

Fundamental Story

Siam Wellness Group (SPA TB) - BUY, Price Bt3.72, TP Bt6.00

Results Comment

Nuttapop Prasitsuksant | Email: nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

กำไร 2Q25 อ่อนแอกว่าคาด

- SPA รายงานกำไรสุทธิ 36 ลบ. ใน 2Q25 ลดลง 42% y-y และ 30% q-q ต่ำกว่าที่เราไว้ แต่ใกล้เคียงกับที่ตลาดคาด กำไรที่อ่อนแอนั้นเนื่องมาจากการลดลงของจำนวนนักท่องเที่ยวจีน ซึ่งเป็นกลุ่มลูกค้าหลักของ SPA
 - รายได้รวมลดลง 5% y-y และ 5% q-q มาอยู่ที่ 362 ลบ. ใน 2Q25 สาเหตุหลักจากจำนวนนักท่องเที่ยวจีนในประเทศไทยลดลงเหลือเพียง 0.93 ล้านคน (-45% y-y และ -30% q-q) ทำให้ยอดขายจากสาขาเดิม (SSSG) หดตัว 17% ใน 2Q25 เทียบกับ -13% ใน 1Q25 และ +4% ใน 2Q24
 - กำไรขั้นต้นลดลง 22% y-y และ 18% q-q มาอยู่ที่ 90 ลบ. ใน 2Q25 ตามรายได้ที่อ่อนตัว ในขณะที่ค่าใช้จ่ายคงที่ที่สูงขึ้นจากการขยายสาขา โดยจำนวนสาขาในประเทศของ SPA เพิ่มขึ้นเป็น 80 สาขาในไตรมาสนี้ จาก 70 สาขาใน 2Q24
- ค่าใช้จ่าย SG&A ยังจัดการได้ดีโดยอยู่ที่ 43 ลบ. ในไตรมาสนี้เพิ่มขึ้น 7% y-y จากการใช้จ่ายด้านการตลาดที่สูงขึ้นและการขยายธุรกิจ แต่ลดลง 9% q-q สอดคล้องกับรายได้ที่อ่อนตัวลง
 - EBITDA ลดลง 18% y-y และ 11% q-q มาอยู่ที่ 116 ลบ. ในไตรมาสนี้ ตามการลดลงของรายได้
 - แม้ผลการดำเนินงานจะอ่อนแอลง แต่สถานะทางการเงินของ SPA ยังแข็งแกร่ง ที่อัตราหนี้สินสุทธิต่อทุน (net D/E) 0.1 เท่า ใน 2Q25 เพิ่มขึ้นเล็กน้อยจาก -0.1 เท่า ใน 1Q25 เนื่องจากการกู้ยืมเพิ่มขึ้นเพื่อใช้ลงทุนขยายสาขา
 - เนื่องจากกำไรของ SPA ใน 1H25 คิดเป็นเพียง 30% ของประมาณการทั้งปีของเรา และเรายังไม่เห็นการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวจีนอย่างมีนัยสำคัญ เราจึงมองว่ามีความเสี่ยงด้านลบต่อประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายของเรา

Income Statement (consolidated)						Income Statement 6M as					
Yr-end Dec (Bt m)	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	(Bt m)	q-q%	y-y%	% 2025F	2025F	2026F
Revenue	382	425	429	381	362	Revenue	(5)	(5)	46	1,616	1,693
Gross profit	114	139	143	110	90	Gross profit	(18)	(22)	39	517	549
SG&A	40	42	47	47	43	SG&A	(9)	7	56	161	163
Operating profit	74	97	95	63	47	Operating profit	(25)	(37)	31	356	387
EBITDA	141	164	152	129	116	EBITDA	(11)	(18)	41	597	620
Other income	9	18	12	8	5	Other income	(35)	(44)	38	35	37
Other expense						Other expense					
Interest expense	8	8	8	7	8	Interest expense	5	2	61	24	21
Profit before tax	76	106	99	63	44	Profit before tax	(30)	(42)	29	366	403
Income tax	14	20	8	12	8	Income tax	(30)	(42)	28	73	81
Equity & invest. income	(0)		0			Equity & invest. income				(1)	(1)
Minority interests		(0)	(0)	(0)		Minority interests			na	(0)	(0)
Extraordinary items		(5)				Extraordinary items					
Net profit	62	82	92	51	36	Net profit	(30)	(42)	30	292	321
Normalized profit	62	87	92	51	36	Normalized profit	(30)	(42)	30	292	321
EPS (Bt)	0.05	0.06	0.07	0.04	0.03	EPS (Bt)	(30)	(42)	30	0.23	0.25
Normalized EPS (Bt)	0.05	0.07	0.07	0.04	0.03	Normalized EPS (Bt)	(30)	(42)	30	0.23	0.25

Balance Sheet (consolidated)						Financial Ratios					
Yr-end Dec (Bt m)	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	(%)	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
Cash & ST investment	262	260	158	183	123	Sales grow th	7.3	10.6	11.1	(3.3)	(5.3)
A/C receivable	29	25	33	26	21	Operating profit grow th	6.8	11.6	19.9	(34.5)	(37.3)
Inventory	47	49	49	49	48	EBITDA grow th	0.8	6.2	6.1	(20.0)	(17.8)
Other current assets	41	49	42	40	42	Norm profit grow th	2.5	6.4	9.9	(30.9)	(41.9)
Investment	4	4				Norm EPS grow th	(31.7)	(29.1)	(26.7)	(53.9)	(41.9)
Fixed assets	926	987	1,175	1,202	1,223	Gross margin	29.9	32.7	33.4	28.9	24.8
Other assets	614	697	679	663	676	Operating margin	19.5	22.8	22.3	16.4	12.9
Total assets	1,923	2,071	2,136	2,162	2,132	EBITDA margin	36.8	38.6	35.6	34.0	31.9
S-T debt	41	27			14	Norm net margin	16.1	20.4	21.4	13.4	9.9
A/C payable	94	124	134	126	102	D/E (x)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2
Other current liabilities	203	206	210	215	218	Net D/E (x)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	0.1
L-T debt	150	100	100	100	195	Interest coverage (x)	18.6	20.7	19.2	17.6	15.0
Other liabilities	409	508	493	472	447	Interest rate	15.3	19.9	28.0	29.4	20.0
Minority interest	0	0	0	0	0	Effective tax rate	18.9	18.5	7.6	19.2	19.1
Shareholders' equity	1,025	1,107	1,198	1,250	1,157	ROA	12.9	17.4	17.5	9.5	6.7
Working capital	(18)	(50)	(52)	(51)	(33)	ROE	24.7	32.5	31.9	16.7	11.9
Total debt	192	127	100	100	209						
Net debt	(70)	(133)	(58)	(83)	86						

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาติเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลงแก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of TNS, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) 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:

หมายเหตุ: ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น Joint Lead Underwriter ให้กับบริษัท บริษัท ยูโรเอเชีย โทเทิล โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) Euroasia Total Logistics Pcl (ETL) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: * "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ ของบริษัท ศรีสวัสดิ์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (SAWAD) ครั้งที่ 2/2568 ชุดที่ 1-4 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2570, 2571, 2573, 2575 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"