

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 11.00

(From: Bt 10.00)

Upside : 43.8%

27 APRIL 2022

Small Cap Research

Siam Wellness Group (SPA TB)

ซื้อรอการท่องเที่ยวฟื้นตัว

เรายังแนะนำ “ซื้อ” SPA ที่จะได้ประโยชน์จากการคลายล็อกดาวน์โควิด และการเปิดประเทศต่อการท่องเที่ยว แม้เรามองว่า SPA จะรับรู้แรงบวก ได้ช้ากว่ากลุ่มฯ เพราะเรานักท่องเที่ยวจีนซึ่งเป็นลูกค้าหลักจะกลับมาในปี 2023 แต่ในระยะสั้น เราคาดการณ์ฟื้นตัวของลูกค้าไทยและการกลับมาเปิด สาขาเติมที่หลังล็อกดาวน์จะทำให้ SPA พลิกกลับมาสู่กำไรได้ใน 2H22F



NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662 – 483 8296

nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

ปัจจัยผลักดันการฟื้นตัวที่สำคัญ

เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” SPA จากปัจจัยหนุน 3 ประการ 1) เราคาดการณ์ใช้บริการจากลูกค้าไทยจะสูงขึ้นกว่าระดับก่อนโควิด และทำให้อัตราการเข้าใช้บริการสาขาของ SPA ฟื้นตัวสู่ระดับที่ทำกำไรได้ คือ 30% ใน 2H22F (จาก 22%/8% ระหว่างล็อกดาวน์ในช่วงปี 2020-21) 2) ด้วย 75% ของรายได้ SPA ช่วงก่อนโควิดมาจากนักท่องเที่ยวต่างชาติ การผ่อนคลายข้อจำกัดการเดินทางเข้าประเทศไทยจึงน่าจะช่วยให้กำไร SPA ทอยย ปรับดีขึ้น และเราคาดว่าลูกค้าหลักซึ่งคือนักท่องเที่ยวจีนจะกลับมาได้ในปี 2023F 3) เราคาดว่ายอดขายชุดตรวจ ATK สำหรับโควิด-19 จะช่วยหนุน กำไรของ SPA ได้ในช่วงที่รายได้หลักจากบริการนวดและยืดกล้ามเนื้อ กำลังฟื้นตัวในปี 2022-23F เราคาดว่า SPA จะพลิกกลับมากำไร 74/194 ลบ. ในปี 2023-24F หรือ 30%/80% ของระดับก่อนโควิด (2019) เราให้ราคาเป้าหมาย SPA ด้วยวิธีประเมินมูลค่า DCF บนปี 2023F ที่ 11 บาท/หุ้น

ผลกระทบจากการล็อกดาวน์

เราคาดทุกสาขาของ SPA จะเปิดบริการได้เต็มที่ในปีนี้ หลังถูกปิดชั่วคราว 2.5 และ 6.5 เดือนในช่วงการล็อกดาวน์โควิดในปี 2020-21 เราเห็นการฟื้นตัวของลูกค้าไทยในปี นี้ แม้มีสัดส่วนเล็กน้อยระหว่างเดือนมกราคมจากการระบาดของโอไมครอน เรามองว่าการทำงานที่ไม่ถูกสุขลักษณะในช่วง Work from home และการงดกิจกรรมนอกบ้าน ส่งผลให้ความต้องการใช้บริการนวดและยืดกล้ามเนื้อของ SPA เพิ่มขึ้น ในขณะที่คนไทยเริ่มกลับมาใช้ชีวิตปกติ เราคาดว่า SPA จะมีกระแสเงินสดเป็นบวกอีกครั้งด้วยอัตราการเข้าใช้บริการ 20% ใน 1H22F และมีกำไรใน 2H22F ที่อัตราการเข้าใช้บริการ 30% ใน 2H22F

การกลับมาของนักท่องเที่ยวต่างชาติ

เราคาดประเทศไทยมีนักท่องเที่ยวต่างชาติ 4/20/35 ล้านคน ในปี 2022-24F โดยเร่งตัวในครึ่งปีหลังหลังได้ประโยชน์จากการยกเลิกข้อกำหนดการทดสอบ RT-PCR เราจึงคาดว่ารายได้จากนักท่องเที่ยวต่างชาติจะกลับมามีนัยสำคัญในปี 2023F ทำให้รายได้ของ SPA ฟื้นตัวเป็น 35%/64%/82% ของระดับก่อนโควิดในช่วงปี 2022-24F บนสมมติฐานเราว่านักท่องเที่ยวชาวจีน (ซึ่งเป็น 55% ของรายได้ช่วงก่อนโควิด) จะกลับมาในปี 2023F เราเชื่อว่าแบรนด์ที่แข็งแกร่ง การมีสาขาในเครือโรงแรม และคุณภาพด้านสุขอนามัยที่ดีกว่า จะเป็นจุดแข็งของ SPA ให้เหนือกว่าร้านให้บริการนวดอื่น และดึงดูดนักท่องเที่ยวชาติอื่นได้แม้ไม่ใช่ชาวจีนในช่วงการฟื้นตัว

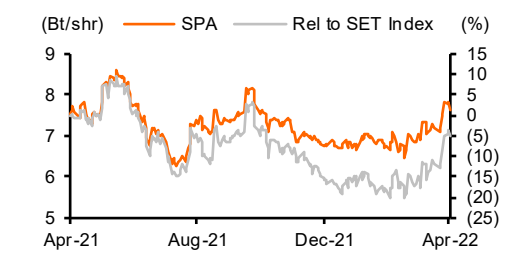
การขายโควิด Covid-ATK

เรารวมกำไรจากการขาย Covid-ATK เข้าในประมาณการปี 2022-23F ที่ 30/20 ลบ. หลัง SPA เริ่มนำเข้า Covid ATK ใน 4Q21 เพื่อใช้ตรวจพนักงานรายวัน และให้บริการแก่ลูกค้าก่อนใช้บริการ เพื่อเพิ่มความมั่นใจให้กับลูกค้า และเนื่องจากความต้องการ ATK นั้นเพิ่มขึ้นต่อเนื่องจากการที่ธุรกิจบริการอื่นก็ต้องจัดการทดสอบให้พนักงาน ในขณะที่คนไทยเองเริ่มสร้างนิสัยและกฎเกณฑ์ให้มีการทดสอบ ATK ด้วยตนเองก่อนร่วมกิจกรรมสาธารณะต่างๆ SPA จึงเพิ่มการนำเข้า Covid ATK ขึ้นเพื่อการขายด้วยในปี นี้ โดยเราใช้สมมติฐานยอดขาย ATK 80/50/10 ลบ. ในปี 2022-24F

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	168	577	939	1,167
Net profit	(287)	(61)	74	194
Consensus NP	—	(106)	165	189
Diff frm cons (%)	—	na	(55.4)	2.8
Norm profit	(274)	(61)	74	194
Prev. Norm profit	—	(119)	96	243
Chg frm prev (%)	—	na	(23.6)	(20.0)
Norm EPS (Bt)	(0.3)	(0.1)	0.1	0.2
Norm EPS grw (%)	na	na	na	163.4
Norm PE (x)	na	na	88.7	33.7
EV/EBITDA (x)	83.6	24.1	16.1	12.1
P/BV (x)	10.6	11.7	10.4	8.3
Div yield (%)	0.0	0.0	0.0	1.2
ROE (%)	na	na	12.4	27.4
Net D/E (%)	66.6	83.6	45.3	10.7

PRICE PERFORMANCE



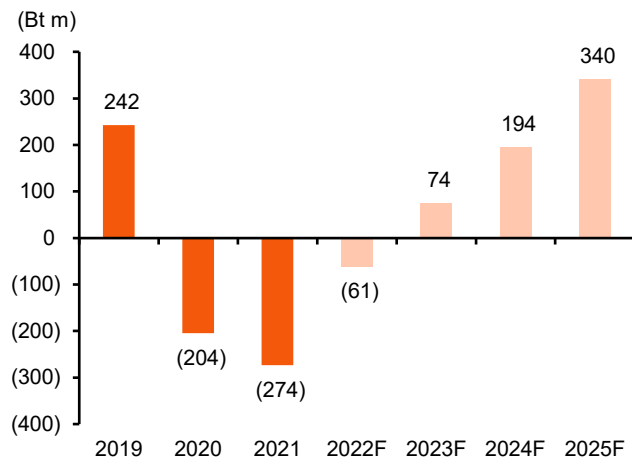
COMPANY INFORMATION

Price as of 27-Apr-22 (Bt)	7.65
Market Cap (US\$ m)	190.6
Listed Shares (m shares)	855.0
Free Float (%)	55.9
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.3
12M Price H/L (Bt)	8.60/6.25
Sector	MAI
Major Shareholder	Jiravanstitt family 16.39%

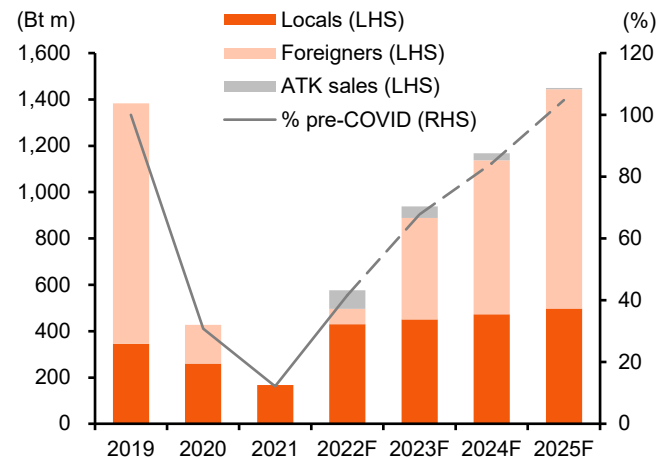
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไม่ทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Earnings Turnaround Post-COVID

Sources: Company data; Thanachart estimates

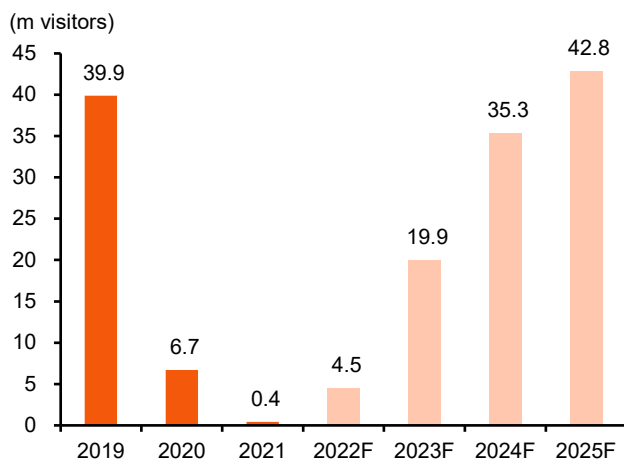
Ex 2: Our Revenue Recovery Trend Forecasts

Sources: Company data; Thanachart estimates

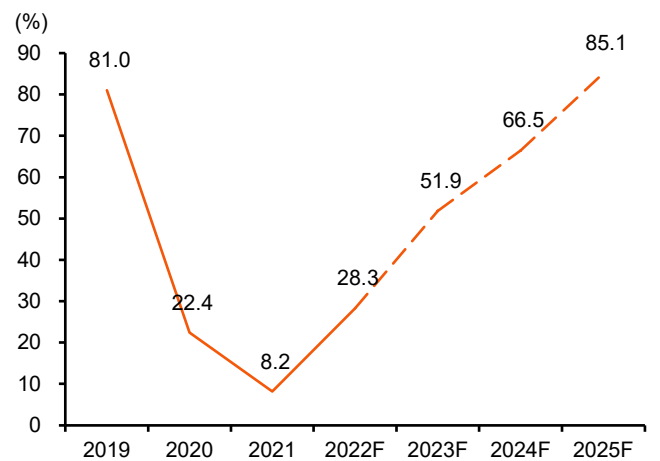
Ex 3: SPA's Shop Closures During COVID-19 Lockdowns

	Q1		Q2		Q3		Q4	Total
2020		18 - 31 Mar (14 days)	1 Apr - 31 May (51 days)					65 days
2021	2 - 22 Jan (21 days)			18 Apr - 30 Jun (74 days)	1 Jul - 30 Sep (92 days)			187 days

Sources: Company data

Ex 4: Our Tourist Arrival Assumptions

Sources: Thai Ministry of Tourism; Thanachart estimates

Ex 5: Normalized Shop Utilization In 2025F

Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 6: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2023F

(Bt m)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Terminal value
EBITDA excl. depre from right of use	241	374	536	615	673	718	766	816	868	924	983	—
Free cash flow	133	259	401	466	497	536	580	647	691	738	788	14,220
PV of free cash flow	125	228	326	353	351	354	357	371	356	353	350	6,317
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.0											
WACC (%)	6.7											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	9,840											
Net debt (2022F)	466											
Minority interest	—											
Equity value	9,373											
# of shares (m)	855											
Target price/share (Bt)	11.00											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison**Ex 7: Valuation Comparison With Regional Peers**

Name	BBG Code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		Div Yield	
			22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
			(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
Emei Shan Tourism	000888 CH	China	na	33.9	17.8	13.3	1.3	1.2	7.9	6.5	0.5	0.0
Shanghai Jin Jiang Int'l	2006 HK	China	na	(20.0)	34.3	42.9	1.8	1.8	10.7	na	1.3	na
Hongkong & Shanghai	45 HK	Hong Kong	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Shangri-La Asia	69 HK	Hong Kong	na	na	na	33.6	na	na	35.2	23.4	0.5	0.8
IGB Corp Bhd	IGB MK	Malaysia	(45.2)	28.6	na	na	na	na	na	na	na	na
Genting Malaysia Bhd	GENM MK	Malaysia	na	59.6	21.6	13.5	1.2	1.2	10.1	8.4	4.7	5.2
Mirvac Group	MGR AU	Australia	(33.6)	5.9	15.7	14.8	0.8	0.8	18.4	17.1	4.3	4.6
Indian Hotels	IH IN	India	na	na	na	59.0	5.7	5.3	73.7	28.9	0.2	0.3
Mandarin Oriental Int'l	MAND SP	Singapore	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Hotel Shilla	008770 KS	South Korea	206.2	81.6	36.5	20.1	4.5	3.7	14.2	11.4	0.3	0.3
Resorttrust Inc	4681 JP	Japan	na	14.1	33.3	29.2	2.0	1.9	13.6	11.8	1.4	1.5
Central Plaza Hotel	CENTEL TB*	Thailand	na	433.0	185.2	34.7	3.2	2.9	18.0	13.3	0.0	0.0
Erawan Group	ERW TB*	Thailand	na	na	na	71.8	3.2	3.1	44.1	14.3	0.0	0.3
Minor International	MINT TB*	Thailand	na	na	na	36.7	2.5	2.6	15.0	11.3	0.0	0.5
Siam Wellness Group	SPA TB*	Thailand	na	na	na	88.7	11.7	10.4	24.1	16.1	0.0	0.0
Average			221.6	82.7	49.0	37.0	3.4	3.1	23.6	14.7	1.0	1.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using normalized EPS

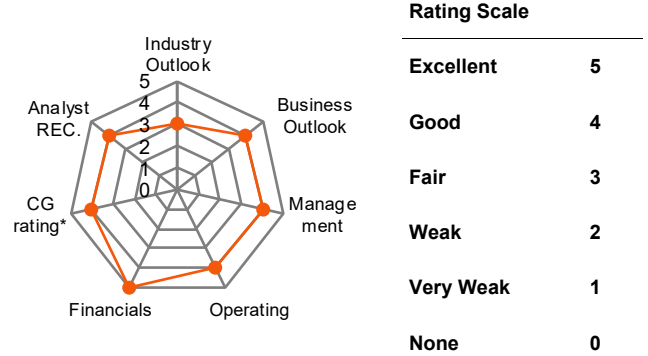
Based on 27 Apr 2022 closing prices

COMPANY DESCRIPTION

บริษัทสยามเวลเนสกรุ๊ป (จำกัด) มหาชน ดำเนินธุรกิจสปาและธุรกิจเกี่ยวเนื่องอื่นทั้งสิ้น 4 ธุรกิจ คือ 1) ธุรกิจสปาภายใต้ชื่อ “Let's Relax”, “ระรินจินดา เวลเนส สปา” และ “บ้านสวนมาสาจ” 2) ธุรกิจโรงแรมและอาหาร ได้แก่ รีสอร์ทในเชียงใหม่ชื่อ “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
- มีธุรกิจที่เกี่ยวข้องที่ช่วยผลิตพนักงานนวดและออกแบบผลิตภัณฑ์สปาให้เพียงพอต่อการขยายสาขาอย่างรวดเร็ว
- เป็นธุรกิจที่ใช้ฐานสินทรัพย์ต่ำ

O — Opportunity

- โอกาสในการแย่งชิงส่วนแบ่งการตลาดจากผู้เล่นรายย่อย ทั้งจากการเปิดสาขาเอง และการเข้าซื้อกิจการ
- โอกาสในการขยายธุรกิจไปยังต่างประเทศ
- การเพิ่มรูปแบบการให้บริการในสาขาเพื่อเพิ่มยอดขายต่อสาขา และยอดขายต่อการเข้าใช้บริการ

W — Weakness

- การเติบโตขึ้นอยู่กับการขยายสาขาอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากมีข้อจำกัดในการให้บริการต่อสาขา
- มีการพึ่งพาลาดกลุ่มนักท่องเที่ยวอย่างมาก

T — Threat

- เหตุการณ์พิเศษนอกเหนือการควบคุมต่างๆ เช่น เหตุวิฤติการเมือง และภัยธรรมชาติ อาจทำให้การบริการในสาขาหยุดชะงัก และทำให้ปริมาณลูกค้านักท่องเที่ยวลดลง
- มีการจำนวนสาขาเพิ่มขึ้นมาก แต่ยังมีทีมงานบริหารขนาดเล็ก

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	8.57	11.00	28%
Net profit 22F (Bt m)	(106)	(61)	na
Net profit 23F (Bt m)	165	74	-55%
Consensus REC	BUY: 7	HOLD: 1	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- เราให้ปี 2022F มีผลขาดทุนน้อยกว่าของ Bloomberg consensus แต่เราให้กำไรปี 2023F ต่ำกว่า ซึ่งอาจเป็นเพราะเราสมมติให้นักท่องเที่ยวชาวจีนเดินทางกลับเข้ามายังประเทศช้าลง
- แต่ราคาเป้าหมายของเรานั้นสูงกว่า เนื่องจากเราปรับมาใช้ปีฐานปี 2023F ขณะที่เรายังคงมองบวกต่อการเติบโตในระยะยาว

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การฟื้นตัวของการท่องเที่ยวในประเทศไทยที่ช้ากว่าที่คาดการณ์ไว้ หรือการระบาดของไวรัสโควิด-19 รอบอื่นในประเทศ จะเป็นความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญต่อมุมมองเชิงบวกของเราต่อ SPA
- การขยายสาขาที่ช้าลงแสดงถึงความเสี่ยงด้านลบต่อการคาดการณ์กำไรของเรา
- เหตุการณ์ใดๆ ที่ทำให้อุตสาหกรรมการท่องเที่ยวของประเทศไทยตกต่ำ เช่น เหตุการณ์ที่เกี่ยวข้องกับการเมือง เศรษฐกิจโลก หรือภัยธรรมชาติ จะส่งผลกระทบต่อตัวเลขของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

Revenue turning around
post-COVID

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	427	168	577	939	1,167
Cost of sales	507	319	486	687	787
Gross profit	(80)	(151)	91	251	380
% gross margin	-18.7%	-90.0%	15.8%	26.8%	32.6%
Selling & administration expenses	113	93	110	134	133
Operating profit	(192)	(244)	(19)	118	248
% operating margin	-45.1%	-145.3%	-3.3%	12.5%	21.2%
Depreciation & amortization	309	327	310	307	302
EBITDA	116	83	291	425	550
% EBITDA margin	27.2%	49.6%	50.5%	45.2%	47.1%
Non-operating income	9	7	7	11	16
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(21)	(44)	(48)	(42)	(34)
Pre-tax profit	(205)	(280)	(61)	87	230
Income tax	(1)	(7)	0	14	36
After-tax profit	(204)	(274)	(61)	74	194
% net margin	-47.9%	-163.2%	-10.5%	7.9%	16.6%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	(5)	(13)	0	0	0
NET PROFIT	(209)	(287)	(61)	74	194
Normalized profit	(204)	(274)	(61)	74	194
EPS (Bt)	(0.2)	(0.3)	(0.1)	0.1	0.2
Normalized EPS (Bt)	(0.2)	(0.3)	(0.1)	0.1	0.2

BALANCE SHEET

Asset-light model has
helped it weather the
COVID crisis

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	231	203	277	539	740
Cash & cash equivalent	115	110	50	200	350
Account receivables	22	15	47	64	64
Inventories	40	28	40	47	43
Others	55	50	140	228	283
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	1,075	947	891	852	816
Other assets	1,326	1,108	891	695	510
Total assets	2,632	2,258	2,059	2,087	2,067
LIABILITIES:					
Current liabilities:	361	374	370	464	463
Account payables	45	37	47	66	75
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	0
Current LT debt	103	114	103	97	87
Others current liabilities	213	223	220	301	300
Total LT debt	288	407	413	389	348
Others LT liabilities	1,078	858	718	602	469
Total liabilities	1,727	1,639	1,501	1,455	1,280
Minority interest	0	0	0	0	(0)
Preferred shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	214	214	214	214	214
Share premium	279	279	279	279	279
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	44	44	44	44	44
Retained earnings	368	81	21	95	250
Shareholders' equity	905	618	558	632	787
Liabilities & equity	2,632	2,258	2,059	2,087	2,067

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	(205)	(280)	(61)	87	230
Tax paid	(21)	4	2	(13)	(34)
Depreciation & amortization	309	327	310	307	302
Chg In working capital	(37)	11	(35)	(5)	14
Chg In other CA & CL / minorities	179	26	(104)	(7)	(58)
Cash flow from operations	225	88	113	369	454
Capex	(118)	(7)	(65)	(85)	(90)
Right of use	(1,352)	32	28	20	18
ST loans & investments	30	0	9	0	0
LT loans & investments	0	0	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	996	(248)	(140)	(124)	(141)
Cash flow from investments	(444)	(223)	(168)	(189)	(213)
Debt financing	226	130	(5)	(30)	(52)
Capital increase	71	0	0	0	0
Dividends paid	(17)	0	0	0	(39)
Warrants & other surplus	(72)	0	0	0	0
Cash flow from financing	208	130	(5)	(30)	(90)
Free cash flow	107	81	48	284	364

We expect no liquidity
issue for SPA

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	na	na	na	88.7	33.7
Normalized PE - at target price (x)	na	na	na	127.6	48.4
PE (x)	na	na	na	88.7	33.7
PE - at target price (x)	na	na	na	127.6	48.4
EV/EBITDA (x)	58.6	83.6	24.1	16.1	12.1
EV/EBITDA - at target price (x)	83.3	118.1	33.9	22.8	17.3
P/BV (x)	7.2	10.6	11.7	10.4	8.3
P/BV - at target price (x)	10.4	15.2	16.9	14.9	12.0
P/CFO (x)	29.1	74.4	57.7	17.7	14.4
Price/sales (x)	15.3	39.0	11.3	7.0	5.6
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	1.2
FCF Yield (%)	1.6	1.2	0.7	4.3	5.6
(Bt)					
Normalized EPS	(0.2)	(0.3)	(0.1)	0.1	0.2
EPS	(0.2)	(0.3)	(0.1)	0.1	0.2
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
BV/share	1.1	0.7	0.7	0.7	0.9
CFO/share	0.3	0.1	0.1	0.4	0.5
FCF/share	0.1	0.1	0.1	0.3	0.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(69.1)	(60.7)	244.1	62.7	24.3
Net profit (%)	na	na	na	na	163.4
EPS (%)	na	na	na	na	163.4
Normalized profit (%)	na	na	na	na	163.4
Normalized EPS (%)	na	na	na	na	163.4
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	(18.7)	(90.0)	15.8	26.8	32.6
Operating margin (%)	(45.1)	(145.3)	(3.3)	12.5	21.2
EBITDA margin (%)	27.2	49.6	50.5	45.2	47.1
Net margin (%)	(47.9)	(163.2)	(10.5)	7.9	16.6
D/E (incl. minor) (x)	0.4	0.8	0.9	0.8	0.6
Net D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.7	0.8	0.5	0.1
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	na	2.82	7.3
Interest coverage - EBITDA (x)	5.4	1.9	6.0	10.2	16.3
ROA - using norm profit (%)	na	na	na	3.6	9.4
ROE - using norm profit (%)	na	na	na	12.4	27.4
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	na	12.4	27.4
- asset turnover (x)	0.2	0.1	0.3	0.5	0.6
- operating margin (%)	na	na	na	13.7	22.6
- leverage (x)	2.0	3.2	3.7	3.5	2.9
- interest burden (%)	111.7	118.7	495.2	67.7	87.2
- tax burden (%)	na	na	na	84.5	84.5
WACC (%)	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7
ROIC (%)	(16.4)	(20.6)	(1.6)	9.7	22.8
NOPAT (Bt m)	(192)	(244)	(16)	99	209
invested capital (Bt m)	1,182	1,030	1,024	918	872

Sources: Company data, Thanachart estimates

We forecast SPA to
return to profitability in
2023F

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an “Overweight” sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. “Underweight” is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. “Neutral” is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ถือและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 79 หลักทรัพย์ ได้แก่ AMAT16C2206A , AOT16C2204A , AOT16C2206A , AWC16C2207A , BAM16C2204A , BAM16C2206A , BAM16C2207A , BANP16C2204A , BANP16C2205A , BANP16C2207A , BBL16C2204A , BCH16C2207A , BEC16C2204A , BEC16C2207A , BGRI16C2205A , BLA16C2208A , BLA16C2205A , CBG16C2204A , CBG16C2205A , CBG16C2207A , CHG16C2207A , COM716C2208A , COM716C2205A , CPAL16C2204A , CPF16C2205A , CRC16C2204A , DOHO16C2207A , EA16C2205A , EA16C2206A , EA16C2207A , GPSC16C2205A , GPSC16C2206A , GPSC16C2207A , GULF16C2205A , GULF16C2207A , GUNK16C2205A , GUNK16C2206A , GUNK16C2207A , HANA16C2204A , HANA16C2205A , HANA16C2207A , INTU16C2205A , IRPC16C2205A , IVL16C2206A , JMAR16C2205A , JMAR16C2206A , JMT16C2205A , JMT16C2207A , KBAN16C2208A , KBAN16C2204A , KBAN16C2206A , KCE16C2208A , KCE16C2204A , KCE16C2205A , KCE16C2205B , MEGA16C2207A , MINT16C2204A , MINT16C2207A , MTC16C2204A , OR16C2205A , PTT16C2205A , PTTG16C2207A , RCL16C2205A , RS16C2205A , RS016C2206A , RS016P2206A , RS016P2206B , SAWA16C2204A , SAWA16C2205A , SCC16C2204A , STEC16C2204A , SYNE16C2206A , TOP16C2206A , TRUE16C2205A , TRUE16C2205B , TTA16C2208A , TTA16C2207A , TU16C2204A , WHA16C2204A (underlying securities are AMATA , AOT , AWC , BAM , BANPU , BBL , BCH , BEC , BGRIM , BLA , CBG , CHG , COM7 , CPALL , CPF , CRC , DOHOME , EA , GPSC , GULF , GUNKUL , HANA , INTUCH , IRPC , IVL , JMART , JMT , KBANK , KCE , MEGA , MINT , MTC , OR , PTT , PTTGC , RCL , RS , SAWAD , SCC , SET50 , STEC , SYNEX , TOP , TRUE , TTA , TU , WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

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

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

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

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

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566” ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิการกุล, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

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

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน
สรชดา สรทรง
Tel: 662-779-9106
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

พลังงาน, ปิโตรเคมี
ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
Tel: 662-779-9110
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

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

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

Thematic Research, กระดาษ
จักร เรืองสินภิญญา
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม
พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์
Tel: 662-779-9109
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา
ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
Tel: 662-779-9112
saksid.pha@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพลตฟอร์ม
ลาภินี ทิพยมณฑล
Tel: 662-779-9115
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค
ภัทรวัลย์ หวังมั่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ
สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์
Tel: 662-483-8303
sittichet.run@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร
ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์
Tel: 662-483-8296
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้าน
รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม
ศิริพร อรุโณทัย
Tel: 662-779-9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค
วิชานันท์ ธรรมบำรุง
Tel: 662-779-9123
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน
นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล
Tel: 662-779-9108
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต
Tel: 662-779-9117
sunset.rak@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล
Tel: 662-779-9118
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี
Tel: 662-779-9116
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

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

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

Thanachart Securities Pcl.

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