

BUY

(From: SELL)

Change in Recommendation

TP: Bt 10.00

(From: Bt 5.50)

Upside : 32.5%

8 OCTOBER 2021

Small Cap Research

Siam Wellness Group (SPA TB)

เริ่มให้บริการได้อีกครั้ง

เราปรับคำแนะนำ SPA เป็น "ซื้อ" โดยมองว่าบริษัทผ่านจุดเลวร้ายที่สุดไปแล้วหลังร้านสปาได้กลับมาเปิดบริการ จากมาตรการโควิด-19 ที่ผ่อนคลายนลงของรัฐบาล เราใช้สมมติฐานนักท่องเที่ยวต่างชาติจะกลับมาใน 2H22F และคาด SPA จะกลับมามีกำไรในปี 2023F เราปรับราคาเป้าหมายเป็น 10 บาท จากแนวโน้มที่สดใสขึ้น และความเสี่ยงจากโควิดที่ลดลง



NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662 - 483 8296

nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

แนะนำ "ซื้อ" หลังผ่านจุดเลวร้ายที่สุดไปแล้ว

เราปรับคำแนะนำ SPA ขึ้นเป็น "ซื้อ" (จาก ขาย) โดยมีเหตุผลสนับสนุนคือ 1) เราคาดว่าจะไม่มีมาตรการห้ามเปิดร้านสปาอีก หลังธุรกิจสปาถูกห้ามดำเนินการตามนโยบายรัฐเพื่อป้องกันการระบาดของโควิด-19 ต่อเนื่องมาสองปี 2) SPA เป็นหนึ่งในผู้ได้ประโยชน์จากการกลับมาของนักท่องเที่ยวต่างชาติใน 2H22F ที่เดิมเป็น 75% ของรายได้ในช่วงก่อนโควิด และ 3) เรามองความเสี่ยงต่อสถานะการเงินต่ำ โดยคาดการณ์จะกลับเป็นบวกในปี 2022F ราคาเป้าหมาย DCF ของเราปรับขึ้นเป็น 10 บาท จากเรารวมรายได้จากลูกค้าในประเทศที่เพิ่มขึ้น การควบคุมต้นทุนที่ดีกว่าที่คาดในช่วงโควิด และการปรับมาใช้ปีฐานเป็นปี 2022F

กลับมาเปิดให้บริการหลังมาตรการโควิดผ่อนคลาย

SPA กลับมาให้บริการ 36 สาขา (จากทั้งหมด 57 สาขา) ตั้งแต่ 1 ต.ค. หลังรัฐบาลยกเลิกคำสั่งห้ามร้านสปาและร้านนวดเปิดให้บริการ ซึ่งเป็นปัจจัยบวกอย่างมากต่อ SPA หลังสาขาทั้งหมดถูกปิดทำการไปรวม 141 วัน ใน 9M21 เพื่อป้องกันการระบาดของโควิด-19 เนื่องจากเราคาดว่าจะไม่มีการปิดร้านสปาจากภาครัฐอีก กระแสเงินสดของ SPA จึงน่าจะกลับมาเป็นบวกในปี 2022F แม้มีรายได้จากนักท่องเที่ยวเพียงเล็กน้อยเพราะมีแรงหนุนจากรายได้จากลูกค้าไทยที่เพิ่มขึ้นจากการให้บริการรูปแบบใหม่ (เช่น การยืดเหยียด และบำรุงผิวหน้า) เพื่อเพิ่มฐานลูกค้าและยอดขาย การออกผลิตภัณฑ์สปาที่ใหม่และนำเข้าผลิตภัณฑ์มาขาย เพื่อเพิ่มยอดขายต่อครั้ง

กลับมามีกำไรในปี 2023F

เราคาดว่า SPA จะกลับมามีกำไรในปี 2023F ภายใต้สมมติฐานของเราว่าจะมีนักท่องเที่ยวต่างชาติเข้ามาในไทย 6/26/39 ล้านคน ในปี 2022-24F เทียบกับเดิม 40 ล้านคน ในปี 2019 (ดูบทวิเคราะห์ กลุ่มโรงแรม "ฟื้นตัวช้ากว่าที่คาดไว้เดิม" 27 ก.ย. 2021 โดย ศิริพร อรุณทัย) ซึ่งเราคาดว่าจะทำให้รายได้รวมของ SPA ปรับดีขึ้นเป็น 36%/71%/94% ของระดับก่อนโควิดในปี 2019 แต่เราคาดว่ากำไรปี 2024F จะออกมาใกล้เคียงกับเมื่อปี 2019 ที่ 243 ลบ. จากอัตรากำไรที่สูงขึ้นของบริการรูปแบบใหม่และผลิตภัณฑ์สปาที่ปรับโฉมมาใหม่ รวมทั้งค่าบริการต่อครั้งที่สูงขึ้นหลัง SPA ใช้กลยุทธ์การรวมบริการใหม่เข้ากับการนวดที่เป็นที่รู้จักอยู่แล้ว ดังนั้นจึงได้ประโยชน์จากการประหยัดต่อขนาดมากขึ้นในแต่ละสาขา

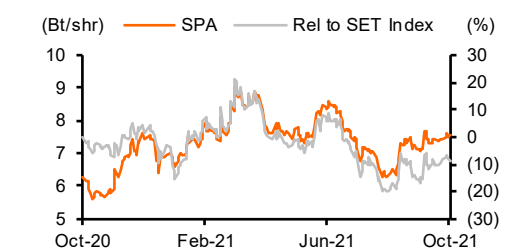
ฐานะการเงินแข็งแกร่ง

เรายังคงมองว่า SPA มีความเสี่ยงด้านสภาพคล่องต่ำ แม้สองปีที่ผ่านมากระแสเงินสดติดลบ แต่เราคาดว่าอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนจะแตะจุดสูงสุดเพียง 1.3 เท่า ในปี 2022F (จากก่อนโควิดอยู่ที่ต่ำกว่า 0.1 เท่า) เนื่องจากเป็นธุรกิจที่ไม่ได้มีสินทรัพย์ถาวรเป็นสัดส่วนที่สูง และได้ส่วนลดค่าเช่าสาขาในช่วงล็อกดาวน์ และหลังกลับมาให้บริการได้แล้ว เราเชื่อว่า SPA ผ่านจุดเลวร้ายที่สุดมาแล้ว และคาดตลาดจะมีมุมมองบวกจากหุ้นในกลุ่มท่องเที่ยวมากขึ้นหลังโควิด-19 เริ่มบรรเทาลง ราคาเป้าหมายของเราคิดเป็น 35 เท่า PE ในปี 2024F (ซึ่งเป็นปีแรกที่กลับดำเนินการได้เต็มที่หลังโควิด) อยู่ในช่วงเดียวกับการซื้อขายก่อนเกิดโควิด-19 (ปี 2018-19)

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	427	142	500	989
Net profit	(209)	(332)	(119)	96
Consensus NP	—	(293)	(30)	170
Diff frm cons (%)	—	na	na	(43.4)
Norm profit	(204)	(332)	(119)	96
Prev. Norm profit	—	(325)	(60)	143
Chg frm prev (%)	—	na	na	(32.7)
Norm EPS (Bt)	(0.2)	(0.4)	(0.1)	0.1
Norm EPS grw (%)	na	na	na	na
Norm PE (x)	na	na	na	66.9
EV/EBITDA (x)	57.9	184.0	33.5	15.9
P/BV (x)	7.1	11.3	14.2	12.2
Div yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.6
ROE (%)	na	na	na	19.6
Net D/E (%)	30.6	96.0	131.0	85.9

PRICE PERFORMANCE



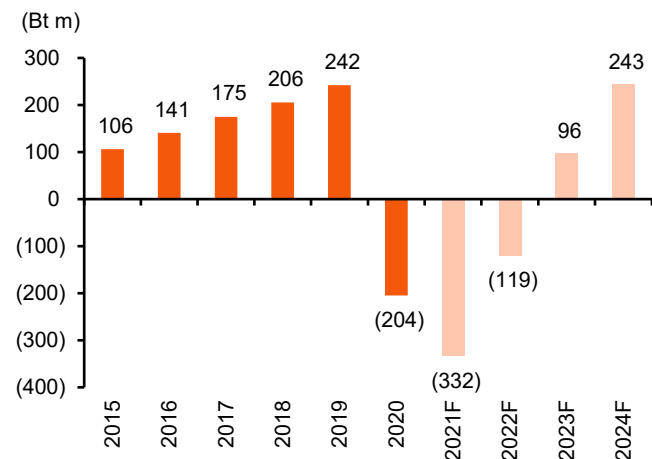
COMPANY INFORMATION

Price as of 8-Oct-21 (Bt)	7.55
Market Cap (US\$ m)	190.7
Listed Shares (m shares)	855.0
Free Float (%)	55.9
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.2
12M Price H/L (Bt)	9.05/5.60
Sector	MAI
Major Shareholder	Jiravanstitt family 16.13%

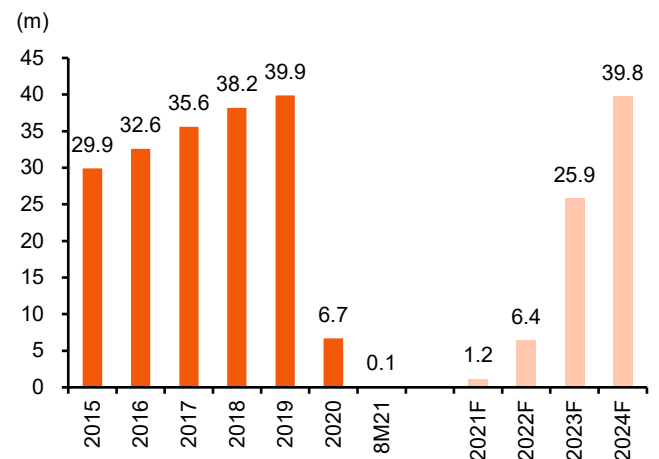
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้และพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การบริการแก่ลูกค้าเท่านั้นและไม่ใช่การแนะนำหรือการชักชวนให้ซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มีไว้เพื่อเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์เท่านั้น หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Turning Profitable Again In 2023F

Sources: Company data; Thanachart estimates

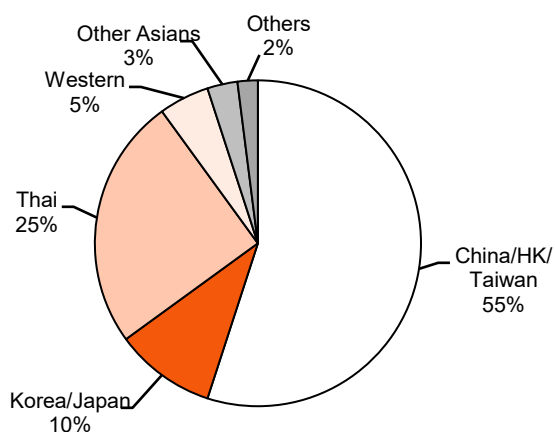
Ex 2: We Assume Foreign Tourists Return In 2H22F

Sources: Tourism Authority of Thailand (TAT), Thanachart estimates

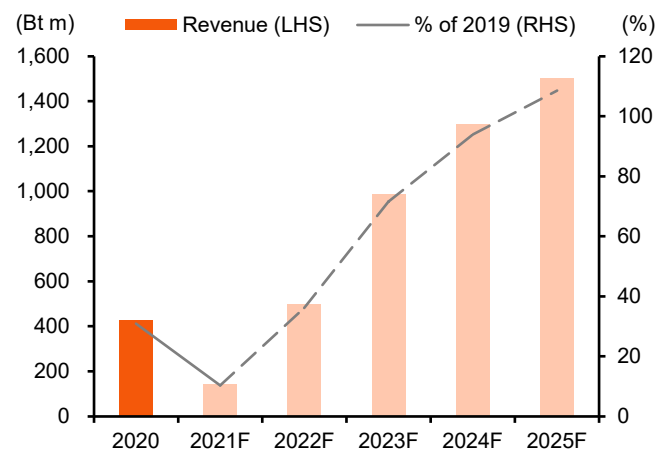
Ex 3: Government Measures Intermittently Locked Down Spa Shops During 2020-21

Period	Closure dates	Total number of days
1Q20	18 March - 31 March	14
2Q20	1 April - 31 May	51
	* Suspended international inbound flights from 31 May 2020	
4Q20	Slight impact from political protests in Bangkok during Nov - Dec	
1Q21	1 January - 22 January	22
2Q21	26 April - 31 May	36
3Q21	10 July - 30 September	83

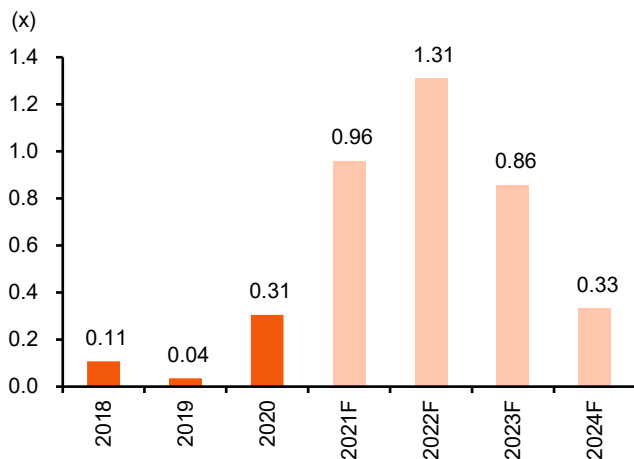
Source: The Center for Covid-19 Situation Administration (CCSA)

Ex 4: SPA's Revenue Breakdown Pre-COVID (2019)

Source: Company data

Ex 5: Normalizing Revenue Base On Recovering Tourism

Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 6: Improving Net D/E As Services Resume In Shops

Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 7: Historical Trading PE Range Pre-COVID (2017-19)

Source: Bloomberg

Ex 8: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2022F

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal value
EBITDA excl. depre from right of use	19	243	410	523	619	667	710	755	804	857	912	—
Free cash flow	(36)	139	281	379	468	511	547	588	635	679	726	13,557
PV of free cash flow	(34)	122	233	294	334	340	340	342	345	345	329	6,140
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.9											
WACC (%)	6.5											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	9,131											
Net debt (2021F)	550											
Minority interest	—											
Equity value	8,581											
# of shares (m)	855											
Target price/share (Bt)	10.00											

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	
			21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Emei Shan Tourism	000888 CH	China	na	54.8	24.2	15.7	1.3	1.2	na	na	0.6	0.9
Shanghai Jin Jiang Int'l	2006 HK	China	(62.7)	na	78.5	na	0.9	0.8	na	na	0.0	0.0
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	232.9	na	na	158.9	29.8	na	0.8
IGB Corp Bhd	IGB MK	Malaysia	(80.4)	180.0	na	na	na	na	na	na	na	na
Genting Malaysia Bhd	GENM MK	Malaysia	na	na	na	23.0	1.3	1.3	133.4	10.6	2.8	5.0
Mirvac Group	MGR AU	Australia	(41.5)	13.4	21.5	18.9	1.1	1.0	22.0	20.0	3.4	3.6
Indian Hotels	IH IN	India	na	na	na	na	6.6	7.2	na	74.9	0.0	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	na	142.7	53.9	22.2	5.3	4.3	15.0	11.7	0.2	0.3
Resorttrust Inc	4681 JP	Japan	na	84.4	69.9	37.9	1.7	1.9	11.3	14.8	1.5	1.4
Central Plaza Hotel	CENTEL TB*	Thailand	na	na	na	na	2.9	2.9	43.4	19.3	0.0	0.0
Erawan Group	ERW TB*	Thailand	na	na	na	na	2.4	2.8	na	44.3	0.0	0.0
Minor International	MINT TB*	Thailand	na	na	na	773.0	2.9	2.9	49.4	14.3	0.0	0.0
Siam Wellness Group	SPA TB*	Thailand	na	na	na	na	11.3	14.2	184.0	33.5	0.0	0.0
Average			(61.5)	95.9	48.4	143.1	3.3	3.6	71.3	26.1	0.7	1.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using normalized EPS

Based on 8 Oct 2021 closing prices

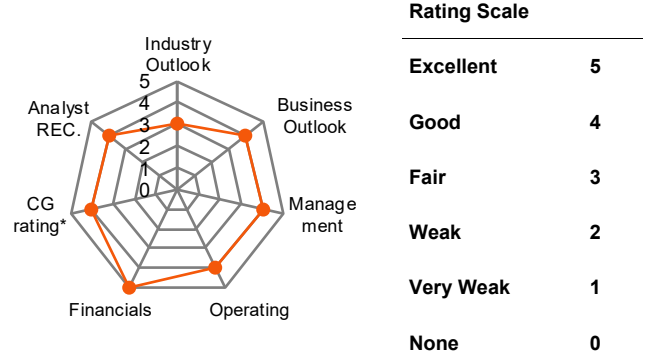
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีแบรนด์ที่ติดตลาด โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกลุ่มนักท่องเที่ยวจีน
- มีธุรกิจที่เกี่ยวข้องที่ช่วยผลิตพนักงานนวดและออกแบบผลิตภัณฑ์สปาให้เพียงพอต่อการขยายสาขาอย่างรวดเร็ว
- เป็นธุรกิจที่ใช้ฐานสินทรัพย์ต่ำ

O — Opportunity

- โอกาสในการแย่งชิงส่วนแบ่งการตลาดจากผู้เล่นรายย่อย ทั้งจากการเปิดสาขาเอง และการเข้าซื้อกิจการ
- โอกาสในการขยายธุรกิจไปยังต่างประเทศ
- การเพิ่มรูปแบบการให้บริการในสาขาเพื่อเพิ่มยอดขายต่อสาขา และยอดขายต่อการเข้าใช้บริการ

W — Weakness

- การเติบโตขึ้นอยู่กับการขยายสาขาอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากมีข้อจำกัดในการให้บริการต่อสาขา
- มีการพึ่งพาลูกค้ากลุ่มนักท่องเที่ยวอย่างมาก

T — Threat

- เหตุการณ์พิเศษนอกเหนือการควบคุมต่างๆ เช่น เหตุวิกฤติการเมือง และภัยธรรมชาติ อาจทำให้การบริการในสาขาหยุดชะงัก และทำให้ปริมาณลูกค้านักท่องเที่ยวลดลง
- มีการจำนวนสาขาเพิ่มขึ้นมาก แต่ยังมีทีมงานบริหารขนาดเล็ก

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	8.13	10.00	23%
Net profit 21F (Bt m)	(293)	(332)	na
Net profit 22F (Bt m)	(30)	(119)	na
Consensus REC	BUY: 5	HOLD: 3	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- เราคาดว่าปี 2021-22F จะมีผลขาดทุนมากกว่าเมื่อเทียบกับ Bloomberg consensus ซึ่งอาจเป็นเพราะเราสมมติให้นักท่องเที่ยวต่างชาติเดินทางกลับเข้ามายังประเทศช้าลง
- แต่ราคาเป้าหมายของเรานั้นสูงกว่า ซึ่งเราเชื่อว่าเป็นเพราะเรามีมุมมองเชิงบวกมากขึ้นต่อศักยภาพในการเติบโตในระยะยาวของ SPA

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

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

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

Recovering revenue trend
backed by a resumption
of Thai tourism

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	1,384	427	142	500	989
Cost of sales	943	507	332	484	723
Gross profit	441	(80)	(189)	16	266
% gross margin	31.9%	-18.7%	-133.3%	3.2%	26.9%
Selling & administration expenses	163	113	97	118	146
Operating profit	279	(192)	(287)	(102)	120
% operating margin	20.1%	-45.1%	-201.7%	-20.4%	12.1%
Depreciation & amortization	118	309	325	313	315
EBITDA	396	116	38	211	435
% EBITDA margin	28.6%	27.2%	26.8%	42.1%	43.9%
Non-operating income	19	9	3	9	16
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(10)	(21)	(49)	(26)	(22)
Pre-tax profit	288	(205)	(332)	(119)	114
Income tax	45	(1)	0	0	18
After-tax profit	242	(204)	(332)	(119)	96
% net margin	17.5%	-47.9%	-233.9%	-23.9%	9.8%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	4	(5)	0	0	0
NET PROFIT	246	(209)	(332)	(119)	96
Normalized profit	242	(204)	(332)	(119)	96
EPS (Bt)	0.4	(0.2)	(0.4)	(0.1)	0.1
Normalized EPS (Bt)	0.4	(0.2)	(0.4)	(0.1)	0.1

BALANCE SHEET

Asset-light balance
sheet was key for SPA
surviving during COVID

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	289	231	203	259	482
Cash & cash equivalent	126	115	150	150	300
Account receivables	37	22	6	16	27
Inventories	40	40	32	40	50
Others	86	55	15	53	105
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	1,083	1,075	969	913	875
Other assets	144	1,326	51	(33)	(166)
Total assets	1,516	2,632	1,223	1,139	1,190
LIABILITIES:					
Current liabilities:	245	361	235	281	319
Account payables	97	45	27	40	59
Bank overdraft & ST loans	5	0	4	4	4
Current LT debt	80	103	209	222	226
Others current liabilities	63	213	(5)	15	30
Total LT debt	80	288	488	518	526
Others LT liabilities	59	1,078	(72)	(113)	(186)
Total liabilities	384	1,727	650	686	659
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferred shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	143	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	666	368	36	(84)	(6)
Shareholders' equity	1,132	905	573	453	531
Liabilities & equity	1,516	2,632	1,223	1,139	1,190

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	288	(205)	(332)	(119)	114
Tax paid	(37)	(21)	(1)	3	(11)
Depreciation & amortization	118	309	325	313	315
Chg In working capital	(9)	(37)	7	(6)	(1)
Chg In other CA & CL / minorities	(32)	173	(186)	(21)	(43)
Cash flow from operations	326	219	(189)	169	374
Capex	(133)	(119)	(15)	(65)	(85)
Right of use	0	(1,352)	1,070	(100)	(50)
ST loans & investments	(39)	30	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	(4)	1,002	(1,149)	(48)	(81)
Cash flow from investments	(177)	(439)	(84)	(213)	(216)
Debt financing	(51)	226	309	44	12
Capital increase	0	71	0	0	0
Dividends paid	(86)	(17)	0	0	(19)
Warrants & other surplus	1	(72)	0	0	0
Cash flow from financing	(135)	208	309	44	(7)
Free cash flow	193	100	(204)	104	289

We project operating cash flow to turn positive again in 2022F

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	17.8	na	na	na	66.9
Normalized PE - at target price (x)	23.5	na	na	na	88.6
PE (x)	17.5	na	na	na	66.9
PE - at target price (x)	23.2	na	na	na	88.6
EV/EBITDA (x)	11.0	57.9	184.0	33.5	15.9
EV/EBITDA - at target price (x)	14.5	75.9	239.0	43.4	20.7
P/BV (x)	3.8	7.1	11.3	14.2	12.2
P/BV - at target price (x)	5.0	9.4	14.9	18.9	16.1
P/CFO (x)	13.2	29.5	(34.2)	38.1	17.3
Price/sales (x)	4.7	15.1	45.4	12.9	6.5
Dividend yield (%)	2.1	0.0	0.0	0.0	0.6
FCF Yield (%)	4.5	1.6	(3.2)	1.6	4.5
(Bt)					
Normalized EPS	0.4	(0.2)	(0.4)	(0.1)	0.1
EPS	0.4	(0.2)	(0.4)	(0.1)	0.1
DPS	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
BV/share	2.0	1.1	0.7	0.5	0.6
CFO/share	0.6	0.3	(0.2)	0.2	0.4
FCF/share	0.3	0.1	(0.2)	0.1	0.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	22.0	(69.1)	(66.7)	252.0	97.7
Net profit (%)	19.6	na	na	na	na
EPS (%)	19.6	na	na	na	na
Normalized profit (%)	17.9	na	na	na	na
Normalized EPS (%)	17.9	na	na	na	na
Dividend payout ratio (%)	35.9	0.0	0.0	0.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	31.9	(18.7)	(133.3)	3.2	26.9
Operating margin (%)	20.1	(45.1)	(201.7)	(20.4)	12.1
EBITDA margin (%)	28.6	27.2	26.8	42.1	43.9
Net margin (%)	17.5	(47.9)	(233.9)	(23.9)	9.8
D/E (incl. minor) (x)	0.1	0.4	1.2	1.6	1.4
Net D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.3	1.0	1.3	0.9
Interest coverage - EBIT (x)	26.6	na	na	na	5.5
Interest coverage - EBITDA (x)	37.8	5.4	0.8	8.2	20.0
ROA - using norm profit (%)	16.8	na	na	na	8.3
ROE - using norm profit (%)	23.1	na	na	na	19.6
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	23.1	na	na	na	19.6
- asset turnover (x)	1.0	0.2	0.1	0.4	0.8
- operating margin (%)	21.5	na	na	na	13.7
- leverage (x)	1.4	2.0	2.6	2.3	2.4
- interest burden (%)	96.5	111.7	117.4	127.5	84.0
- tax burden (%)	84.3	na	na	na	84.5
WACC (%)	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
ROIC (%)	21.8	(16.4)	(20.5)	(7.7)	9.7
NOPAT (Bt m)	235	(192)	(242)	(86)	101
invested capital (Bt m)	1,172	1,182	1,123	1,047	986

Sources: Company data, Thanachart estimates

SPA is a high-profitability company, thanks to its asset-light model

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ 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 ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 104 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ACE16C2201A, ADVA16C2110A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AMAT16C2112A, AOT16C2112A, BAM16C2110A, BAM16C2112A, BANP16C2110A, BANP16C2112A, BANP16C2201A, BBL16C2201A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCH16C2201A, BCPG16C2111A, BGRI16C2110A, BGRI16C2112A, CBG16C2201A, CHG16C2111A, CHG16C2112A, COM716C2110A, COM716C2112A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPF16C2112A, DELT16C2112A, DELT16C2202A, DOHO16C2111A, DOHO16C2112A, DTAC16C2112A, EA16C2110A, EA16C2201A, EGCO16C2110A, GLOB16C2201A, GPSC16C2110A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GULF16C2112A, GUNK16C2110A, GUNK16C2112A, GUNK16C2201A, HANA16C2112A, INTU16C2201A, IRPC16C2110A, IRPC16C2112A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, JMAR16C2111A, JMAR16C2201A, JMT16C2110A, JMT16C2201A, KBAN16C2111A, KBAN16C2201A, KCE16C2110A, KCE16C2201A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, KTC16C2112A, KTC16C2202A, MAJO16C2201A, MEGA16C2112A, MINT16C2112A, MTC16C2112A, OR16C2112A, PTG16C2201A, PTL16C2201A, PTT16C2112A, PTT16C2201A, PTTE16C2112A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RBF16C2112A, RS16C2112A, RS16C2201A, S5016C2112A, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016C2112C, S5016P2112C, S5016P2112A, S5016P2112B, SAWA16C2112A, SAWA16C2202A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCB16C2201A, SCC16C2112A, SCGP16C2201A, SPRC16C2201A, STA16C2112A, STA16C2201A, STEC16C2110A, STEC16C2201A, STGT16C2111A, TASC16C2201A, TOP16C2112A, TRUE16C2202A, TU16C2110A, TU16C2111A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BCPG, BGRI, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MAJOR, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPRC, SET50, STA, STEC, STGT, TASC, TOP, TRUE, TU). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้นบริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมกรร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ ซึ่งขึ้นทะเบียนชื่อบริษัท ประเภที่ไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สหกลีโควิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลีโควิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ ซึ่งขึ้นทะเบียนชื่อบริษัท ประเภที่ไม่ด้อยสิทธิ 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 นิजारุน, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	พลังงาน , ปิโตรเคมี, กระดาษ จักร เรืองสินภิญญา Tel: 662-779-9104 chak.reu@thanachartsec.co.th	สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์ Tel: 662-483-8296 nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th
อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติ่นเรือ พัทธดนย์ บุญนาค Tel: 662-483-8298 pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ตียะพิทยารัตน์ Tel: 662-779-9109 phannarai.von@thanachartsec.co.th	ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเช่า รดา ลิ้มสุทธวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th
ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน สรัชดา ศรีทรง 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, โรงแรม ศิริพร อรุโณทัย Tel: 662-779-9113 siriporn.aru@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พัฒนาหลักทรัพย์, CFA Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลลี หวังมิ่งมาศ Tel: 662-779-9105 pattarawan.wan@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง Tel: 662-779-9123 witchanan.tam@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล Tel: 662-483-8304 thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัศมีพัฒน์ Tel: 662-483-8303 sittichet.run@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพย์มณฑล Tel: 662-779-9115 lapinee.dib@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล Tel: 662-779-9108 monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุลชล Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ Tel: 662-779-9114 varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัตร Tel: 662-779-9117 sunet.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปรางค์ Tel: 662-779-9116 suksawat.lim@thanachartsec.co.th	สุจินตนา สดภาพร 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