

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 4.50

(From: Bt 6.00)

Upside : 46.1%

3 FEBRUARY 2026

# Siam Wellness Group Pcl (SPA TB)

## กำไรพลิกกลับเติบโต

กำไรของ SPA ปรับตัวลงหนักในปี 2025 จากต้นทุนที่เพิ่มขึ้นเนื่องจากการขยายสาขา ในขณะที่จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติลดลง แต่ด้วยเรามองนักท่องเที่ยวฟื้นตัวจากฐานต่ำ เราคาดอัตราการให้บริการในสาขากลับสู่ระดับปกติ และหนุน EPS เติบโต 17/22% ในปี 2026–27F จึงแนะนำ “ซื้อ”



NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662-779-9119

nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

สถานการณ์ยากลำบากที่สุดลง แนะนำ “ซื้อ”

กำไรของ SPA เผชิญแรงกดดันในปีที่ผ่านมา จากจำนวนนักท่องเที่ยวที่อ่อนตัวในขณะที่บริษัทมีการเร่งขยายสาขา Let's Relax ใหม่ถึง 10 สาขา จนมีสาขารวมเป็น 68 สาขา แต่อัตราการให้บริการลดลงเป็น 74% ในปี 2025F จาก 82% ในปี 2024 ซึ่งส่งผลกระทบต่ออัตรากำไร อย่างไรก็ดี เราคาดว่ากำไรฟื้นตัวเป็นการเติบโต EPS ที่ 17/22% ในปี 2026–27F เราจึงยังคงคำแนะนำ “ซื้อ” SPA จาก 1) เราคาดจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติจะกลับมาเติบโตได้ 3–4% จากฐานที่ต่ำ 2) ด้วยสมมติฐานว่าอัตราการให้บริการจะฟื้นตัวเป็น 78/80% เราประเมินว่าอัตรากำไรจากการดำเนินงานของ SPA จะดีขึ้นเป็น 18% ในปี 2027F จาก 15% ในปี 2025F และ 3) เรามองว่า SPA นั้นไม่แพงที่ระดับ PE 18 เท่า บณปี 2026F เทียบกับ EPS ที่เราคาดว่าจะเติบโตเฉลี่ย 21% ต่อปีในช่วงปี 2026–28F

### ปรับตัวได้ดีต่อนักท่องเที่ยวจีนที่ลดลง

SPA มีการพึ่งพานักท่องเที่ยวจีนในช่วงก่อนโควิด โดยในปี 2019 รายได้จากลูกค้าต่างชาติคิดเป็นถึง 75% ของรายได้รวม ซึ่งมาจากนักท่องเที่ยวชาวจีนถึง 55% แต่หลังบริษัทประสบความสำเร็จในการขยายฐานลูกค้าชาวไทย สัดส่วนรายได้จากลูกค้าต่างชาติปรับลดลงมาอยู่ที่ 50% ขณะที่การพึ่งพานักท่องเที่ยวจีนลดลงเหลือต่ำกว่าหนึ่งในสาม เราคาดสัดส่วนที่มารายได้นี้จะทรงตัว เนื่องจากเราเชื่อว่าจำนวนนักท่องเที่ยวจีนปรับตัวเข้าสู่ระดับปกติใหม่แล้ว หลังลดลงถึง 34% ในปี 2025 ทั้งนี้ รายได้ของ SPA ลดลงเพียง 2% ในปี 2025F ซึ่งต่ำกว่าการลดลง 7% ของจำนวนนักท่องเที่ยวของประเทศ เนื่องจากบริษัทสามารถเพิ่มส่วนแบ่งการตลาดได้จากการขยายสาขา

### การขยายสาขาชะลอลง ช่วงเร่งการฟื้นตัวอัตราการให้บริการ

SPA มีการเปิดสาขา Let's Relax ใหม่ถึง 10 สาขาในปี 2025F โดยมีสาขาใหม่ 5 สาขา และโครงการออนเซ็นอีก 1 แห่งที่เปิดให้บริการในช่วงปลายไตรมาส 4Q25 ทำให้ยังสร้างกำไรได้ไม่เต็มที่ ภายใต้เป้าหมายของบริษัทที่วางแผนเปิดสาขาใหม่เพียง 5 สาขาในปี 2026F เราคาดอัตราการให้บริการในสาขาของ Let's Relax จะฟื้นตัวกลับสู่ระดับปกติที่ 78/80% ได้ในปี 2026–27F จาก 74% ในปี 2025F และหนุนให้อัตรากำไรจากการดำเนินงานดีขึ้นเป็น 18% ในปี 2027F จาก 15% ในปี 2025F แม้เรารวมผลขาดทุนในช่วงต้นของโครงการเมกะโปรเจกต์ wellness destination ในประมาณการแล้ว

### โครงการ Wellness เริ่มดำเนินการใน 1Q27

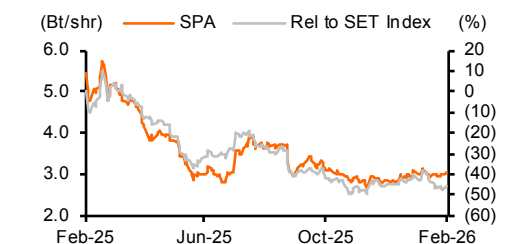
SPA ประกาศการลงทุนโครงการ wellness destination ที่เมืองพัทยาเมื่อปีที่ก่อน โดยตั้งเป้าจะเริ่มดำเนินการเชิงพาณิชย์ได้ไตรมาส 1Q27 ซึ่งจะเป็นการให้บริการด้านสุขภาพแบบครบวงจร รวมทั้งมีส่วนบริการที่พักและการให้บริการนวดแผนไทย และออนเซ็นซึ่งเป็นจุดแข็งของบริษัท เราคาดโครงการจะมีผลขาดทุน 30/16 ลบ. ในปี 2026–27F เนื่องจากเป็นช่วงการก่อสร้างและเป็นช่วงปีแรกของการดำเนินงาน ก่อนพลิกเป็นกำไรสุทธิได้ 12 ลบ. ในปี 2028F ส่วนในระยะยาว เราคาดโครงการจะสร้างผลกำไรได้ 40 ลบ. ต่อปี ซึ่งเทียบเป็นอัตราผลตอบแทน EIRR ที่ระดับ 17% จากเงินลงทุนรวม 520 ลบ. ภายใต้สัญญาเช่าที่ดินระยะเวลา 30 ปี

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไม่ทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

## COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	1,629	1,591	1,720	1,991
Net profit	309	191	224	274
Consensus NP	—	182	217	255
Diff frm cons (%)	—	5.5	3.4	7.3
Norm profit	314	191	224	274
Prev. Norm profit	—	216	257	287
Chg frm prev (%)	—	(11.3)	(12.9)	(4.5)
Norm EPS (Bt)	0.2	0.1	0.2	0.2
Norm EPS grw (%)	(21.8)	(39.0)	16.9	22.3
Norm PE (x)	12.6	20.6	17.7	14.4
EV/EBITDA (x)	6.3	7.7	6.7	6.1
P/BV (x)	3.3	3.1	2.8	2.5
Div yield (%)	3.2	1.9	2.3	2.8
ROE (%)	29.9	15.4	16.5	18.1
Net D/E (%)	(4.8)	10.7	0.5	12.1

## PRICE PERFORMANCE



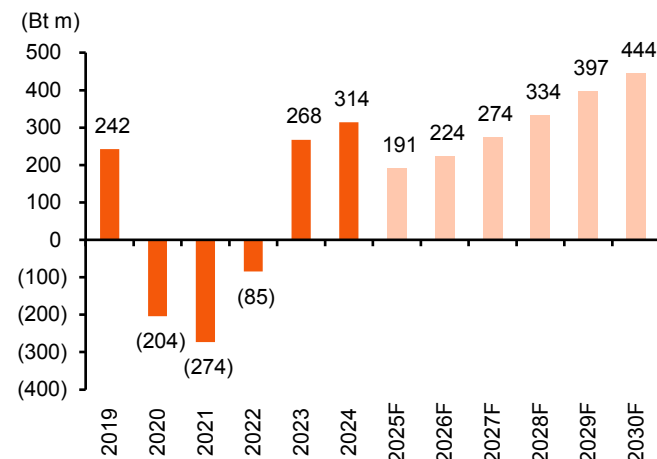
## COMPANY INFORMATION

Price as of 3-Feb-26 (Bt)	3.08
Market Cap (US\$ m)	125.3
Listed Shares (m shares)	1,282.5
Free Float (%)	57.4
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.2
12M Price H/L (Bt)	5.75/2.66
Sector	Tourism
Major Shareholder	Jiravanstitt family 14.53%

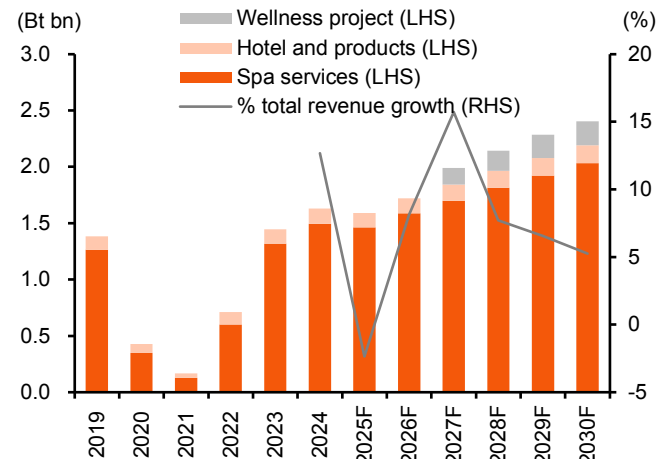
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report ..... P7

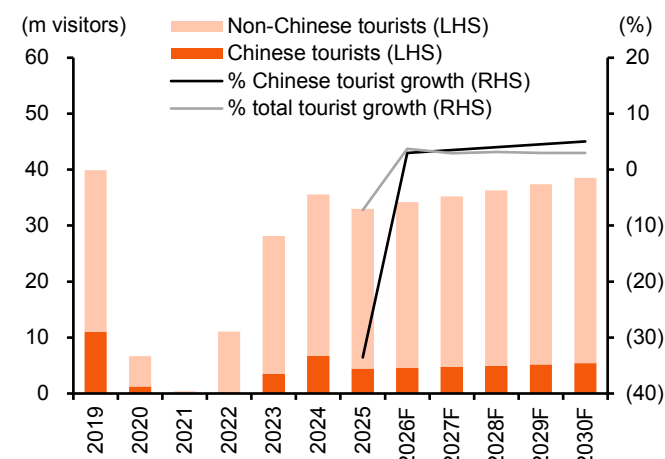
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

**Ex 1: Earnings Turning Around From Last Year's Setback**

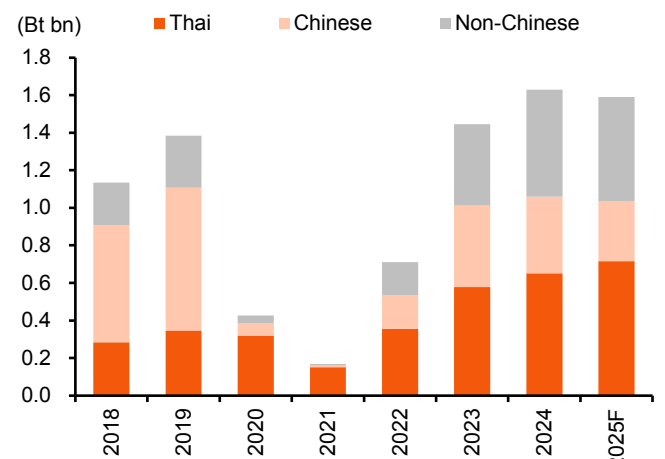
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 2: Revenue Growth Resumption As Tourism Stabilizes**

Sources: Company data, Thanachart estimates

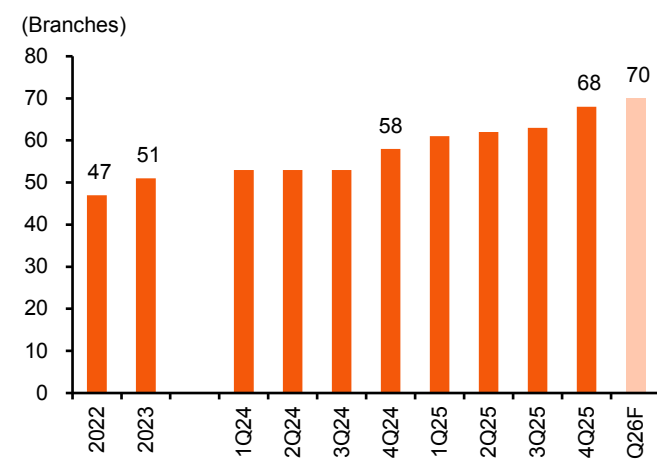
**Ex 3: We Expect Organic Growth In Tourist Arrivals**

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

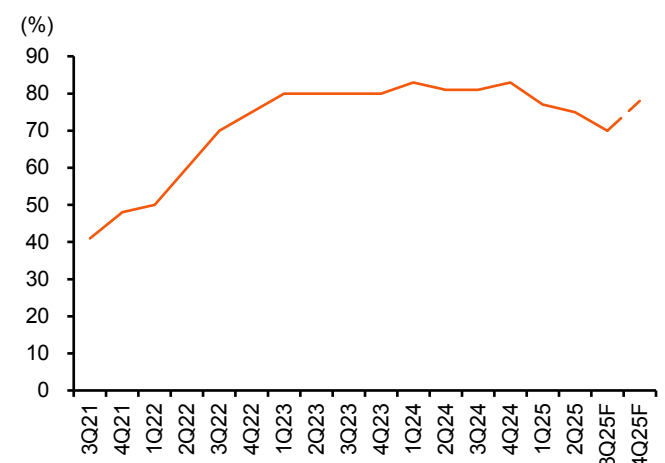
**Ex 4: SPA Has Been Less Reliant On Chinese Tourists**

Sources: Company data; Thanachart estimates

Note: Revenue breakdown by nationalities

**Ex 5: Aggressive Let's Relax Expansion**

Sources: Company data; Thanachart estimates

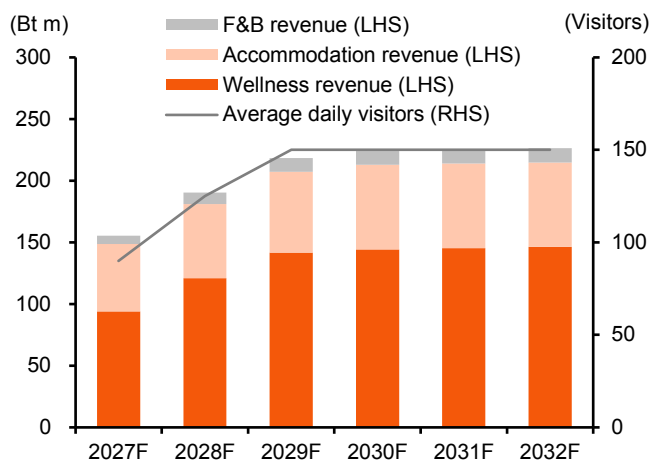
**Ex 6: Utilization Dropped Amid Weak Tourism In 2025F**

Sources: Company data; Thanachart estimates

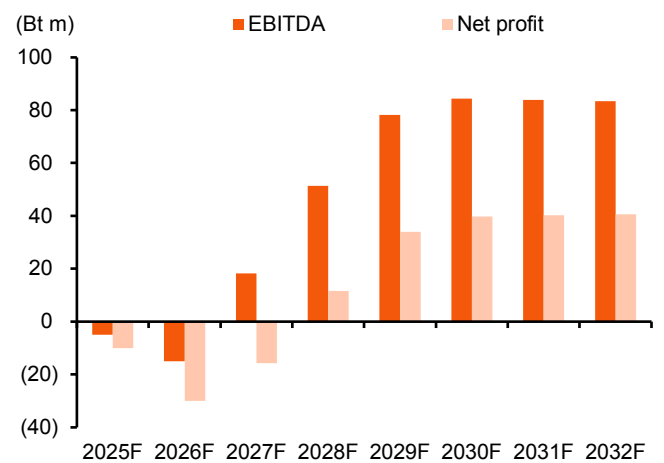
**Ex 7: Our Key Financial Assumptions For SPA's Wellness Destination Project**

	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
<b>Key assumptions</b>						
Average daily day-pass visitors	-	-	90	125	150	150
Occupancy rate	0%	0%	50%	55%	60%	65%
<b>Key financial numbers</b>						
<b>Revenue</b>	-	-	155	190	218	224
- Wellness services	-	-	94	121	142	144
- Accommodation service	-	-	55	60	66	68
- Food and beverage	-	-	7	9	11	11
<b>EBITDA</b>	(5)	(15)	18	51	78	84
<b>Net profit</b>	(10)	(30)	(16)	12	34	40

Source: Thanachart estimates

**Ex 8: Ramping-Up Of Revenue From Wellness Project**

Source: Thanachart estimates

**Ex 9: We Estimate It To Turn Profitable In 2028F**

Source: Thanachart estimates

**Ex 10: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2026F**

(Bt m)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	Terminal value
EBITDA excl. depre from rights of use	433	511	597	668	723	771	809	818	825	833	840	—
Free cash flow	259	(36)	401	460	507	548	582	650	660	670	679	8,732
PV of free cash flow	236	(30)	301	315	316	310	300	305	281	260	240	3,079
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.2											
WACC (%)	9.9											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	5,912											
Net debt (2025F)	138											
Minority interest	0											
Equity value	5,774											
# of shares (m)	1,282											
<b>Target price/share (Bt)</b>	<b>4.50</b>											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 11: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG Code	Market	EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div Yield	
			25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
			(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
Accor SA	AC FP	France	(14.7)	18.2	22.1	18.7	2.4	2.6	12.1	11.2	2.9	3.2
Indian Hotels Co Ltd/The	IH IN	India	(11.3)	17.1	57.3	49.0	8.8	7.6	35.2	29.8	0.4	0.4
Hotel Shilla Co Ltd	008770 KS	S. Korea	na	na	na	19.3	1.6	1.5	19.1	11.2	0.4	0.5
Resorttrust Inc	4681 JP	Japan	(7.5)	11.3	20.0	18.0	2.6	2.4	10.3	9.4	1.7	1.9
QB Net Holdings Co Ltd	6571 JT	Japan	7.5	26.2	16.5	13.1	1.2	1.2	12.8	10.2	2.5	2.9
Beauty Farm Medical & Health	2373 HK	Hong Kong	38.3	27.9	18.8	14.7	5.4	4.3	6.4	5.3	2.4	3.1
Shangri-La Asia Ltd	69 HK	Hong Kong	(20.7)	13.9	133.9	117.6	5.8	5.8	15.8	15.1	0.5	0.5
Hyatt Hotels Corp	H US	USA	na	155.7	110.7	43.3	3.9	4.0	17.6	16.0	0.4	0.5
InterContinental Hotels Group	IHG US	USA	33.8	13.6	27.2	24.0	na	na	18.8	17.4	1.4	1.6
Marriott International Inc/MD	MAR US	USA	20.7	13.3	31.6	27.9	na	na	18.8	17.7	0.8	0.8
Hilton Worldwide Holdings Inc	HLT US	USA	30.0	13.5	37.6	33.1	na	na	21.9	20.3	0.2	0.2
OneSpaWorld Holdings Ltd	OSW US	USA	44.9	12.6	19.9	17.7	na	na	17.2	15.6	0.8	1.0
European Wax Center Inc	EW CZ US	USA	170.9	9.4	6.9	6.3	2.2	2.2	7.6	7.5	0.0	0.0
Asset World Corp.	AWC TB*	Thailand	10.9	8.1	35.1	32.4	0.8	0.8	25.2	24.0	3.4	1.2
Central Plaza Hotel	CEN TEL TB*	Thailand	(10.5)	15.8	29.3	25.3	2.3	2.2	12.7	12.5	1.5	1.8
Erawan Group	ERW TB*	Thailand	(15.1)	17.0	16.6	14.2	1.4	1.3	8.9	8.5	2.1	2.5
Minor International	MINT TB*	Thailand	13.0	15.7	18.7	16.2	1.6	1.5	6.1	5.8	2.9	3.5
Siam Wellness Group	SPA TB*	Thailand	(39.0)	16.9	20.6	17.7	3.1	2.8	7.7	6.7	1.9	2.3
Average			15.7	23.9	36.6	28.2	3.1	2.9	15.2	13.6	1.5	1.5

Sources: Company data, Thanachart estimates  
Note: \* Thanachart estimates, using normalized EPS  
Based on 3 February 2026 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท สยามเวลเนส กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) (SPA) ดำเนินธุรกิจสปาเพื่อสุขภาพและธุรกิจที่เกี่ยวข้องอื่นๆ โดยมีธุรกิจหลัก 4 ด้าน ได้แก่ 1) บริการสปาและนวด: ภายใต้แบรนด์ "Let's Relax", "ระรินจินดา", "บ้านสวน", "Stretch Me" และ "Dr. Spiller Pure Skin Care" 2) โรงแรมและร้านอาหาร: โรงแรมบูติก รีสอร์ท ภายใต้ชื่อ "ระรินจินดา เวลเนส สปา รีสอร์ท" และร้านอาหาร "Deck One" ในเชียงใหม่ และคาเฟ่ "OHB" ในร้านสปาบางสาขา 3) ผลิตภัณฑ์เกี่ยวกับสปา: ภายใต้แบรนด์ "LRL" 4) โรงเรียนสอนนวดแผนไทย: สถานฝึกอบรมสำหรับนักบำบัดสปาเพื่อสนับสนุนการขยายธุรกิจ SPA กำลังพัฒนาแหล่งท่องเที่ยวเพื่อสุขภาพในพืทยาเพื่อขับเคลื่อนการเติบโตแบบ S-curve ใหม่ในปี 2027

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีแบรนด์ที่ติดตลาด โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกลุ่มนักท่องเที่ยวจีน และนักท่องเที่ยวเอเชียอื่นๆ
- ธุรกิจต้นน้ำของตนเองช่วยให้มีนักบำบัดและผลิตภัณฑ์เพียงพอสำหรับการขยายตัวอย่างรวดเร็ว

O — Opportunity

- โอกาสในการแย่งชิงส่วนแบ่งการตลาดจากผู้เล่นรายย่อย ทั้งจากการเปิดสาขาเอง และการเข้าซื้อกิจการ
- การเพิ่มรูปแบบการให้บริการในสาขาเพื่อเพิ่มยอดขายต่อสาขา และยอดขายต่อการเข้าใช้บริการ
- โอกาสในการขยายธุรกิจไปยังต่างประเทศ

CONSENSUS COMPARISON

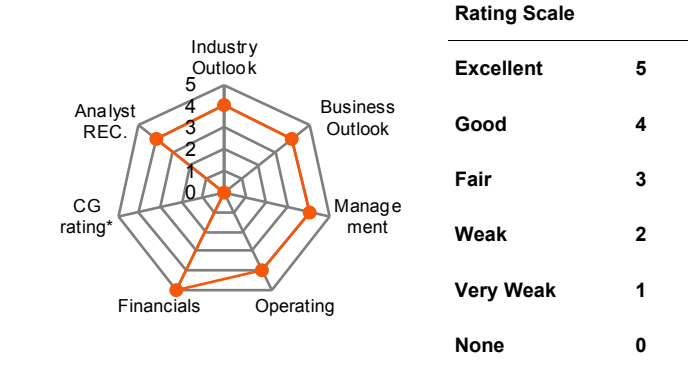
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	4.50	4.50	0%
Net profit 25F (Bt m)	182	191	6%
Net profit 26F (Bt m)	217	224	3%
Consensus REC	BUY: 8	HOLD: 1	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรปี 2025-26F ของเราสูงกว่า Bloomberg consensus อยู่ 6% และ 3% ตามลำดับ คาดเป็นเพราะเรามองผลขาดทุนในช่วงต้นจากโครงการ wellness destination ต่ำกว่าที่ตลาดคาด
- ทั้งนี้ ราคาเป้าหมายของเราใกล้เคียงกับของตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; \* No CG Rating

W — Weakness

- การเติบโตขึ้นอยู่กับการขยายสาขาอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากมีข้อจำกัดในการให้บริการต่อสาขา
- มีการพึ่งพาลาดกลุ่มนักท่องเที่ยวอย่างมาก

T — Threat

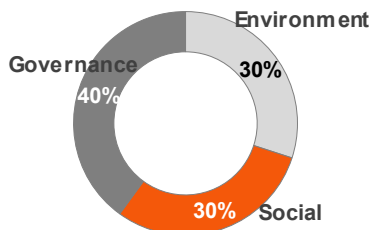
- เหตุการณ์พิเศษนอกเหนือการควบคุมต่างๆ เช่น เหตุวิฤติการเมือง และภัยธรรมชาติ อาจทำให้การบริการในสาขาหยุดชะงัก และทำให้ปริมาณลูกค้านักท่องเที่ยวลดลง
- มีการจำนวนสาขาเพิ่มขึ้นมาก แต่ยังมีทีมงานบริหารขนาดเล็ก

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

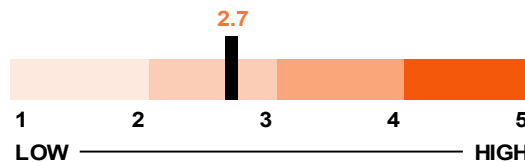
- ผลกระทบจากการชะลอตัวของภาคการท่องเที่ยวในประเทศไทยที่รุนแรงกว่าที่คาดการณ์ไว้จะเป็นความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญต่อตัวเลขของเรา
- อัตราการขยายสาขาที่ช้ากว่าที่คาดการณ์ไว้ถือเป็นความเสี่ยงด้านลบอีกประการหนึ่งต่อการคาดการณ์รายได้ของเรา
- เหตุการณ์ใดๆ ที่ทำให้การชะลอตัวของอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวในประเทศไทยรุนแรงขึ้น เช่น เหตุการณ์ที่เกี่ยวข้องกับการเมือง เศรษฐกิจโลก หรือภัยพิบัติทางธรรมชาติ จะส่งผลเสียต่อตัวเลขของเรา

Source: Thanachart

## ESG Weighting



## Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	Thanachart ESG Rating (1.0-5.0)	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	CG Rating (0-5)
SPA	-	-	-	2.72	-	-	4.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC,

ESG Book, Thai IOD (CG rating)

Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.



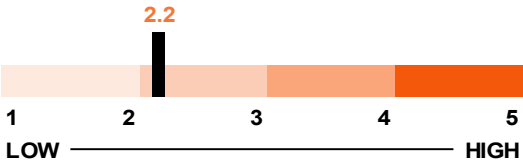
## ESG Summary

- บมจ. สยามเวลเนส กรุ๊ป (SPA) เป็นหนึ่งในผู้ให้บริการด้านสุขภาพชั้นนำของประเทศไทย โดยมีสาขาทั่ว 85 แห่งภายใต้ 5 แบรินด์ ณ ปี 2025 แบรินด์หลักคือ Let's Relax ซึ่งเป็นที่รู้จักดีในหมู่นักท่องเที่ยวต่างชาติ โดยนักท่องเที่ยวชาวจีนคิดเป็นสัดส่วนมากกว่า 50% ของรายได้ทั้งหมดของบริษัท
- เราให้คะแนน ESG ของ SPA อยู่ในระดับต่ำกว่าค่าเฉลี่ยที่ 2.7 ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงข้อจำกัดเชิงโครงสร้างที่พบได้ทั่วไปในบริษัทขนาดเล็กในการรวบรวมการทำงานด้าน ESG อย่างเป็นทางการ แม้ว่าจะมีผลการดำเนินงานด้านสังคม (S) ที่ดี แต่เราเชื่อว่า SPA ยังคงเผชิญกับความท้าทายในการเสริมสร้างความแข็งแกร่งให้กับเสาหลักด้านสิ่งแวดล้อม (E) และธรรมาภิบาล (G)
- เราให้คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) ของ SPA อยู่ในระดับต่ำที่ 2.0 เนื่องจากเราเห็นว่ายังมีโอกาสอีกมากสำหรับการปรับปรุงแนวทางการจัดการน้ำและของเสีย ธุรกิจหลักของ SPA คือบริการสปา ซึ่งใช้ทรัพยากรน้ำเป็นจำนวนมากเนื่องจากข้อกำหนดด้านสุขอนามัย ขณะที่การให้บริการก็ยังคงพึ่งพาสตู่ใช้แล้วทิ้งเป็นหลัก ปัจจุบันบริษัทยังเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับนโยบายการลดผลกระทบ หรือโครงการริเริ่มด้านประสิทธิภาพในระดับจำกัด
- เราให้คะแนนด้านสังคม (S) ของ SPA อยู่ในระดับที่ดีที่ 3.5 ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงประวัติการทำงานที่แข็งแกร่งของบริษัทในด้านบริการที่เกี่ยวข้องกับสุขภาพ โดยมีรายงานเหตุการณ์ร้ายแรงหรือข้อร้องเรียนน้อยมาก นอกจากนี้ เรายังประทับใจกับการที่ SPA เคารพความเป็นส่วนตัวของลูกค้า รวมถึงข้อพิจารณาด้านศาสนาด้วย ยิ่งไปกว่านั้น เรายังมองว่า SPA ยังให้ค่าตอบแทนที่เหมาะสม ระยะเวลาพักผ่อนที่เพียงพอ และการสนับสนุนด้านที่พักที่ดีแก่พนักงานนวดบำบัดอีกด้วย
- เราให้คะแนน G แก่ SPA ปานกลางที่ 2.6 เนื่องจากองค์ประกอบของคณะกรรมการที่ไม่แข็งแกร่ง โดยมีประธานกรรมการที่ไม่เป็นอิสระ ขณะที่กรรมการอิสระมีสัดส่วนน้อยกว่าครึ่งหนึ่งของคณะกรรมการทั้งหมด SPA มีรูปแบบธุรกิจที่ดีและมีแบรินด์ที่เป็นที่รู้จักและมีคุณภาพสูง แต่ลักษณะธุรกิจมีความผันผวนสูงและมีความเสี่ยงสูงจากอุตสาหกรรมท่องเที่ยวในไทยซึ่งอาจได้รับผลกระทบได้ง่าย



We assign SPA a low E score of 2.2. Despite low carbon emissions, the business is resource-intensive in water usage and consumables, which in turn leads to meaningful waste generation. We see limited formal environmental policies, targets, and disclosures to mitigate these impacts.

Thanachart Environment (E) Rating



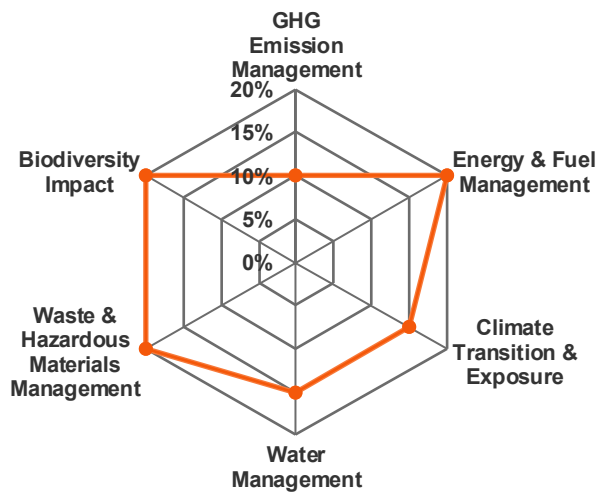
ENVIRONMENT

Our Comments

- GHG Emission Management
- Energy & Fuel Management
- Climate Transition & Exposure
- Water Management
- Waste & Hazardous Materials Management
- Biodiversity Impact

- We assign a low E score of 2.2 to SPA, primarily due to its limited environmental management framework with weak targets and limited disclosure, particularly when benchmarked against larger service-sector peers.
- Water consumption represents a key environmental risk, given SPA's high hygiene requirements across its service offerings. Despite this structural exposure, we see no clear water-efficiency targets or monitoring metrics, which limits visibility for the company's mitigation efforts.
- Waste generation is another environmental concern in our view, especially from the use of single-use disposable items during spa services, such as linens, treatment materials, and hygiene-related packaging. We also see limited evidence of SPA's waste reduction, recycling, or circular-use initiatives.
- SPA's energy and electricity consumption profile is moderate, but remains material due to air conditioning, water heating, and its extended operating hours. We note that structural constraints on renewable energy adoption, given its shop-in-mall and shop-in-hotel operating model.
- Environmental disclosures in SPA's reporting remain largely qualitative, with no quantified emissions data, environmental KPIs, or clearly defined long-term targets. We acknowledge that SPA's smaller scale and focus on service quality may partly explain its limited environmental initiatives.

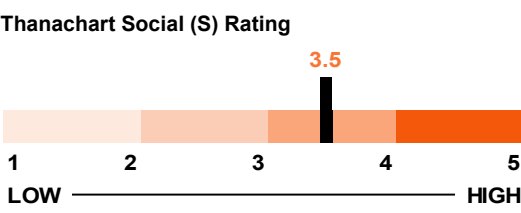
SCALE WEIGHTING



Sources: Thanachart, Company data



We assign SPA a solid S score of 3.5, which we view as the company’s strongest ESG pillar. This reflects SPA’s long-standing track record in health-critical wellness services, strong service standards, a customer-centric operating model, and strong support for staff compensation and accommodation.



SOCIAL

Our Comments

- Human Rights & Community Relations
- Customer Welfare
- Data Security & Customer Privacy
- Product Quality & Safety
- Operational Risk Management
- Health, Safety & Well-being
- Diversity & Inclusion
- Recruitment, Development & Retention

SCALE WEIGHTING

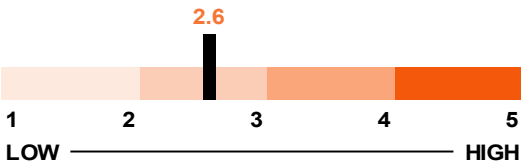


Sources: Thanachart, Company data

- We assign SPA an S score of 3.5, reflecting decent practices in most key areas of customers, communities, staff, and operations. SPA has a strong operational track record with minimal serious incident reports or material customer complaints in its core businesses of health, wellness, and preventive care.
- As a leading wellness service provider with heavy exposure to foreign tourists, SPA places a strong emphasis on service standards, hygiene protocols, and therapist professionalism, which are essential to maintaining brand trust and repeat visits. We view this focus as a key contributor to SPA’s reputation, particularly under its flagship Let’s Relax brand.
- Customer dignity, privacy, and cultural sensitivity are integral to SPA’s service delivery. The company explicitly respects personal privacy and religious beliefs during treatments, which we view as increasingly important given SPA’s diverse international customer base. This strengthens its social license to operate, particularly in tourism-driven locations.
- Human capital management is another key social strength for SPA. The company operates its own wellness academy, which provides structured theoretical and practical training for therapists and is certified by Thailand’s Ministry of Education. We view this as an important differentiator, supporting service consistency, employee skill development, and long-term talent retention in a labor-intensive business.
- SPA demonstrates a people-centric employment model, offering appropriate compensation, structured working hours with sufficient rest periods, and accommodation support for its therapists. Given the physically demanding nature of spa services, we view these practices as important in supporting employee well-being and reducing staff turnover.

We assign SPA a moderate G score of 2.6. While the company demonstrates adequate operational oversight and a sound business model, its board structure is not ideal due to a non-independent chairperson.

Thanachart Governance (G) Rating

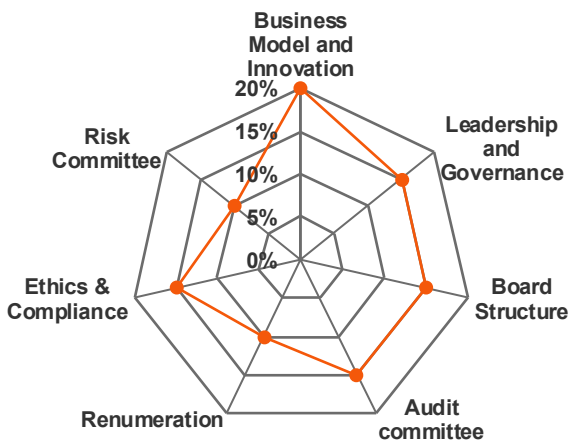


GOVERNANCE & SUSTAINABILITY

Our Comments

- Business Model and Innovation
- Leadership and Governance
- Board Structure
- Audit committee
- Remuneration
- Ethics & Compliance
- Risk Committee

SCALE WEIGHTING



Sources: Thanachart, Company data

- We assign SPA a 2.6 G score, reflecting a balance between its decent business model with innovative service additions and non-ideal board composition.
- On the positive side, SPA has a strong business model in our view, having strong, well-recognized brands with high-quality services. It also adapts and innovates itself to stay as a leader and improve service offerings. An offset factor in this business sustainability area is the cyclical nature of its business to uncontrollable factors of diseases and epidemics, the global economy, political unrest, etc.
- One factor to monitor in the business sustainability topic is its large-scale investment in a wellness destination project, which represents a strategic departure from its traditional asset-light spa operating model. While the project remains aligned with wellness-related services, its scale, capital intensity, and execution complexity introduces new risks that will likely require disciplined governance oversight and careful capital management.
- Overall risk management practices are generally adequate for the nature and scale of SPA's operations. Its key business risks include demand cyclical from tourism, labor availability, and service quality control, and brand reputation, which remain well managed, in our view.
- SPA maintains basic governance disclosure and compliance practices, including board committees and internal controls, which are broadly in line with expectations for a company of its size. However, we see room for improvement in governance transparency and board effectiveness, particularly given that the board remains largely composed of representatives of major shareholders.
- SPA has a weak board structure in our view, with a non-independent chairperson. Independent directors also comprise less than half of its total board members, which is below the ideal ratio of two-thirds.

## INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	1,446	1,629	1,591	1,720	1,991
Cost of sales	1,010	1,101	1,151	1,220	1,411
<b>Gross profit</b>	<b>436</b>	<b>528</b>	<b>440</b>	<b>500</b>	<b>580</b>
% gross margin	30.2%	32.4%	27.7%	29.1%	29.1%
Selling & administration expenses	147	166	188	203	221
<b>Operating profit</b>	<b>289</b>	<b>362</b>	<b>252</b>	<b>297</b>	<b>359</b>
% operating margin	20.0%	22.2%	15.8%	17.3%	18.0%
Depreciation & amortization	275	256	280	294	315
<b>EBITDA</b>	<b>564</b>	<b>618</b>	<b>532</b>	<b>591</b>	<b>674</b>
% EBITDA margin	39.0%	38.0%	33.4%	34.3%	33.9%
Non-operating income	27	44	26	28	32
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(46)	(32)	(37)	(44)	(47)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>270</b>	<b>374</b>	<b>241</b>	<b>281</b>	<b>344</b>
Income tax	1	60	48	56	69
<b>After-tax profit</b>	<b>269</b>	<b>315</b>	<b>193</b>	<b>225</b>	<b>275</b>
% net margin	18.6%	19.3%	12.1%	13.1%	13.8%
Shares in affiliates' Earnings	(1)	(1)	(1)	(1)	(2)
Minority interests	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Extraordinary items	64	(5)	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>332</b>	<b>309</b>	<b>191</b>	<b>224</b>	<b>274</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>268</b>	<b>314</b>	<b>191</b>	<b>224</b>	<b>274</b>
EPS (Bt)	0.4	0.2	0.1	0.2	0.2
Normalized EPS (Bt)	0.3	0.2	0.1	0.2	0.2

We expect an earnings  
turnaround after a  
tourism hiccup in 2025F

## BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	363	282	201	258	325
Cash & cash equivalent	252	158	100	150	200
Account receivables	30	33	33	35	41
Inventories	43	49	47	50	58
Others	38	42	21	23	27
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	954	1,175	1,436	1,445	1,811
Other assets	656	679	759	857	850
<b>Total assets</b>	<b>1,973</b>	<b>2,136</b>	<b>2,395</b>	<b>2,561</b>	<b>2,987</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	376	345	382	408	455
Account payables	124	134	142	150	174
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	0
Current LT debt	43	0	24	16	39
Others current liabilities	209	210	216	242	242
<b>Total LT debt</b>	<b>271</b>	<b>100</b>	<b>214</b>	<b>142</b>	<b>354</b>
Others LT liabilities	425	493	512	583	576
<b>Total liabilities</b>	<b>1,072</b>	<b>938</b>	<b>1,108</b>	<b>1,132</b>	<b>1,384</b>
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	214	321	321	321	321
Share premium	279	279	279	279	279
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	79	79	79	79	79
<b>Retained earnings</b>	<b>329</b>	<b>520</b>	<b>609</b>	<b>750</b>	<b>924</b>
Shareholders' equity	901	1,198	1,287	1,428	1,602
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>1,973</b>	<b>2,136</b>	<b>2,395</b>	<b>2,561</b>	<b>2,987</b>

Very healthy balance  
sheet despite heavy  
investment factored in

Sources: Company data, Thanachart estimates

**CASH FLOW STATEMENT**

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024A</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>
Earnings before tax	270	374	241	281	344
Tax paid	(3)	(59)	(48)	(56)	(69)
Depreciation & amortization	275	256	280	294	315
Chg In working capital	25	1	10	3	10
Chg In other CA & CL / minorities	(39)	(9)	5	23	(5)
<b>Cash flow from operations</b>	<b>528</b>	<b>563</b>	<b>488</b>	<b>545</b>	<b>595</b>
Capex	(45)	(333)	(383)	(145)	(518)
Right of use	347	(209)	(250)	(250)	(150)
ST loans & investments	(17)	6	20	0	0
LT loans & investments	0	0	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(447)	104	31	64	(14)
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(163)</b>	<b>(432)</b>	<b>(581)</b>	<b>(331)</b>	<b>(682)</b>
Debt financing	(298)	(214)	138	(81)	236
Capital increase	0	107	0	0	0
Dividends paid	(0)	(12)	(102)	(83)	(100)
Warrants & other surplus	0	(107)	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(298)</b>	<b>(226)</b>	<b>36</b>	<b>(164)</b>	<b>136</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>483</b>	<b>230</b>	<b>105</b>	<b>400</b>	<b>78</b>

*Its huge wellness project investment should turn profitable in 2028F*

**VALUATION**

<b>FY ending Dec</b>	<b>2023A</b>	<b>2024A</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>
Normalized PE (x)	9.8	12.6	20.6	17.7	14.4
Normalized PE - at target price (x)	14.4	18.4	30.1	25.8	21.1
PE (x)	7.9	12.8	20.6	17.7	14.4
PE - at target price (x)	11.6	18.7	30.1	25.8	21.1
EV/EBITDA (x)	4.8	6.3	7.7	6.7	6.1
EV/EBITDA - at target price (x)	6.9	9.2	11.1	9.8	8.8
P/BV (x)	2.9	3.3	3.1	2.8	2.5
P/BV - at target price (x)	4.3	4.8	4.5	4.0	3.6
P/CFO (x)	5.0	7.0	8.1	7.3	6.6
Price/sales (x)	2.7	2.4	2.5	2.3	2.0
Dividend yield (%)	4.5	3.2	1.9	2.3	2.8
FCF Yield (%)	18.3	5.8	2.7	10.1	2.0
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	0.3	0.2	0.1	0.2	0.2
EPS	0.4	0.2	0.1	0.2	0.2
DPS	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
BV/share	1.1	0.9	1.0	1.1	1.2
CFO/share	0.6	0.4	0.4	0.4	0.5
FCF/share	0.6	0.2	0.1	0.3	0.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Undemanding valuation to us, given its earnings turnaround story*

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	103.3	12.7	(2.4)	8.2	15.7
Net profit (%)	na	(6.9)	(38.1)	16.9	22.3
EPS (%)	na	(37.9)	(38.1)	16.9	22.3
Normalized profit (%)	na	17.4	(39.0)	16.9	22.3
Normalized EPS (%)	na	(21.8)	(39.0)	16.9	22.3
Dividend payout ratio (%)	35.8	41.5	40.0	40.0	40.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	30.2	32.4	27.7	29.1	29.1
Operating margin (%)	20.0	22.2	15.8	17.3	18.0
EBITDA margin (%)	39.0	38.0	33.4	34.3	33.9
Net margin (%)	18.6	19.3	12.1	13.1	13.8
D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.1	0.2	0.1	0.2
Net D/E (incl. minor) (x)	0.1	(0.0)	0.1	0.0	0.1
Interest coverage - EBIT (x)	6.3	11.5	6.81	6.83	7.6
Interest coverage - EBITDA (x)	12.2	19.6	14.4	13.6	14.2
ROA - using norm profit (%)	12.2	15.3	8.5	9.0	9.9
ROE - using norm profit (%)	36.4	29.9	15.4	16.5	18.1
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	36.6	30.0	15.5	16.6	18.2
- asset turnover (x)	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7
- operating margin (%)	21.9	24.9	17.5	18.9	19.7
- leverage (x)	3.0	2.0	1.8	1.8	1.8
- interest burden (%)	85.4	92.2	86.7	86.6	87.9
- tax burden (%)	99.5	84.1	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	9.9	9.9	9.9	9.9	9.9
ROIC (%)	28.9	31.6	17.6	16.7	20.0
NOPAT (Bt m)	288	305	201	238	287
invested capital (Bt m)	963	1,141	1,426	1,436	1,796

Sources: Company data, Thanachart estimates

*High-profitability  
company with an asset-  
light business model*

## ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

**SETTRADE:** You acknowledge that the use of data, information or service displayed and/or contained in this website may require third party's data, content or software which is subject to the terms of third party provider. By accessing and/or using of such certain data, you acknowledge and agree to comply with and be bound by the applicable third party terms specified below.

ESG Scores by Third Party data from www.SETTRADE.com

1. MSCI (CCC- AAA)
2. ESG Book (0-100)
3. SET ESG Rating (BBB-AAA)

### SETESG Index (SETESG)

The SETESG Index reflects the price movement of stock of companies that have sustainable business practices which consider environmental, social and governance (ESG) aspect.

SET Index, SET50 Index, SET100 Index and all indices calculated by the Stock Exchange of Thailand ( "SET" ) (collectively called "SET Index Series" ) are the registered trademarks/service marks solely owned by, and proprietary to SET. Any unauthorized use of SET Index Series is strictly prohibited. All information provided is for information purposes only and no warranty is made as to its fitness for purpose, satisfactory quality or otherwise. Every effort has been made to ensure that all information given is accurate, but no responsibility or liability (including in negligence) can be accepted by SET for errors or omissions or for any losses arising from the use of this information.

### SET ESG Index (SET ESG)

Currently, long-term investment guidelines abroad are beginning to focus on investing in companies that have sustainable business practices. which considers environmental, social and governance factors (Environmental, Social and Governance or ESG) of the company in making investment decisions along with analyzing the company's financial data.

Stock Exchange Has prepared the results of evaluating sustainable stocks which are stocks of listed companies (SETESG Rating) as an alternative for investors who want to invest in tracks of listed companies that are outstanding in ESG, including to support listed companies with operations. sustainable business Taking into account all stakeholders in both social and environmental aspects. There is a management process to create sustainability for the organization, such as risk management. Supply chain management and innovation development. Therefore, the SETESG index was created to be an index that reflects the price movement of a group of securities. of companies with sustainable business operations that meet the required size and liquidity criteria

### ESG Book's Disclaimer

Arabesque S-Ray GmbH, also trading as "ESG Book", is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organised under the laws of Germany with registered number HRB 113087 in the commercial register of the local court with its seat and business address at Zeppelinallee 15, 60325 Frankfurt am Main, Germany (hereinafter "ESG Book"). ESG Book, with its UK branch and local subsidiaries, is a provider of sustainability data and advisory services and operates the sustainability data platform ESG Book. ESG Book does not offer any regulated financial services nor products. This document is provided on a confidential basis by ESG Book and is for information purposes only; accordingly, it is not a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in any trading activities nor should it be construed as a recommendation or advice on the merits of investing in any financial product. THIRD PARTY INFORMATION. Certain information contained in this document has been obtained from sources outside ESG Book. While such information is believed to be reliable for the purposes used herein, no representations are made as to the accuracy or completeness thereof and neither ESG Book nor its affiliates take any responsibility for such information. To the extent this document contains any links to third party websites, such links are provided as a convenience and for informational purposes only; they do not constitute an endorsement or an approval by ESG Book of any of the products, services or opinions of the corporations or organization or individual operating such third party websites. ESG Book bears no responsibility for the accuracy, legality or content of the external site or for that of subsequent links. RELIANCE – ESG Book makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein, and accepts no liability for any loss, of whatever kind, howsoever arising, in relation thereto, and nothing contained herein should be relied upon. CONFIDENTIALITY. This document contains highly confidential information regarding ESG Book's strategy and organization. Your acceptance of this document constitutes your agreement to keep confidential all the information contained in this document, as well as any information derived by you from the information contained in this document and not disclose any such information to any other person. This document may not be copied, reproduced, in any way used or disclosed or transmitted, in whole or in part, to any other person.

### MSCI ESG Research LLC

"Certain information @2021 MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission"

"Although information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

Score range	Description
CCC - B	<b>LAGGARD:</b> A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	<b>AVERAGE :</b> A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	<b>LEADER:</b> A company leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities

### The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) are a family of best-in-class benchmarks for investors who have recognized that sustainable business practices are critical to generating long-term shareholder value and who wish to reflect their sustainability convictions in their investment portfolios. The family was launched in 1999 as the first global sustainability benchmark and tracks the stock performance of the world's leading companies in terms of economic, environmental and social criteria. Created jointly by S&P Dow Jones Indices and SAM, the DJSI combine the experience of an established index provider with the expertise of a specialist in Sustainable Investing to select the most sustainable companies from across 61 industries. The indices serve as benchmarks for investors who integrate sustainability considerations into their portfolios, and provide an effective engagement platform for investors who wish to encourage companies to improve their corporate sustainability practices.

**CG Report :** by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD), Established in December 1999, the Thai IOD is a membership organization that strives to promote professionalism in directorship. The Thai IOD offers directors certification and professional development courses, provides a variety of seminars, forums and networking events, and conducts research on board governance issues and practices. Membership comprises board members from companies ranging from large publicly listed companies to small private firms.

90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
80-89	▲▲▲▲	Very Good
70-79	▲▲▲	Good
60-69	▲▲	Satisfactory
50-59	▲	Pass
Below		N/A

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาตเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุน และใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข 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.

“บทวิเคราะห์นี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (“บล.ธนชาติ”) โดยใช้ข้อมูลจาก แนวโน้มธุรกิจ, ประมาณการทางการเงิน, Bloomberg และแหล่งอื่น ๆ บริษัทมิได้เป็นผู้ออกตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (DRs) จึงไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์”

**คำเตือน:** DRs มีความเสี่ยงจาก อัตราแลกเปลี่ยน และ หลักทรัพย์อ้างอิงในต่างประเทศ ซึ่งอาจทำให้มูลค่าลดลงได้ ผู้ลงทุนต้องศึกษาความเสี่ยงด้วยตนเอง ก่อนตัดสินใจลงทุน

นักวิเคราะห์ของบล. ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ได้ขึ้นทะเบียนโดย ก.ล.ต. และขอรับรองว่าความเห็นในบทวิเคราะห์นี้เป็น ความเห็นที่เป็นอิสระ มีเหตุผลรองรับ และนักวิเคราะห์ ไม่มีส่วนได้เสีย ในหลักทรัพย์ที่นำเสนอ ณ วันที่จัดทำ

"This analysis was prepared by Thanachart Securities Public Company Limited ("TNS") using data from business trends, financial forecasts, Bloomberg, and other sources. The Company is not an issuer of rights in foreign securities (DRs), so there is no conflict of interest."

**WARNING:** DRs involve risks from foreign exchange rates and underlying securities, which may result in devaluation. Investors must study the risks themselves before making any investment decision.

Thanachart analyst registered with the SEC and certifies that the views in this analysis are as follows: Independent opinions are justified and analysts have no interest in the offered securities as of the date of issuance.

### 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:**\* “บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย “หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) (CPF) ครั้งที่ 1/2569 ชุดที่ 1-3” ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”



## Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy พิมพ์ภา นิการุณ, CFA pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พัฒนทรัพย์กุล, CFA adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ pattarawan.wan@thanachartsec.co.th
สาธารถูปโภค, สื่อสาร ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์ nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th	อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ พัทธดนย์ บุณนาค pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ phannarai.von@thanachartsec.co.th
ยานยนต์, หินคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ rata.lim@thanachartsec.co.th	ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน รวีสรา สุวรรณอำไพ rawisara.suw@thanachartsec.co.th	ขนส่ง, รับเหมา ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์ saksid.pha@thanachartsec.co.th
Small Cap, การแพทย์, โรงแรม ศิริพร อรุโณทัย siriporn.aru@thanachartsec.co.th	พลังงาน, บีโตร์เคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล lapinee.dib@thanachartsec.co.th
วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง witchanan.tam@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์ sittichet.run@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA nariporn.kla@thanachartsec.co.th		

## Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต sunset.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราชญ์ suksawat.lim@thanachartsec.co.th	สุจินตนา สถาพร sujintana.sth@thanachartsec.co.th

## Thanachart Securities Pcl.

Research Team  
18 Floor, MBK Tower  
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330  
Tel: 662 -779-9119  
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th