

Initiate Coverage

บริษัท ซาบีน่า จำกัด (มหาชน) (SABINA)

เติบโตไปในทิศทางที่ดี โอกาสในการสะสมระยะยาว

เริ่มต้นบทวิเคราะห์ SABINA ด้วยคำแนะนำ ซื้อ ราคาเป้าหมาย 32.00 บาท เรขอบ SABINA จาก 4 ประเด็นหลัก 1) คาดกำไรปี 24 เพิ่มขึ้น 10% yoy เป็น Record-high 2) Dividend Yield สูง 5.5% 3)รายได้ OEM ที่คาดปี 4Q24 และ 4) ราคาหุ้นที่ Laggard ซื้อขาย 17.5xPE เทียบกลุ่มที่ระดับ 22.1xPE ทั้งแนวโน้มกำไรสุทธิที่แข็งแกร่ง Dividend Yield ที่สูง และราคาหุ้นที่ Laggard เป็นโอกาสที่ดีในการลงทุน

ประเด็นการลงทุน

- **คาดการณ์กำไรสุทธิปี 24 เป็น Record-high เพิ่มขึ้น 10% yoy.** เราคาดการณ์กำไรสุทธิปี 24 ที่ 511 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 10%yoy จากรายได้ NSR และ SABINA Brand ที่คาดเติบโต 21% yoy และ 3% yoy ตามลำดับ โดยมีปัจจัยสนับสนุนจาก 1) โครงการภาครัฐ Easy E-Receipt ที่จะกระตุ้นรายได้ SABINA Brand 2) การออก Big Campaign ที่เปิดตัวใน 1H24 และ 3) รายได้ OEM ที่เราคาดว่าจะเห็นการฟื้นตัวได้ใน 4Q24 รวมถึงแนวโน้ม Net Margin ที่คาดว่าจะสูงขึ้นเป็น 13.9% ตามการเติบโตของ NSR ทำให้เราคาดว่ากำไรสุทธิ 24 จะ Record-high
- **แนวโน้มเงินบาทอ่อนค่าหนุนธุรกิจ OEM ฟื้น.** เราคาดว่ายอดขายจากธุรกิจ OEM จะฟื้นตัวได้ใน 4Q24 จากการ Restocking ของลูกค้าต่างประเทศและการหาลูกค้าใหม่ นอกจากนี้เงินบาทที่เราคาดว่า จะอ่อนค่าตลอดทั้งปี 24 จะเป็นอีกปัจจัยหนุน โดยการฟื้นตัวของรายได้ OEM ที่มีค่าใช้จ่ายในการขายต่ำ จะส่งผลให้กำไรสุทธิของ SABINA ฟื้นตัวได้เร็ว โดยเราประเมินยอดขาย OEM ในปี 2024 ไว้ที่ 224 ล้านบาท ลดลง 10%yoy หากฟื้นตัวดีกว่าคาดถือเป็น Upside ต่อประมาณการ
- **ขึ้นค่าแรงขั้นต่ำมีผลกระทบต่อจำกัด.** เราประเมินผลกระทบจากการขึ้นค่าแรงขั้นต่ำค่อนข้างจำกัด โดยเรา ได้รวมผลจากการขึ้นค่าแรงขั้นต่ำ 400 บาท ไว้ในประมาณการแล้ว ซึ่งจะทำให้ต้นทุนรวมสูงขึ้นราว 1% เพื่อ limited downside ที่มีต่อประมาณการ อย่างไรก็ตาม SABINA ดำเนินกลยุทธ์ในการเพิ่ม Outsourcing การผลิตจากต่างประเทศและลดจำนวนพนักงานลงในปี 2024
- **กำไรสุทธิ 1H24 แข็งแกร่ง.** เรามีมุมมองเชิงบวกต่อกำไรสุทธิ 1H24 ที่คาดว่าจะเติบโตทำสถิติใหม่ทั้ง รายได้และกำไร สอดคล้องกับ Guidance ของผู้บริหาร โดยมีปัจจัยหนุนหลักจากยอดขาย NSR ที่ แข็งแกร่ง รวมถึง Big Campaign ที่จะเปิดตัวใน 1H24 ช่วยหนุน ในขณะที่อัตรากำไรปรับตัวดีขึ้นตาม สัดส่วน NSR ที่มากขึ้น
- **เริ่มต้นบทวิเคราะห์ด้วยคำแนะนำ ซื้อ.** ราคาเป้าหมาย 32.00 บาท อิง DCF บนสมมติฐาน WACC 8.8% และ Terminal growth 3.0% เทียบเท่า PE24F 21.8x ราคาปัจจุบันสะท้อนการชะลอตัวของยอดขาย OEM ไปมาก เทรดบน 17.5xPE โชนต่ำที่สุดนับตั้งแต่วิกฤติ COVID-19 และ Laggard กลุ่มที่ PE 22.1x ในขณะที่ปัจจัยพื้นฐานยังแข็งแกร่ง โดยผลประกอบการ 1H24 ที่แข็งแกร่ง Dividend Yield ที่สูงถึง 5.8% และมี Upside gain 24.3% จากราคาเป้าหมายที่เราประเมินไว้ ทำให้ SABINA ยังมีความน่าสนใจและเรา มองเป็นโอกาสในการสะสม

KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Net turnover	3,168	3,431	3,687	4,008	4,268
EBITDA	571	648	726	805	864
Operating profit	502	567	627	701	755
Net profit (adj.)	417	463	511	573	616
EPS (Bt)	1.20	1.33	1.47	1.65	1.77
PE (x)	19.8	19.7	17.3	15.5	14.4
P/B (x)	4.6	5.1	4.7	4.6	4.5
Dividend yield (%)	3.7	4.7	5.6	6.1	6.5
Net margin (%)	13.2	13.5	13.9	14.3	14.4
Net debt/(cash) to equity (%)	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
ROE (%)	22.6	24.7	27.1	30.0	31.6

Source: SABINA PUBLIC COMPANY LIMITED, UOB Kay Hian

BUY

Share Price	Bt 25.75
Target Price	Bt 32.00
Upside	+24.3%

COMPANY DESCRIPTION

The Company manufactures and sell ladies lingerie brandname Sabina and the distributors of highly popular brandnames in Europe.

STOCK DATA

GICS sector	Consumer Products / Fashion
Bloomberg ticker:	SABINA TB
Shares issued (m):	347.5
Market cap (Btm):	8,948.1
Market cap (US\$m):	241.6
3-mth avg daily t'over (US\$m):	0.6

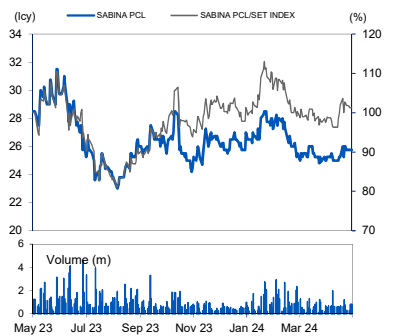
Price Performance (%)

52-week high/low	Bt32.00/Bt23.00								
1mth	3.00	3mth	(6.36)	6mth	3.00	1yr	(6.36)	YTD	-

Major Shareholders

Thanalongkorn family	52.42
Thai NVDR Company Limited	3.52
กองทุนเปิดบัวหลวง หุ้นระยะยาว	2.88

PRICE CHART



Source: Bloomberg

ANALYST(S)

Benjaphol Suthwanish
+662 659 8301
benjaphol@uobkayhian.co.th

ASSISTANT ANALYST(S)

Tanapon Cholkadidamrongkul

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้เปิดเผยและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูเอสบี เคย์ ฮีเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณัดังที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนโดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้ลงทุนทำการซื้อขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดที่ปรากฏในรายงาน

Initiate Coverage

Thursday, 02 May 2024

PROFIT & LOSS

Year to 31 Dec (Btm)	2023	2024F	2025F	2026F
Net turnover	3,431	3,687	4,008	4,268
EBITDA	648	726	805	864
Deprec. & amort.	81	99	103	109
EBIT	567	627	701	755
Total other non-operating income	19	21	23	24
Associate contributions	0	0	0	0
Net interest income/(expense)	(9)	(8)	(7)	(7)
Pre-tax profit	578	640	717	772
Tax	(114)	(128)	(143)	(154)
Minorities	(1)	(1)	(1)	(1)
Net profit	463	511	573	616
Net profit (adj.)	463	511	573	616

BALANCE SHEET

Year to 31 Dec (Btm)	2023	2024F	2025F	2026F
Fixed assets	250	240	229	219
Other LT assets	346	363	381	400
Cash/ST investment	105	114	139	139
Other current assets	2,180	2,187	2,237	2,325
Total assets	2,880	2,904	2,986	3,084
ST debt	373	337	345	361
Other current liabilities	405	426	454	475
LT debt	0	0	0	0
Other LT liabilities	227	248	258	274
Shareholders' equity	1,867	1,882	1,917	1,960
Minority interest	8	10	12	14
Total liabilities & equity	2,880	2,904	2,986	3,084

CASH FLOW

Year to 31 Dec (Btm)	2023	2024F	2025F	2026F
Operating	409	644	660	669
Pre-tax profit	578	640	717	772
Tax	(114)	(128)	(143)	(154)
Deprec. & amort.	81	99	103	109
Associates	0	0	0	0
Working capital changes	(183)	23	(25)	(66)
Non-cash items	2	(0)	(1)	(1)
Other operating cashflows	46	10	9	10
Investing	(12)	(37)	(38)	(39)
Capex (growth)	(50)	(30)	(31)	(32)
Investments	(4)	(5)	(6)	(7)
Others	41	(2)	(1)	(1)
Financing	(418)	(597)	(598)	(630)
Dividend payments	(435)	(495)	(538)	(573)
Proceeds from borrowings	56	(37)	8	16
Others/interest paid	(39)	(65)	(68)	(73)
Net cash inflow (outflow)	(21)	10	25	0
Beginning cash & cash equivalent	118	105	114	139
Changes due to forex impact	8	0	0	0
Ending cash & cash equivalent	105	114	139	139

KEY METRICS

Year to 31 Dec (%)	2023	2024F	2025F	2026F
Profitability				
EBITDA margin	18.9	19.7	20.1	20.3
Pre-tax margin	16.8	17.4	17.9	18.1
Net margin	13.5	13.9	14.3	14.4
ROA	16.5	17.7	19.4	20.3
ROE	24.7	27.1	30.0	31.6
Growth				
Turnover	8.3	7.5	8.7	6.5
EBITDA	13.5	12.0	10.9	7.4
Pre-tax profit	12.0	10.7	12.1	7.6
Net profit	10.9	10.4	12.1	7.6
Net profit (adj.)	10.9	10.4	12.1	7.6
EPS	10.9	10.4	12.1	7.6
Leverage				
Debt to total capital	0.3	0.3	0.4	0.4
Debt to equity	0.5	0.5	0.5	0.6
Net debt/(cash) to equity	0.5	0.5	0.5	0.5
Interest cover (x)	66.3	74.4	101.7	104.7

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลต่างๆที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆโดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณ่ต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำหรือการรับประกันผลตอบแทนจากการซื้อขายหลักทรัพย์ หรือการแสวงหากำไรเงินได้ที่ปรากฏในรายงาน

สารบัญ

ประเด็นสำคัญในการลงทุน	4
การประเมินมูลค่า	5
คาดการณ์ผลประกอบการ	7
มุมมองอุตสาหกรรม.....	9
ภาพรวมการแข่งขัน	11
ลักษณะการประกอบธุรกิจ	13
ความเสี่ยง	14
สิ่งแวดล้อม, สังคม และธรรมาภิบาล (ESG)	15
ภาคผนวก	16

This report uses the closing prices of 30 Apr 24

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูเอสบี เคย์ เคียวน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนโดยไม่ได้เป็นการชี้นำหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆที่ปรากฏในรายงาน

Initiate Coverage

ประเด็นสำคัญในการลงทุน

คาดการณ์กำไรสุทธิปี 24 เป็น Record-high เราคาดการณ์กำไรสุทธิ 2024 ที่ 511 ล้านบาท เติบโต 10%yoy จากรายได้จาก NSR และ SABINA brand ที่ปรับตัวดีขึ้น 21%yoy และ 3%yoy ตามลำดับ ปัจจัยสนับสนุนในปี 2024 มาจาก 1) มาตรการกระตุ้นการใช้จ่าย Easy E-receipt ใน 1Q24 2) การออก Big Campaign ที่เปิดตัวใน 1H24 และ 3) การฟื้นตัวของคำสั่งซื้อ OEM ที่เราคาดว่าจะเห็นการฟื้นตัวได้ใน 4Q24 รวมถึงแนวโน้ม EBIT Margin ที่สูงขึ้นจาก 16.5% ในปี 2023 เป็น 17.0% ในปี 2024 ตามการเติบโตของ NSR ทำให้เราคาดว่ากำไรสุทธิปี 24 จะสามารถทำจุดสูงสุดใหม่ได้ต่อเนื่องจากปี 23

โอกาสเติบโตในตลาด TIKTOK ยังมีอีกมาก SABINA ยังมีโอกาสในตลาด Tiktok ด้วยจำนวน Followers ของ SABINA ใน Tiktok เพียง 0.7% ของผู้ใช้งานผู้หญิงไทยประมาณ 16 ล้านคน (ที่มา : ByteDance) ทำให้เราเห็นโอกาสในการเติบโตสูง โดยเฉพาะจากความสำเร็จที่ผ่านมา ทำให้เราเชื่อว่า SABINA มีศักยภาพในการบุกตลาด Tiktok จนเป็นผู้ชนะเช่นเดียวกับที่เป็นผู้ชนะในแพลตฟอร์มออนไลน์อื่น นอกจากนี้ การขาย Affiliate Marketing ที่เปิดโอกาสให้บุคคลทั่วไปช่วยขายสินค้าจะเป็นการ Leverage ให้ยอดขายแพลตฟอร์มออนไลน์ของ SABINA เติบโต

แนวโน้มเงินบาทอ่อน หนุนการฟื้นตัวของธุรกิจ OEM ประเมินยอดขาย OEM จะฟื้นตัวใน 4Q24 จากการ Restocking ของลูกค้าต่างประเทศ และการหาลูกค้าใหม่ นอกจากนี้เงินบาทที่เราคาดว่าจะอ่อนตลอดทั้งปี 24 จะเป็นอีกปัจจัยหนุนให้ยอดการส่งออกฟื้นตัวได้ โดยการฟื้นตัวของ OEM จะส่งผลให้กำไรของ SABINA ฟื้นตัวได้ไว เนื่องจากเป็นธุรกิจที่มีค่าใช้จ่ายในการขายต่ำ โดยเราประเมินยอดขาย OEM ไวกว่า 224 ล้านบาท ลดลง 10%yoy อย่างไรก็ตามหากรายได้ OEM ฟื้นตัวเร็วกว่าคาดจะมี Upside ต่อประมาณการของเรา

ก้าวสู่ตลาด Asia Pacific เพิ่ม Market share สร้าง New S-curve ตลาดชุดชั้นในไทยมี Market Share เพียง 2% ของตลาดเอเชียแปซิฟิก สะท้อนขนาดตลาดที่ใหญ่และโอกาสที่มีอีกมาก โดย SABINA เข้าสู่ตลาดฟิลิปปินส์ ผ่านการลงทุนใน MODA SBN Inc. สัดส่วน 77.34% ถือหุ้นร่วมกับพาร์ทเนอร์จากฟิลิปปินส์ที่มีประสบการณ์การขายสินค้าผ่านช่องทางห้างสรรพสินค้า เรามองว่า SABINA ที่ชนะในตลาด Modern trade และ Online มาก่อน จะสามารถใช้ประสบการณ์ช่วยให้ MODA ชนะในตลาดฟิลิปปินส์ได้ในอนาคต โดยยอดขายในฟิลิปปินส์ในปี 2023 ยังเป็นสัดส่วนเพียง 1.4% ของรายได้รวม แต่เราเห็นพัฒนาการที่ดีทั้งการเติบโตของยอดขายและการขยายสาขา หาก SABINA สามารถชนะในตลาดฟิลิปปินส์ได้ จะเป็น New S-curve หนุนการเติบโตระยะยาวของ SABINA

การขึ้นค่าแรงขั้นต่ำมีผลกระทบจำกัด เราประเมินผลกระทบจากการขึ้นค่าแรงขั้นต่ำค่อนข้างจำกัด โดยเราประเมินการขึ้นค่าแรงขั้นต่ำ 400 บาท จะมีผลทำให้ต้นทุนรวมปี 2025 ของ SABINA เพิ่มขึ้น 1% ซึ่งเราได้รวมไว้ในประมาณการแล้ว อย่างไรก็ตามเรามองว่า SABINA สามารถลดผลกระทบโดยการ 1) ลดจำนวนพนักงานลงและ 2) Outsource การผลิตจากต่างประเทศทดแทน เพื่อรักษากำไรไว้ ซึ่งการลดจำนวนพนักงานสามารถทำได้ไม่ยากเนื่องจากโดยปกติของธุรกิจมีอัตราการลาออกของพนักงานราว 700-900คน/ปี จึงมองว่าผลกระทบอาจจะจำกัดกว่าที่เราประเมินไว้

ปันผลสูง ราคา Laggard เป็นโอกาสในการสะสม ราคาหุ้นปัจจุบัน ให้ปันผลสูงถึง 5.5% โดย Valuation ยัง Laggard ปัจจุบันซื้อขายอยู่ที่ 17.5xPE เทียบเท่า -1S.D. ของค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5ปี และต่ำกว่า PE กลุ่มที่ 2.2.1x เรามองว่า SABINA มีมูลค่าบ่นปัจจัยเชิงคุณภาพที่โดดเด่นเช่นเดียวกับกลุ่มทั้ง 1) Branding ที่แข็งแกร่ง 2) การเป็นผู้นำทางด้านต้นทุน และ 3) ผู้บริหารที่มากประสบการณ์ หากตลาดให้มูลค่ากับปัจจัยดังกล่าว มีโอกาสที่ SABINA จะขึ้นไปซื้อขายที่ระดับราคาพื้นฐาน 32.00 บาท ใกล้เคียง PE เฉลี่ยกลุ่ม เรามองว่าราคาปัจจุบันเป็นโอกาสที่ดีในการทยอยสะสม

Knowledge sharing:

Affiliate Marketing คือ รูปแบบการทำตลาดให้กับบุคคลหรือบริษัทอื่นด้วยการโปรโมตสินค้าและบริการผ่านช่องทางของเรา เช่น สื่อออนไลน์อย่าง Social Media หรือการสร้างเว็บไซต์และแอปพลิเคชัน โดยมีวัตถุประสงค์ให้กลุ่มลูกค้าเลือกซื้อสินค้าหรือสมัครสมาชิกจากแพลตฟอร์มที่สร้างขึ้น ซึ่งเราจะได้รับค่าตอบแทนจากแบรนด์ที่เราทำการตลาดให้

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูเอบี เคย์ ฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณต่าง ๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนโดยไม่เป็นการชักชวนให้ลงทุนหากการซื้อขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใด ๆ ที่ปรากฏในรายงาน

การประเมินมูลค่า

แนะนำ ชื้อ ราคาเป้าหมายที่ 32.00 บาท

1) ประเมินมูลค่าพื้นฐานด้วยวิธี DCF อิง WACC 8.8% Terminal Growth 3.0%

เราประเมินมูลค่าพื้นฐานของหุ้น SABINA ด้วยวิธี DCF บนสมมติฐาน WACC 8.8% และ Terminal growth 3% โดยอิง Risk free rate จากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทย 10 ปี ที่ 2.7% เราประเมิน Terminal Growth ที่ 3.0% เนื่องจากมองว่าการเติบโตของ SABINA ในระยะยาวจะใกล้เคียง Potential GDP growth rate ของประเทศไทยตามที่ธนาคารแห่งประเทศไทยประเมินไว้

รูปที่ 1 : Fair Price Sensitivity (Bt)

		Fair Price Sensitivity				
		Terminal Growth Rate				
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.00%
WACC	9.5%	26.4	27.5	28.7	30.1	31.8
	9.0%	28.4	29.6	31.1	32.8	34.9
	8.8%	29.1	30.4	32.0	33.9	36.1
	8.0%	33.3	35.1	37.4	40.2	43.6
	7.5%	36.4	38.7	41.6	45.2	49.8

Source: UOB Kay Hian

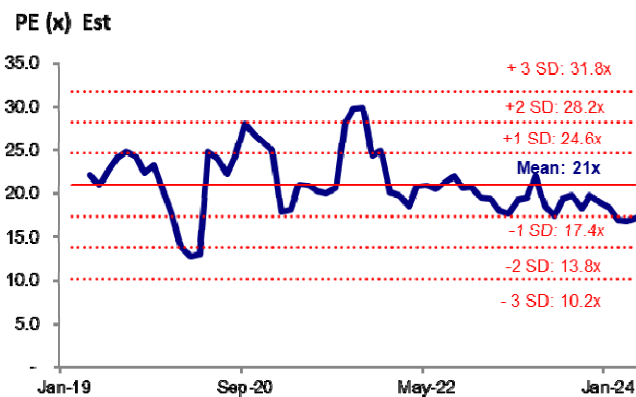
รูปที่ 2: Equity Value Sensitivity (Btm)

		Equity Value Sensitivity				
		Terminal Growth Rate				
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
WACC	9.5%	9,187	9,551	9,971	10,460	11,038
	9.0%	9,863	10,301	10,811	11,413	12,137
	8.8%	10,108	10,574	11,119	11,767	12,548
	8.0%	11,558	12,213	12,999	13,959	15,160
	7.5%	12,640	13,459	14,460	15,712	17,321

Source: UOB Kay Hian

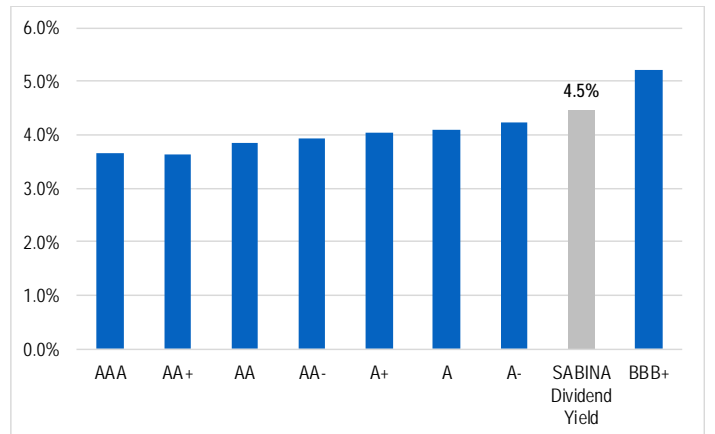
2) มูลค่าเทียบกับ Forward PE ที่ 21.8x ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี จากสถิติย้อนหลัง 1) SABINA เคยซื้อขายที่ระดับ 13xPE ในช่วงที่กำไรลดลง 32% yoy (วิกฤต COVID-19 ปี 2020) ที่กิจกรรมทางเศรษฐกิจหยุดชะงัก ห้างสรรพสินค้าและช่องทางการจำหน่ายหน้าร้านถูกปิดตัวลง กัดต้นผลประกอบการทั้งรายได้และกำไร 2) SABINA เคยซื้อขายที่ระดับ 28xPE ช่วงปลายปี 2021 ที่กำไรเติบโตโดดเด่น 41% yoy สนับสนุนจากการฟื้นจากวิกฤต และการเจาะช่องทางออนไลน์ที่เริ่มประสบความสำเร็จ รวมถึงการเติบโตของรายได้ OEM โดยในปัจจุบันแนวโน้มกำไรสุทธิเติบโตเฉลี่ยได้ปานกลางที่ 10% รวมถึงรายได้จากธุรกิจหลักที่ยังแข็งแกร่งทำให้เรามองว่า SABINA เหมาะสมที่จะซื้อขายที่ระดับ Forward PE ที่ 21.8x ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี

รูปที่ 3 : SABINA is trading under -1 S.D. of 5 years Mean.



Source: Bloomberg, UOB Kay Hian

รูปที่ 4 : Dividend yield at Target Price vs Corporate long term bond yield.



Source: ThaiBMA, UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลต่างๆที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลต่างๆโดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูเอสบี เคย์ ฮีเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนโดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆที่ปรากฏในรายงาน

Initiate Coverage

3) SABINA ควรมี P/E ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยกลุ่ม – เราประเมินมูลค่าพื้นฐาน สะท้อน P/E ที่ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยกลุ่ม โดยเราเลือก MC, TAN และ WARRIX มาเป็นกลุ่มเปรียบเทียบ สำหรับแบรนด์เครื่องแต่งกายในประเทศ และ 9983 JT (Fast Retailing), LULU US (Lululemon), ITX SM (Initex), NKE US (Nike) และ HMB (H&M) สำหรับแบรนด์เครื่องแต่งกายในต่างประเทศ (รูปที่ 5) โดยความแตกต่างจะอยู่ที่พอร์ตโฟลิโอส่วนมากของกลุ่มเปรียบเทียบจะมีสินค้าที่เป็นเครื่องแต่งกาย Outer wear เป็นหลัก ยกเว้น NKE US ที่สัดส่วนรายได้หลักมาจากการขายรองเท้า ในขณะที่ SABINA แตกต่างจากกลุ่มที่สินค้าหลักเป็นชุดชั้นใน และมีสัดส่วนของ Outerwear เพียงเล็กน้อย โดยราคาหุ้นของกลุ่มเปรียบเทียบที่ซื้อขายที่ระดับ 22.1xPE ซึ่งใกล้เคียงกับมูลค่าพื้นฐานของ SABINA ที่เราประเมินเทียบเท่า 21.8xPE

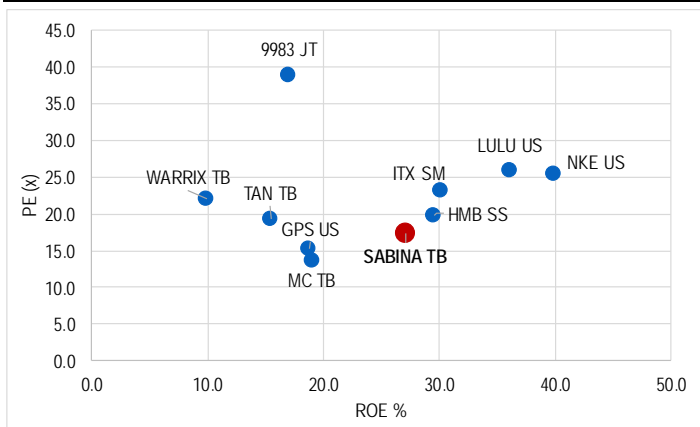
4) มูลค่าเชิงปัจจัยคุณภาพที่ตลาดอาจมองข้าม เรามองว่าตลาดอาจประเมินมูลค่าเชิงปัจจัยคุณภาพของ SABINA ต่ำเกินไป ถึงแม้โมเดลธุรกิจของ SABINA มีความแตกต่างจากกลุ่มที่เราเปรียบเทียบ แต่เรามองว่า SABINA มีมูลค่าบ่งชี้ปัจจัยเชิงคุณภาพที่โดดเด่นทั้ง 1) Branding ที่แข็งแกร่ง 2) การเป็นผู้นำทางด้านต้นทุน และ 3) ผู้บริหารที่มากประสบการณ์ ซึ่งสวนทางกับ PE ต่ำกว่ากลุ่ม เรามองว่าหากตลาดให้มูลค่ากับปัจจัยเชิงคุณภาพดังกล่าวมากขึ้น มีโอกาสที่ตลาดจะให้ Valuation ของ SABINA ที่สูงขึ้น

รูปที่ 5 : Peer comparison

Peer	Brand Portfolio	Market capital	P/E(x)	P/B(x)	EV/EBITDA(x)	ROE(%)
SABINA TB	SABINA	Bt 8,948m	17.3	4.7	15.2	27.1
TAN TB	Pandora, Maromekko, HARN	Bt 4,920m	19.4	2.9	9.6	15.5
MC TB	Mc	Bt 9,742m	13.7	2.6	7.8	19.0
WARRIX TB	Warrix	Bt 3,181m	22.0	2.2	12.6	10.0
9983 JT	Uniqlo, GU, Theory, etc.	JPY 13,222,081m	38.9	6.2	18.9	17.0
HMB SS	H&M, COS, Week day, Monki, ARKET, Afound	SEK 288,047m	19.7	5.8	8.0	29.6
ITX SM	Zara, Pull&Bear, Massimo Dutti, etc.	EUR 135,543m	23.1	6.8	12.2	30.2
GPS US	GAP, Old Navy, Banana Republic, Athleta	USD 7,937m	15.2	2.8	6.0	18.8
NKE US	Nike, Converse	USD 141,970m	25.4	10.2	19.3	39.9
LULU US	Lululemon	USD 45,862m	25.9	8.2	14.9	36.1
Average			22.1	5.2	12.5	24.3

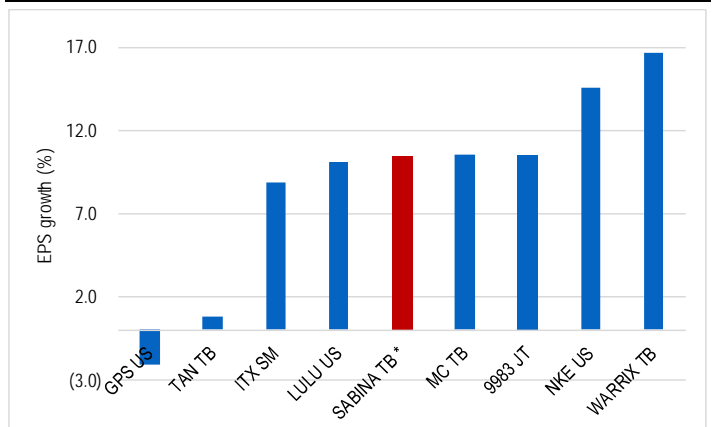
Source: Bloomberg, UOB Kay Hian

รูปที่ 6 : SABINA's current price is lagging compared to its peers.



Source: Bloomberg, UOB Kay Hian

รูปที่ 7 : Bloomberg estimated EPS growth (%)



Source: Bloomberg / * SABINA eps growth estimated by UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลต่างๆที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆโดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูเอบี เคย์ ฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนโดยไม่ได้เป็นการชี้นำหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆที่ปรากฏในรายงาน

Initiate Coverage

คาดการณ์ผลประกอบการ ปี 2024

ประเมินกำไรสุทธิปี 2024 ที่ 511 ล้านบาท เติบโต 10% yoy

รายได้ 3,687 ล้านบาท เติบโต 7.5% yoy สันับสนุนจาก 1) SABINA brand รายได้เติบโต 3% yoy ถึงแม้ SABINA ยังคงทยอยลดจำนวนสาขาขาลง แต่เราคาดว่ายอดขายต่อสาขา SABINA brand จะเติบโตได้ 4% ตามการบริโภคภายในประเทศที่เติบโต รวมถึงการกระตุ้นยอดขายผ่าน Big Campaign ที่เปิดตัวใน 1H24 2) NSR รายได้เติบโต 21% yoy สันสนับสนุนจากทั้งช่องทาง Online platform ที่ใช้กลยุทธ์ Fast fashion ออกสินค้าครอบคลุมสินค้าราคาต่ำ gain Market share จากคู่แข่ง No Brand 3) OEM รายได้ลดลง -10% yoy จากฐานที่สูงใน 1Q23 และคาดว่าจะฟื้นตัวใน 4Q24

GPM 50.3% ดีขึ้นจากปี 23 ที่ 50.1% สันสนับสนุนจาก 1) สัดส่วนรายได้ของ OEM ที่มี GPM ต่ำ ปรับตัวลดลง 2) การลดการกำลังการผลิตและหันไป Outsourcing ที่ Margin สูงกว่า 3) จำนวนพนักงานที่ลดลง จากการลงทุนเครื่องจักรใหม่ทดแทนพนักงานในปีที่แล้ว

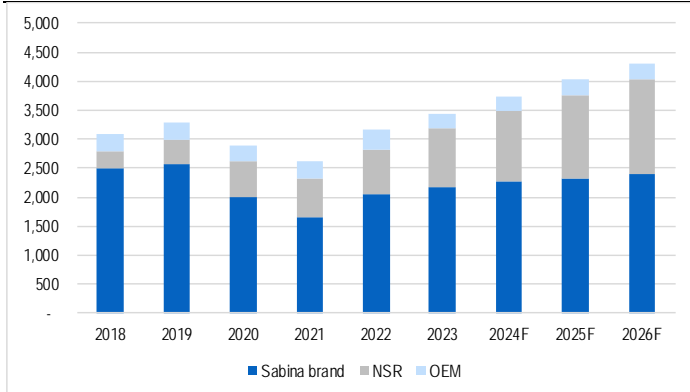
SG&A-to-sale 33.3% ลดลงเล็กน้อย เราคาดว่าจะเห็นค่าใช้จ่ายในการขายที่ลดลงจากการปิดสาขาขาลง ส่งผลให้ค่าเช่าพื้นที่ขายลดลง ส่วนแบ่งรายได้ให้ห้างสรรพสินค้าลดลง ค่าใช้จ่ายพนักงานขายที่ลดลง รวมถึงการเติบโตของยอดขาย NSR ที่มี Selling expense ต่ำ โดยปัจจัยที่ช่วยให้ SG&A-to-sales ลดลงได้ไม่มากเกิดจากยอด OEM ที่ชะลอตัวลง

PROFIT & LOSS

Year to 31 Dec (Btm)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Net turnover	3,168	3,431	3,687	4,008	4,268
EBITDA	571	648	726	805	864
Deprec. & amort.	69	81	99	103	109
EBIT	502	567	627	701	755
Total other non-operating income	18	19	21	23	24
Net interest income/(expense)	(4)	(9)	(8)	(7)	(7)
Pre-tax profit	516	578	640	717	772
Tax	(99)	(114)	(128)	(143)	(154)
Minorities	0	(1)	(1)	(1)	(1)
Net profit	417	463	511	573	616
Growth					
SABINA Brand	25%	6%	3%	4%	3%
NSR	11%	34%	21%	18%	13%
OEM	18%	-29%	-10%	10%	3%

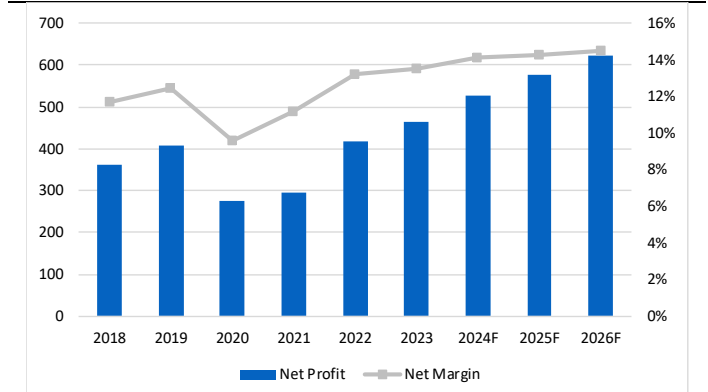
Source: SABINA PCL, UOB Kay Hian

รูปที่ 8 : Expected sales growth at 7% CAGR over the next 3 years (Btm)



Source: SABINA, UOB Kay Hian

รูปที่ 9 : Expected earnings growth at a 3-year CAGR of 10%. (Btm)



Source: SABINA, UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลต่างๆที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลต่างๆโดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณ่ต่าง ๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนโดยไม่ได้เป็นการแนะนำหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆที่ปรากฏในรายงาน

Initiate Coverage

ไตรมาส 1/2024

แม้ OEM ยังไม่ฟื้น แต่ธุรกิจหลักเติบโตได้ดี

คาดการณ์กำไรสุทธิ 1Q24 อยู่ที่ 117 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 4%qoq และทรงตัว%yoy หนุนจากรายได้เติบโต3% ทั้ง qoq และ yoy จาก1) รายได้ SABINA Brand 560 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 8% yoy จากมาตรการ Easy E-Receipt กระตุ้นยอดขายต่อสาขาหน้าร้าน และ 2) NSR 296 ล้านบาท เติบโต 30%yoy โดยเรายังเห็น Momentum ที่ดีของช่องทาง NSR ที่ยังแข็งแกร่ง 3) ยอดขาย OEM ที่ 43 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 2%qoq แต่ลดลง 65% yoy เนื่องจากออเดอร์จากลูกค้าในยุโรปที่ยังไม่ฟื้นตัว รวมถึง High base ใน 1Q23

GPM 49.4% ทรงตัว yoy แม้จะมีจำนวนพนักงานที่ลดลง แต่ด้วยสัดส่วน NSR ที่สูงขึ้นและค่าแรงต่อพนักงานที่สูงขึ้น ทำให้เราคาดว่าGPM ใน1Q24 ทรงตัว yoy SG&A-to-sales 33.2% (เทียบ 1Q23: 32.7% และ 4Q23 :33.6%) โดยการเพิ่มขึ้น yoy เกิดจากการลดลงของรายได้ OEM ที่มีค่าใช้จ่ายในการขายต่ำ อย่างไรก็ตามสัดส่วน NSR ที่เพิ่มขึ้น qoq จะทำให้ SG&A-to-sales ลดลง qoq

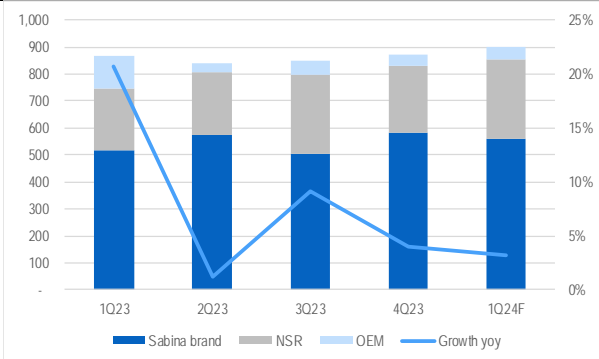
แนวโน้ม 1H24 ที่แข็งแกร่ง จะเป็นปัจจัยหนุนราคาหุ้น เรามีมุมมองเชิงบวกต่อผลประกอบการ 2Q24F ที่คาดว่าจะเติบโตแข็งแกร่งต่อเนื่อง โดยมีปัจจัยหนุนหลักจากยอดขาย NSR ที่เติบโตต่อเนื่องเป็นหลัก รวมถึง Big Campaign ที่จะเปิดตัวใน 2Q24 จะเป็นปัจจัยหนุนการเติบโตทั้ง SABINA brand และ NSR ในขณะที่ OEM ยังไม่ฟื้นตัว เรามองว่าผลประกอบการ 1H24 ที่แข็งแกร่ง จะเป็นปัจจัยหนุนจำกัด Downside ราคาหุ้น ในขณะที่ Upside เปิดกว้างที่ 24%

RESULT PREVIEW

Year to 31 Dec (Btm)	1Q23	4Q23	1Q24F	yoy	qoq
Net turnover	869	874	899	3%	3%
EBIT	145	150	146	0%	-3%
Net interest income/(expense)	(2)	(3)	(3)		
Pre-tax profit	148	140	147	-1%	5%
Tax	(31)	(27)	(29)		
Minorities	0	(0)	(0)		
Net profit	117	113	117	0%	4%
Profitability					
Gross Margin	49.4%	50.8%	49.4%		
EBIT Margin	16.7%	17.2%	16.2%		
SG&A/ Sales	32.7%	33.6%	33.2%		
Net margin	13.5%	13.0%	13.1%		

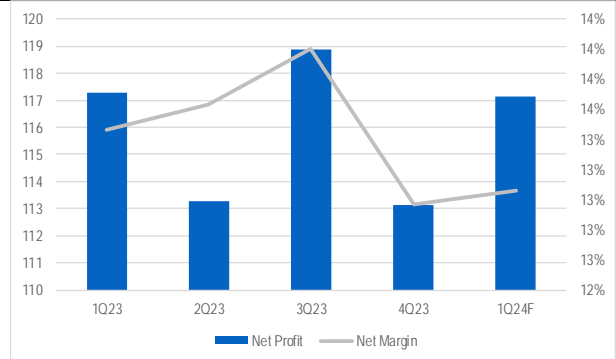
Source: SABINA PCL, UOB Kay Hian

รูปที่ 10 : Anticipate 1Q24 sales growth at 3%yoy. (Btm)



Source: SABINA, UOB Kay Hian

รูปที่ 11 : Expect 1Q24 earnings flat yoy (Btm)



Source: SABINA, UOB Kay Hian

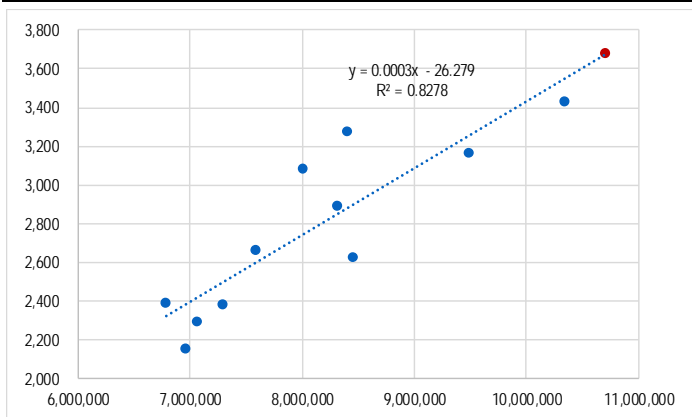
รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลต่างๆที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลต่างๆโดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูเอบี เคย์ ฮีเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนโดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆที่ปรากฏในรายงาน

Initiate Coverage

มุมมองต่ออุตสาหกรรม

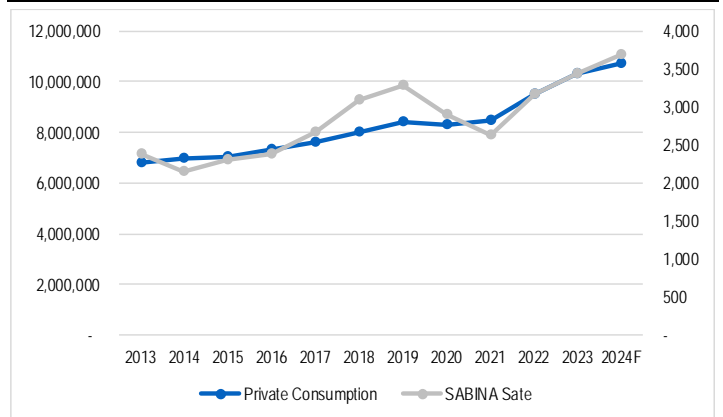
ยอดขาย SABINA สัมพันธ์กับการบริโภคภาคเอกชน เราได้ศึกษาความสัมพันธ์ ระหว่าง ยอดขายของ SABINA และตัวเลขการบริโภคภาคเอกชน (Private Consumption) ด้วยวิธี Linear Regression โดยใช้ข้อมูลปี 2013-24F พบว่าชุดข้อมูลมีความสัมพันธ์กันโดยตรง ทั้งนี้ชุดข้อมูลดังกล่าวรวมถึงตัวเลขประมาณการการบริโภคภาคเอกชนของ ธปท. และคาดการณ์รายได้ปี 24F ที่เราประมาณการด้วย ซึ่งตัวเลข forecast อยู่บริเวณ Trend line ของ Linear Regression (รูปที่ 12 : จุดสีแดง) ทำให้เรามั่นใจได้ว่า รายได้ปี 2024 ที่เราคาดการณ์ มีความสมเหตุสมผล

รูปที่ 12 : Linear Regression of SABINA sales and Private Consumption.



Source: Bloomberg, UOB Kay Hian

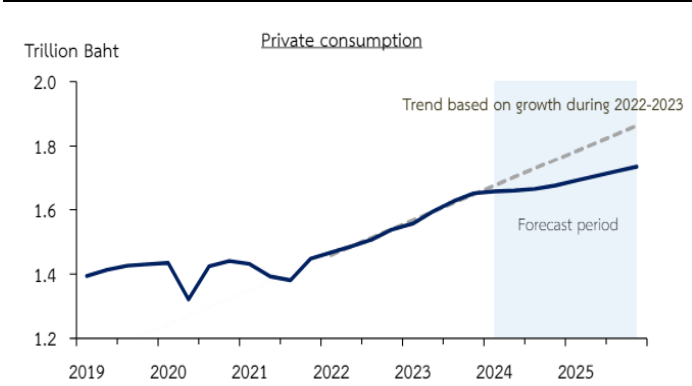
รูปที่ 13 : Thailand Private Consumption and SABINA sales (Btm)



Source: SABINA, WACOAL, Bloomberg, UOB Kay Hian

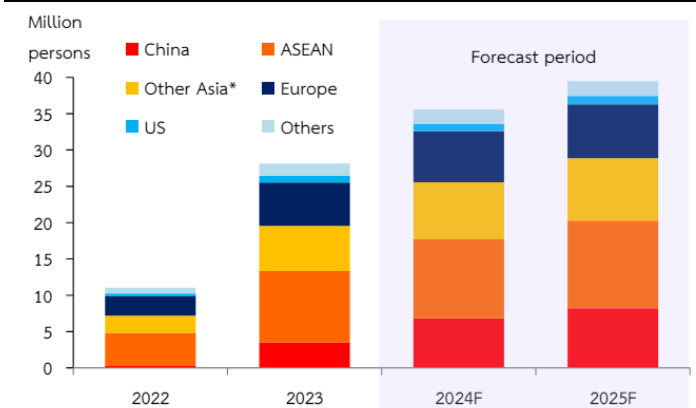
การบริโภคในประเทศเติบโต 3.5% หนูนยอดขายชุดชั้นใน ธนาคารแห่งประเทศไทย ประเมินการบริโภคภาคเอกชนปี 2024 เติบโต 3.5% เป็นการเติบโตในอัตราที่ลดลง โดยในปี 2024 มีปัจจัยหนุนหลักจากการท่องเที่ยวที่ตัวเลขนักท่องเที่ยวต่างชาติที่มากกว่า คาด รวมถึงการใช้จ่ายต่อคนต่อทริปที่สูงขึ้น เนื่องจากนโยบาย VISA Free เปิดโอกาสให้นักท่องเที่ยวจีนที่มีกำลังซื้อสูงเดินทางเข้ามาท่องเที่ยวในประเทศ นอกจากนี้ นโยบายกระตุ้นการใช้จ่ายใช้สอย อาทิ Easy E-receipt ที่ดำเนินโครงการในช่วง 1Q24 และ นโยบาย ดิจิตอล วอลเล็ต 10,000 บาทที่มีโอกาสเริ่มใช้ได้ในช่วง 4Q24 เป็นอีกปัจจัยที่เข้ามากระตุ้นให้การบริโภคในภาพรวมเติบโตได้ในปีนี้ อย่างไรก็ตาม การบริโภคในกลุ่มผู้มีรายได้น้อยที่อ่อนแอยังเป็นปัจจัยกดดันภาพรวมการบริโภคของไทยปี 2024 นี้

รูปที่ 14 : TH's Private Consumption is growing at a decelerating rate.



Source: Bank of Thailand

รูปที่ 15 : The increase in international tourists stimulates consumption.



Source: Bank of Thailand

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลต่างๆที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆโดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูเอสบี เคย์ ฮีเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนโดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆที่ปรากฏในรายงาน

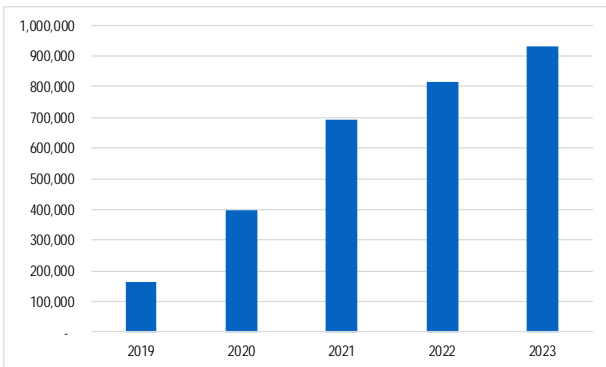
Initiate Coverage

Thursday, 02 May 2024

ดิจิทัล วอลเล็ต ได้รับประโยชน์ทางอ้อม ผู้เล่นหลักอาจไม่ได้รับประโยชน์จากโครงการดิจิทัลวอลเล็ต 10,000 บาท โดยตรง เนื่องจากรายละเอียดที่ ค.ร.ม. เปิดเผยกล่าวถึงเงิน 10,000 บาทจะใช้ได้กับเฉพาะร้านค้าขนาดเล็ก ซึ่งผู้เล่นในตลาดรวมถึง SABINA นั้น จะได้รับประโยชน์โดยตรงค่อนข้างจำกัด เนื่องจากสัดส่วนรายได้หลักจะอยู่ในห้างสรรพสินค้า และ Modern Trade ซึ่งผู้ที่ได้รับประโยชน์โดยตรงจะเป็นผู้ประกอบการรายย่อย อย่างไรก็ตาม เรามองว่า SABINA จะได้รับประโยชน์ทางอ้อมจากกำลังซื้อของผู้บริโภคที่ดีขึ้น หากโครงการ Digital wallet เกิดขึ้นคาดว่าจะมี Upside ต่อประมาณการ

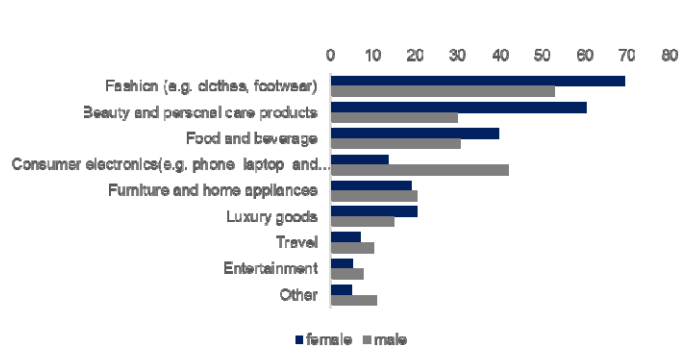
กลุ่มสินค้าแฟชั่น คือสินค้าที่ผู้บริโภคเปิดใจซื้อช่องทางออนไลน์มากที่สุด มูลค่าการซื้อขายสินค้าผ่านแพลตฟอร์ม E-commerce เติบโตเฉลี่ย 11% CAGR ในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา ซึ่งเป็นการเติบโตขึ้นในทุกๆปี ปัจจัยกระตุ้นเกิดจากวิกฤต COVID-19 ที่ทำให้พฤติกรรมผู้บริโภคเปลี่ยนมาซื้อสินค้าบนแพลตฟอร์ม E-commerce มากขึ้น ซึ่งสินค้าแฟชั่นเป็นหนึ่งในประเภทสินค้าที่ผู้บริโภคเลือกที่จะซื้อผ่านช่องทางออนไลน์มากที่สุด โดยช่องทางการขายผ่านแพลตฟอร์ม E-commerce มีเครื่องมือที่หลากหลายให้ผู้ประกอบการเลือกใช้ อาทิ การยิง Advertising, การร่วม Double day Big Campaign ของแพลตฟอร์มอีคอมเมิร์ซ การทำ Affiliate Marketing เราจึงเห็นผู้ประกอบการหลายราย รวมถึง SABINA เลือกโฟกัสช่องทางออนไลน์มากขึ้นทุกปีเพื่อขยายโอกาสในการแข่งขัน

รูปที่ 16 : E-commerce Market Value expand 11% CAGR (Btm)



Source: Priceza, UOB Kay Hian

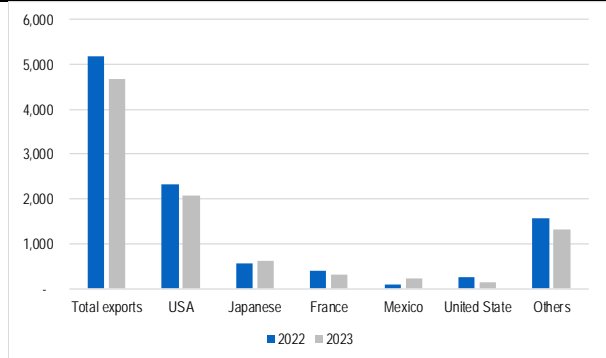
รูปที่ 17: Preference for buying different products online (%) as of Jan 23



Source: Statista

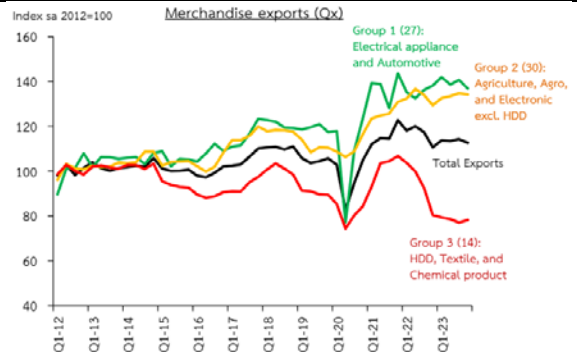
ภาพรวมส่งออกชุดชั้นใน 1Q24 พ้นตัว แต่ยุโรปยังอ่อนแอ การส่งออกกลุ่มชุดชั้นใน 1Q24 พ้นตัว +6.55% yoy หนุนจากการส่งออกไป US ที่เป็นสัดส่วนหลัก เติบโต 15% yoy ในขณะที่ทางฝั่งยุโรปที่เป็นลูกค้าหลักของ SABINA ยังอ่อนแอ โดยเฉพาะ UK ที่ยังคงลดลง 53% yoy แต่ฟื้นตัว 47% qoq อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าจะการส่งออกยุโรปที่ลดลงเป็นปัจจัยชั่วคราว เงินบาทที่เราคาดว่าจะอ่อนค่าตลอดทั้งปี 2024 จะสนับสนุนให้การส่งออกชุดชั้นในไปยุโรปมีโอกาสฟื้นตัวอีกครั้งในช่วง 2H24 นี้

รูปที่ 18 : Thailand's export market for bras,corsets and components(Btm)



Source: Thailand Trading Report, UOB Kay Hian

รูปที่ 19 : Thailand's Merchandise exports (Qx)



Note : () indicates exports share in 2023 / Source: Bank of Thailand

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลต่างๆที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆโดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูเอสบี เคย์ ฮีเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนโดยไม่ได้เป็นการแนะนำหรือชี้แนะการลงทุนที่การซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆที่ปรากฏในรายงาน

Initiate Coverage

ภาพรวมการแข่งขัน

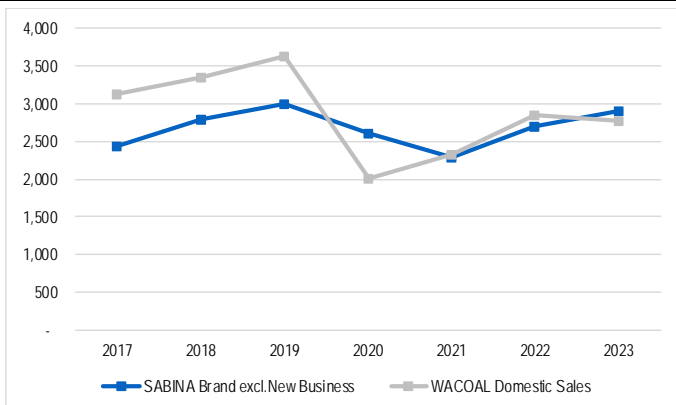
กลยุทธ์ราคาและการสร้างความแตกต่าง คือหัวใจสำคัญของการแข่งขัน ตลาดเป็นลักษณะกึ่งแข่งขันกึ่งผูกขาด (Monopolistic Competition) มีการแข่งขันที่สูง (High Competition) และการเข้ามาของผู้เล่นรายใหม่ทำได้ง่าย (Low Barrier to entry) ผลักดันให้ผู้เล่นแต่ละรายในอุตสาหกรรมใช้กลยุทธ์ราคา (Pricing Strategy) ควบคู่กับการสร้างความแตกต่าง (Market Differentiate) การใช้ Pricing Strategy มีข้อดีคือสามารถขายสินค้าได้ในปริมาณที่มาก เรามักเห็นผู้เล่นที่ใช้กลยุทธ์ Fast fashion ใช้ Pricing Strategy เพื่อเพิ่มส่วนแบ่งตลาด อย่างไรก็ตาม การใช้กลยุทธ์ราคาจะไม่เห็นผลที่ดีหากไม่ใช้การตลาดเพื่อสร้าง Branding ให้แข็งแกร่ง เราจึงเห็นได้ว่าผู้เล่นทุกรายใช้งบประมาณต่อปีก่อนข้างมากเทียบกับอุตสาหกรรมอื่น

ผู้บริโภคเปลี่ยนมาใช้ชุดชั้นในที่ใส่สบาย จุดเปลี่ยนพฤติกรรมผู้บริโภคคือช่วงวิกฤต COVID-19 ที่ผู้บริโภคจำเป็นต้องใช้ชีวิตในบ้านมากขึ้น ส่งผลให้ผู้บริโภคต้องการชุดชั้นในที่ใส่สบาย เห็นได้จากแคมเปญที่ผู้เล่นหลักมักจะนำเสนอเรื่องความใส่สบายเป็นหลัก (รูปที่ 25-26) รวมถึง SABINA เองผลักดันแคมเปญ "SABINA Braless สบาย เหมือนไม่ใส่บรา" และประสบความสำเร็จในการสื่อสารถึงผู้บริโภค ผลักดันให้ยอดขายของ "SABINA สบาย" กลายเป็น Product Champion ในเวลาต่อมา

SABINA ปรับกลยุทธ์สู่แบรนด์ Fast Fashion ตั้งราคาเข้าถึงง่าย องค์ประกอบสำคัญที่ทำให้ SABINA เป็นผู้ชนะในอุตสาหกรรม เกิดจากความสามารถในการเปลี่ยนแปลงตัวเองให้เข้ากับความต้องการของผู้บริโภค โดยในช่วงหลัง SABINA ปรับตัวให้ธุรกิจเป็น Fast fashion เปิดตัวสินค้าที่หลากหลาย ครอบคลุมสินค้าในราคาเข้าถึงง่าย เจาะตลาด Modern Trade ในขณะที่คู่แข่งหลักยังโฟกัสการขายในห้างสรรพสินค้า ทำให้ SABINA กลายเป็นผู้ชนะในตลาด Modern Trade รวมถึงการบุกตลาดออนไลน์ที่เติบโตอย่างรวดเร็วจนกวาดยอดขายอันดับ 1 ทุกแพลตฟอร์ม

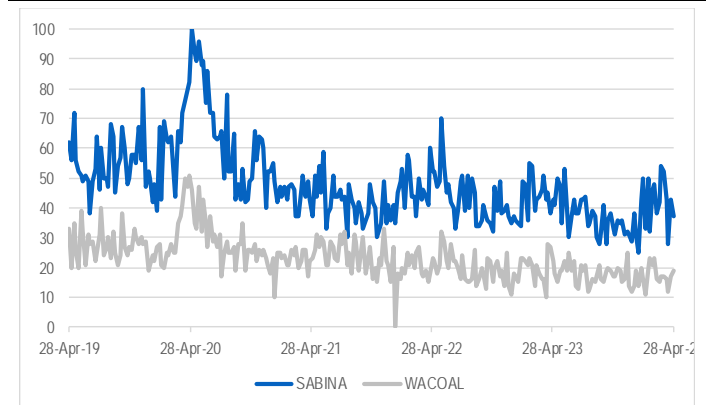
WACOAL คู่ปรับตลอดกาล เจ้าตลาด Department Store WACOAL แปรนต์ชุดชั้นในที่ เป็นคู่แข่งคนสำคัญของ SABINA ทั้งสองแบรนด์ดำเนินกลยุทธ์ที่ต่างกันอย่างเห็นได้ชัด เช่น 1) Customer Target ที่ SABINA เจาะกลุ่มลูกค้าที่มีอายุน้อยกว่า ตั้งราคาสินค้าครอบคลุมกลุ่มลูกค้าที่มีกำลังซื้อน้อย-ปานกลาง 2) SABINA ประสบความสำเร็จในการเจาะตลาด Modern Trade และ ทอยลดจำนวนสาขาลง ขณะที่ WACOAL ยังคงมีจำนวนสาขาที่มากกว่า 3) การส่งเสริมการขายช่องทางออนไลน์ที่เห็นได้ชัดเจนนว่า SABINA ประสบความสำเร็จมากกว่า อ้างอิงจาก Google Trend ที่มีผู้ค้นหาคำว่า SABINA มากกว่า WACOAL ตลอด 5 ปีที่ผ่านมา รวมถึงจำนวน Followers ในแพลตฟอร์ม E-commerce ทั้ง Shopee, Lazada และ Tiktok ที่ SABINA ชี้นำ WACOAL อย่างทิ้งห่าง

รูปที่ 20 : SABINA exceeds WACOAL in the domestic market. (Btm)



Source: SABINA, WACOAL, UOB Kay Hian

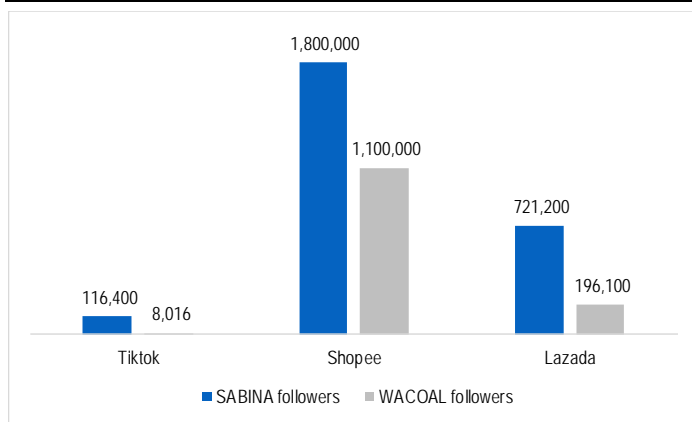
รูปที่ 21 : Popularity soared over WACOAL's along the last 5 years.



Source: Google Trend, UOB Kay Hian

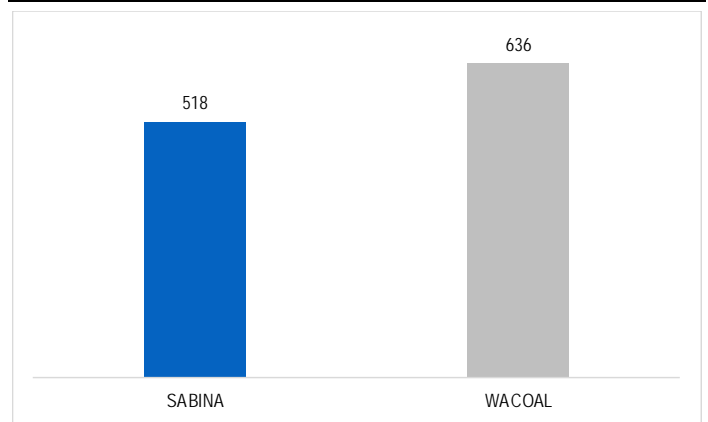
รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลจากที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูเอสบี เคย์ ฮีเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณวันที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนโดยไม่ได้เป็นการแนะนำหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

รูปที่ 22 : SABINA is the leader in Thailand e-commerce market.



Source: SABINA, WACOAL, UOB Kay Hian / Data as of 30 Apr. 2024

รูปที่ 23: Number of Stores of SABINA vs WACOAL at YE2023.



Source: SABINA, WACOAL, UOB Kay Hian

UNIQLO – Market Share ลำดับ 3 ข้อมูลจาก Euro monitor ปี 2022 เปิดเผยว่า Uniqlo สามารถเข้ามาแย่งตลาดชุดชั้นในจนมี Market share ลำดับ 3 กลยุทธ์ที่ Uniqlo ใช้คือการใช้โมเดล Fast fashion มีการหมุนเวียนของสินค้าที่บ่อยครั้ง คุณภาพสินค้าที่มีคุณภาพ ตั้งราคาที่เข้าถึงผู้มีกำลังซื้อระดับกลาง เจาะตลาดทั้งช่องทางห้างสรรพสินค้า Stand-alone shop และ Online ส่งผลให้ Uniqlo เติบโตได้ดีในประเทศไทยในช่วงที่ผ่านมา ซึ่งสินค้าชุดชั้นในได้อานิสงส์จากการเติบโตนี้ไปด้วย ชุดชั้นในของ Uniqlo เจาะกลุ่มลูกค้าที่เน้นความใส่สบายเป็นหลัก ใกล้เคียงกับกลุ่มลูกค้าบางส่วน of SABINA

รูปที่ 24 : Underwear Market Share in Thailand measured by %Retail Value rsp

Brand	Company	2019	2020	2021	2022
WACOAL	Thai Wacoal Plc.	22.5	16	18.8	20.2
SABINA	SABINA Plc	11.8	13.4	11.4	12.7
UNIQLO	Uniqlo(Thailand))	2.5	2.6	2.0	2.0
Wienna	Thai Wacoal Plc.	3.8	1.4	1.2	1.2
BSC	ICC International Plc	1.4	1.2	1	1.1
Triumph	Triumph International(TH)	1.8	1.3	1.1	1.1
SHEIN	Roadget Business Pte	0.3	0.6	0.8	0.8
H&M	H&M Hennes & Mauritz AB	0.6	0.7	0.5	0.5
Others	Others	55.3	62.8	63.2	60.4
Total		100.0	100.0	100.0	100.0

Source: Euro monitor

รูปที่ 25 : WACOAL's campaign.



Source: WACOAL

รูปที่ 26 : UNIQLO focuses on comfortable products.



Source: UNIQLO

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูเอสบี เคย์ ฮีเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณ่ต่าง ๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อประกอบการศึกษาของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

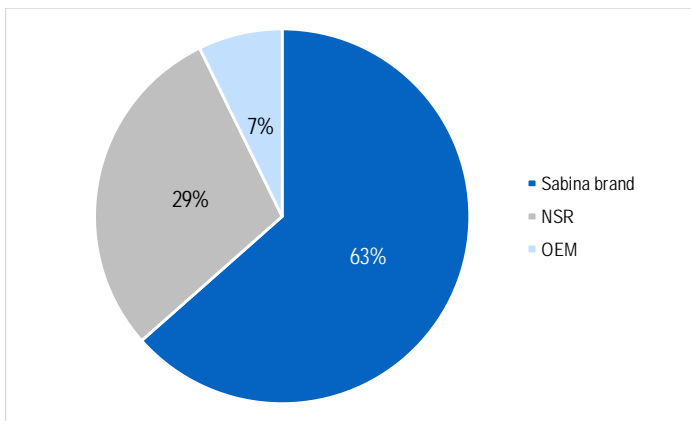
Initiate Coverage

ลักษณะการประกอบธุรกิจ

SABINA ผู้ผลิตและจำหน่ายชุดชั้นในสตรี ภายใต้แบรนด์คนไทยอันดับหนึ่งของประเทศไทย ด้วยช่องทางการจำหน่ายที่ครอบคลุมทั่วประเทศ ผ่านทุกช่องทางการจัดจำหน่ายและขยายไปยังประเทศเพื่อนบ้านในประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน โดยเฉพาะ CLMV (กัมพูชา ลาว เมียนมาร์ และเวียดนาม) รวมทั้งภูมิภาคอื่นของโลก นอกจากนี้ ยังเป็นผู้ผลิตชุดชั้นในให้กับแบรนด์ชุดชั้นในชั้นนำในต่างประเทศ (OEM)

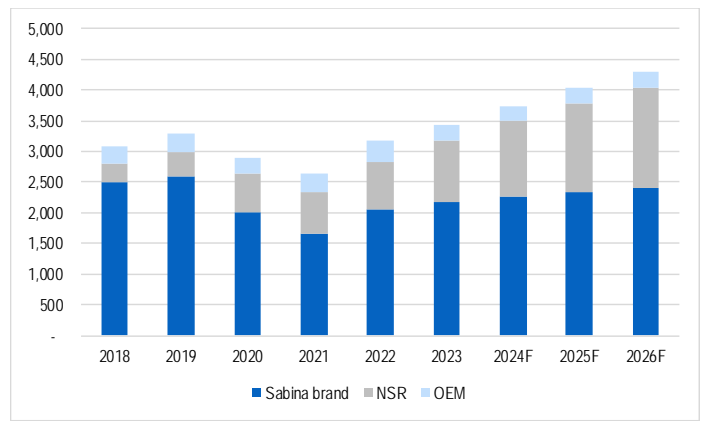
สัดส่วนรายได้ รายได้หลักมาจากการขาย SABINA brand ผ่านสาขา กว่า 500 สาขา คิดเป็นสัดส่วน 63% รายได้จากช่องทางไม่มีสาขา (Non-Store Retailing: NSR) เป็นสัดส่วน 29% และขายตามคำสั่งซื้อของลูกค้า(OEM) คิดเป็นสัดส่วน 7%

รูปที่ 27 : 2023's revenue breakdown by segments (%)



Source: SABINA, UOB Kay Hian

รูปที่ 28 : Total Revenue (Btm)



Source: SABINA, UOB Kay Hian

จากโรงงานรับจ้างผลิต สู่แบรนด์ชั้นนำของประเทศ เริ่มต้นจากธุรกิจรับจ้างผลิตชุดชั้นใน(OEM) และผันตัวมาเป็นสร้างแบรนด์ SABINA จนประสบความสำเร็จ ในปี2023 SABINA มีสัดส่วนยอดขาย Own Brand กว่า 93% (ปี2003 มีเพียง 10%) จากการปรับเปลี่ยนโมเดลการทำธุรกิจ ทำให้ความสามารถในการทำกำไรดีขึ้น สูงขึ้นทั้ง GPM และ NPM โดยในช่วงหลัง SABINA เจาะตลาดออนไลน์จนประสบความสำเร็จ กวาดยอดขายอันดับ 1 ในทุกแพลตฟอร์ม นอกจากนี้ SABINA มีแผนที่จะ Rebrand บริษัทให้สื่อสารถึงผู้บริโภคได้ง่ายขึ้น จุดประสงค์เพื่อลุยตลาดเอเชียที่มีขนาดตลาดมหาศาลกว่า 2.2หมื่นล้านบาท

แข็งแกร่งขึ้นทุกครั้งที่เจอวิกฤต จากแบรนด์ที่แข็งแกร่ง และผู้บริหารที่มากประสบการณ์ SABINA แข็งแกร่งขึ้นทุกครั้งที่เจอวิกฤต โดยในปี 2008-09 ช่วงวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ SABINA มียอดขาย OEM ที่ลดลง แต่ยังคงรักษายอดขาย SABINA brand ให้เติบโตได้ จนมีสัดส่วนเพิ่มขึ้นทุกปี ในช่วงปี 2013 ที่เกิดการขึ้นค่าแรงขั้นต่ำ 300 บาท SABINA ปรับตัวโดยการ ลดพนักงาน เพิ่ม Productivityในการผลิต ให้นักงานทำงานหลากหลายมากขึ้น ส่งผลให้ NPM เพิ่มขึ้นเป็น 6% และ 5% ในปี 2012 และ 2013 เพิ่มขึ้นจาก 3% ปี 2011 (หมายเหตุ : ในปี2011 เป็นปีที่เกิดวิกฤตน้ำท่วมกรุงเทพฯ) ในช่วงวิกฤตโรคระบาด COVID-19 ทางSABINA ได้รับผลกระทบจากการโดนปิดสาขาหน้าร้าน ทำให้ยอดขายสาขาหน้าร้านลดลง ขณะเดียวกัน SABINA คคว้าโอกาสจากตลาดอีคอมเมิร์ซ ขยายยอดขาย NSR ให้เติบโตขึ้นอย่างรวดเร็วจนมีสัดส่วนกว่า 29% ในปี2023

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลต่างๆที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลต่างๆโดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูเอสบี เคย์ ฮีเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการลงวันที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนโดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆที่ปรากฏในรายงาน

Initiate Coverage

ความเสี่ยง

ความเสี่ยงจากการขึ้นค่าแรงขั้นต่ำ SABINA มีจำนวนพนักงานทั้งหมด 3,378 คน ณ สิ้นปี 2023 โดยค่าใช้จ่ายพนักงานไม่รวมผู้บริหาร มีสัดส่วนอยู่ราว 20% จากค่าใช้จ่ายดำเนินงาน การขึ้นค่าแรงขั้นต่ำจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของ SABINA โดยเราประเมินว่าใน Worst case ที่ ค่าแรงขั้นต่ำขึ้นไป 500 บาทในปี 2025 จะส่งผลกระทบต่อประมาณการกำไรสุทธิลดลง 6% อย่างไรก็ตาม SABINA มีการลาออกของพนักงานอยู่ที่ปีละ 700-900 คน คิดเป็น Turnover ราว 24% ต่อปี ซึ่งเป็นปกติของธุรกิจ เรามองว่ากลยุทธ์การลดจำนวนพนักงานลง และใช้ Outsourcing จากต่างประเทศมากขึ้น เพื่อลดผลกระทบต่อค่าแรงขั้นต่ำ จะทำให้ Downside อาจน้อยกว่าที่ประเมินไว้

รูปที่ 29 : Limited impact from increase in minimum wage.

Sensitivity on minimum wage change	Base case	Worsen case	Worst case
Minimum Wage (Bt)	400	450	500
Impact to cost	0%	1%	2%
Impact to EBITDA	0%	-3%	-6%
Impact to Net income	0%	-3%	-6%

Source: UOB Kay Hian

ความเสี่ยงจากการขึ้นค่าบริการแพลตฟอร์มอีคอมเมิร์ซ รายได้จากช่องทางออนไลน์ของ SABINA ขึ้นตรงกับแพลตฟอร์มอีคอมเมิร์ซ โดยหากแพลตฟอร์มอีคอมเมิร์ซขึ้นค่าบริการ หรือเพิ่มส่วนแบ่งจากการขาย จะส่งผลให้อัตรากำไรของการขายช่องทางออนไลน์ลดลง ด้วยอำนาจต่อรองของ SABINA จากการเป็นผู้ประกอบการรายใหญ่ในแพลตฟอร์ม SABINA ยังไม่ได้รับผลกระทบจากการปรับราคาค่าบริการ อย่างไรก็ตาม เรามองว่าหากมีการปรับค่าบริการกับ SABINA ขึ้น ผลกระทบค่อนข้างจำกัด เนื่องด้วยภาวะการแข่งขันในธุรกิจอีคอมเมิร์ซที่รุนแรงจะทำให้แพลตฟอร์มอีคอมเมิร์ซไม่สามารถขึ้นค่าบริการได้มาก

ความเสี่ยงจากการแข่งขัน อุตสาหกรรมสิ่งทอเป็นอุตสาหกรรมที่มีการแข่งขันสูง การเข้ามาของคู่แข่งทำได้ง่าย ผู้เล่นแต่ละรายใช้กลยุทธ์ราคาและการตลาดเพื่อดึงดูดลูกค้า โดยหากการแข่งขันที่รุนแรงมากขึ้นจากคู่แข่งหลักและคู่แข่งรายใหม่ มีโอกาสที่ผู้เล่นแต่ละรายจะใช้กลยุทธ์ราคาที่รุนแรงมากขึ้น

ความเสี่ยงจากเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัว SABINA มีสัดส่วนจากการขาย OEM ซึ่งส่งออกไปยังยุโรปเป็นหลัก โดยเฉพาะประเทศอังกฤษ ซึ่งยอดขาย OEM คิดเป็นสัดส่วน 7% ของรายได้ปี 2023 ในช่วงที่ผ่านมารัฐกิจ OEM เผชิญความท้าทายจากยอดคำสั่งซื้อที่ลดลงจากเศรษฐกิจยุโรปที่ชะลอตัว

ความเสี่ยงจากสินค้าทดแทน Nipple cover คือสินค้าทดแทนชุดชั้นใน โดยที่ผ่านมามีเติบโตได้ดี โดยเฉพาะหลัง วิกฤติ COVID-19 ที่ผู้บริโภคหันมาใช้ Nipple cover มากขึ้น รวมถึง SABINA เองได้ออกผลิตภัณฑ์ Nipple cover และมีการเติบโตของยอดขายที่ดีในช่วงที่ผ่านมา ในมุมมองการใช้งาน Nipple cover ไม่สามารถทดแทนการใส่ชุดชั้นในได้ทั้งหมด แต่หากนวัตกรรมการของสินค้าพัฒนาขึ้น อาจมีความเสี่ยงต่อธุรกิจในระยะยาว

ความเสี่ยงของการพึ่งพาผู้ค้าวัตถุดิบ ในปี 2023 SABINA สั่งซื้อจากผู้ค้าวัตถุดิบในประเทศ 70% และต่างประเทศ 30% โดยผู้ค้าวัตถุดิบรายใหญ่มีจำนวน 7 ราย คิดเป็น 46% ของมูลค่าการจัดซื้อทั้งหมด ทั้งนี้ผู้ค้าวัตถุดิบรายใหญ่ที่สุด คือ เอเชียโนโนแอด มีอัตราส่วน 15.76% หากมีเหตุให้ผู้จำหน่ายวัตถุดิบรายใหญ่ ไม่สามารถจัดหาวัตถุดิบได้ตามกำหนดเวลา อาจมีผลกระทบต่อแผนการผลิต ต้นทุนการผลิต และการส่งมอบสินค้า

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลต่างๆที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆโดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูเอบี เคย์ ฮีเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการดังกล่าวที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนโดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆที่ปรากฏในรายงาน

Initiate Coverage

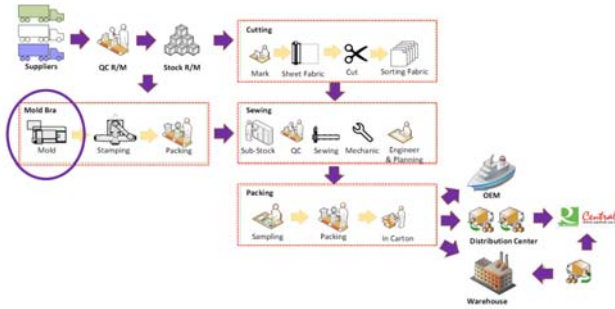
สิ่งแวดล้อม, สังคม และ ธรรมาภิบาล (ESG)

<p>CG Report: 5 SET ESG Rating: AAA</p>
<p>● สิ่งแวดล้อม (Environmental)</p> <p>SABINA มีการจัดการด้านสิ่งแวดล้อมในเกณฑ์ที่ดี โดยมีผลลัพธ์ในปี 2023 ดังนี้</p> <p>การจัดการการปล่อยมลพิษ 1) บรรลุเป้าการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก จากการใช้เชื้อเพลิงต่อหน่วยในการผลิต > 80,611 Kg.Co2e สูงกว่าเป้าที่ > 74,000 Kg.Co2e 2) บรรลุเป้าควบคุมการปล่อยก๊าซเรือนกระจก จากการใช้เชื้อเพลิงต่อหน่วยในกิจกรรมการขาย < 100,000 Kg.Co2e</p> <p>การจัดการพลังงานไฟฟ้า 1) บรรลุเป้าการใช้ไฟฟ้าต่อหน่วยผลผลิตลดลง 20% 2) บรรลุการปรับลดการใช้พลังงานไฟฟ้าจากพลังงานทดแทน 2% 3) การตรวจสอบคุณภาพน้ำทิ้งของทุกโรงงานสาขาผ่านเกณฑ์มาตรฐาน ยกเว้นโรงงานสาขาท่าพระไม่ผ่าน ต้องทำการแก้ไขปรับปรุงระบบการบำบัดให้สามารถผ่านเกณฑ์มาตรฐานต่อไป</p> <p>การจัดการขยะ 1) บรรลุเป้าหมายการลดปริมาณขยะฝังกลบและลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกลง 14% เทียบปี 23 2) บริหารจัดการให้ขยะขององค์กรมีสัดส่วน RECYCLE 83.7% บรรลุเป้าหมายที่ 80%</p>
<p>● สังคม (Social)</p> <p>SABINA มีการจัดการด้านสังคมในเกณฑ์ที่ดี โดยมีผลลัพธ์ในปี 2023 ดังนี้</p> <p>ผลิตภัณฑ์ยั่งยืน บรรลุการสร้างผลิตภัณฑ์ที่ใช้วัสดุที่ยั่งยืนและเป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม (Green Products) เป็นจำนวน 7.17% จาก SKU สูงกว่าเป้าที่ 5% ทั้งนี้บริษัทมีเป้าหมายระยะยาวที่จะมีผลิตภัณฑ์ดังกล่าวเป็นสัดส่วน SKU 10% ในปี 2025</p> <p>การทำงานเพื่อสังคม 1) เป็นคนกลางในการกำจัดชุดชั้นในเก่า 14.66 ตัน ต่ำกว่าเป้าที่ 15 ตันเล็กน้อย 2) ส่งมอบชุดชั้นในใหม่ ให้แก่มูลนิธิหรือองค์กรต่างๆ จำนวน 655 ตัว 3) สร้างรายได้เข้ามูลนิธิจำนวน 2.7 ล้านบาท 4) สนับสนุนทุนการศึกษา 140 ทุน ยอดเงิน 1,54 ล้านบาท 5) ผลิตและบริจาคเต้านมเทียม 35,000 เต้าในปี 2023 รองรับผู้ป่วยที่ขาดแคลน</p>
<p>● ธรรมาภิบาล (Governance)</p> <p>ความหลากหลายของคณะกรรมการ มีสัดส่วนกรรมการ ชาย : หญิง เท่ากับ 6:7 และมี 5 สมาชิกเป็นกรรมการอิสระคิดเป็น 39% แต่มีกรรมการอิสระที่ดำรงตำแหน่งเกิน 9 ปี</p> <p>ผลการประเมินอยู่ในเกณฑ์ดีมาก 1) ผลการประเมินจรรยาบรรณพนักงาน มีผู้ที่เข้าร่วมการทำแบบทดสอบ คิดเป็น 99.9% พบว่ามีผู้ที่ผ่านการทดสอบทั้งสิ้น 100% และมีระดับ คะแนนเฉลี่ยทั้งหมดอยู่ที่ 9.7/10 คะแนน 2) ผลการประเมินจากลูกค้าและเจ้าหน้าที่ บริษัทฯ มีความซื่อสัตย์ในการดำเนิน ธุรกิจ และปฏิบัติตามกฎหมายและกติกาต่างๆอย่างเคร่งครัดตามที่ได้กำหนดไว้ในจรรยาบรรณต่อลูกค้า และ/ หรือเจ้าหน้าที่ในระดับดีมากและดีถึง 100 3) ผลการประเมินจากลูกค้า ลูกค้ามีความเห็นว่า บริษัทฯ มีความซื่อสัตย์ในการดำเนินธุรกิจ และคำนึงถึง ผลประโยชน์สูงสุดแก่ลูกค้าตามที่ได้กำหนดไว้ในจรรยาบรรณต่อลูกค้าในระดับดีมากและดีถึง 95.4%</p> <p>การต่อต้านคอร์รัปชัน ดำเนินธุรกิจโดยรักษามาตรฐานตามข้อกำหนดของแนวร่วมต่อต้านคอร์รัปชันของภาคเอกชนไทย (CAC) ทั้ง 71 ข้อ ซึ่งมีการสอบทานโดยคณะกรรมการ ตรวจสอบผ่านสำนักตรวจสอบภายใน</p>

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลต่างๆที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลต่างๆโดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูเอบี เคย์ ฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนโดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆที่ปรากฏในรายงาน

ภาคผนวก

รูปที่ 30 : SABINA Value Chain.



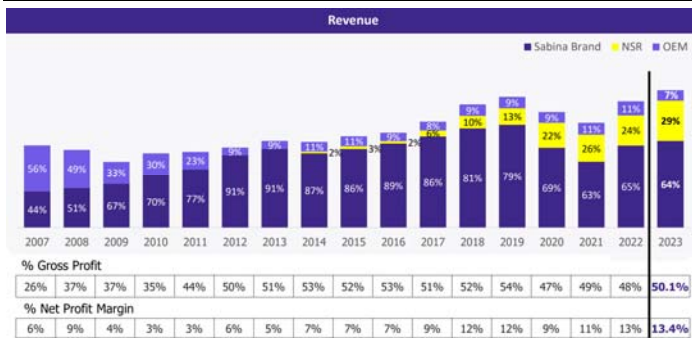
Source: SABINA

รูปที่ 31 : SABINA products



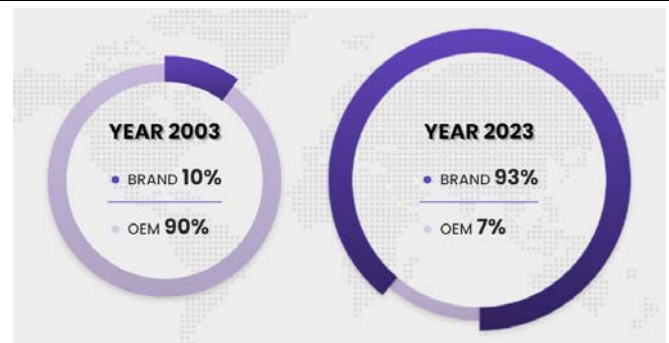
Source: SABINA

รูปที่ 32 : 2007-23's SABINA's performance.



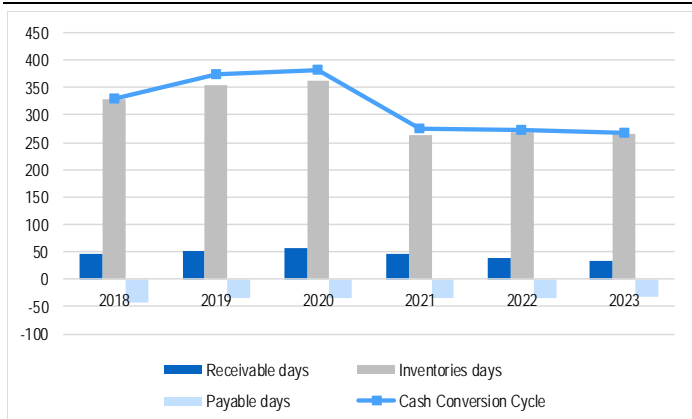
Source: SABINA

รูปที่ 33 : SABINA's sale breakdown.



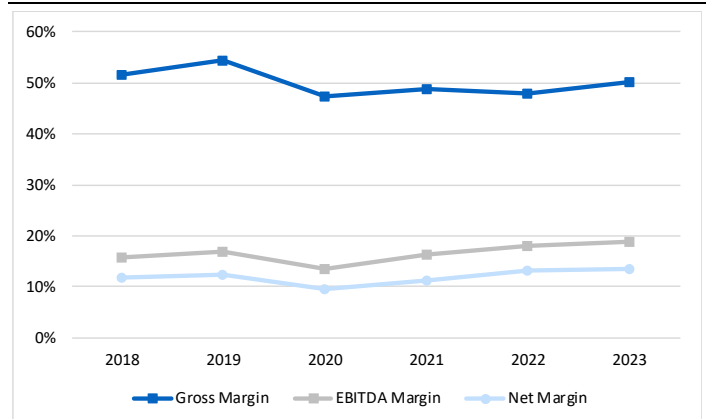
Source: SABINA

รูปที่ 34 : The cash cycle decreased by 100 days compared to YE20.



Source: SABINA, UOB Kay Hian

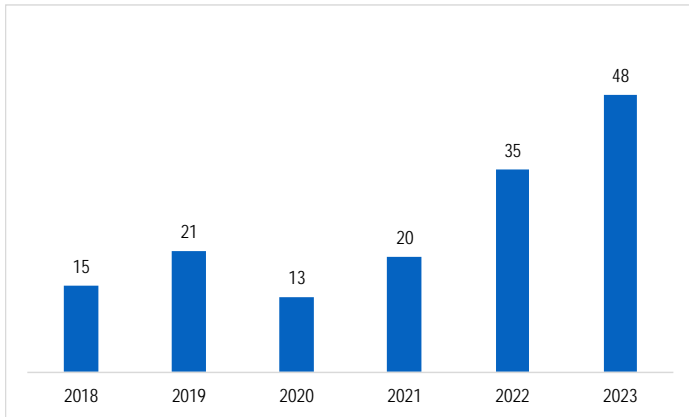
รูปที่ 35 : Profitability improved.



Source: SABINA, UOB Kay Hian

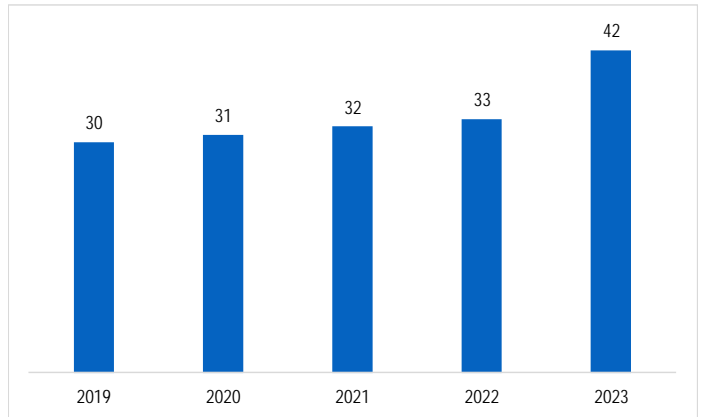
รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลต่างๆที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆโดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูเอบี เคย์ ฮีเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณ่ต่าง ๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนโดยไม่ได้นำมาชั่งน้ำหนักหรือยกย่องหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใด ๆ ที่ปรากฏในรายงาน

รูปที่ 36 : MODA's sales have increased significantly. (Btm)



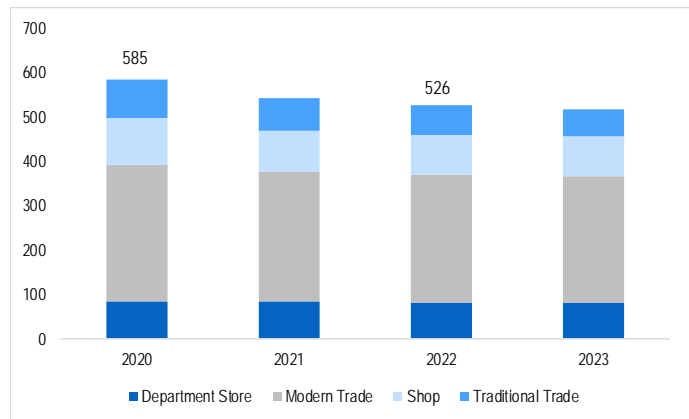
Source: SABINA, UOB Kay Hian

รูปที่ 37 : Expansion of MODA stores.(stores)



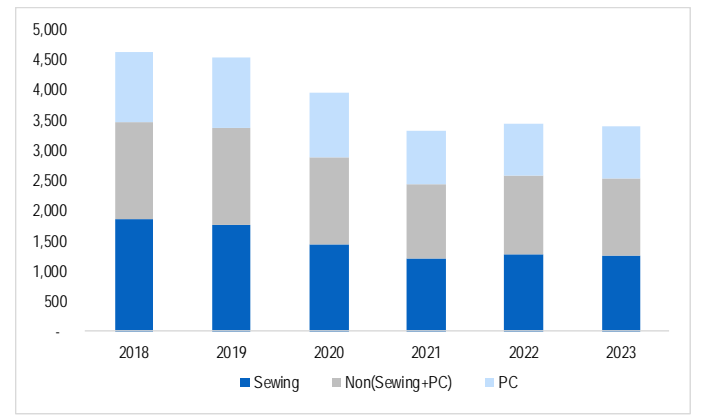
Source: SABINA, UOB Kay Hian

รูปที่ 34 : SABINA reduces its physical stores to maintain profitability.



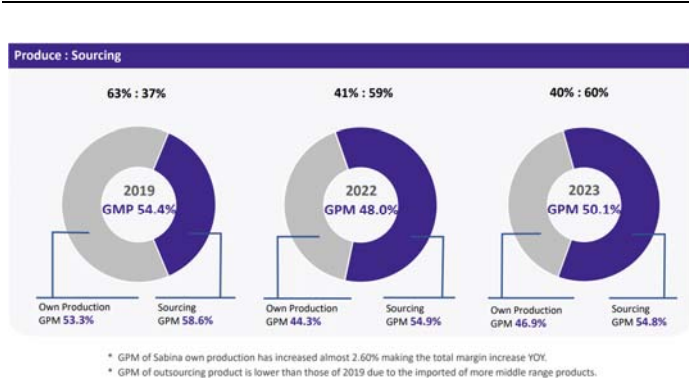
Source: SABINA, UOB Kay Hian

รูปที่ 35 : Mitigate the risk of wage increases by reducing manpower.



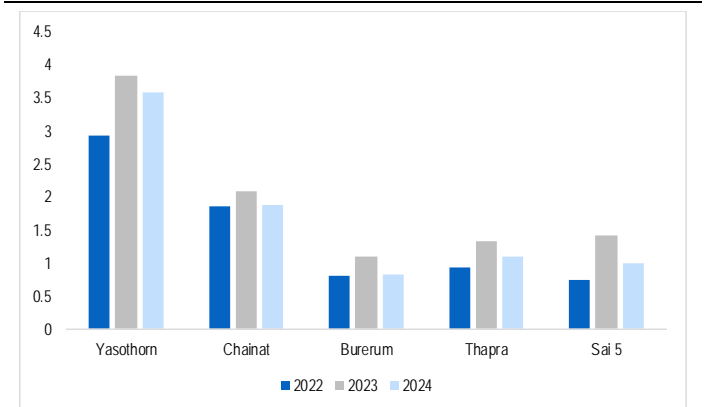
Source: SABINA, UOB Kay Hian

รูปที่ 36 : Outsourcing versus Own production



Source: SABINA

รูปที่ 37 : Downsizing production capacities in 2024 (million pcs)



Source: SABINA, UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลต่างๆที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆโดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูเอสบี เคย์ ฮีเยน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณ่ต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆที่ปรากฏในรายงาน

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



7UP	AAV	ACE	ACG	ADVANC	AEONTS	AGE	AH	AHC	AIT	AJ	AKR
ALLA	ALT	AMARIN	AMATA	AMATAV	ANAN	AOT	AP	APCO	APCS	ASEFA	ASK
ASP	ASW	AWC	AYUD	B	BA	BAFS	BAM	BANPU	BAY	BBGI	BBL
BCH	BCP	BCPG	BDMS	BEC	BEM	BEYOND	BGC	BGRIM	BH	BIZ	BJC
BJCHI	BKI	BLA	BPP	BRI	BRR	BTS	BWG	BYD	CBG	CENDEL	CFRESH
CHASE	CHG	CIMBT	CIVIL	CK	CKP	CM	CNT	COM7	CPALL	CPAXT	CPF
CPI	CPL	CPN	CPW	CRC	CSC	CSS	CV	DCC	DDD	DELTA	DEMCO
DMT	DOHOME	DRT	DUSIT	EA	EASTW	ECL	EE	EGCO	EPG	ERW	ETC
FE	FN	FPT	FSX	GBX	GC	GENCO	GFPT	GGC	GLAND	GLOBAL	GPSC
GRAMMY	GULF	GUNKUL	HANA	HENG	HMPRO	HTC	ICC	ICHI	ICN	III	ILINK
ILM	INET	INTUCH	IRPC	IRPC	ITC	ITEL	IVL	JAS	JTS	KBANK	KCE
KEX	KKP	KSL	KTB	KTC	LALIN	LANNA	LH	LHFG	LOXLEY	LPN	LRH
LST	M	MAJOR	MALEE	MATCH	MBK	MC	M-CHAI	MCOT	MEGA	MFC	MFEC
MILL	MINT	MONO	MSC	MST	MTC	MTI	NC	NCH	NER	NKI	NOBLE
NRF	NTV	NVD	NWR	NYT	OCC	ONEE	OR	ORI	OSP	PAP	PATO
PB	PCSGH	PDJ	PG	PJW	PLANB	PLAT	PLUS	PM	POLY	PORT	PPP
PR9	PRG	PRINC	PRM	PRTR	PSH	PSL	PT	PTT	PTTEP	PTTGC	Q-CON
QH	QTC	RATCH	RBF	RPH	RS	RT	S	S&J	SA	SABINA	SAK
SAMART	SAMTEL	SAPPE	SAT	SBNEXT	SC	SCB	SCC	SCCC	SCG	SCGP	SCM
SDC	SEAFCO	SEAOIL	SENA	SGC	SGP	SHR	SIRI	SIS	SITHAI	SJWD	SKR
SM	SMPC	SMT	SNC	SNNP	SNP	SO	SPALI	SPC	SPCG	SPI	SPRC
SSC	SSF	SSSC	STA	STEC	STGT	STI	SUC	SUN	SUSCO	SUTHA	SVI
SVT	SYMC	SYNEX	SYNTEC	TAE	TCAP	TCMC	TEAMG	TEGH	TFG	TFMAMA	TGE
TGH	THANI	THCOM	THIP	THRE	THREL	TIDLOR	TIPH	TISCO	TK	TKN	TKS
TKT	TLI	TMD	TMT	TNITY	TNL	TNR	TOA	TOG	TOP	TPBI	TPCS
TPIPL	TPIPP	TQM	TRUE	TSC	TSTE	TSTH	TTA	TTB	TTCL	TTW	TVH
TVO	TWPC	UAC	UBE	UP	UPF	UPOIC	UV	VGI	VIBHA	VIH	WACOAL
WGE	WHA	WHAUP	WICE	XPG	ZEN						



2S	AAI	AIE	ALUCON	AMR	APURE	AS	ASIA	ASIAN	ASIMAR	AURA	BR
BSBM	BSRC	BTG	CEN	CGH	CH	CI	CMC	CSP	EKH	ESTAR	EVER
FORTH	FTI	GEL	GPI	HUMAN	IFS	INSET	IT	J	JDF	JKN	JMART
KCAR	KGI	KIAT	KISS	KTIS	KWC	LHK	METCO	MICRO	MK	NCAP	NOVA
PIN	PQS	PREB	PRIME	PTECH	PYLON	RCL	ROCTEC	SCI	SCN	SE-ED	SFLEX
SINGER	SKN	SORKON	SSP	SST	STANLY	SUPER	SVOA	TCC	TEKA	TFM	TPOLY
TRC	TRU	TRUBB	TSE	VRANDA	WAVE	WFX	WIK	WIN	WP		



AMANAH	AMC	ASAP	BCT	BIG	BIOTEC	CCET	CHARAN	CHAYO	CHOTI	CITY	CMAN
CMR	CRANE	CWT	DTCENT	EASON	FNS	FTE	GIFT	GJS	GYT	HTECH	INGRS
INSURE	ITD	JCK	JMT	JR	KBS	L&E	LEE	MENA	MJD	MOSHI	NATION
NNCL	NSL	NV	OGC	PAF	PCC	PEACE	PK	PL	PLE	PMTA	PRAKIT
PRECHA	PRIN	RABBIT	RJH	RSP	S11	SAMCO	SAWAD	SCAP	SCP	SIAM	SKE
SKY	SMIT	SOLAR	STECH	STPI	TC	TEAM	TFI	TKC	TPA	TPAC	TRITN
UMI	UTP	VARO	VPO	W	WORK	WPH					

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
90-100		ดีเลิศ
80-89		ดีมาก
70-79		ดี
60-69		ดีพอใช้
50-59		ผ่าน
ต่ำกว่า 50	-	-

Disclaimer : การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และไม่ได้มีการใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน ผลสำรวจดังกล่าวเป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ยูอียู เคย์ เอเชียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองถึงความถูกต้องครบถ้วนของผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ได้เป็นการยืนยันถึงความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูอียู เคย์ เอเชียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณวันที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะ ชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

SET ESG Ratings 2023

AAA

ADVANC	AJ	AMATA	BANPU	BAY	BCP	BGRIM	BKI	BPP	CKP	CPALL	CPAXT
CPF	CRC	KBANK	KTB	KTC	M-CHAI	OR	PR9	PTT	PTTEP	PTTGC	SABINA
SCC	SCGP	STA	STGT	TFMAMA	THCOM	TISCO	TOP	WHA	WHAUP		

AA

ACE	AMATAV	AP	BAFS	BAM	BBGI	BBL	BCH	BCPG	BDMS	BEM	BGC
BJC	BLA	BRI	BTS	CPN	DRT	EA	EASTW	EGCO	EPG	ETC	FPT
GLOBAL	GPSC	GULF	GUNKUL	HANA	HMPRO	HTC	INTUCH	IRPC	IVL	MAJOR	MC
MFEC	MINT	NOBLE	NVD	ORI	OSP	PB	PLANB	RATCH	RS	S&J	SAT
SC	SCB	SCCC	SGP	SIRI	SJWD	SMPC	SPALI	THANI	TMT	TPBI	TIPL
TIPIP	TTA	TTB	TTW	TVO	VGI	WICE	ZEN				

A

AH	AOT	ASW	AWC	CBG	CENTEL	CFRESH	CK	COM7	DEMCO	DMT	ERW
HENG	ICHI	IRC	ITEL	LH	MEGA	MSC	MTC	NER	NRF	NYT	PAP
PJW	PM	PPP	PSL	QTC	S	SAK	SCG	SHR	SITHAI	SNC	SNP
SPI	STEC	SUTHA	SYNEX	SYNTEC	TCAP	TFG	TGH	THIP	THREL	TKS	TOA
TOG	TSC	TSTH	TTCL	TWPC	UBE	WACOAL					
AH	AOT	ASW	AWC	CBG	CENTEL	CFRESH	CK	COM7	DEMCO	DMT	ERW

BBB

AGE	BA	CSC	GFPT	III	ILM	JTS	KEX	KKP	KSL	LHFG	PCSGH
PSH	RBF	SAPPE	SAWAD	SSSC	TPCS	TQM	UPF				

Anti-corruption Progress Indicator

ได้รับการรับรอง

2S	7UP	AAI	ADVANC	AH	AI	AIE	AJ	AMANAH	AMATA	AMATAV	AP
APCS	AS	ASIAN	ASK	ASP	AWC	AYUD	B	BAFS	BAM	BANPU	BAY
BBGI	BBL	BCH	BCP	BCPG	BEC	BEYOND	BGC	BGRIM	BKI	BLA	BPP
BRR	BSBM	BTS	BWG	CEN	CENTEL	CFRESH	CGH	CHOTI	CIMBT	CM	CMC
COM7	CPALL	CPAXT	CPF	CPI	CPL	CPN	CPW	CRC	CSC	DCC	DELTA
DEMCO	DOHOME	DRT	DUSIT	EA	EASTW	EGCO	EP	EPG	ERW	ESTAR	ETC
FNS	FPT	FTE	GBX	GC	GEL	GFPT	GGC	GJS	GPI	GPSC	GSTEEL
GULF	GUNKUL	HANA	HENG	HMPRO	HTC	ICC	ICHI	IFS	III	ILINK	ILM
INET	INOX	INSURE	INTUCH	IRPC	ITEL	IVL	JAS	JKN	JR	JTS	KBANK
KBS	KCAR	KCE	KGI	KKP	KSL	KTB	KTC	L&E	LANNA	LHFG	LHK
LPN	LRH	M	MAJOR	MALEE	MATCH	MBK	MC	MCOT	MFC	MFEC	MILL
MINT	MONO	MSC	MST	MTC	MTI	NATION	NCAP	NEP	NKI	NOBLE	NRF
NWR	OCC	OGC	OR	ORI	PAP	PATO	PB	PCSGH	PDJ	PG	PK
PL	PLANB	PLAT	PM	PPP	PPPM	PR9	PREB	PRG	PRINC	PRM	PSH
PSL	PT	PTECH	PTG	PTT	PTTEP	PTTGC	PYLON	Q-CON	QH	QTC	RABBIT
RATCH	RML	RS	S&J	SABINA	SAK	SAPPE	SAT	SC	SCC	SCCC	SCG
SCGP	SCM	SCN	SEAOIL	SE-ED	SENA	SGC	SGP	SIRI	SITHAI	SKR	SMIT
SMK	SMPC	SNC	SNP	SORKON	SPACK	SPALI	SPC	SPI	SPRC	SRICHA	SSF
SSP	SSSC	SST	STA	STGT	SUSCO	SVI	SYMC	SYNTEC	TAE	TASCO	TCAP
TCMC	TFG	TFI	TFMAMA	TGE	TGH	THANI	THCOM	THIP	THRE	THREL	TIDLOR
TIPCO	TISCO	TKS	TKT	TMD	TMT	TNITY	TNL	TNR	TOG	TOP	TOPP
TPA	TPCS	TRU	TSC	TSI	TSTE	TSTH	TTA	TTB	TTCL	TU	TVO
TWPC	UBE	UOBKH	UV	VGI	VIH	WACOAL	WHA	WHAUP	WICE	WIIK	ZEN

Disclaimer : การเปิดเผยผลการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-Corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งจัดทำโดยสถาบันไทยพัฒน์ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียนของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยผลการประเมินดังกล่าวของสถาบันไทยพัฒน์ อาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้รับในรูปแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งได้อ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารและหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันไทยพัฒน์ซึ่งเป็นบุคคลภายนอกโดยมิได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เอเชียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนี้ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เอเชียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำของสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณั้ต่างที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน