

SELL (Unchanged)

TP: Bt 5.50

(From: Bt 6.50)

Change in Numbers

Downside : 11.3%

30 SEPTEMBER 2020

Siam Wellness Group (SPA TB)

ยังขาดทุนต่อ

ราคาตลาด SPA จะยังมีผลการดำเนินงานขาดทุนในปี 2021F โดยรายได้จากลูกค้าชาวไทยอย่างเดียวสามารถได้แค่เพียง EBITDA ให้เป็นบวก ราคาหุ้นที่มองว่าดีเริ่มกลับมาอย่างมีนัยสำคัญในช่วง 2H21F และคาดว่ากำไรของ SPA จะกลับสู่ระดับก่อนโควิดในปี 2024F จึงยังแนะนำ “ขาย”



NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662 – 483 8296

nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

ราคาตลาดผลขาดทุนต่อเนื่องไปยังปี 2021F

เรายังคงคำแนะนำ “ขาย” SPA เนื่องจากเราคาดว่าบริษัทจะยังมีผลขาดทุนไปถึงปี 2021F ทั้งนี้เนื่องจาก 75% ของรายได้ของ SPA มาจากนักท่องเที่ยวต่างชาติ โดยเราคาดว่าผลการดำเนินงานขาดทุน 179 ลบ. ในปี 2020F (จากเดิมมีกำไร 245 ลบ. ในปี 2019) จากการท่องเที่ยวที่หยุดชะงักในช่วงการระบาดของโควิด-19 เรามองว่าวัคซีนโควิด-19 จะเริ่มออกสู่ตลาดในช่วงกลางปี 2021F จึงคาดว่า SPA จะยังมีผลขาดทุนอีก 56 ลบ. ในปี 2021F และแทบจะไม่มีกำไรในระดับ EBITDA ถ้ามีเพียงรายได้จากลูกค้าชาวไทยเพียงอย่างเดียว เราปรับลดประมาณการรายได้ของ SPA ลงอีก 22% ในปี 2020F และ 27-41% ในปี 2021-22F เพื่อสะท้อนผลกระทบจากวิกฤตโควิด-19 ที่ยาวนานเกินคาด และมุมมองเชิงลบของเราที่มากขึ้นต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจหลังโควิด แม้จะปรับมาใช้ปีฐานเป็นปี 2021F แต่ราคาเป้าหมายลดลงเหลือ 5.5 บาท (จาก 6.5 บาท) เนื่องจากการปรับลดประมาณการกำไรของเรา และสมมติฐานที่เป็นลบมากขึ้นต่อศักยภาพในการเติบโตในระยะยาวของ SPA

อีกหลายปีกว่าจะกลับสู่ระดับปกติของปี 2019

วิกฤตโควิด-19 สร้างความเสียหายต่อเศรษฐกิจโลกมากกว่าที่เราคาดไว้ โดยเฉพาะต่ออุตสาหกรรมการท่องเที่ยว เนื่องจากปัจจุบันยังคงมีข้อจำกัดในการเดินทางไปมาทั่วโลก เราจึงคาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวที่เข้ามาในประเทศไทยจะยังไม่กลับมาสู่ระดับ 40 ล้านคนต่อปี (ฐานปี 2019) ไปจนถึงปี 2023 สำหรับ SPA เราคาดว่ากำไรจะกลับมาสู่ระดับเดียวกับเมื่อปี 2019 ได้ในปี 2024F ภายใต้สมมติฐานของเราว่ารายได้ในปี 2021F ของ SPA จะเทียบเป็นเพียง 43% ของรายได้ปี 2019 และมีอัตราการฟื้นตัวที่ 23% ในปี 2021F และ 14% ในปี 2022F

แค่ลูกค้าชาวไทยไม่พอ

แม้กลยุทธ์ของ SPA ในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา จะเป็นการเน้นเพิ่มรายได้จากลูกค้าชาวไทยด้วยการเพิ่มการให้บริการยืดกล้ามเนื้อและนวดหน้า การนำเข้าผลิตภัณฑ์ดูแลผิวอย่าง “Dr. Spiller” และการปรับปรุงภาพลักษณ์ผลิตภัณฑ์สปาของตัวเองให้ดีขึ้น แต่อย่างไรก็ตาม เราประเมินว่าเพียงรายได้จากลูกค้าชาวไทยนั้นยังไม่สามารถให้บริษัทมีกำไรได้ในระดับ EBITDA เนื่องจากต้องแบกรับต้นทุนคงที่ที่สูง (ค่าเช่าพื้นที่ของสาขา) โดยเฉพาะสาขาที่อยู่ในแหล่งท่องเที่ยวสำคัญที่ยังไม่กลับมาเปิดให้บริการ เราคาดว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานของ SPA จะกลับมาเป็นบวกได้อีกครั้งใน 2H21F เมื่อการท่องเที่ยวเริ่มทยอยฟื้นตัว

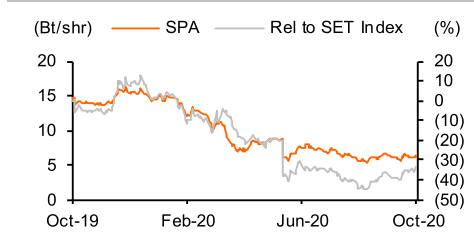
ฐานะทางการเงินไม่มีปัญหา

เนื่องจากเป็นธุรกิจที่ไม่ได้มีสินทรัพย์ถาวรเป็นสัดส่วนที่สูง และยังมีวงจรกระแสเงินสดเป็นลบ (negative cash cycle) ในช่วงภาวะการดำเนินงานปกติ ทำให้ SPA มีสถานะทางการเงินแข็งแกร่งและน่าจะผ่านวิกฤตนี้ไปได้ไม่ยากนัก โดยปัจจุบันมีเงินสดในมือ 200 ลบ. และมีกำหนดชำระหนี้ อีกเพียง 60-70 ลบ. ในปี 2020-21F และแม้จะมีผลขาดทุนในปี 2020-21F แต่เรายังคงคิดว่าอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนจะอยู่ในระดับต่ำเพียง 0.1 เท่าในปี 2020F อย่างไรก็ตามมูลค่าพื้นฐานของ SPA นั้นดูแพง ที่ 45 เท่า PE ในปี 2022F ซึ่งเป็นปีที่เราคาดว่าจะเริ่มกลับมาทำกำไรอีกครั้ง และ 22 เท่า ในปี 2024F ที่เราคาดว่ากำไรจะกลับมาอยู่ระดับปี 2019

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2019A	2020F	2021F	2022F
Sales	1,430	449	611	994
Net profit	245	(179)	(56)	118
Consensus NP	—	(122)	56	181
Diff frm cons (%)	—	na	na	(34.9)
Norm profit	245	(179)	(56)	118
Prev. Norm profit	—	(70)	92	181
Chg frm prev (%)	—	na	na	(34.8)
Norm EPS (Bt)	0.4	(0.3)	(0.1)	0.1
Norm EPS grw (%)	19.4	na	na	na
Norm PE (x)	14.4	na	na	45.0
EV/EBITDA (x)	8.9	110.4	28.8	13.0
P/BV (x)	3.1	5.2	5.3	4.8
Div yield (%)	2.5	0.0	0.0	0.9
ROE (%)	23.4	na	na	11.1
Net D/E (%)	3.5	13.2	6.0	(13.3)

PRICE PERFORMANCE



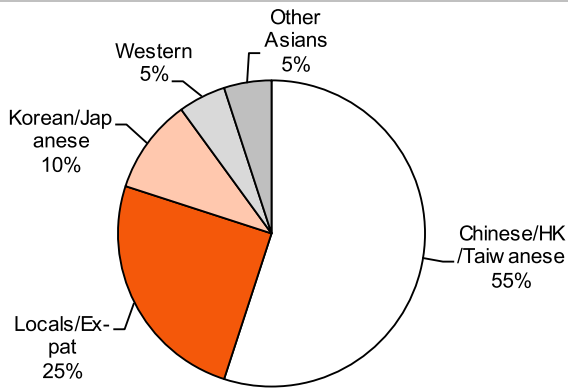
COMPANY INFORMATION

Price as of 30-Sep-20 (Bt)	6.20
Market Cap (US\$ m)	167.3
Listed Shares (m shares)	855.0
Free Float (%)	55.8
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.5
12M Price H/L (Bt)	10.87/4.63
Sector	MAI
Major Shareholder	Jiravanstitt family 17.32%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

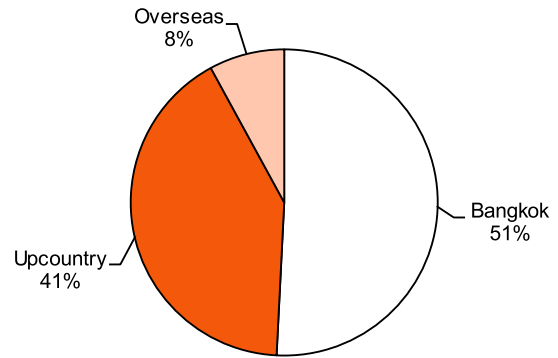
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

Ex 1: Tourists Contribute Major Revenue Portion (2019)



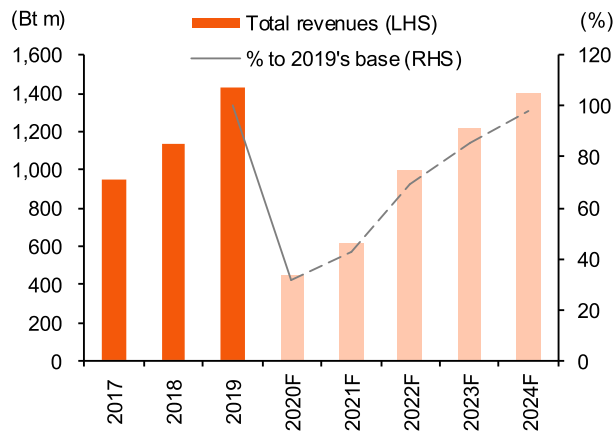
Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 2: Branches Outside Bangkok Taking Time To Recover



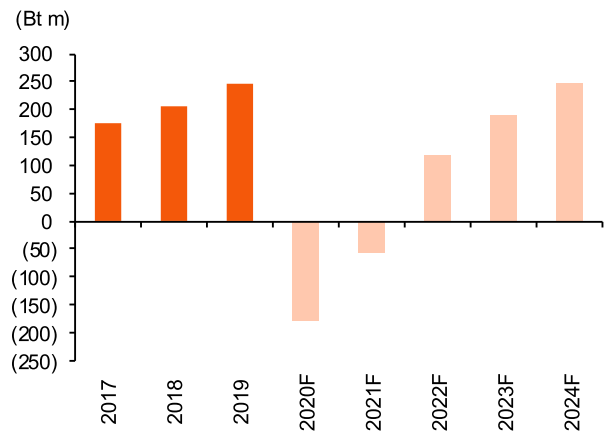
Sources: Company data; Note: as of 2Q20

Ex 3: We Project Revenues To Fully Recover In 2024F ...



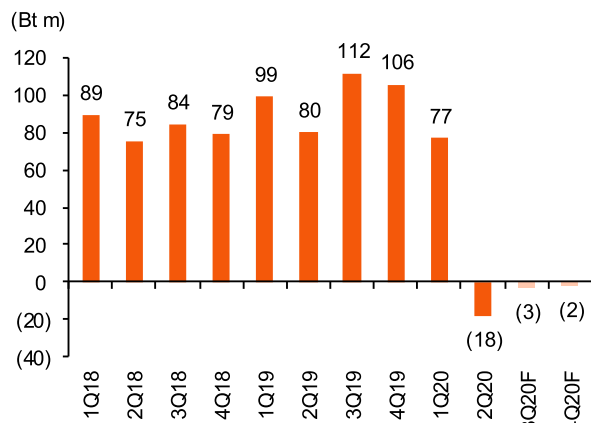
Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 4: ... And Earnings



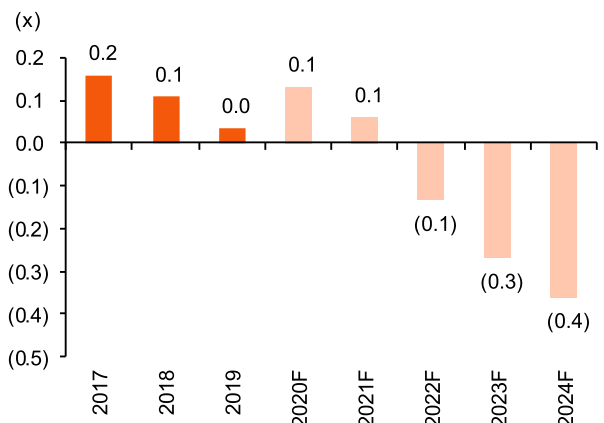
Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 5: EBITDA Barely Breaks Even With Locals Alone



Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 6: Balance Sheet Able To Withstand The Crisis



Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 7: Key Assumption Changes

	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
Revenues (Bt m)					
- New	449	611	994	1,218	1,398
- Old	578	1,033	1,355	1,580	1,790
- Change (%)	(22.4)	(40.9)	(26.6)	(22.9)	(21.9)
Normalized profits (Bt m)					
- New	(179)	(56)	118	189	245
- Old	(70)	92	181	231	286
- Change (%)	n.a.	n.a.	(34.8)	(18.2)	(14.0)
No. of branches					
- New	71.0	71.0	74.0	78.0	82.0
- Old	71.0	76.0	82.0	88.0	94.0
- Change (branches)	0.0	(5.0)	(8.0)	(10.0)	(12.0)

Source: Thanachart estimates

Ex 8: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2021F

(Bt m)	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	Terminal value
EBITDA excl. depre from right of use	109	311	408	490	564	620	659	681	704	733	763	—
Free cash flow	49	213	270	323	385	431	452	471	490	515	541	7,137
PV of free cash flow	45	180	210	231	247	253	243	232	221	213	195	2,567
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.9											
WACC (%)	8.8											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	4,837											
Net debt (2020F)	134											
Minority interest	—											
Equity value	4,703											
# of shares (m)	855											
Target price/share (Bt)	5.50											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 9: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG Code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		Div Yield	
			20F (%)	21F (%)	20F (x)	21F (x)	20F (x)	21F (x)	20F (x)	21F (x)	20F (%)	21F (%)
Emei Shan Tourism	000888 CH	China	na	88.6	37.7	20.0	1.3	1.2	20.2	6.5	0.4	1.5
Shanghai Jin Jiang Int'l	2006 HK	China	na	na	na	13.0	0.7	0.7	11.5	7.0	2.8	4.5
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	57.9	na	na	na	20.5	0.0	1.3
IGB Corp Bhd	IGB MK	Malaysia	na	na	na	na	na	na	na	7.6	na	na
Genting Malaysia Bhd	GENM MK	Malaysia	na	na	na	16.3	0.7	0.7	27.7	7.6	5.6	6.4
Mirvac Group	MGR AU	Australia	11.3	(13.3)	13.8	15.9	0.8	0.8	15.1	17.3	4.3	4.6
Indian Hotels	IH IN	India	(5.1)	na	33.7	na	2.5	2.7	14.0	65.6	0.6	0.8
Mandarin Oriental Int'l	MAND SP	Singapore	na	na	na	na	na	na	na	na	1.7	1.7
Hotel Shilla	008770 KS	South Korea	na	na	na	na	na	na	na	7.6	na	0.0
Resorttrust Inc	4681 JP	Japan	28.9	(40.0)	18.7	31.1	1.3	1.3	10.9	12.7	2.7	1.5
Central Plaza Hotel	CENDEL TB*	Thailand	na	na	na	73.7	2.7	2.6	54.8	13.4	0.0	0.4
Erawan Group	ERW TB*	Thailand	na	na	na	98.6	1.9	1.9	351.7	10.4	0.0	0.3
Minor International	MINT TB*	Thailand	na	na	na	na	1.4	1.4	41.3	9.1	0.0	0.0
Siam Wellness Group	SPA TB*	Thailand	na	na	na	na	5.2	5.3	110.4	28.8	0.0	0.0
Average			11.7	11.8	26.0	38.3	1.9	1.9	62.5	15.9	1.4	1.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using normalized EPS

Based on 30 Sep 2020 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีแบรนด์ที่ติดตลาด โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกลุ่มนักท่องเที่ยวจีน
- มีธุรกิจที่เกี่ยวข้องที่ช่วยผลิตพนักงานนวดและออกแบบผลิตภัณฑ์สปาให้เพียงพอต่อการขยายสาขาอย่างรวดเร็ว
- เป็นธุรกิจที่ใช้ฐานสินทรัพย์ต่ำ

O — Opportunity

- โอกาสในการแย่งชิงส่วนแบ่งการตลาดจากผู้เล่นรายย่อย ทั้งจากการเปิดสาขาเอง และการเข้าซื้อกิจการ
- โอกาสในการขยายธุรกิจไปยังต่างประเทศ
- การเพิ่มรูปแบบการให้บริการในสาขาเพื่อเพิ่มยอดขายต่อสาขา และยอดขายต่อการเข้าใช้บริการ

CONSENSUS COMPARISON

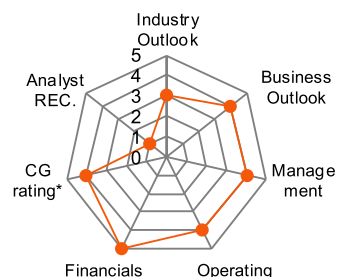
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	7.40	5.50	-26%
Net profit 20F (Bt m)	(122)	(179)	na
Net profit 21F (Bt m)	56	(56)	na
Consensus REC	BUY: 2	HOLD: 2	SELL: 2

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- เราคาดว่า SPA จะมีผลขาดทุนมากกว่าที่ตลาดคาดในปี 2020-21 เนื่องจากเรสมมติให้มีการฟื้นตัวของการท่องเที่ยวในอัตราที่ช้ากว่า
- ราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าของตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Rating Scale

Excellent	5
Good	4
Fair	3
Weak	2
Very Weak	1
None	0

Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- การเติบโตขึ้นอยู่กับขยายสาขาอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากมีข้อจำกัดในการให้บริการต่อสาขา
- มีการพึ่งพาลูกค้ากลุ่มนักท่องเที่ยวอย่างมาก

T — Threat

- เหตุการณ์พิเศษนอกเหนือการควบคุมต่างๆ เช่น เหตุวิกฤติการเมือง และภัยธรรมชาติ อาจทำให้การบริการในสาขาหยุดชะงักและทำให้ปริมาณลูกค้านักท่องเที่ยวลดลง
- มีการจำนวนสาขาเพิ่มขึ้นมาก แต่ยังมีทีมงานบริหารขนาดเล็ก

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การขยายสาขาที่เร็วกว่าคาด ทั้งในประเทศและต่างประเทศ จะเพิ่มความเสี่ยงทางบวกต่อประมาณการกำไรของเรา
- เหตุการณ์ใดๆ ที่ทำให้อุตสาหกรรมการท่องเที่ยวและจำนวนนักท่องเที่ยวในไทยฟื้นตัว เช่น ภาวะการเมือง เศรษฐกิจโลก หรือภัยธรรมชาติ จะเพิ่มความเสี่ยงทางบวกต่อประมาณการของเราเช่นกัน
- อัตราความสำเร็จของรูปแบบการให้บริการใหม่ และธุรกิจใหม่จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
Sales	1,134	1,430	449	611	994
Cost of sales	750	976	505	527	700
Gross profit	384	453	(56)	84	295
% gross margin	33.9%	31.7%	-12.4%	13.8%	29.6%
Selling & administration expenses	152	171	109	121	141
Operating profit	232	282	(165)	(37)	154
% operating margin	20.4%	19.7%	-36.8%	-6.0%	15.5%
Depreciation & amortization	96	118	206	223	242
EBITDA	328	400	41	186	396
% EBITDA margin	28.9%	28.0%	9.2%	30.4%	39.8%
Non-operating income	18	20	6	9	14
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(9)	(10)	(19)	(27)	(22)
Pre-tax profit	241	292	(178)	(55)	145
Income tax	35	46	0	0	27
After-tax profit	206	246	(178)	(55)	118
% net margin	18.1%	17.2%	-39.7%	-9.1%	11.9%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	206	245	(179)	(56)	118
Normalized profit	206	245	(179)	(56)	118
EPS (Bt)	0.4	0.4	(0.3)	(0.1)	0.1
Normalized EPS (Bt)	0.4	0.4	(0.3)	(0.1)	0.1

We expect SPA's revenues to fully recover only in 2024F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
ASSETS:					
Current assets:	176	289	219	204	381
Cash & cash equivalent	111	126	175	150	300
Account receivables	24	37	9	12	19
Inventories	31	40	21	22	29
Others	10	86	15	20	33
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	1,067	1,083	1,076	996	914
Other assets	126	144	357	387	359
Total assets	1,369	1,516	1,653	1,586	1,654
LIABILITIES:					
Current liabilities:	224	245	123	120	151
Account payables	83	97	62	65	86
Bank overdraft & ST loans	6	5	6	2	1
Current LT debt	84	80	30	21	15
Others current liabilities	51	63	24	32	48
Total LT debt	126	80	272	188	136
Others LT liabilities	49	59	241	271	254
Total liabilities	399	384	636	578	540
Minority interest	0	0	1	1	1
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	143	143	214	214	214
Share premium	279	279	279	279	279
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	44	44	44	44	44
Retained earnings	505	666	479	470	575
Shareholders' equity	970	1,132	1,016	1,007	1,112
Liabilities & equity	1,369	1,516	1,653	1,586	1,654

Healthy balance sheet; likely to comfortably survive this crisis

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
Earnings before tax	241	292	(178)	(55)	145
Tax paid	(33)	(38)	(18)	3	(21)
Depreciation & amortization	96	118	206	223	242
Chg In working capital	(17)	(9)	13	(1)	7
Chg In other CA & CL / minorities	3	(33)	11	(1)	(3)
Cash flow from operations	290	329	34	168	371
<i>Slower expansion pace to preserve cash flow</i>					
Capex	(274)	(133)	(125)	(65)	(76)
Right of use	0	0	(300)	(100)	(50)
ST loans & investments	0	(39)	39	0	0
LT loans & investments	0	0	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(12)	(8)	194	24	(24)
Cash flow from investments	(285)	(180)	(191)	(141)	(150)
Debt financing	(46)	(51)	143	(98)	(59)
Capital increase	0	0	71	0	0
Dividends paid	(40)	(86)	(8)	47	(12)
Warrants & other surplus	50	2	0	0	0
Cash flow from financing	(36)	(135)	206	(51)	(71)
Free cash flow	17	196	(91)	103	295

VALUATION

FY ending Dec	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
Normalized PE (x)	17.2	14.4	na	na	45.0
Normalized PE - at target price (x)	15.2	12.8	na	na	39.9
PE (x)	17.2	14.4	na	na	45.0
PE - at target price (x)	15.2	12.8	na	na	39.9
EV/EBITDA (x)	11.1	8.9	110.4	28.8	13.0
EV/EBITDA - at target price (x)	9.9	7.9	98.3	25.6	11.5
P/BV (x)	3.6	3.1	5.2	5.3	4.8
P/BV - at target price (x)	3.2	2.8	4.6	4.7	4.2
P/CFO (x)	12.2	10.7	128.1	31.6	14.3
Price/sales (x)	4.7	3.7	11.8	8.7	5.3
Dividend yield (%)	2.4	2.5	0.0	0.0	0.9
FCF Yield (%)	0.5	5.5	(2.0)	1.9	5.6
(Bt)					
Normalized EPS	0.4	0.4	(0.3)	(0.1)	0.1
EPS	0.4	0.4	(0.3)	(0.1)	0.1
DPS	0.2	0.2	0.0	0.0	0.1
BV/share	1.7	2.0	1.2	1.2	1.3
CFO/share	0.5	0.6	0.0	0.2	0.4
FCF/share	0.0	0.3	(0.1)	0.1	0.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

We assume losses through 2021F as tourism only gradually reopens

FY ending Dec	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
Growth Rate					
Sales (%)	19.7	26.1	(68.6)	36.2	62.7
Net profit (%)	17.4	19.4	na	na	na
EPS (%)	17.4	19.4	na	na	na
Normalized profit (%)	17.4	19.4	na	na	na
Normalized EPS (%)	17.4	19.4	na	na	na
Dividend payout ratio (%)	41.6	36.0	40.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	33.9	31.7	(12.4)	13.8	29.6
Operating margin (%)	20.4	19.7	(36.8)	(6.0)	15.5
EBITDA margin (%)	28.9	28.0	9.2	30.4	39.8
Net margin (%)	18.1	17.2	(39.7)	(9.1)	11.9
D/E (incl. minor) (x)	0.2	0.1	0.3	0.2	0.1
Net D/E (incl. minor) (x)	0.1	0.0	0.1	0.1	(0.1)
Interest coverage - EBIT (x)	26.2	26.9	na	na	6.9
Interest coverage - EBITDA (x)	37.0	38.1	2.2	6.9	17.6
ROA - using norm profit (%)	16.2	17.0	na	na	7.3
ROE - using norm profit (%)	23.8	23.4	na	na	11.1
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	23.8	23.4	na	na	11.2
- asset turnover (x)	0.9	1.0	0.3	0.4	0.6
- operating margin (%)	22.0	21.1	na	na	16.9
- leverage (x)	1.5	1.4	1.5	1.6	1.5
- interest burden (%)	96.5	96.5	112.0	195.3	86.6
- tax burden (%)	85.3	84.3	na	na	81.5
WACC (%)	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8
ROIC (%)	22.6	22.1	(11.9)	(2.7)	11.7
NOPAT (Bt m)	198	238	(139)	(31)	125
invested capital (Bt m)	1,075	1,172	1,150	1,068	964

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่ามีน้ำหนักพอที่จะให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ตัดแปลง 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 ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 19 หลักทรัพย์ ได้แก่ AOT16C2012A, CBG16C2101A, CKP16C2012A, COM716C2101A, CPF16C2012A, EA16C2012A, HANA16C2101A, GULF16C2012A, KCE16C2012A, MINT16C2012A, PRM16C2012A, PTG16C2101A, PTT16C2012A, SAWA16C2101A, S5016C2012A, S5016P2012A, S5016P2012B, S5016P2103Z (underlying securities are ADVANC, AOT, CBG, CKP, COM7, CPF, EA, HANA, GULF, KCE, MINT, PRM, PTG, PTT, SAWAD, SET50, STEC). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทนธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททนธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทย จำกัด (มหาชน) (TMB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TMB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททนธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรชมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทนธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอศวิณี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลอควิพเมเนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลอควิพเมเนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ "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 নিজารุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

บันเทิง, อาหาร, โรงแรม

เกวลี ทองสมอางค์
Tel: 662-779-9110
kalvalee.tho@thanachartsec.co.th

พลังงาน, ปิโตรเคมี, 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

สาธารณูปโภค

สุพัฒนา สุวรรณเกิด
Tel: 662-779-9107
supanna.suw@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน

สรชดา ศรทรง
Tel: 662-779-9106
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา

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

Small Cap, การแพทย์

ศิริพร อรุโณทัย
Tel: 662-779-9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

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

อิเล็กทรอนิกส์, เครื่องดื่ม, เติมน้ำมัน

พัทธดนย์ บุณนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs

รตา ลิ้มสุขวิชวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพลตฟอร์ม

ลาภินี ทิพย์มณฑล
Tel: 662-779-9115
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

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

กลยุทธ์การลงทุน

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

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวาลลี หวังมีงมาศ
Tel: 662-779-9122
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

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

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

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

Data Support Team

มณฑุที เพชรแสงใสกุล

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

เกษมรัตน์ จิตกุล

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

วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

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

สุนทร รักษาวัต

Tel: 662-779-9117
sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิ้มวณิชปราณี

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

สุจินตนา สถาวร

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
