด้านการลงทุนที่มีนัยยะสำคัญ ที่อาจเกี่ยวข้องกับการลงทุนทางตรงหรือทางอ้อมได้

## OTHERS

### Analyst Certification of Independence

ความถูกต้องของมุมมองที่ผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เป็นการสะท้อนถึงแนวความคิด และมุมมองของนักวิเคราะห์ และรวมถึงหลักทรัพย์หรือผู้ออกหลักทรัพย์เท่านั้น ผลตอบแทนของนักวิเคราะห์ที่ทั้งทางตรงหรือทางอ้อมของนักวิเคราะห์ ไม่ได้ขึ้นอยู่กับคำแนะนำ หรือมุมมองผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

### คำเตือน

Structure Securities ซึ่งเป็นตราสารที่มีความซับซ้อน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในส่วนของความเสี่ยงที่สูงขึ้นนั้น มีวัตถุประสงค์ที่จะเสนอขายให้แก่กลุ่มลงทุนที่มีความรู้ความเข้าใจ รวมถึงสามารถรับความเสี่ยงได้เป็นอย่างดี ทั้งนี้มูลค่าตลาดของตราสารประเภทนี้ อาจเปลี่ยนแปลงไปตามสภาพเศรษฐกิจ ตลาดเงินตลาดทุน การเมือง (รวมถึงอัตราดอกเบี้ย Spot / ล่วงหน้า และอัตราแลกเปลี่ยน), Time to Maturity, ภาวะตลาด และความผันผวน รวมถึงคุณภาพ/ ความน่าเชื่อถือของผู้ออก หรือหลักทรัพย์อ้างอิงนั้นๆ นักลงทุนที่ให้ความสนใจในการลงทุนตราสารประเภทนี้ จะต้องเข้าใจและวิเคราะห์ถึงตราสารประเภทนี้ด้วยตนเอง และปรึกษากับผู้เชี่ยวชาญของตนในส่วนของความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการลงทุนในตราสารประเภทนี้

ทั้งนี้ไม่ว่าส่วนใดส่วนหนึ่งของรายงานฉบับนี้ ไม่อนุญาตให้มีการคัดลอก, จัดทำสำเนา, ลอกเลียน หรือในความหมายที่ใกล้เคียง หรือการเผยแพร่ด้วยตนเอง โดยไม่ได้รับความเห็นชอบจาก Maybank IBG

## Definition of Ratings

Maybank IBG Research uses the following rating system

<b>BUY</b>	Return is expected to be above 10% in the next 12 months (including dividends)
<b>HOLD</b>	Return is expected to be between 0% to 10% in the next 12 months (including dividends)
<b>SELL</b>	Return is expected to be below 0% in the next 12 months (including dividends)

## Applicability of Ratings

The respective analyst maintains a coverage universe of stocks, the list of which may be adjusted according to needs. Investment ratings are only applicable to the stocks which form part of the coverage universe. Reports on companies which are not part of the coverage do not carry investment ratings as we do not actively follow developments in these companies.

**THAI INSTITUTE OF DIRECTORS ASSOCIATION (IOD) CORPORATE GOVERNANCE REPORT RATING 2023**

▲▲▲▲▲						Score Range	Number of Logo	Description
AAV	BGRIM	EA	INTUCH	MOONG	PTT	90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
ADVANC	BIZ	EASTW	IP	MSC	PTTEP	80-89	▲▲▲▲	Very Good
AF	BKI	ECF	IRC	MST	PTTGC	70-79	▲▲▲	Good
AH	BOL	ECL	IRPC	MTC	PYLON	60-69	▲▲	Satisfactory
AIRA	BPP	EE	ITEL	MVP	Q-CON	50-59	▲	Pass
AJ	BRR	EGCO	NVL	NCL	QH	Lower than 50	No logo given	N/A
AKP	BTS	EPG	JTS	NEP	QTC			
AKR	BTW	ETC	JWD	NER	RATCH			
ALLA	BWG	ETE	K	NKI	RBF			
ALT	CENDEL	FN	KBANK	NOBLE	RS	SIS	TFMAMA	TSTH
AMA	CFRESH	FNS	KCE	NSI	S	SITHAI	THANA	TTA
AMARIN	CGH	FPI	KEX	NVD	S&J	SMPC	THANI	TTB
AMATA	CHEWA	FPT	KGI	NYT	SAAM	SNC	THCOM	TTCL
AMATAV	CHO	FSMART	KKP	OISHI	SABINA	SONIC	THG	TTW
ANAN	CIMBT	FVC	KSL	OR	SAMART	SORKON	THIP	TU
AOT	CK	GC	KTB	ORI	SAMTEL	SPALI	THRE	TVDH
AP	CKP	GEL	KTC	OSP	SAT	SPI	THREL	TVI
APURE	CM	GFPT	LALIN	OTO	SC	SPRC	TIPCO	TVO
ARIP	CNT	GGC	LANNA	PAP	SCB	SPVI	TISCO	TWPC
ASP	COLOR	GLAND	LHFG	PCSGH	SCC	SSC	TK	U
ASW	COM7	GLOBAL	LIT	PDG	SCCC	SSSC	TKN	UAC
AUCT	COMAN	GPI	LOXLEY	PDJ	SCG	SST	TKS	UBIS
AWC	COTTO	GPSC	LPN	PG	SCGP	STA	TKT	UPOIC
AYUD	CPALL	GRAMMY	LRH	PHOL	SCM	STEC	TMILL	UV
BAFS	CPF	GULF	LST	PLANB	SCN	STGT	TMT	VCOM
BAM	CPI	GUNKUL	MACO	PLANET	SDC	STI	TNDT	VGI
BANPU	CPN	HANA	MAJOR	PLAT	SEAFCO	SUN	TNITY	VIH
BAY	CRC	HARN	MAKRO	PORT	SEAOL	SUSCO	TOA	WACOAL
BRK	CSS	HENG	MALEE	PPS	SE-ED	SUTHA	TOP	WAVE
BBL	DDD	HMPRO	MBK	PR9	SELIC	SVI	TPBI	WHA
BCP	DELTA	ICC	MC	PREB	SENA	SYMC	TQM	WHAUP
BCPG	DEMCO	ICHI	MCOT	PRG	SENAJ	SYNTEC	TRC	WICE
BDMS	DOHOME	III	METCO	PRM	SGF	TACC	TRUE	WINNER
BEM	DRT	ILINK	MFEC	PSH	SHR	TASCO	TSC	XPG
BEYOND	DTAC	ILM	MINT	PSL	SICT	TCAP	TSR	ZEN
BGC	DUSIT	IND	MONO	PTG	SIRI	TEAMG	TSTE	
▲▲▲▲▲								
2S	BCH	DCC	INGRS	MFC	PL	SAPPE	STC	TPS
7UP	BE8	DHOUSE	INSET	MGT	PLE	SAWAD	STPI	TQR
ABICO	BEC	DITTO	INSURE	MICRO	PM	SCI	SUC	TRITN
ABM	BH	DMT	IRCP	MILL	PMTA	SCAP	SVOA	TRT
ACE	BIG	DOD	IT	MITSIB	PPP	SCP	SVT	TRU
ACG	BJC	DPAINT	ITD	MK	PPPM	SE	SWC	TRV
ADB	BJCHI	DV8	J	MODERN	PRAPAT	SECURE	SYNEX	TSE
ADD	BLA	EASON	JAS	MTI	PRECHA	SFLEX	TAE	TVT
AEONTS	BR	EFORL	JCK	NBC	PRIME	SFP	TAKUNI	TWP
AGE	BRI	ERW	JCKH	NCAP	PRIN	SFT	TCC	UBE
AHC	BROOK	ESSO	JMT	NCH	PRINC	SGP	TCMC	UEC
AIE	BSM	ESTAR	JR	NETBAY	PROEN	SIAM	TFG	UKEM
AIT	BYD	FE	KBS	NEX	PROS	SINGER	TFI	UMI
ALUCON	CBG	FLOYD	KCAR	NINE	PROUD	SKE	TFM	UOBKH
AMANAH	CEN	FORTH	KIAT	NATION	PSG	SKN	TGH	UP
AMR	CHARAN	FSS	KISS	NDR	PSTC	SKR	TIDLOR	UPF
APCO	CHAYO	FTE	KK	NNCL	PT	SKY	TIGER	UTP
APCS	CHG	GBX	KOOL	NOVA	PTC	SLP	TIPH	VIBHA
AQUA	CHOTI	GCAP	KTIS	NPK	QLT	SMART	TITLE	VL
ARIN	CHOW	GENCO	KUMWEL	NRF	RCL	SMD	TM	VPO
ARROW	CI	GJS	KUN	NTV	RICHY	SMIT	TMC	VRANDA
AS	CIG	GTB	KWC	NUSA	RJH	SMT	TMD	WGE
ASAP	CITY	GYT	KWM	NWR	ROJNA	SNNP	TMI	WIJK
ASEFA	CIVIL	HEMP	L&E	OCC	RPC	SNP	TNL	WIN
ASIA	CMC	HPT	LDC	OGC	RT	SO	TNP	WINMED
ASIAN	CPL	HTC	LEO	ONEE	RWI	SPA	TNR	WORK
ASIMAR	CPW	HUMAN	LH	PACO	S11	SPC	TOG	WP
ASK	CRANE	HYDRO	LHK	PATO	SA	SPCG	TPA	XO
ASN	CRD	ICN	M	PB	SABUY	SR	TPAC	YUASA
ATP30	CSC	IFS	MATCH	PICO	SAK	SRICHA	TPCS	ZIGA
B	CSP	IIG	MBAX	PIMO	SALEE	SSF	TIPL	
BA	CV	IMH	MEGA	PIN	SAMCO	SSP	TPIPP	
BC	CWT	INET	META	PJW	SANKO	STANLY	TPLAS	
▲▲▲▲▲								
A	BSBM	EMC	JMART	MORE	RAM	SVH	TTI	
A5	BTNC	EP	JSP	MPIC	ROCK	PTECH	TYCN	
AI	CAZ	EVER	JUBILE	MUD	RP	TC	UMS	
ALL	CCP	F&D	KASET	NC	RPH	TCCC	UNIQ	
ALPHAX	CGD	FMT	KCM	NEWS	RSP	TCJ	UPA	
AMC	CMAN	GIFT	KWI	NFC	SIMAT	TEAM	UREKA	
APP	CMO	GLOCON	KYE	NSL	SISB	THE	VARO	
AQ	CMR	GLORY	LEE	NV	SK	THMUI	W	
AU	CPANEL	GREEN	LPH	PAF	SOLAR	TKC	WFX	
B52	CPT	GSC	MATI	PEACE	SPACK	TNH	WPH	
BEAUTY	CSR	HL	M-CHAI	PF	SPG	TNPC	YGG	
BGT	CTW	HTECH	MCS	PK	SQ	TOPP		
BLAND	D	IHL	MDX	PPM	STARK	TPCH		
BM	DCON	INOX	MENA	PRAKIT	STECH	TPOLY		
BROCK	EKH	JAK	MJD	PTL	SUPER	TRUBB		

Source: Thai Institute of Directors (IOD)

คำชี้แจง : ข้อมูล CG Score ประจำปี 2565 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

## Anti-Corruption Progress Indicator 2023

ประกาศเจตนาสมัครเข้าร่วม CAC									
AH	CI	ECF	ILM	KEX	NRF	SAK	TKN	VARO	
ALT	CPR	EKH	INOX	KUMWEL	NUSA	SIS	TMD	VCOM	
APCO	CPW	ETC	J	LDC	OR	SSS	TMI	VIBHA	
ASW	DDD	EVER	JMART	MEGA	PIMO	STECH	TQM	W	
B52	DHOUSE	FLOYD	JMT	NCAP	PLE	SUPER	TRT	WIN	
CHG	DOHOME	GLOBAL	JTS	NOVA	RS	SVT	TSI		
ได้รับการรับรอง CAC									
2S	BGC	DIMET	HENG	LHK	PAP	QH	SORKON	TIPCO	UOBKH
7UP	BGRIM	DRT	HMPRO	LPN	PATO	QLT	SPACK	TISCO	UPF
ADVANC	BKI	DUSIT	HTC	LRH	PB	QTC	SPALI	TKS	UV
AF	BLA	EA	ICC	M	PCSGH	RATCH	SPC	TKT	VGI
AI	BPP	EASTW	ICHI	MAJOR	PDG	RML	SPI	TMILL	VIH
AIE	BROOK	EGCO	IFS	MAKRO	PDJ	RWI	SPRC	TMT	WACOAL
AIRA	BRR	EP	III	MALEE	PG	S&J	SRICHA	TNITY	WHA
AJ	BSBM	EPG	ILINK	MATCH	PHOL	SAAM	SSF	TNL	WHAUP
AKP	BTS	ERW	INET	MBAX	PK	SABINA	SSP	TNP	WICE
AMA	BWG	ESTAR	INSURE	MBK	PL	SAPPE	SSSC	TNR	WIJK
AMANAH	CEN	ETE	INTUCH	MC	PLANB	SAT	SST	TOG	XO
AMATA	CENTEL	FE	IRC	MCOT	PLANET	SC	STA	TOP	YUASA
AMATAV	CFRESH	FNS	IRPC	META	PLAT	SCB	STGT	TOPP	ZEN
AP	CGH	FPI	ITEL	MFC	PM	SCC	STOWER	TPA	ZIGA
APCS	CHEWA	FPT	IVL	MFEC	PPP	SCCC	SUSCO	TPCS	
AS	CHOTI	FSMART	JKN	MILL	PPPM	SCG	SVI	TPP	
ASIAN	CHOW	FSS	JR	MINT	PPS	SCGP	SYMC	TRU	
ASK	CIG	FTE	K	MONO	PR9	SCM	SYNTEC	TSC	
ASP	CIMBT	GBX	KASET	MOONG	PREB	SCN	TAE	TSTE	
AWC	CM	GC	KBANK	MSC	PRG	SEAOIL	TAKUNI	TSTH	
AYUD	CMC	GCAP	KBS	MST	PRINC	SE-ED	TASCO	TTA	
B	COM7	GEL	KCAR	MTC	PRM	SELIC	TCAP	TTB	
BAFS	COTTO	GFPT	KCE	MTI	PROS	SENA	TCMC	TTCL	
BAM	CPALL	GGC	KGI	NBC	PSH	SGP	TFG	TU	
BANPU	CPF	GJS	KKP	NEP	PSL	SINGER	TFI	TVDH	
BAY	CPI	GPI	KSL	NINE	PSTC	SIRI	TFMAMA	TVI	
BBL	CPL	GPSC	KTB	NKI	PT	SITHAI	TGH	TVO	
BCH	CPN	GSTEEL	KTC	NOBLE	PTG	SKR	THANI	TWPC	
BCP	CRC	GULF	KWI	NOK	PTT	SMIT	THCOM	U	
BCPG	CSC	GUNKUL	L&E	NWR	PTTEP	SMK	THIP	UBE	
BE8	DCC	HANA	LANNA	OCC	PTTGC	SMPC	THRE	UBIS	
BEC	DELTA	HARN	LH	OGC	PYLON	SNC	THREL	UEC	
BEYOND	DEMCO	HEMP	LHFG	ORI	Q-CON	SNP	TIDLOR	UKEM	
N/A									
3K-BAT	BH	CSP	HPF	M-CHAI	MACO	ONEE	SABUY	STGT	TPRIME
A	BIG	CSR	HTECH	MCS	MAJOR	OR	SAFARI	STHAI	TQM
AAI	BIOTEC	CSS	HUMAN	MDX	MANRIN	OSP	SAK	STI	TR
AAV	BIZ	CTARAF	HYDROGEN	MEGA	MATI	PACE	SAM	STPI	TRC
ACC	BJC	CTW	IFEC	MENA	MAX	PAF	SAMART	SUC	TRITN
ACE	BJCHI	CV	IHL	METCO	M-CHAI	PCC	SAMCO	SUN	TRUBB
ACG	BKD	CWT	III	MGT	MCS	PEACE	SAMTEL	SUPER	TSE
AEONTS	BKKCP	DCON	ILM	MICRO	MDX	PERM	SAUCE	SUPEREIF	TSI
AFC	BLAND	DDD	IMPACT	MIDA	MEGA	PF	SAWAD	SUTHA	TSR
AGE	BLISS	DIF	INETREIT	MITSIB	MENA	PIN	SAWANG	SVOA	TTI
AH	BOFFICE	DMT	INGRS	MJD	METCO	PLE	SCAP	SVT	TTLPF
AHC	BR	DOHOME	INOX	MK	MICRO	PLUS	SCI	SYNEX	TTT
AIMCG	BRI	DREIT	INSET	ML	MIDA	PMTA	SCP	TC	TTW
AIMIRT	BROCK	DTCENT	IT	MODERN	M-II	POLAR	SDC	TCC	TU-PF
AIT	BRRGIF	DTCI	ITC	MORE	MIPF	POLY	SEAFCO	TCCC	TWP
AJA	BTG	EASON	ITD	MPIC	MIT	POMPUI	SFLEX	TCJ	TWZ
AKR	BTNC	EE	J	MUD	MJD	POPF	SFP	TCOAT	TYCN
ALLA	BTSGIF	EGATIF	JAS	MVP	MJLF	PORT	SGC	TEAM	UAC
ALLY	BUI	EKH	JASIF	NC	MK	POST	SHANG	TEAMG	UMI
ALT	B-WORK	EMC	JCK	NCAP	ML	PPF	SHR	TEGH	UNIQ
ALUCON	BYD	ERWPF	JCT	NCH	MNIT	PRAKIT	SHREIT	TEKA	UP
AMARIN	CBG	ESSO	JDF	NDR	MNIT2	PRECHA	SIAM	TFIF	UPOIC
AMATAR	CCET	ETC	JMART	NER	MNRF	PRIME	SIRIP	TFM	URBNPF
AMC	CCP	EVER	NETBAY	MODERN	PRIN	SIS	SIRIP	TGE	UTP
AMR	CGD	F&D	JTS	NEW	MOSHI	PRO	SISB	TGPRO	UVAN
ANAN	CH	FANCY	JWD	NEWS	M-PAT	PROSPECT	SKE	TH	VARO
AOT	CHARAN	FMT	KAMART	NEX	MPIC	PTL	SKN	THAI	VIBHA
APCO	CHAYO	FN	KBSPIF	NFC	M-STOR	QHHR	SKY	THE	VNG
APEX	CHG	FORTH	KC	NPK	NC	QHOP	SLP	THG	VPO
APURE	CI	FTI	KDH	NSL	NCAP	QHPF	SM	THL	VRANDA
AQ	CITY	FTREIT	KEX	KKC	NCH	RAM	SMT	TIF1	W
ASAP	CIVIL	FUTUREPF	KIAT	KPNPF	NER	RBF	SNNP	TIPI	WAVE
ASEFA	CK	GAHREIT	KISS	KTBSTMR	NEW	RCL	SO	TK	WFX
ASIA	CKP	GENCO	KWM	KTIS	NEX	RICHY	SOLAR	TKC	WGE
ASIMAR	CMAN	GIFT	KYE	KWC	NFC	RJH	SPCG	TKN	WHABT
ASW	CMR	GL	LALIN	KYE	NNCL	ROCK	SPG	TLHPF	WHAIR
AURA	CNT	GLAND	LEE	LALIN	NOVA	ROH	SPRIME	TLI	WHART
B52	CPH	GLOBAL	LEO	LEE	NRF	ROJNA	SQ	TMD	WIN
BA	CPL	GLOCON	LIT	LHHOTEL	NSL	RPC	SRIPANWA	TNPC	WORK
BAREIT	CPNCG	GRAMMY	LOXLEY	LHPF	NTV	RPH	SSC	TNPF	WORLD
BBGI	CPNREIT	GRAND	LPH	LHSC	NUSA	RS	SSPF	TOA	WP
BCT	CPT	GREEN	LST	LOXLEY	NV	RSP	SSTRT	TPAC	WPH
BDMS	CPTGF	GROREIT	MACO	LPF	NVD	RT	STANLY	TPBI	XPG
BEAUTY	CPW	GVREIT	MANRIN	LPH	NYT	S	STARK	TPIPL	
BEC	CRANE	GYT	MATI	LST	OHTL	S11	STEC	TPIPP	
BEM	CRC	HFT	MAX	LUXF	OISHI	SA	STECH	TPOLY	

Source : Thai Institute of Directors

**คำชี้แจง** ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ข้อมูล ณ วันที่ 24 ตุลาคม 2565 มี 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนาสมัครเข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC