



Siam Wellness Group PCL

SPA TB	Outperform							
Target Price	Bt	8.16						
Price (22/03/202	2)	Bt		6.90				
Upside	%	18.22						
Valuation			DCF					
Sector	Services							
Market Cap	Btm	Btm 5,899						
30-day avg turno	Btm		6.42					
No. of shares on i	m		855					
CG Scoring Very God								
Anti-Corruption Indicator N/A								
Investment fundamentals								
Year end Dec 31	2020A	2021A	2022E	2023E				
Company Financials								
Revenue (Btmn)	427	168	537	1,316				
Core profit (Btmn)	-209	-287	-153	191				

rear end Dec 31	2020A	ZUZIA	2022L	2023L				
Company Financials								
Revenue (Btmn)	427	168	537	1,316				
Core profit (Btmn)	-209	-287	-153	191				
Net profit (Btmn)	-209	-287	-153	191				
Net EPS (Bt)	-0.24	-0.34	-0.18	0.22				
DPS (Bt)	0.00	0.00	0.00	0.00				
BVPS (Bt)	1.06	0.72	0.48	0.70				
Net EPS growth (%)	-156.7	-37.13	46.51	224.27				
ROA (%)	-10.08	-11.73	-6.72	8.25				
ROE (%)	-20.53	-37.63	-29.89	37.88				
Net D/E (x)	1.63	2.28	4.27	2.43				
Valuation								
P/E (x)	-28.42	-20.58	-38.46	30.95				
P/BV (x)	6.56	9.54	14.46	9.86				
EV/EBITDA (x)	515.83	99.5	47.55	12.75				
Dividend yield (%)	0.00	0.00	0.00	0.00				
CD4 TD CTT C								

SPA TB rel SET performance



Mar-21 May-21 Jul-21 Sep-21 Nov-21 Jan-22 Mar-22 Source: Bloomberg (All figures in THB unless noted.)

Disclaimer: KS or its affiliates is acting or may act as the underwriter, issuer, and/or market maker of the securities mentioned in this document and/or other financial instruments related to the securities mentioned in this document, including but not limit to, bonds, debentures, derivatives warrants, and structured notes. Investors should study the information contained in the prospectus or related document before investing in the shares and other financial instruments.

Analyst

Pisut Ngamvijitvong Pisut.n@kasikornsecurities.com

Assistant Analyst
Phochara Lertwiram

23 March 2022 Kasikorn Securities Public Company Limited

รายได้พิเศษจากการขายชุดตรวจ ATK

- ผู้บริหารประมาณการรายได้ปี 2565 ที่ 500-600 ลบ. หรือเดิบโต 198-258% YoY ภายใต้สมมุติฐานนักท่องเที่ยวต่างชาติขาเข้าที่ 6 ล้านคน
- ► SPA ได้เริ่มขายชุดตรวจ ATK สำหรับตรวจหาเชื้อโควิด-19 ตั้งแต่ปลายไตรมาส 4/2564 คาดว่าจะมีรายได้ 20 ลบ. ในไตรมาส 1/2565
- ► คงคำแนะนำ "ชื้อ" ด้วยราคาเป้าหมาย 8.16 บาท และคงมุมมองเชิงบวกต่อแนวโน้ม การเดิบโตในระยะยาวโดยคาดกำไรจะกลับมาอยู่ระดับก่อนเกิดโควิด-19 ในปี 2567

Investment Highlights

- คาดรายได้ปี 2565 ที่ 500-600 ลบ. จากสมมดิฐานจำนวนนักท่องเที่ยวในปี 2565 ที่ 6 ล้านคน โดยไม่นับรวมนักท่องเที่ยวชาวจีน SPA ประมาณการว่าจะมีรายได้ในปี 2565 ที่ ประมาณ 500-600 ลบ. หรือเพิ่มขึ้น 198-258% YoY ในขณะเดียวกัน ส่วนแบ่งรายได้จากใน ประเทศอยู่ที่ 80% ของรายได้รวมหรือที่ประมาณ 400-480 ลบ. ซึ่งหมายความว่าส่วนแบ่ง ตลาดในประเทศเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากบริษัทฯ รายงานรายได้ที่ 1.4 พันลบ. ในปี 2562 แบ่งเป็นสัดส่วนจากอุปสงค์ในประเทศที่ 25% หรือ 346 ลบ.
- รายได้พิเศษจากการขายชุดตรวจ ATK ด้วยน้ำลาย SPA เริ่มขายชุดตรวจ ATK สำหรับ ตรวจหาเชื้อโควิด-19 ตั้งแต่ปลายไตรมาส 4/2564 ซึ่งกำหนดเป้าหมายทั้งกลุ่ม B2B และ B2C ในขณะเดียวกัน ผู้บริหารคาดว่ารายได้จากการขายชุดตรวจโควิด-19 จะอยู่ที่ 20 ลบ. หรือประมาณ 26% ของรายได้ใตรมาส 4/2564 เรามีมุมมองเชิงบวกต่อธุรกิจใหม่ของ SPA และคาดว่ารายได้พิเศษนี้จะเข้ามาแทนที่รายได้จากการบริการในช่วงที่มีนักท่องเที่ยวขาเข้า น้อย
- มาตรการลดตันทุน SPA ได้ดำเนินมาตรการลดตันทุนต่าง ๆ ในปี 2564 ได้แก่ 1) การลด ค่าจ้างของแรงงานและผู้บริหาร 2) รับเงินสนับสนุนจากสำนักงานประกันสังคมในช่วงปิด กิจการชั่วคราว เนื่องจากโควิด-19 3) เจรจาลดค่าเช่าจากแบบคงที่ไปเป็นแบบส่วนแบ่ง รายได้และ 4) ลดค่าใช้จ่ายในการบริหารจัดการ ทั้งนี้ SPA รายงานอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วน ของผู้ถือหุ้นในปี 2564 ที่ 2.65 เท่า และ 1.04 เท่า ก่อนใช้มาตรฐานบัญชี TFRS 16
- ▶ เ**ตรียมเปิดสาขาใหม่อีก 2 แห่งในปี 2565** บริษัทฯ คาดว่าจะเปิดสาขาใหม่อีก 2 แห่ง ในช่วงครึ่งปีหลัง ได้แก่ 1) Let's Relax Terminal 21 พระราม 3 และ 2) Let's Relax Grand Centre Point Pattaya บริษัทฯ ปิดสาขา Let's Relax ชะอำ และ Stretch me ไอคอนสยาม ในปี 2564 ในขณะที่ BaanSuan Massage อุดรธานี และ Stretch me 101 TDPK จะปิด ให้บริการในปี 2565

Valuation and Recommendation

- ▶ เรายังคงคำแนะ "ชื้อ" สำหรับ SPA ด้วยราคาเป้าหมายที่ 8.16 บาท แม้เราคาดว่ารายรับจาก ภาคบริการจะลดลงในไตรมาส 1/2565 เนื่องจากผลกระทบของการระบาดของสายพันธุ์โอ มิครอน แต่เราคาดว่ารายได้พิเศษจากการขายชุดตรวจ ATK จะสามารถชดเชยรายได้จาก ภาคบริการที่ลดลงได้ ดังนั้น เราจึงคาดว่ากำไรของ SPA จะไม่เปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญ ในไตรมาส 1/2565 เราคงมุมมองเชิงบวกต่อแนวโน้มระยะยาวและคาดว่ากำไรจะกลับสู่ระดับ ก่อนเกิดวิกฤติโควิด-19 ได้ในปี 2567 ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานจำนวนนักท่องเที่ยวของเรา
- ▶ เราคำนวณราคาเป้าหมายสิ้นปี 2565 สำหรับ SPA ที่ 8.16 บาท โดยอิงตามวิธีคิดลดเงินสด (DCF) โดยใช้อัตราตันทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของเงินทุน (WACC) ที่ 10.5% และอัตรา เดิบโตสุดท้ายที่ 3% ราคาเป้าหมายของเราสะท้อน PBV ที่ 9.1 เท่า ซึ่งเท่ากับ 0.5SD สูง กว่า PBV ล่วงหน้า 12 เดือนช่วง 5 ปีก่อน ของตลาด





Fig 1 COVID-19 Test (1)

Fig 2 COVID-19 Test (2)

Saliva COVID-19 Test

ชุดตรวจโควิด -19 จากน้ำลาย ทดสอบได้ด้วยตัวเอง





GOLSITE

ATK SET 50 ชั้น ราคา **3,500.-** บาก

> ปกติ **.6,450.-** บาท ∗ซื้อครบ 1,000 บาท ฟรีค่าจัดส่ง



ATK Goldsite ใบรับรองการประเมิน เลขที่ T6400447

Source: Company data

Saliva COVID-19 Test

ชุดตรวจโควิด -19 จากน้ำลาย ทดสอบได้ด้วยตัวเอง





ATK SET 10 ซึ่น

ราคา **800.-** บาท

ปกติ **1,290**.- บาท ∗ซื้อครบ 1,000 บาท ฟรีค่าจัดส่ง



ATK Goldsite ใบรับรองการประเมิน เลขที่ T6400447

Source: Company data







	Year-end 31 Decs											
Control Cont		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	Cashflow (Btmn)	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
Goods Profite 1 441 480 1.51 1.90 417 Change Invoking capital 46 31 1.31 1.65 1.75 2.72 Change Invoking capital 46 5 1.00 4.25 1.00 2.52 3.01 2.50 3.01 1.00 2.50 1.00 2.50 1.00 2.50 2.00 1.00 2.00<	Revenue	1,384	427	168	537	1,316	Net profit	246	-209	-287	-153	191
Scale	Cost of sales and services	-943	-507	-319	-556	-899	Depreciation & amortization	118	206	327	317	332
Chemonome 19	Gross Profit	441	-80	-151	-19	417	Change in working capital	-60	31	-13	16	17
EMITO	SG&A	-163	-119	-108	-137	-172	Others	22	5	-108	-262	-395
EMTPOO 14 73 15 577 Investment in subs and affiliers 07 08 08 16 16 16 16 16 16 16 1	Other income	19	6	5	0	0	CF from operation activities	325	33	-81	-83	144
Interest expenses	EBIT	302	-190	-251	-156	245	Capital expenditure	-158	-141	-13	-57	-93
Eury Pamings Pamings	EBITDA	416	14	73	161	577	Investment in subs and affiliates	0	0	0	0	0
Per	Interest expense	-10	-21	-44	-24	-21	Others	-57	10	-12	-160	-169
Income tax	Equity earnings	0	0	0	0	0	CF from investing activities	-215	-132	-25	-216	-262
Minorty Interest 246 2-09 2-287 1-53 1-51 1-10 1	EBT	291	-211	-295	-180	224	Cash dividend	-86	-17	0	0	0
Minorly Interest	Income tax	-45	2	9	27	-34	Net proceeds from debt	-50	178	101	85	-141
Cere Profit	NPAT	246	-209	-287	-153	191	Capital raising	0	0	0	0	0
Extraordinary tems	Minority Interest	0	0	0	0	0	Others	-2	-0	0	216	302
Program (loss) Prog	Core Profit	242	-209	-287	-153	191	CF from financing activities	-137	161	101	301	161
Performed Profit Performed P	Extraordinary items	4	0	0	0	0	Net change in cash	-27	62	-5	2	43
Palance Sheet (9tmm)	FX gain (loss)	0	0	0	0	0						
Case Requivalents	Reported net profit	246	-209	-287	-153	191	Per share (Bt)					
ST investments	Balance Sheet (Btmn)						Reported EPS	0.43	-0.24	-0.34	-0.18	0.22
Accounts receivable Inventories 37 22 1.5 1.2 2.9 BV 1.99 1.06 0.72 0.48 0.04 Inventories 40 40 28 21 44 EV 9.73 8.66 8.55 8.94 8.60 Other current assets 289 231 203 173 721 Valuation analysis Valuation analysis Valuation analysis Valuation analysis Valuation analysis 2.05.8 38.46 30.95 38.46 30.95 38.46 30.95 10.08 3.96 38.20 Core P/E (x) 22.75 28.42 2.05.8 38.46 30.95 10.08 3.97 P/BV Core P/E (x) 22.75 28.45 30.95 38.46 30.95 38.46 30.95 38.46 30.95 38.46 30.95 38.46 30.95 11.66 30.95 11.66 30.95 27.52 20.75 20.75 20.15 38.46 30.95 38.46 30.95 38.45 30.0 30.0 30.0	Cash & equivalents	53	115	110	47	90	Core EPS	0.43	-0.24	-0.34	-0.18	0.22
Inventories	ST investments	73	0	0	0	0	DPS	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00
Other current assets 86 55 50 57 58 Free Cash Flow 0.29 -0.13 -0.11 -0.16 0.06 Total current assets 289 231 203 137 221 Valuation analysis Investment in subs & others 9 0 0 0 0 0 0 0 0 Fixed assets-net 1,083 1,075 947 879 812 Core P/E (x) 22.41 -28.42 -20.58 -38.46 30.95 Other assets 1,165 2,632 2,258 2,307 2,312 EV/EBITIDA (x) 13.55 515.83 99.50 47.55 12.75 Short-term debt 80 2.73 2.90 2.95 2.44 Price/Cash flow (x) 16.94 181.45 72.93 71.22 1.010 Accounts payable 97 45 374 373 361 374 383 361 374 383 361 374 383 361 Total current liabilities 245 344 47 373 345 345 345 345 345 345 Total current liabilities 245 345 345 345 345 345 345 345 345 345 345 345 345 Total current liabilities 384 1,727 1,639 1,989 1,713 819 10 17.78 48.98 17.10 2.912 318	Accounts receivable	37	22	15	12	29	BV	1.99	1.06	0.72	0.48	0.70
Total current assets 289	Inventories	40	40	28	21	44	EV	9.73	8.67	8.55	8.94	8.60
Resement in subs & others 19	Other current assets	86	55	50	57	58	Free Cash Flow	0.29	-0.13	-0.11	-0.16	0.06
Processment in subs & others 9	Total current assets	289	231	203	137	221	Valuation analysis					
Other assets 135 1,326 1,108 1,291 1,279 P/BV (x) 4.87 6.56 9.54 14.46 9.86 Total assets 1,516 2,632 2,258 2,307 2,312 EV/EBIT DA (x) 13.35 515.83 99.50 47.55 12.75 Short-term debt 80 273 290 295 244 Price/Cash flow (x) 16.94 18.45 72.93 71.22 41.01 Accounts payable 97 48 49 49 33 Profitabilities 30.0 0.00 0.00 70.22 41.01 Other current assets 68 44 47 319 333 361 Gross margin (%) 31.88 18.68 90.02 2.361 31.72 Long-term debt 80 1,316 323 1,499 1,300 EBIT DA margin (%) 31.88 18.89 17.10 41.43 24.91 29.11 33.2 EBIT DA margin (%) 21.78 41.43 14.91 24.21 24.0	Investment in subs & others	9	0	0	0	0		22.41	-28.42	-20.58	-38.46	30.95
Total assets 1,516 2,632 2,258 2,307 2,314 EV/EBITDA (x) 13.35 51.83 99.0 47.55 12.72 41.01 Short-tem debt 80 273 290 295 244 Price/Cash flow (x) 16.94 181.45 72.93 71.22 41.01 Accounts payabe 97 45 37 40 84 Dividend yield (%) 0.0 0.00 0.00 70.00	Fixed assets-net	1,083	1,075	947	879	812	Core P/E (x)	22.75	-28.42	-20.58	-38.46	30.95
Price Case Price P	Other assets	135	1,326	1,108	1,291	1,279	P/BV (x)	4.87	6.56	9.54	14.46	9.86
Accounts payable 97 45 37 40 84 Dividend yield (%) 0.31 0.00<	Total assets	1,516	2,632	2,258	2,307	2,312	EV/EBITDA (x)	13.35	515.83	99.50	47.55	12.75
Other current assets 68 44 47 19 33 Profitability ratios Total current liabilities 245 361 374 353 361 Gross margin (%) 31.88 -18.68 -90.02 -3.61 31.72 Long-term debt 80 1,316 1,230 1,494 1,300 EBIT DA margin (%) 30.04 3.37 43.83 29.95 43.82 Other liabilities 384 1,727 1,639 1,899 1,713 Net profit margin (%) 17.08 -48.98 -17.05 29.12 18.63 Paid-up capital 143 214 214 214 214 204 60.6% -10.08 -11.03 -6.72 8.14.88 Brade permium 279 279 279 279 279 279 ROE (%) 23.40 -20.53 37.63 29.89 37.83 Reserves & others, net 61 62 62 62 Liquidity ratios 1.18 0.64 0.54 0.39 0.1	Short-term debt	80	273	290	295	244	Price/Cash flow (x)	16.94	181.45	-72.93	-71.22	41.01
Total current liabilities 245 361 374 353 361 Gross margin (%) 31.88 -18.68 -90.02 -3.61 31.72 Long-term debt 80 1,316 1,230 1,494 1,300 EBIT DA margin (%) 30.04 3.37 43.83 29.95 43.82 Other liabilities 394 1,727 1,639 1,899 1,713 Net profit margin (%) 17.78 48.99 171.05 -28.58 14.48 Paid-up capital 143 214 214 214 214 ROA (%) 17.05 -10.08 -11.73 -6.72 8.25 Share premium 279 279 279 279 ROE (%) 23.40 20.53 -37.63 29.89 37.88 Reserves & others, net 61 62 62 62 62 Liguright yratios 1.18 0.64 0.54 0.39 0.1 9.30 1.18 0.64 0.54 0.39 0.1 0.0 Quick ratio (x) 0.66 0.33<	Accounts payable	97	45	37	40	84	Dividend yield (%)	0.31	0.00	0.00	0.00	0.00
Character Char	Other current assets	68	44	47	19	33	Profitability ratios					
Other liabilities 59 49 35 51 52 EBIT margin (%) 21.80 44.43 149.00 29.12 18.63 Total liabilities 384 1,727 1,639 1,899 1,713 Net profit margin (%) 17.78 48.98 171.05 -28.58 14.48 Paid-up capital 143 214 214 214 204 ROA (%) 17.05 -10.08 -11.73 -6.72 8.25 Share premium 279 279 279 279 ROE (%) 23.40 -20.53 -37.63 -29.89 37.88 Reserves & others, net 61 62 62 62 Legility (%) 2.06 2.05 37.63 29.89 37.83 37.63 29.89 37.88 8.25 1.06 0.06 0.30 0.30 0.30 0.01 0.06 0.03 0.03 0.03 0.01 0.03 0.01 0.03 0.01 0.03 0.01 0.03 0.01 0.03 0.01 0.03 </td <td>Total current liabilities</td> <td>245</td> <td>361</td> <td>374</td> <td>353</td> <td>361</td> <td></td> <td>31.88</td> <td>-18.68</td> <td>-90.02</td> <td>-3.61</td> <td>31.72</td>	Total current liabilities	245	361	374	353	361		31.88	-18.68	-90.02	-3.61	31.72
Total liabilities 384 1,727 1,639 1,899 1,713 Net profit margin (%) 17.78 48.98 1,710 -28.58 14.48 Paid-up capital 143 214 214 214 214 214 214 ROA (%) 17.05 -10.08 -11.73 -6.72 8.25 Share premium 279 279 279 279 ROE (%) 23.40 -20.53 -37.63 -29.89 37.88 Reserves & others, net 61 62 62 62 62 Liquidity ratios 1.18 0.64 0.54 0.39 0.61 Minority interests 0 0 0 0 0 0 0 0.06 0.06 0.38 0.33 0.17 0.33 Total equity & liabilities 1,132 905 618 408 599 Leverage Ratios 0.08 10.25 19.19 2.65 4.66 2.86 Number of branches (Domestic) 55 58 65 65 <td>Long-term debt</td> <td>80</td> <td>1,316</td> <td>1,230</td> <td>1,494</td> <td>1,300</td> <td>EBITDA margin (%)</td> <td>30.04</td> <td>3.37</td> <td>43.83</td> <td>29.95</td> <td>43.82</td>	Long-term debt	80	1,316	1,230	1,494	1,300	EBITDA margin (%)	30.04	3.37	43.83	29.95	43.82
Total liabilities 384 1,727 1,639 1,899 1,713 Net profit margin (%) 17.08 48.98 1,710 -28.58 14.48 Paid-up capital 143 214 214 214 214 214 ROA (%) 17.05 -10.08 -11.73 -6.72 8.25 Share premium 279 279 279 279 ROE (%) 23.40 -20.53 -37.63 -29.89 37.88 Reserves & others, net 61 62 62 62 62 Liquidity ratios 1.18 0.64 0.54 0.39 0.61 0.39 0.61 0.39 0.61 0.38 0.33 0.17 0.33 0.17 0.33 0.17 0.33 0.17 0.33 0.17 0.33 0.17 0.33 0.17 0.33 0.17 0.33 0.17 0.33 0.17 0.33 0.17 0.33 0.17 0.33 0.17 0.33 0.17 0.33 0.17 0.33 0.17 0.19 <td>Other liabilities</td> <td>59</td> <td>49</td> <td>35</td> <td>51</td> <td>52</td> <td>= * *</td> <td>21.80</td> <td>-44.43</td> <td>-149.90</td> <td>-29.12</td> <td>18.63</td>	Other liabilities	59	49	35	51	52	= * *	21.80	-44.43	-149.90	-29.12	18.63
Paid-up capital 143 214 214 214 214 214 ROA (%) 17.05 -10.08 -11.73 -6.72 8.25 Share premium 279 279 279 279 279 829 37.83 -37.63 -37.63 -39.89 37.88 Reserves & others, net 61 62 62 62 62 Liquidity ratios	Total liabilities	384	1,727	1,639	1,899	1,713		17.78	-48.98	-171.05	-28.58	14.48
Share premium 279 279 279 279 279 ROE (%) 23.40 -20.53 -37.63 -29.89 37.88 Reserves & others, net 61 62 62 62 Liquidity ratios	Paid-up capital	143		-		•	ROA (%)	17.05	-10.08	-11.73	-6.72	8.25
Reserves & others, net 61 62 62 62 Liquidity ratios Retained earnings 650 351 64 -147 44 Current ratio (x) 1.18 0.64 0.54 0.39 0.61 Minority interests 0 0 0 0 Quick ratio (x) 0.66 0.38 0.33 0.17 0.33 Total shareholders' equity 1,132 905 618 408 599 Leverage Ratios Total equity & liabilities 1,516 2,632 2,258 2,307 2,312 Liabilities/Equity ratio (x) 0.34 1.91 2.65 4.66 2.86 Key Assumptions 55 58 65 65 66 Net debt/eguity (x) 0.08 102.55 19.19 10.84 2.52 Sales revenue 70 62 22 49 64 1nt. coverage ratio (x) 28.77 -8.82 -5.69 -6.49 11.73 Service revenue 1,314 364 145 487 1,252 <td>Share premium</td> <td>279</td> <td>279</td> <td>279</td> <td>279</td> <td>279</td> <td></td> <td>23.40</td> <td>-20.53</td> <td>-37.63</td> <td>-29.89</td> <td>37.88</td>	Share premium	279	279	279	279	279		23.40	-20.53	-37.63	-29.89	37.88
Retained earnings 650 351 64 -147 44 Current ratio (x) 1.18 0.64 0.54 0.39 0.61 Minority interests 0 0 0 0 Quick ratio (x) 0.66 0.38 0.33 0.17 0.33 Total shareholders' equity 1,132 905 618 408 599 Leverage Ratios Total equity & liabilities 1,516 2,632 2,258 2,307 2,312 Liabilities/Equity ratio (x) 0.34 1.91 2.65 4.66 2.86 Key Assumptions 55 58 65 65 66 Net debt/eguity (x) 0.03 1.63 2.28 4.27 2.43 Sales revenue 70 62 22 49 64 1.10. coverage ratio (x) 28.77 -8.82 -5.69 6.46 11.73 Service revenue 1,314 364 145 487 1,252 Growth 21.99 -69.15 -60.74 220.12 145.26 <th< td=""><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td></th<>												
Minority interests 0 0 0 0 Quick ratio (x) 0.66 0.38 0.33 0.17 0.33 Total shareholders' equity 1,132 905 618 408 599 Leverage Ratios Total equity & liabilities 1,516 2,632 2,288 2,307 2,312 Liabilities/Equity ratio (x) 0.34 1.91 2.65 4.66 2.86 Key Assumptions 55 58 65 65 66 Net debt/EBITDA (x) 0.03 1.63 2.28 4.27 2.43 Sales revenue 70 62 22 49 64 Int. coverage ratio (x) 28.77 -8.82 -5.69 -6.46 11.73 Service revenue 1,314 364 145 487 1,252 Growth EBITDA (%) 21.99 -69.15 -60.74 220.12 145.26 EBITDA (%) 20.18 -96.54 410.9 118.77 258.84 Reported EPS (%) 19.64 -156.67 -37.13 46.5	Retained earnings	650			-147	44	Current ratio (x)	1.18	0.64	0.54	0.39	0.61
Total equity & liabilities 1,516 2,632 2,258 2,307 2,312 Liabilities/Equity ratio (x) 0.34 1.91 2.65 4.66 2.86 Key Assumptions Net debt/EBITDA (x) 0.08 102.55 19.19 10.84 2.52 Number of branches (Domestic) 55 58 65 65 66 Net debt/equity (x) 0.03 1.63 2.28 4.27 2.43 Sales revenue 70 62 22 49 64 Int. coverage ratio (x) 28.77 -8.82 -5.69 -6.46 11.73 Service revenue 1,314 364 145 487 1,252 Growth 21.99 -69.15 -60.74 220.12 145.26 EBITDA (%) 20.18 -96.54 410.9 118.77 258.84 258.44 259.42 259.42 259.42 259.42 259.42 259.42 259.42 259.42 259.42 259.42 259.42 259.42 259.42 259.42 259.42 259.42 <	Minority interests	0	0	0	0	0	Quick ratio (x)	0.66	0.38	0.33	0.17	0.33
Total equity & liabilities 1,516 2,632 2,258 2,307 2,312 Liabilities/Equity ratio (x) 0.34 1.91 2.65 4.66 2.86 Key Assumptions Net debt/EBITDA (x) 0.08 102.55 19.19 10.84 2.52 Number of branches (Domestic) 55 58 65 65 66 Net debt/equity (x) 0.03 1.63 2.28 4.27 2.43 Sales revenue 70 62 22 49 64 Int. coverage ratio (x) 28.77 -8.82 -5.69 -6.46 11.73 Service revenue 1,314 364 145 487 1,252 Growth 21.99 -69.15 -60.74 220.12 145.26 EBITDA (%) 20.18 -96.54 410.9 118.77 258.84 258.44 259.42 259.42 259.42 259.42 259.42 259.42 259.42 259.42 259.42 259.42 259.42 259.42 259.42 259.42 259.42 259.42 <		1,132	905	618	408	599	Leverage Ratios					
Key Assumptions Net debt/EBITDA (x) 0.08 102.55 19.19 10.84 2.52 Number of branches (Domestic) 55 58 65 65 66 Net debt/equity (x) 0.03 1.63 2.28 4.27 2.43 Sales revenue 70 62 22 49 64 Int. coverage ratio (x) 28.77 -8.82 -5.69 -6.46 11.73 Service revenue 1,314 364 145 487 1,252 Growth EBITDA (%) 21.99 -69.15 -60.74 220.12 145.26 EBITDA (%) 20.18 -96.54 410.9 118.77 258.84 Reported net profit (%) 19.64 -185.00 -37.13 46.51 224.27 Reported EPS (%) 19.64 -156.67 -37.13 46.51 224.27 Core profit (%) 17.87 -186.28 -37.13 46.51 224.27	Total equity & liabilities		2,632		2,307	2,312	Liabilities/Equity ratio (x)	0.34	1.91	2.65	4.66	2.86
Sales revenue 70 62 22 49 64 Int. coverage ratio (x) 28.77 -8.82 -5.69 -6.46 11.73 Service revenue 1,314 364 145 487 1,252 Growth 21.99 -69.15 -60.74 220.12 145.26 EBITDA (%) 20.18 -96.54 410.9 118.77 258.84 Reported net profit (%) 19.64 -185.00 -37.13 46.51 224.27 Reported EPS (%) 19.64 -156.67 -37.13 46.51 224.27 Core profit (%) 17.87 -186.28 -37.13 46.51 224.27	Key Assumptions						Net debt/EBITDA (x)	0.08	102.55	19.19	10.84	2.52
Sales revenue 70 62 22 49 64 Int. coverage ratio (x) 28.77 -8.82 -5.69 -6.46 11.73 Service revenue 1,314 364 145 487 1,252 Growth 21.99 -69.15 -60.74 220.12 145.26 EBITDA (%) 20.18 -96.54 410.9 118.77 258.84 Reported net profit (%) 19.64 -185.00 -37.13 46.51 224.27 Reported EPS (%) 19.64 -156.67 -37.13 46.51 224.27 Core profit (%) 17.87 -186.28 -37.13 46.51 224.27	Number of branches (Domestic)	55	58	65	65	66	Net debt/equity (x)	0.03	1.63	2.28	4.27	2.43
Service revenue 1,314 364 145 487 1,252 Growth Revenue (%) 21.99 -69.15 -60.74 220.12 145.26 EBIT DA (%) 20.18 -96.54 410.9 118.77 258.84 Reported net profit (%) 19.64 -185.00 -37.13 46.51 224.27 Reported EPS (%) 19.64 -156.67 -37.13 46.51 224.27 Core profit (%) 17.87 -186.28 -37.13 46.51 224.27	Sales revenue											
Revenue (%) 21.99 -69.15 -60.74 220.12 145.26 EBITDA (%) 20.18 -96.54 410.9 118.77 258.84 Reported net profit (%) 19.64 -185.00 -37.13 46.51 224.27 Reported EPS (%) 19.64 -156.67 -37.13 46.51 224.27 Core profit (%) 17.87 -186.28 -37.13 46.51 224.27												
EBITDA (%) 20.18 -96.54 410.9 118.77 258.84 Reported net profit (%) 19.64 -185.00 -37.13 46.51 224.27 Reported EPS (%) 19.64 -156.67 -37.13 46.51 224.27 Core profit (%) 17.87 -186.28 -37.13 46.51 224.27								21.99	-69.15	-60.74	220.12	145.26
Reported net profit (%) 19.64 -185.00 -37.13 46.51 224.27 Reported EPS (%) 19.64 -156.67 -37.13 46.51 224.27 Core profit (%) 17.87 -186.28 -37.13 46.51 224.27												
Reported EPS (%) 19.64 -156.67 -37.13 46.51 224.27 Core profit (%) 17.87 -186.28 -37.13 46.51 224.27							• •					
Core profit (%) 17.87 -186.28 -37.13 46.51 224.27												
											46.51	

Source: Company, KS estimates





Analyst Certification

The views expressed in this research report accurately reflect the personal views of the analyst(s) about the subject security(ies) and subject company(ies); and no part of the compensation of the research analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.

Investment Ratings

Outperform: Expected total return of 10% or more within a 12-month period Neutral: Expected total return between -10% and 10% within a 12-month period Underperform: Expected total return of -10% or worse within a 12-month period

General Disclaimer

This document is prepared by Kasikorn Securities Public Company Limited ("KS"). This document has been prepared for individual clients of KS only and must not, either in whole or in part, be copied, photocopied or duplicated in any form or by any means or distributed to any other person. If you are not the intended recipient you must not use or disclose the information in this research in any way. If you received it in error, please immediately notify KS by return e-mail and delete the document. We do not guarantee the integrity of any e-mails or attached files and are not responsible for any changes made to them by any other person.

This document, including information, data, statements, forecasts, analysis and projections contained herein, including any expression of opinion, is based on public available information or information obtained from sources believed to be reliable, but KS does not make any representation or warranty on, assumes no responsibilities for nor guarantees the accuracy, completeness, correctness or timeliness of such information. KS accepts no obligation to correct or update the information or opinions in it. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration and they were based upon such information or sources then, and in our opinion are fair and reasonable in the circumstances prevailing at the time. The information or expressions of opinion contained herein are subject to change without notice.

Nothing in this document shall be construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities or products, or to engage in or refrain from engaging in any transaction. In preparing this document, KS did not take into account your specific investment objectives, financial situation or particular needs. This document is for your information only and is not to be taken in substitution for the exercise of your judgment. KS salespeople, traders and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to our clients that reflect opinions which are contrary to the opinions expressed in this document. Before making an investment decision on the basis of this document, you should obtain independent financial, legal or other advice and consider the appropriateness of investment in light of your particular investment needs, objectives and financial circumstances. There are risks involved in the investment in securities. KS accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, consequential or other loss (including claim for loss of profit) arising from any use of or reliance upon this document and/or further communication given in relation to this document.

Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments herein constitute a judgment as of the date of this document, and there can be no assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described in this document were based upon a number of estimates and assumptions and are inherently subject to significant uncertainties or contingencies. It can be expected that one or more of the estimates on which the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments were based will not materialize or will vary significantly from actual results. Therefore, the inclusion of the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described herein is not to be relied upon as a representation and/or warranty by KS (i) that such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments or their underlying assumptions will be achieved, or (ii) that there is an assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments stated therein.

KS along with its affiliates and/or persons associated with it may from time to time have interests in the securities mentioned in this document. KS and its associates, their directors and/or employees may have positions in, and may effect transactions in securities mentioned herein and may also perform or seek to perform broking, investment banking, advisory and other securities services for companies mentioned in this document.

Corporate Governance Report Disclaimer

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("**IOD**") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market of Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor at http://www.thai-iod.com/en/publications-detail.asp?id=170. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information.

The survey result is as of the data appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. KS does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.

Structured Notes and Derivative Warrants Disclaimer

KS may be the issuer of structured notes on these securities.

KS acts as market maker and issuer of Derivative Warrants ("DWs") on the underlying stocks listed below. Investors should carefully read the details of the DWs in the prospectus before making any investment decisions.

DWS Underlying Stocks: ADVANC, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BDMS, BEM, BGRIM, BH, CBG, CHG, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KTC, MINT, MTC, OSP, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPRC, STA, STEC, STGT, TIDLOR, TISCO, TOP, TRUE, TTB, TU, VGI, WHA.