

BUY

Initiation

TP: Bt 24.00

Upside : 29.7%

8 DECEMBER 2017

Siam Wellness Group (SPA TB)

หุ้นเติบโตที่ความเสี่ยงต่ำ

เราเริ่มบทวิเคราะห์หุ้น SPA ผู้เป็นเจ้าของเครือข่ายสปาที่ใหญ่ที่สุดในประเทศด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" เรามองว่า SPA เป็นหุ้นเติบโตที่ได้ประโยชน์จากการท่องเที่ยวของไทย และมีความเสี่ยงการเติบโตต่ำ เนื่องจาก SPA มีแบรนด์ที่ติดตลาดแล้ว เราคาด EPS เติบโต 42% ต่อปีในช่วงปี 2018-20F และ ROE 31% ในปี 2018F ราคาเป้าหมายอ้างอิง DCF ที่ 24 บาท

เป็นหุ้นเติบโตที่มีความเสี่ยงต่ำในมุมมองของเรา

SPA เป็นเจ้าของเครือข่ายสปาที่ใหญ่ที่สุดในประเทศ โดยมีแบรนด์ "ระรินจินดา" (3 สาขา), Let's Relax (24 สาขา) และบ้านสวนมาสาสา (10 สาขา) เราเริ่มทำบทวิเคราะห์ด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" ที่ราคาเป้าหมาย 24 บาท (อิงวิธี DCF ปี 2018F) โดยมีเหตุผลสนับสนุนคือ 1) เรามองว่า SPA เป็นหุ้นเติบโตที่ความเสี่ยงต่ำ เนื่องจากมีแผนธุรกิจที่แข็งแกร่งและแบรนด์ 'Let's Relax' ที่ติดตลาดแล้ว 2) SPA เป็นหุ้นที่ได้ประโยชน์จากธุรกิจท่องเที่ยวที่เติบโตแข็งแกร่งต่อเนื่อง และการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวจีนซึ่งเป็นลูกค้าหลักของ SPA 3) แผนธุรกิจที่แข็งแกร่งทำให้มีความเสี่ยงในการขยายสาขาต่ำทั้งในสาขาที่ลงทุนขยายเอง และการเข้าบริหารสาขาสปากับผู้ร่วมทุน โดยเราคาดว่าจะทำให้ EPS เติบโตได้ปีละ 42% ในช่วงปี 2018-20F และ 4) ลักษณะธุรกิจมีวัฏจักรกระแสเงินสดเป็นลบ (สร้างกระแสเงินสดต่อเนื่อง) และยังมีอัตรากำไรที่สูง (เรคาด ROE 31% ในปี 2018F)

ยังสามารถเติบโตได้อีกมาก

SPA ผู้เล่นรายใหญ่ที่สุดในตลาดแต่มีส่วนแบ่งการตลาดเพียง 2.5% เนื่องจากตลาดสปาในไทยมีการกระจายตัวอย่างมาก และมีเครือข่ายสปานขนาดใหญ่หลายราย เราจึงคาด SPA จะเติบโตได้ตามกลุ่มธุรกิจสปา (โตปีละ 12% ในช่วงปี 2014-16) และจากการได้ส่วนแบ่งการตลาดเพิ่มจากการเปิดสาขาปีละ 10 สาขา (จาก 40 สาขา ณ สิ้นปี 2017F) โดยจะเน้นขยายสาขาแบรนด์ Let's Relax (73% ของยอดขายรวม) ซึ่งเจาะกลุ่มตลาดนักท่องเที่ยวเป็นหลัก ทั้งนี้ SPA ยังมองโอกาสการเติบโตระยะยาวในซานเมืองและหัวเมืองต่างจังหวัดโดยใช้แบรนด์ราคาเยี่ยมเยา 'บ้านสวนมาสาสา' (7% ยอดขาย) โดยมี 'ระรินจินดา' (6%) เป็นแบรนด์พรีเมียมสำหรับกลุ่มลูกค้ากลุ่มรายได้สูง และชาวต่างชาติที่มาทำงานในไทย

และยังมีโอกาสการเติบโตใหม่

นอกจากการขยายสาขาแล้ว SPA ยังมีช่องทางการเติบโตอีก 2 วิธี คือการเข้าบริหารสปาในโรงแรม และการขยายแฟรนไชส์ในต่างประเทศ ปัจจุบัน SPA ทำการบริหารสปาโรงแรม ซึ่งใช้เงินลงทุนต่ำ อยู่ 4 แห่ง และตั้งเป้าเปิดเพิ่มต่อเนื่อง และมีการขายแฟรนไชส์ไปในประเทศจีนภายใต้แบรนด์ Let's Relax ที่ติดตลาดกลุ่มนักท่องเที่ยว โดยสาขาแรกเปิดในเมืองคุนหมิงเมื่อต้นปี 2016 และสาขาที่สองกำลังจะเปิดที่เมืองเทียนจินใน 1Q18 ทั้งนี้ SPA ไม่ต้องใช้เงินลงทุนในการขยายสาขาแฟรนไชส์ทั้งยังสร้างรายได้กลับมาด้วย SPA กำลังศึกษาโอกาสและเจรจาขยายสาขาไปยังประเทศกัมพูชาและในภูมิภาคอาเซียน โดยนอกเหนือจากการเปิดร้านบริการสปาแล้ว SPA ยังขายผลิตภัณฑ์สปาในสาขา ซึ่งอยู่ในระหว่างการปรับปรุงแบรนด์เพื่อพัฒนาขยายต่อไปในอนาคต

เป็นธุรกิจที่อัตรากำไรสูง

SPA เป็นหุ้นที่มีอัตรากำไร ROE สูงกว่า 30% และมีวัฏจักรกระแสเงินสดติดลบ กระแสเงินสดจากการทำธุรกิจ (EBITDA) จึงสามารถครอบคลุมค่าใช้จ่ายการลงทุนราว 200 ลบ. ต่อปีได้ โดยแม้จะขยายสาขาอย่างต่อเนื่อง SPA ยังมีกระแสเงินสดอิสระเป็นบวกและมีสถานะเงินสดสุทธิ เรามองว่าราคาหุ้นที่ 43 เท่า PE ในปี 2018F นั้นเหมาะสมเมื่อเทียบกับอัตรากำไรที่สูง กระแสเงินสดที่แข็งแกร่ง และการเติบโต EPS เฉลี่ย 42% ต่อปีในช่วงสามปีข้างหน้า โดยเรคาด PE ลดเหลือ 30 เท่าในปี 2019F หรืออัตรารส่วน PEG ปัจจุบันที่ 1.0 เท่าในปี 2018F

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ฯ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปใช้โดยไม่ผ่านการตรวจสอบกับนักวิเคราะห์หรือที่ปรึกษาทางการเงิน อาจก่อให้เกิดความเสียหายแก่ท่านได้ เราขอแนะนำให้ท่านปรึกษาผู้เชี่ยวชาญก่อน



RATA LIMSUTHIWANPOOM

662 - 617 4960

rata.lim@thanachartsec.co.th

NUTTAPOP PRASITSUKSANT

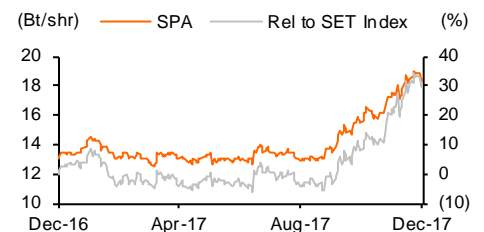
Assistant Analyst

nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2016A	2017F	2018F	2019F
Sales	725	979	1,267	1,713
Net profit	141	174	248	357
Consensus NP	—	189	259	331
Diff frm cons (%)	—	(7.8)	(4.4)	7.7
Norm profit	141	174	248	357
Prev. Norm profit	—	174	248	357
Chg frm prev (%)	—	0.0	0.0	0.0
Norm EPS (Bt)	0.2	0.3	0.4	0.6
Norm EPS grw (%)	32.4	23.4	42.4	43.9
Norm PE (x)	74.8	60.6	42.6	29.6
EV/EBITDA (x)	51.3	36.8	27.4	19.3
P/BV (x)	16.5	14.2	11.9	9.7
Div yield (%)	0.5	0.8	1.2	1.7
ROE (%)	23.6	25.2	30.5	36.2
Net D/E (%)	10.6	(1.0)	(10.6)	(22.9)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price: (Bt) as of 7-Dec-17	18.50
Market Cap (US\$ m)	323.2
Listed Shares (m shares)	570.0
Free Float (%)	31.3
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	1.2
12M Price H/L (Bt)	19.00/12.50
Sector	MAI
Major Shareholder	Jiravanstit family 18.7%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates



Ex 1: SPA Operates Three Leading Spa Brands in Thailand



Rarin-Jinda



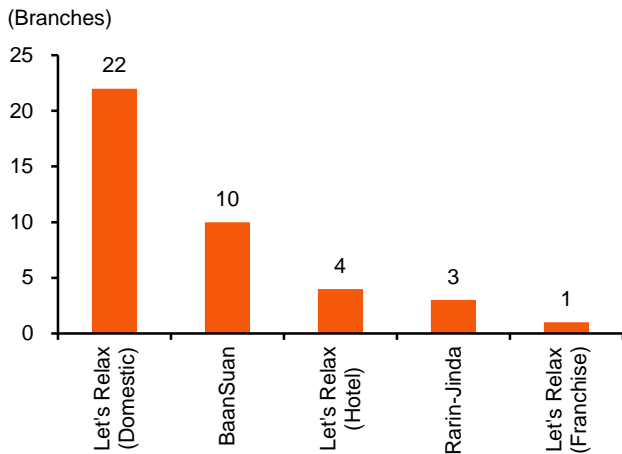
Let's Relax



BaanSuan

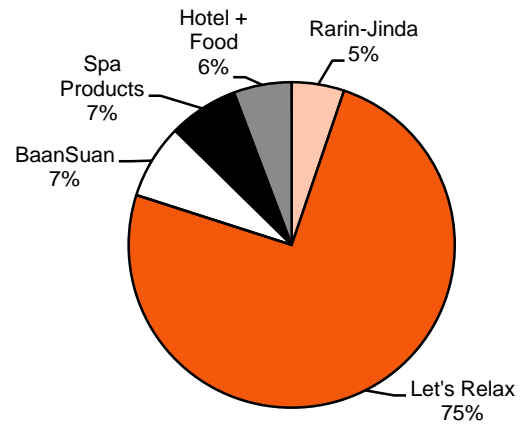
Source: Company data

Ex 2: Branch Breakdown (As of 2017F)



Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 3: Revenue Breakdown (2018F)



Source: Thanachart estimates

Ex 4: SPA Owns A Massage School ...



Source: Company data

Ex 5: ... And A Spa Products Design Center



Source: Company data

Ex 6: Rarin-Jinda Wellness Spa Resort



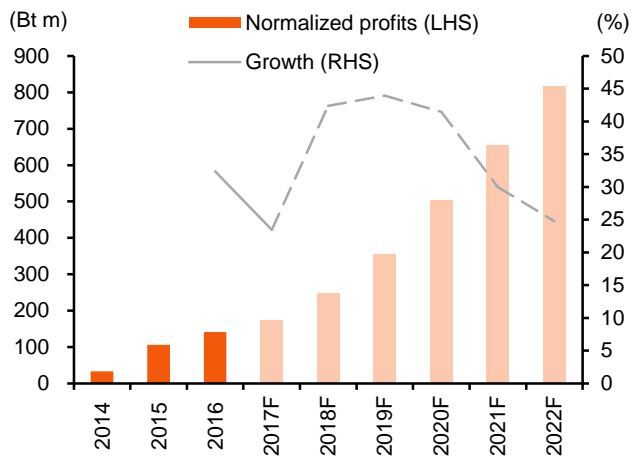
Source: Company data

Ex 7: 'Deck 1' Restaurant Located Next To The Hotel



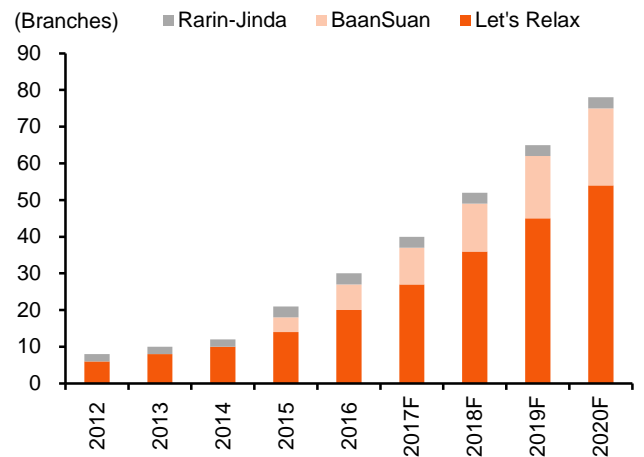
Source: Company data

Ex 8: A Growth Stock In Our View



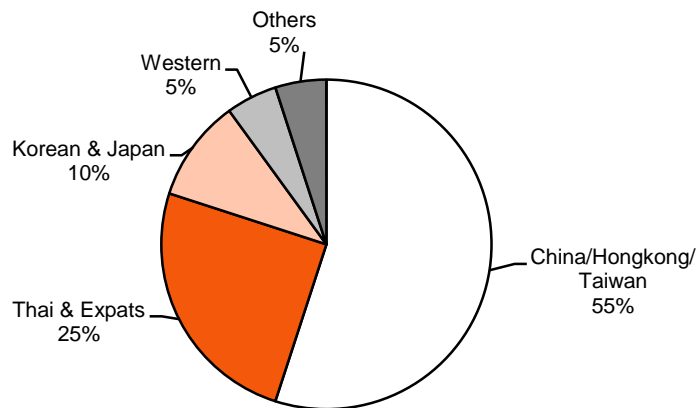
Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 9: Branch Expansion



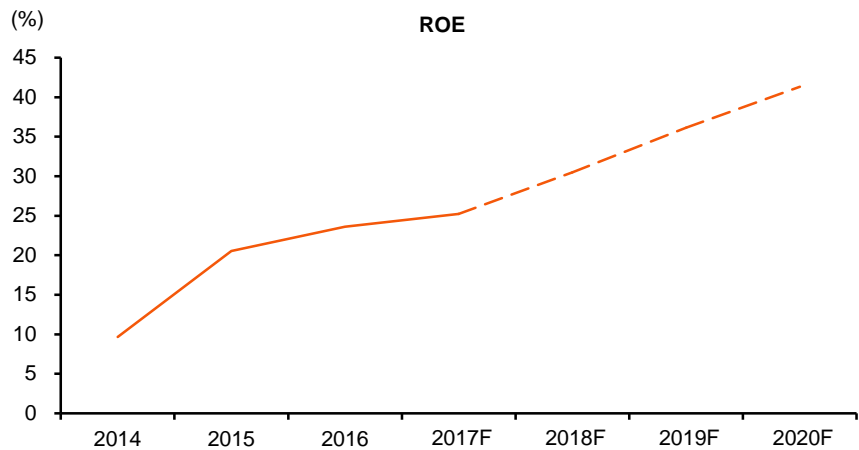
Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 10: Revenue Breakdown (3Q17)



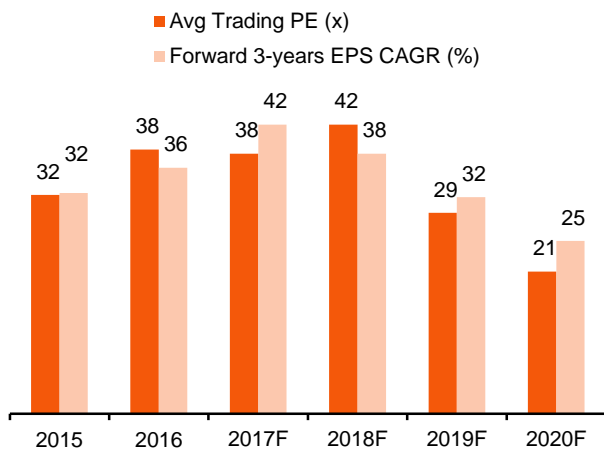
Source: Company data

Ex 11: Highly Profitable Business



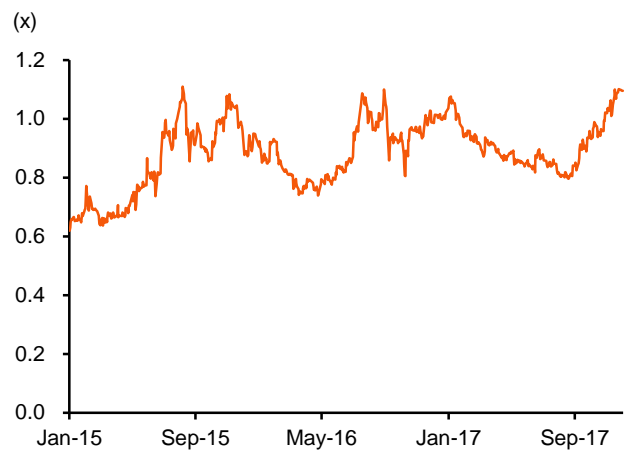
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 12: PEG Doesn't Look Too Demanding



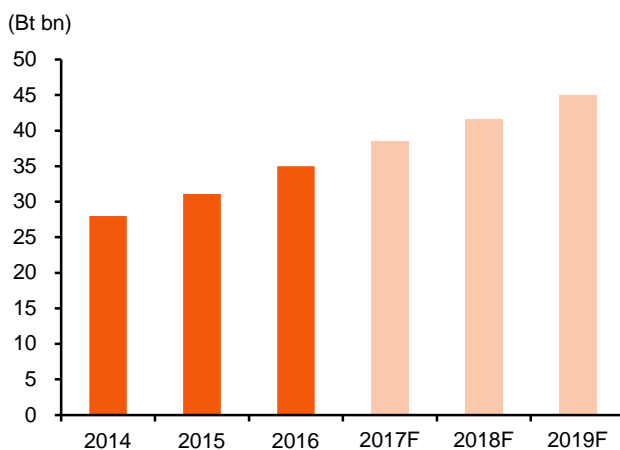
Sources: Company data; Thanachart estimates, Bloomberg

Ex 13: Historically Traded 0.8-1.2x PEG



Sources: SET; Thanachart estimates, Bloomberg

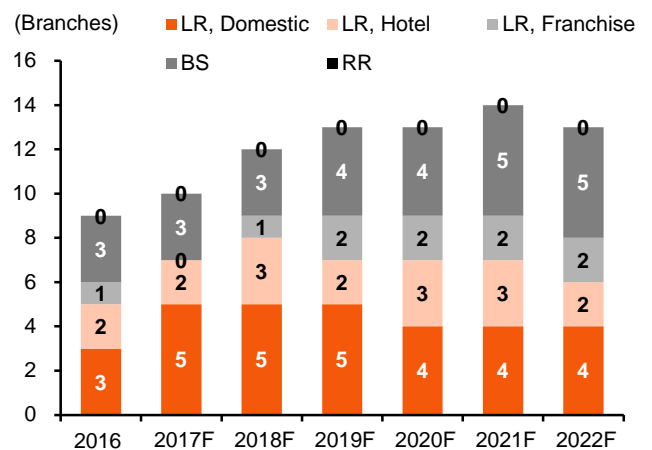
Ex 14: Growing Thai Spa Market



Sources: Company data; Thanachart estimates

Note: We assume growth in the spa business at the same pace as Thailand's tourism revenues.

Ex 15: Our Assumptions For New Branches



Sources: Company data; Thanachart estimates

Note: RR = Rarin-Jinda, LR = Let's Relax, BS = BaanSuan

Ex 16: Traditional Thai Massage



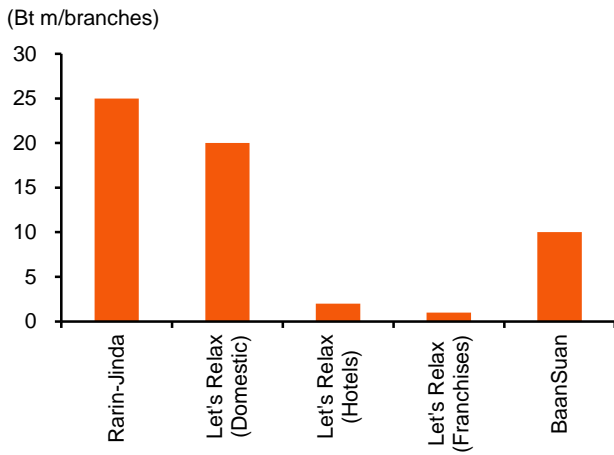
Source: Company data

Ex 17: Exclusive High-end Services



Source: Company data

Ex 18: Average Investment Costs



Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 19: Let's Relax Spa Operated At Holiday Inn Krabi



Source: Company data

Ex 20: The First Franchised 'Let's Relax' in Kunming

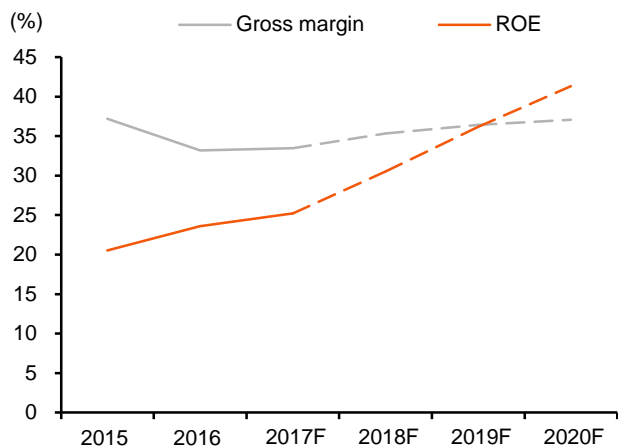


Source: Company data

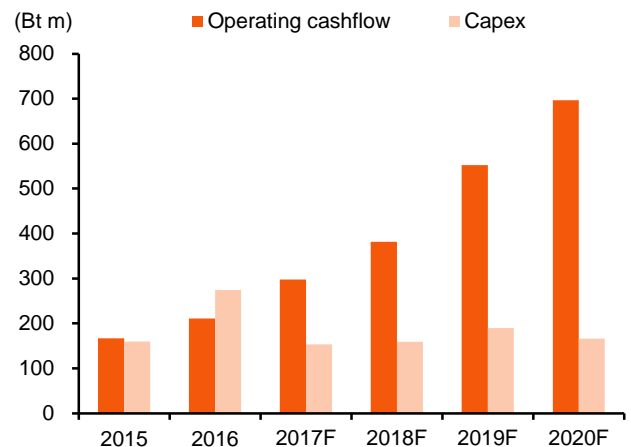
Ex 21: High-margin Spa Products



Source: Company data

Ex 22: A High Profitability Company

Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 23: Self-Financed Expansion Capex

Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 24: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2018F

(Bt m)	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	Terminal value
EBITDA	381	534	730	927	1,138	1,371	1,605	1,879	2,183	2,500	—
Free cash flow	216	325	526	679	850	1,087	1,299	1,490	1,790	2,057	25,608
PV of free cash flow	216	263	382	444	499	574	616	635	686	709	7,930
Risk-free rate (%)	4.5										
Market risk premium (%)	7.5										
Beta	1.0										
WACC (%)	11.2										
Terminal growth (%)	2.0										
Enterprise value - add investments	13,671										
Net debt (2017F)	(7)										
Minority interest	—										
Equity value	13,678										
# of shares (m)	570										
Target price/share (Bt)	24.00										

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 25: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG Code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		Div Yield	
			17F (%)	18F (%)	17F (x)	18F (x)	17F (x)	18F (x)	17F (x)	18F (x)	17F (%)	18F (%)
Emei Shan Tourism	000888 CH	China	6.6	17.8	25.0	21.3	2.3	2.1	12.0	10.9	1.2	1.3
Shanghai Jin Jiang Int'l	2006 HK	China	(14.2)	12.8	21.3	18.9	1.4	1.3	9.8	9.3	3.2	3.3
Hongkong & Shanghai	45 HK	Hong Kong	18.6	6.7	47.6	44.6	2.3	2.3	20.4	18.5	1.1	1.1
Shangri-La Asia	69 HK	Hong Kong	71.7	(5.9)	21.0	22.3	0.5	0.4	na	na	1.8	1.8
IGB Corp Bhd	IGB MK	Malaysia	12.0	(20.0)	11.8	14.8	0.8	0.8	na	na	3.4	3.4
Genting Malaysia Bhd	GENM MK	Malaysia	na	36.4	24.6	18.0	1.5	1.4	13.5	10.5	1.5	1.9
Mirvac Group	MGR AU	Australia	na	7.7	17.3	16.0	1.2	1.1	16.5	15.1	4.1	4.5
Indian Hotels	IH IN	India	na	87.2	171.6	91.6	3.8	3.8	27.4	26.1	0.4	0.5
Mandarin Oriental Int'l	MAND SP	Singapore	(18.2)	41.7	55.8	39.4	na	na	na	na	2.0	2.2
Hotel Shilla	008770 KS	South Korea	na	219.0	102.9	32.3	4.7	4.2	24.0	15.4	0.4	0.5
Resorttrust Inc	4681 JP	Japan	(7.8)	27.7	25.5	20.0	2.2	2.1	16.5	12.1	1.9	1.9
Central Plaza Hotel	CENDEL TB*	Thailand	13.5	8.1	36.5	33.7	6.5	5.8	17.6	16.5	1.1	1.2
Erawan Group	ERW TB*	Thailand	30.7	17.9	44.4	37.7	4.0	3.8	16.9	15.6	0.9	1.1
Minor International	MINT TB*	Thailand	26.1	18.8	32.5	27.4	4.5	4.0	23.6	20.5	0.7	0.9
Siam Wellness Group	SPA TB*	Thailand	23.4	42.4	60.6	42.6	14.2	11.9	36.8	27.4	0.8	1.2
Average			15.5	31.4	46.1	33.2	2.6	2.4	17.8	15.4	1.6	1.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using normalized EPS

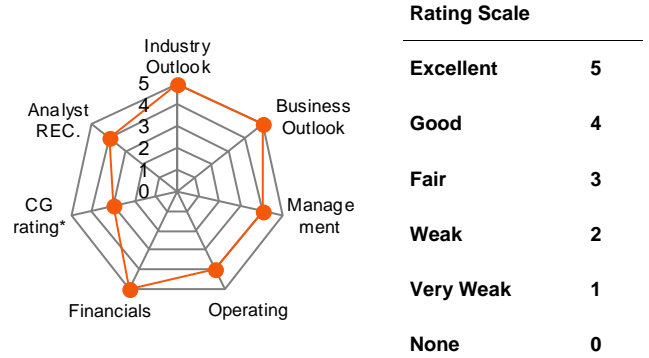
Based on 7 Dec 2017 closing prices

COMPANY DESCRIPTION

บริษัทสยามเวลเนสกรุ๊ป (จำกัด) มหาชน ดำเนินธุรกิจสปาและธุรกิจเกี่ยวเนื่องอื่นทั้งสิ้น 4 ธุรกิจ คือ 1) ธุรกิจสปาภายใต้ชื่อ "Let's Relax", "ระรินจินดา เวลเนส สปา" และ "บ้านสวนมาสาจ" 2) ธุรกิจโรงแรมและอาหาร ได้แก่ "รีสอร์ทในเชียงใหม่ในชื่อ "ระรินจินดา เวลเนส สปา รีสอร์ท" และร้านอาหาร "Deck 1" และ "D Bistro" 3) ผลิตภัณฑ์สปาภายใต้แบรนด์ "Blooming" และ 4) โรงเรียนสอนนวดแผนไทย "Blooming Thai Massage School" ซึ่งเป็นศูนย์ฝึกพนักงานนวดเพื่อให้พร้อมให้บริการในสาขาที่เพิ่มจำนวนขึ้นอย่างต่อเนื่อง

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีแบรนด์ที่ติดตลาด โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกลุ่มนักท่องเที่ยวจีน
- มีธุรกิจที่เกี่ยวข้องที่ช่วยผลิตพนักงานนวด และออกแบบผลิตภัณฑ์สปาให้เพียงพอต่อการขยายสาขาอย่างรวดเร็ว
- มีสถานะทางการเงินแข็งแกร่งเป็นเงินสดสุทธิ

O — Opportunity

- โอกาสในการแข่งขันส่วนแบ่งการตลาดจากผู้เล่นรายย่อย ทั้งจากการเปิดสาขาเอง และการเข้าซื้อกิจการ
- โอกาสในการขยายธุรกิจไปยังต่างประเทศ
- การเพิ่มรูปแบบการให้บริการในสาขาเพื่อเพิ่มยอดขายต่อสาขา

W — Weakness

- การเติบโตขึ้นอยู่กับ การขยายสาขาอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากมีข้อจำกัดในการให้บริการต่อสาขา
- มีการพึ่งพาลูกค้ากลุ่มนักท่องเที่ยวจีนเป็นอย่างมาก

T — Threat

- เหตุการณ์พิเศษนอกเหนือการควบคุมต่างๆ เช่น เหตุวิกฤติการเมือง และภัยธรรมชาติ อาจทำให้การบริการในสาขาหยุดชะงัก และทำให้ปริมาณลูกค้านักท่องเที่ยวลดลง
- มีการขยายสาขาเพิ่มต่อเนื่อง แต่มีทีมงานบริหารขนาดเล็ก

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	18.77	24.00	28%
Net profit 17F (Bt m)	189	174	-8%
Net profit 18F (Bt m)	259	248	-4%
Consensus REC	BUY: 2	HOLD: 2	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการณ์กำไรปี 2017-18F ของเรต่ำกว่าตลาด ซึ่งเราคาดว่า เป็นเพราะเรารวมผลจากการปิดปรับปรุงสาขาในปีที่เข้าไปด้วยแล้ว
- แต่อย่างไรก็ตาม ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่า consensus เนื่องจากเรามีความเชื่อมั่นต่อการเติบโตของธุรกิจในระยะยาวมากกว่าตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การขยายสาขาที่ช้ากว่าคาดจะเป็นความเสี่ยงทางลบต่อประมาณการกำไรของเรา
- เหตุการณ์ใดๆที่ทำให้เกิดการชะลอตัว หรือการหยุดชะงักในอุตสาหกรรมท่องเที่ยวและจำนวนนักท่องเที่ยวในไทย เช่น วิกฤติเศรษฐกิจโลก หรือ ภัยธรรมชาติ จะเป็นความเสี่ยงทางลบต่อประมาณการของเราเช่นกัน

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

We estimate strong EPS growth from continuous expansion

FY ending Dec (Bt m)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
Sales	533	725	979	1,267	1,713
Cost of sales	335	485	651	820	1,089
Gross profit	198	241	328	447	624
% gross margin	37.2%	33.2%	33.5%	35.3%	36.4%
Selling & administration expenses	74	89	127	167	207
Operating profit	125	151	200	280	417
% operating margin	23.3%	20.9%	20.5%	22.1%	24.3%
Depreciation & amortization	39	55	86	101	117
EBITDA	164	207	286	381	534
% EBITDA margin	30.7%	28.5%	29.2%	30.1%	31.2%
Non-operating income	10	14	20	32	31
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1)	(2)	(3)	(2)	(2)
Pre-tax profit	134	164	218	310	446
Income tax	27	23	44	62	89
After-tax profit	106	141	174	248	357
% net margin	20.0%	19.4%	17.8%	19.5%	20.8%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	106	141	174	248	357
Normalized profit	106	141	174	248	357
EPS (Bt)	0.2	0.2	0.3	0.4	0.6
Normalized EPS (Bt)	0.2	0.2	0.3	0.4	0.6

BALANCE SHEET

Strong balance sheet with a net-cash status, on our estimates

FY ending Dec (Bt m)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
ASSETS:					
Current assets:	114	88	119	233	384
Cash & cash equivalent	60	33	70	170	300
Account receivables	4	9	11	14	19
Inventories	14	20	27	34	45
Others	35	26	11	15	20
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	480	699	766	821	885
Other assets	61	78	105	136	184
Total assets	655	865	991	1,190	1,453
LIABILITIES:					
Current liabilities:	75	120	163	199	261
Account payables	39	70	98	124	164
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	0
Current LT debt	0	21	13	15	10
Others current liabilities	36	30	53	60	87
Total LT debt	1	80	50	61	40
Others LT liabilities	20	19	26	34	46
Total liabilities	100	226	250	307	364
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	143	143	143	143	143
Share premium	279	279	279	279	279
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(6)	(6)	(6)	(6)	(6)
Retained earnings	139	223	325	467	673
Shareholders' equity	555	639	741	883	1,089
Liabilities & equity	655	865	991	1,190	1,453

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
Earnings before tax	134	164	218	310	446
Tax paid	(15)	(28)	(33)	(61)	(79)
Depreciation & amortization	39	55	86	101	117
Chg In working capital	(4)	20	19	15	24
Chg In other CA & CL / minorities	13	(1)	9	2	11
Cash flow from operations	167	211	298	367	519
Capex	(160)	(274)	(153)	(155)	(181)
ST loans & investments	74	8	18	0	0
LT loans & investments	0	0	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(33)	(15)	(16)	(20)	(31)
Cash flow from investments	(118)	(281)	(151)	(175)	(212)
Debt financing	(58)	100	(38)	14	(26)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	0	0	(72)	(105)	(151)
Warrants & other surplus	(35)	(57)	0	0	0
Cash flow from financing	(92)	43	(110)	(92)	(177)
Free cash flow	7	(63)	145	212	338

Operating cash flow more than covers investment capex

VALUATION

FY ending Dec	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
Normalized PE (x)	99.0	74.8	60.6	42.6	29.6
Normalized PE - at target price (x)	128.5	97.0	78.6	55.2	38.4
PE (x)	99.0	74.8	60.6	42.6	29.6
PE - at target price (x)	128.5	97.0	78.6	55.2	38.4
EV/EBITDA (x)	64.1	51.3	36.8	27.4	19.3
EV/EBITDA - at target price (x)	83.3	66.5	47.8	35.7	25.1
P/BV (x)	19.0	16.5	14.2	11.9	9.7
P/BV - at target price (x)	24.7	21.4	18.5	15.5	12.6
P/CFO (x)	63.3	50.0	35.4	28.8	20.3
Price/sales (x)	19.8	14.5	10.8	8.3	6.2
Dividend yield (%)	0.5	0.5	0.8	1.2	1.7
FCF Yield (%)	0.1	(0.6)	1.4	2.0	3.2
(Bt)					
Normalized EPS	0.2	0.2	0.3	0.4	0.6
EPS	0.2	0.2	0.3	0.4	0.6
DPS	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3
BV/share	1.0	1.1	1.3	1.5	1.9
CFO/share	0.3	0.4	0.5	0.6	0.9
FCF/share	0.0	(0.1)	0.3	0.4	0.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation not too demanding in our view at 1.0x PEG...

...with a clear earnings growth outlook

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
Growth Rate					
Sales (%)	57.6	36.0	35.0	29.5	35.2
Net profit (%)	220.3	32.4	23.4	42.4	43.9
EPS (%)	220.3	32.4	23.4	42.4	43.9
Normalized profit (%)	220.3	32.4	23.4	42.4	43.9
Normalized EPS (%)	220.3	32.4	23.4	42.4	43.9
Dividend payout ratio (%)	53.5	40.4	50.0	50.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	37.2	33.2	33.5	35.3	36.4
Operating margin (%)	23.3	20.9	20.5	22.1	24.3
EBITDA margin (%)	30.7	28.5	29.2	30.1	31.2
Net margin (%)	20.0	19.4	17.8	19.5	20.8
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.2	0.1	0.1	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.1)	0.1	(0.0)	(0.1)	(0.2)
Interest coverage - EBIT (x)	106.2	96.7	79.7	130.8	213.5
Interest coverage - EBITDA (x)	139.5	132.0	113.8	177.7	273.6
ROA - using norm profit (%)	17.0	18.5	18.8	22.7	27.0
ROE - using norm profit (%)	20.5	23.6	25.2	30.5	36.2
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	20.5	23.6	25.2	30.5	36.2
- asset turnover (x)	0.8	1.0	1.1	1.2	1.3
- operating margin (%)	25.3	22.8	22.5	24.6	26.1
- leverage (x)	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3
- interest burden (%)	99.1	99.1	98.9	99.3	99.6
- tax burden (%)	79.7	86.0	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	11.2	11.2	11.2	11.2	11.2
ROIC (%)	22.7	26.3	22.7	30.6	42.2
NOPAT (Bt m)	99	130	160	224	334

Sources: Company data, Thanachart estimates