

BUY (Unchanged)

TP: Bt 16.00 (Unchanged)

Change in Numbers

Upside : 15.1%

25 APRIL 2019

Siam Wellness Group (SPA TB)

เพิ่มปัจจัยการเติบโตใหม่

เรายังชอบธุรกิจหมวดของ SPA ที่ยังเติบโตได้แข็งแกร่ง และคงคำแนะนำ "ซื้อ" SPA ที่ราคาเป้าหมาย 16 บาท แม้ปรับกำไรปี 2019-21F ลง 10-12% เพื่อสะท้อนผลจากการเติบโตการท่องเที่ยวที่ชะลอตัว ผลักดันที่ใหม่ที่เปิดตัวช้ากว่าคาด และต้นทุนธุรกิจใหม่ อย่างไรก็ตามเรามองว่าการเพิ่มรูปแบบการให้บริการอย่างต่อเนื่องเป็นปัจจัยหนุนการเติบโตระยะยาวที่ดี

รูปแบบบริการใหม่

SPA เปิดตัวบริการใหม่ 3 รูปแบบ ในช่วงหกเดือนที่ผ่านมา ได้แก่ ศูนย์ยืดเหยียดกล้ามเนื้อ "Stretch Me" สปาบำรุงผิวหน้า "Face Care" และสปาเล็บ "Chaba" ที่เรามองว่าจะเป็นปัจจัยผลักดันการเติบโตใหม่ของบริษัท Stretch Me กำลังมาแรงจากการเป็นทางเลือกในการรักษาออฟฟิศซินโดรม และเราคาดว่าธุรกิจนี้จะถึงจุดคุ้มทุนในช่วงต้นปี 2020F และมีสัดส่วนเป็น 2% ของรายได้รวมของบริษัท SPA เข้าซื้อหุ้นในสัดส่วน 76% ของ Chaba ในเดือน ม.ค.2019 Chaba มีผลกำไรอยู่แต่เดิมแล้ว และเป็นที่รู้จักในหมู่วัยรุ่นไทยและวัยทำงาน เราคาดรายได้จาก Chaba จะรับเข้ามาเป็น 5% ของรายได้รวม และ 4% ของกำไรในปีนี้ โดยสองธุรกิจนี้ช่วยลดความเสี่ยงของ SPA ออกจากสถานการณ์ของการท่องเที่ยวไทย เนื่องจากกลุ่มลูกค้าหลักเป็นชาวไทย ส่วนศูนย์ดูแลผิวหน้ามุ่งเน้นนักท่องเที่ยวแถบชายทะเลและช่วยเพิ่มรายได้ต่อครั้งของการบริการ

ธุรกิจหลักยังแข็งแกร่ง

เราคาดว่าธุรกิจหมวดซึ่งเป็นสัดส่วนหลักของ SPA จะมีรายได้เติบโต 23% ในปี 2019F, 16% ในปี 2020F และ 13% ในปี 2021F (22% เมื่อปี 2018) สมมติฐานอัตราการเติบโตของยอดขายสาขาเดิม (SSSG) ของเราอยู่ที่ 13%, 11% และ 9% ตามลำดับ โดยบริษัทยังคงเปิดการขยายสาขา 10 สาขาต่อปี จากที่มีสาขาในประเทศ 49 สาขาเมื่อปี 2018 และสาขาแฟรนไชส์ในต่างประเทศ 6 สาขา โดย 8 จาก 10 สาขาใหม่ที่จะเปิดให้บริการในปีนี้จะเปิดแบรนด์ "Let's Relax" ที่ให้สัดส่วนรายได้และผลกำไรสูง เรายังคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะดีขึ้นจากอัตราการดำเนินงานที่ฟื้นตัว และการเปิดตัวผลิตภัณฑ์สปาที่มีอัตรากำไรสูงขึ้นในช่วง 2Q19F เราคาดอัตรากำไรขั้นต้น 33-35% ในปี 2019-21F จากจุดต่ำสุดที่ 30.8% ใน 4Q18

ปรับลดประมาณการกำไร

เราปรับลดประมาณการกำไรของ SPA ลง 10-12% ในปี 2019-21F เพื่อสะท้อนผลของ 1) ธุรกิจใหม่ที่กล่าวมาข้างต้นน่าจะยังมีผลขาดทุนในช่วงปีแรกของการดำเนินงาน 2) จากอัตราการเติบโตของจำนวนนักท่องเที่ยวที่ชะลอตัวลง เราจึงปรับลดสมมติฐานอัตราการเติบโตของยอดขายสาขาเดิม (SSSG) ลงเหลือ 10-13% ในปี 2019-21F (เดิมคาด 12-15%) 3) การเปิดตัวผลิตภัณฑ์สปาใหม่ถูกเลื่อนไปยัง 2Q19 ในขณะที่เดียวกันสปาเล็บ Chaba ซึ่งบริษัทเข้าซื้อน่าจะยังไม่สร้างผลกำไรอย่างมีนัยสำคัญในปีนี้

ราคาหุ้นไม่ได้แพงเกินไป

เนื่องจากมีกำไรต่อหุ้นที่เติบโตเฉลี่ยในระดับที่ 21% ต่อปีในช่วงปี 2019-21F มีสถานะการเงินที่แข็งแกร่ง เป็นธุรกิจเงินสด และอยู่ในอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวที่มีความแข็งแกร่ง เราจึงมองว่าราคาหุ้นปัจจุบันที่ PE 32 เท่า ในปี 2019F นั้นไม่ได้แพงเกินไป นอกจากนี้ธุรกิจของ SPA ยังเป็นธุรกิจเงินสดและต้องการเงินลงทุนต่ำ โดยเราคาดการณ์ EBITDA 400-600 ลบ. เทียบกับเงินลงทุนเพียง 150-200 ลบ. ต่อปี ในช่วงปี 2019-21F เราประเมินสัดส่วน ROE ที่ 24% ในปีนี้จะเพิ่มขึ้นเป็น 28% ในปี 2021F จากการประหยัดต่อขนาดและผลกำไรจากธุรกิจใหม่ อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสุทธิอยู่ในระดับต่ำที่ 0.2 เท่า และคาดจะมีสถานะเงินสดสุทธิในปี 2021F

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่กลุ่มลูกค้าและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



NUTTAPOP PRASITSUKSANT

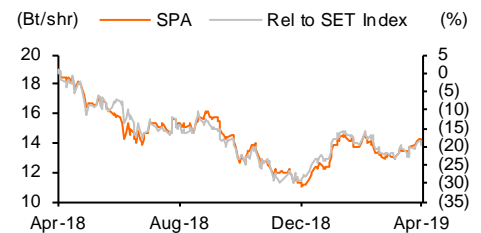
662 - 617 4986

nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2018A	2019F	2020F	2021F
Sales	1,134	1,439	1,683	1,938
Net profit	206	251	312	364
Consensus NP	—	268	330	386
Diff frm cons (%)	—	(6.6)	(5.2)	(5.9)
Norm profit	206	251	312	364
Prev. Norm profit	—	278	351	414
Chg frm prev (%)	—	(10.0)	(10.9)	(12.2)
Norm EPS (Bt)	0.4	0.4	0.5	0.6
Norm EPS grw (%)	17.4	21.9	24.7	16.4
Norm PE (x)	38.5	31.6	25.4	21.8
EV/EBITDA (x)	24.6	20.1	16.0	13.3
P/BV (x)	8.2	7.1	6.2	5.3
Div yield (%)	1.1	1.6	2.0	2.3
ROE (%)	23.8	24.0	26.0	26.3
Net D/E (%)	14.1	18.0	7.6	(3.9)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 25-Apr-19 (Bt)	13.90
Market Cap (US\$ m)	247.7
Listed Shares (m shares)	570.0
Free Float (%)	55.2
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.2
12M Price H/L (Bt)	19.00/11.00
Sector	MAI
Major Shareholder	Jiravanstit family 15.96%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

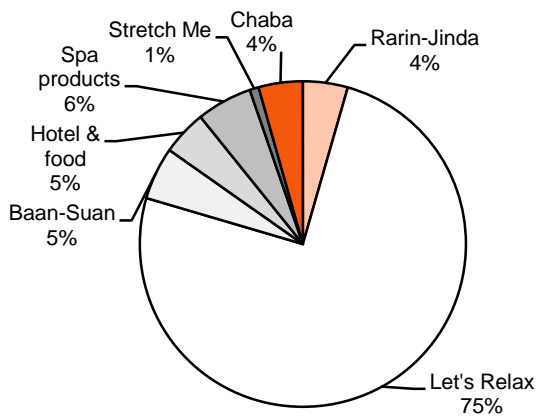


Ex 1: Key Assumption Changes

	2019F	2020F	2021F
Net sales (Bt m)			
- New	1,439	1,683	1,938
- Old	1,414	1,669	1,926
- Change (%)	1.8	0.9	0.6
Gross margin (%)			
- New	33.1	34.4	34.7
- Old	36.9	38.3	38.7
- Change (pp)	(3.8)	(4.0)	(4.0)
Normalized profits (Bt m)			
- New	251	312	364
- Old	278	351	414
- Change (%)	(10.0)	(10.9)	(12.2)

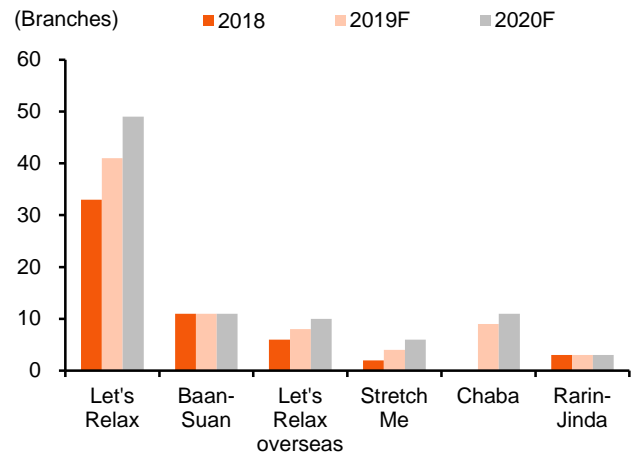
Source: Thanachart estimates

Ex 2: Let's Relax Contributes A Huge Portion Of Revenue



Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 3: Branch Expansion Plan



Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 4: Stretching Treatment Center "Stretch Me"



Source: Company data

Ex 5: Acquired Nail Spa Business "Chaba"



Source: Company data

Ex 6: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2019F

(Bt m)	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	Terminal value
EBITDA	405	502	591	677	741	851	956	1,048	1,150	1,246	1,348	—
Free cash flow	209	289	371	468	510	609	725	805	891	973	1,060	15,588
PV of free cash flow	209	241	282	324	323	351	381	386	390	389	386	5,183
Risk-free rate (%)	4.5											
Market risk premium (%)	7.5											
Beta	0.8											
WACC (%)	9.6											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	9,231											
Net debt (2018)	137											
Minority interest	—											
Equity value	9,094											
# of shares (m)	570											
Target price/share (Bt)	16.00											

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	
			19F (%)	20F (%)	19F (x)	20F (x)	19F (x)	20F (x)	19F (x)	20F (x)	19F (%)	20F (%)
Emei Shan Tourism	000888 CH	China	7.3	4.7	16.2	15.5	1.4	1.3	7.7	7.3	1.4	1.5
Shanghai Jin Jiang Int'l	2006 HK	China	7.5	17.7	13.3	11.3	1.1	1.0	5.9	5.6	4.3	4.7
Hongkong & Shanghai	45 HK	Hong Kong	(37.8)	16.1	34.8	30.0	na	na	na	na	na	na
Shangri-La Asia	69 HK	Hong Kong	33.3	3.1	24.4	23.7	na	na	16.2	15.6	1.9	2.0
IGB Corp Bhd	IGB MK	Malaysia	13.6	3.4	na	na	na	na	na	na	na	na
Genting Malaysia Bhd	GENM MK	Malaysia	na	10.7	15.0	13.5	0.9	0.9	8.0	7.2	3.1	3.3
Mirvac Group	MGR AU	Australia	(42.5)	3.6	16.9	16.3	1.1	1.1	16.7	15.5	4.1	4.3
Indian Hotels	IH IN	India	141.1	35.1	69.2	51.3	4.0	3.8	24.8	20.9	0.4	0.5
Mandarin Oriental Int'l	MAND SP	Singapore	21.4	(4.8)	45.7	48.0	na	na	na	na	1.6	1.6
Hotel Shilla	008770 KS	South Korea	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Resorttrust Inc	4681 JP	Japan	12.8	(15.6)	12.8	15.1	1.3	1.2	8.1	8.2	3.0	3.0
Central Plaza Hotel	CENDEL TB*	Thailand	0.2	7.0	26.7	25.0	4.1	3.7	13.3	12.3	1.5	1.6
Erawan Group	ERW TB*	Thailand	14.2	17.7	28.0	23.8	2.9	2.7	13.5	12.3	1.4	1.7
Minor International	MINT TB*	Thailand	16.0	20.6	26.2	21.7	2.4	2.2	15.2	13.4	0.9	1.1
Siam Wellness Group	SPA TB*	Thailand	21.9	24.7	31.6	25.4	7.1	6.2	20.1	16.0	1.6	2.0
Average			16.0	11.0	27.3	24.1	2.6	2.4	13.2	11.9	2.0	2.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using normalized EPS

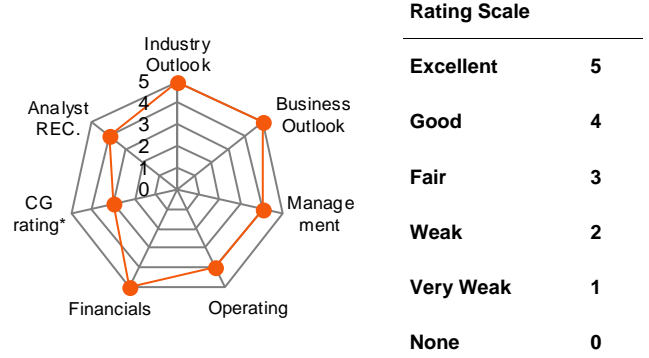
Based on 25 Apr 2019 closing prices

COMPANY DESCRIPTION

บริษัทสยามเวลเนสกรุ๊ป (จำกัด) มหาชน ดำเนินธุรกิจสปาและธุรกิจเกี่ยวเนื่องอื่นทั้งสิ้น 4 ธุรกิจ คือ 1) ธุรกิจสปาภายใต้ชื่อ "Let's Relax", "ระรินจินดา เวลเนส สปา" และ "บ้านสวนมาสาจ" 2) ธุรกิจโรงแรมและอาหาร ได้แก่ "รีสอร์ทในเชียงใหม่" "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

- การเติบโตขึ้นอยู่กับการขยายสาขาอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากมีข้อจำกัดในการให้บริการต่อสาขา
- มีการพึ่งพาลดกลุ่มนักท่องเที่ยวจีนเป็นอย่างมาก

T — Threat

- เหตุการณ์พิเศษนอกเหนือการควบคุมต่างๆ เช่น เหตุวิกฤติการเมือง และภัยธรรมชาติ อาจทำให้การบริการในสาขาหยุดชะงัก และทำให้ปริมาณลูกค้านักท่องเที่ยวลดลง
- มีการขยายสาขาเพิ่มต่อเนื่อง แต่มีทีมงานบริหารขนาดเล็ก

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	15.32	16.00	4%
Net profit 19F (Bt m)	268	251	-7%
Net profit 20F (Bt m)	330	312	-5%
Consensus REC	BUY: 5	HOLD: 2	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรปี 2019-20F ของเรต่ำกว่า Bloomberg consensus อยู่ 5-7% ซึ่งเราคาดเป็นเพราะเรารวมผลค่าใช้จ่ายที่สูงขึ้นจากธุรกิจใหม่
- แต่อย่างไรก็ตามราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าตลาด เนื่องจากเราอาจมองบวกมากกว่าต่อแนวโน้มการเติบโตในระยะยาวของธุรกิจเหล่านี้

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การขยายสาขาที่ช้ากว่าคาด ทั้งในประเทศและต่างประเทศ จะมีความเสี่ยงทางลบต่อประมาณการกำไรของเรา
- เหตุการณ์ใดๆที่ทำให้เกิดการชะลอตัว หรือการหยุดชะงักในอุตสาหกรรมท่องเที่ยวและจำนวนนักท่องเที่ยวในไทย เช่น วิกฤติเศรษฐกิจโลก หรือ ภัยธรรมชาติ จะมีความเสี่ยงทางลบต่อประมาณการกำไรของเราเช่นกัน
- อัตราความสำเร็จของรูปแบบการให้บริการใหม่เป็นความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

Strong sales growth momentum on continuing branch expansion

FY ending Dec (Bt m)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
Sales	948	1,134	1,439	1,683	1,938
Cost of sales	620	750	963	1,105	1,265
Gross profit	328	384	477	578	673
% gross margin	34.6%	33.9%	33.1%	34.4%	34.7%
Selling & administration expenses	130	152	189	213	238
Operating profit	198	232	288	365	435
% operating margin	20.9%	20.4%	20.0%	21.7%	22.4%
Depreciation & amortization	77	96	117	137	156
EBITDA	275	328	405	502	591
% EBITDA margin	29.0%	28.9%	28.1%	29.8%	30.5%
Non-operating income	15	18	22	25	29
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(7)	(9)	(9)	(11)	(10)
Pre-tax profit	206	241	300	379	454
Income tax	31	35	46	63	84
After-tax profit	175	206	253	317	370
% net margin	18.5%	18.1%	17.6%	18.8%	19.1%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	(0)	(0)	(3)	(4)	(6)
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	175	206	251	312	364
Normalized profit	175	206	251	312	364
EPS (Bt)	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6
Normalized EPS (Bt)	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6

BALANCE SHEET

Healthy balance sheet on an asset-light model

FY ending Dec (Bt m)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
ASSETS:					
Current assets:	191	176	266	388	582
Cash & cash equivalent	67	79	124	204	354
Account receivables	12	24	28	32	37
Inventories	28	31	40	45	52
Others	84	42	74	106	139
Investments & loans	0	0	125	125	125
Net fixed assets	889	1,067	1,121	1,155	1,167
Other assets	95	126	160	188	216
Total assets	1,176	1,369	1,672	1,856	2,090
LIABILITIES:					
Current liabilities:	207	224	257	286	322
Account payables	86	83	105	121	139
Bank overdraft & ST loans	8	6	7	6	6
Current LT debt	69	84	80	83	90
Others current liabilities	44	51	65	76	87
Total LT debt	185	126	239	213	200
Others LT liabilities	18	34	43	51	58
Total liabilities	421	399	554	566	599
Minority interest	0	0	3	3	9
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)	44	44	44	44
Retained earnings	339	505	650	821	1,016
Shareholders' equity	755	970	1,116	1,287	1,482
Liabilities & equity	1,176	1,369	1,672	1,856	2,090

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
Earnings before tax	206	241	300	379	454
Tax paid	(26)	(33)	(42)	(59)	(80)
Depreciation & amortization	77	96	117	137	156
Chg In working capital	4	(17)	9	5	6
Chg In other CA & CL / minorities	10	3	7	1	6
Cash flow from operations	272	291	392	463	541
Capex	(268)	(274)	(171)	(171)	(168)
ST loans & investments	(58)	44	(30)	(30)	(30)
LT loans & investments	0	0	(125)	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(15)	(12)	(25)	(17)	(18)
Cash flow from investments	(340)	(242)	(351)	(218)	(216)
Debt financing	162	(46)	109	(24)	(6)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(57)	(40)	(105)	(141)	(169)
Warrants & other surplus	(2)	50	0	0	0
Cash flow from financing	103	(36)	4	(164)	(175)
Free cash flow	4	17	221	292	373

Higher portion of rental and in-hotel shops reduces capex

VALUATION

FY ending Dec	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
Normalized PE (x)	45.2	38.5	31.6	25.4	21.8
Normalized PE - at target price (x)	52.1	44.4	36.4	29.2	25.1
PE (x)	45.2	38.5	31.6	25.4	21.8
PE - at target price (x)	52.1	44.4	36.4	29.2	25.1
EV/EBITDA (x)	29.5	24.6	20.1	16.0	13.3
EV/EBITDA - at target price (x)	33.9	28.3	23.0	18.4	15.3
P/BV (x)	10.5	8.2	7.1	6.2	5.3
P/BV - at target price (x)	12.1	9.4	8.2	7.1	6.2
P/CFO (x)	29.2	27.3	20.2	17.1	14.6
Price/sales (x)	8.4	7.0	5.5	4.7	4.1
Dividend yield (%)	0.9	1.1	1.6	2.0	2.3
FCF Yield (%)	0.0	0.2	2.8	3.7	4.7
(Bt)					
Normalized EPS	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6
EPS	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6
DPS	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3
BV/share	1.3	1.7	2.0	2.3	2.6
CFO/share	0.5	0.5	0.7	0.8	0.9
FCF/share	0.0	0.0	0.4	0.5	0.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
Growth Rate					
Sales (%)	30.7	19.7	26.9	16.9	15.2
Net profit (%)	24.3	17.4	21.9	24.7	16.4
EPS (%)	24.3	17.4	21.9	24.7	16.4
Normalized profit (%)	24.3	17.4	21.9	24.7	16.4
Normalized EPS (%)	24.3	17.4	21.9	24.7	16.4
Dividend payout ratio (%)	39.0	41.6	50.0	50.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	34.6	33.9	33.1	34.4	34.7
Operating margin (%)	20.9	20.4	20.0	21.7	22.4
EBITDA margin (%)	29.0	28.9	28.1	29.8	30.5
Net margin (%)	18.5	18.1	17.6	18.8	19.1
D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2
Net D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.1	0.2	0.1	(0.0)
Interest coverage - EBIT (x)	30.1	26.2	30.3	33.2	41.6
Interest coverage - EBITDA (x)	41.9	37.0	42.7	45.7	56.5
ROA - using norm profit (%)	17.2	16.2	16.5	17.7	18.4
ROE - using norm profit (%)	25.1	23.8	24.0	26.0	26.3
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	25.1	23.8	24.3	26.4	26.7
- asset turnover (x)	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
- operating margin (%)	22.4	22.0	21.5	23.2	23.9
- leverage (x)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4
- interest burden (%)	96.9	96.5	96.9	97.2	97.7
- tax burden (%)	85.1	85.3	84.5	83.5	81.5
WACC (%)	9.6	9.6	9.6	9.6	9.6
ROIC (%)	23.8	20.8	21.9	23.1	25.6
NOPAT (Bt m)	168	198	243	305	355

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Turning net cash in 2021F
despite still in a growth
phase*

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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 ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 19 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVA16C1911A, ADVA16C1912A, AMAT16C1911A, AOT16C1912A, BANP16C1912A, BDMS16C1912A, CBG16C1912A, CK16C1912A, CPAL16C1912A, EA16C1911A, KTC16C1911A, MTC16C1911A, PTTE16C1911A, PTT16C1912A, STEC16C1911A, STEC16C1911B, TOP16C1911A, TRUE16C1912A, WHA16C1911A (หลักทรัพย์อ้างอิงได้แก่ ADVANC, AMATA, AOT, BANPU, BDMS, CBG, CK, CPALL, EA, KTC, MTC, PTTEP, PTT, STEC, TOP, TRUE, WHA) และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

* หมายเหตุ: บริษัท ทูมธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 มีส่วนถือหุ้น บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) มากกว่าร้อยละ 65 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททูมธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิजारุณ, CFA
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม

พรรณนารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์
phanarai.von@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
saksid.pha@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, อาหาร และ เครื่องดื่ม

พัทธดนย์ บุณนาค
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พัฒนศิริคุณกุล, CFA
adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวลีส หวังมีงมาศ
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

บันเทิง, อาหาร, โรงแรม

เกวลี ทองสมอาจค์
kalvalee.tho@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค

สุพัฒน์นา สุวรรณเกิด
supanna.suw@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์

ศิริพร อรุโณทัย
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

นิคมอุตสาหกรรม, Property Fund, REITs

รตา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
rata.lim@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

วิษณะ วงศ์ภาณุวิชญ์, CFA, FRM
wichaya.won@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ธรรมบำรุง
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

พลังงาน

จักร เรื่องสินภิญญา
chak.reu@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

สรัชดา ศรทรง
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, สื่อสาร และอื่น ๆ

ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพลตฟอร์ม

ลาภินี ทิพยมณฑล
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ คุณเจริญไพศาล, AFPT™
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ รุ่งรัศมีพัฒน์

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต

sunet.rak@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี

suksawat.lim@thanachartsec.co.th

วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

varathip.run@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สถาพร

sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team

19 Floor, MBK Tower

444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330

Tel: 662 - 617 4900

Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th