

BUY (Unchanged)
Change in Numbers

TP: Bt 4.50 (From: Bt 6.00)
Upside : 46.1% 3 FEBRUARY 2026

Small Cap Research

Siam Wellness Group Pcl (SPA TB)

กำไรมูลค่าเติบโต



NUTTAPOP PRASITSUKSANT
662-779-9119
nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

กำไรมูลค่าเติบโตของ SPA ปัจจุบันที่เพิ่มขึ้นเนื่องจากการขยายสาขา ในขณะที่จำนวนหักท่องเที่ยวต่างชาติลดลง แต่ด้วยเรามองหักท่องเที่ยวพื้นที่ตัวจากฐานต่อไป เราคาดอัตราการใช้บริการในสาขาคงสูง ระดับปกติ และหุ้น EPS เติบโต 17/22% ในปี 2026-27F จึงแนะนำ “ซื้อ”

สถานการณ์ยากลำบากสั้นสุดลง แนะนำ “ซื้อ”

กำไรมูลค่าเติบโตของ SPA เพิ่มขึ้นในปีที่ผ่านมา จากจำนวนหักท่องเที่ยวที่อ่อนตัวในขณะที่บริษัทมีการเร่งขยายสาขา Let's Relax ใหม่ถึง 10 สาขา จนมีสาขารวมเป็น 68 สาขา แต่อัตราการใช้บริการลดลงเป็น 74% ในปี 2025F จาก 82% ในปี 2024 ซึ่งส่งผลกระทบหักท่องเที่ยวต่างชาติ ใจกลางมาเติบโตได้ 3-4% จากฐานที่ต่อไป 2) ด้วยสมมติฐานว่าอัตราการใช้บริการจะเพิ่มต่อไปเป็น 78/80% เราประเมินว่าอัตราการเติบโตจากการดำเนินงานของ SPA จะดีขึ้นเป็น 18% ในปี 2027F จาก 15% ในปี 2025F และ 3) เรามองว่า SPA นั้นไม่แพ้ที่ระดับ PE 18 เท่า บันปี 2026F เทียบกับ EPS ที่ราคาจะเติบโตเฉลี่ย 21% ต่อปีในช่วงปี 2026-28F

ปรับตัวได้ดีต่อหักท่องเที่ยวจีนที่ลดลง

SPA มีการพึงพาหักท่องเที่ยวจีนในช่วงก่อนโควิด โดยในปี 2019 รายได้จากลูกค้าต่างชาติคิดเป็นถึง 75% ของรายได้รวม ซึ่งมาจากหักท่องเที่ยวจีนถึง 55% แต่หลังบริษัทประสบความสำเร็จในการขยายฐานลูกค้าชาวไทย ลัตต์ส่วนรายได้จากลูกค้าต่างชาติปรับลดลงมาอยู่ที่ 50% ขณะที่การพึงพาหักท่องเที่ยวจีนลดลงเหลือต่ำกว่าหนึ่งในสาม เราคาดสัดส่วนที่มารายได้เน้นจีนตัวตัว เนื่องจากเราเชื่อว่าจำนวนหักท่องเที่ยวจีนปรับตัวเข้าสู่ระดับปกติใหม่แล้ว หลังลดลงถึง 34% ในปี 2025 ทั้งนี้ รายได้ของ SPA ลดลงเพียง 2% ในปี 2025F ซึ่งต่ำกว่าการลดลง 7% ของจำนวนหักท่องเที่ยวของประเทศ เนื่องจากบริษัทสามารถเพิ่มส่วนแบ่งการตลาดได้จากการขยายสาขา

การขยายสาขาชะลอลง ช่วงเร่งการพัฒนาอัตราการใช้บริการ

SPA มีการเปิดสาขา Let's Relax ใหม่ถึง 10 สาขาในปี 2025F โดยมีสาขาใหม่ 5 สาขา และโครงการอ่อนเชื้อ 1 แห่งที่เปิดให้บริการในช่วงปลายไตรมาส 4Q25 ทำให้ยังสร้างกำไรได้ไม่เต็มที่ ภายใต้เป้าหมายของบริษัทที่วางแผนเปิดสาขาใหม่เพียง 5 สาขาในปี 2026F เราคาดอัตราการใช้บริการในสาขาของ Let's Relax จะพัฒนาสู่ระดับปกติที่ 78/80% ได้ในปี 2026-27F จาก 74% ในปี 2025F และหุ้นให้อัตรากำไรจากการดำเนินงานดีขึ้นเป็น 18% ในปี 2027F จาก 15% ในปี 2025F แม้รายรับผลขาดทุนในช่วงต้นของโครงการจะมีผลกระทบต่อ wellnes destination ในประมาณการแล้ว

โครงการ Wellness เริ่มดำเนินงานใน 1Q27

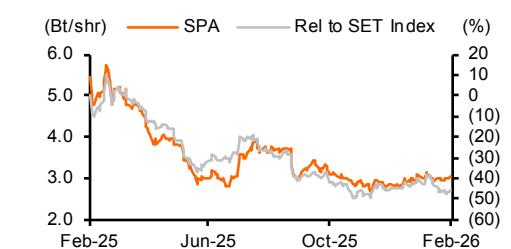
SPA ประกาศการลงทุนโครงการ wellness destination ที่เมืองพัทยาเมื่อปีที่ก่อน โดยตั้งเป้าจะเริ่มดำเนินการเชิงพาณิชย์ได้ในไตรมาส 1Q27 ซึ่งจะเป็นการให้บริการด้านสุขภาพแบบครบวงจร รวมทั้งมีส่วนบริการที่พักและการให้บริการด้านสุขภาพแผนไทย และอ่อนเชื้อซึ่งเป็นจุดแข็งของบริษัท เราคาดโครงการจะยังมีผลขาดทุน 30/16 ลบ. ในปี 2026-27F เนื่องจากเป็นช่วงการก่อสร้างและเป็นช่วงปีแรกของการดำเนินงาน ก่อนเพลิดเป็นกำไรสุทธิได้ 12 ลบ. ในปี 2028F ส่วนในระยะยาว เราคาดโครงการจะสร้างผลกำไรได้ 40 ลบ. ต่อปี ซึ่งเทียบเป็นอัตราผลตอบแทน EIRR ที่ระดับ 17% จากเงินลงทุนรวม 520 ลบ. ภายใต้สัญญาเช่าที่ดินระยะเวลา 30 ปี

รายงานฉบับนี้ดัดแปลงโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นเพื่อรับรองของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าเนื้อหา ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่ห้องทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีจดหมายให้ห้ามซื้อขายหรือประับน้ำราหัตทั้งยังได้ ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจถูกต้องไม่ทั้งหมดหรือบางส่วนไปท่ามกลางที่ต้องการและควรพิจารณา จึงต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทที่ก่อตั้ง

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



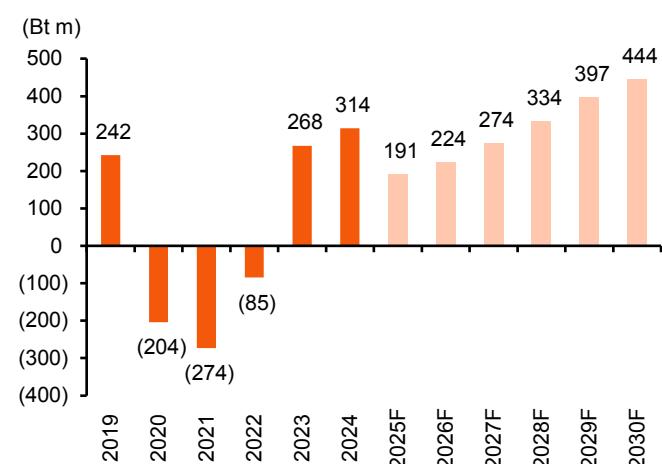
COMPANY INFORMATION

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	Jiravanstit family 14.53%

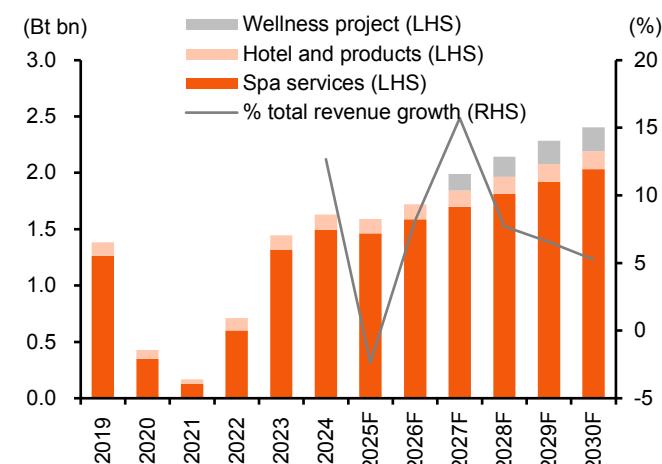
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P7

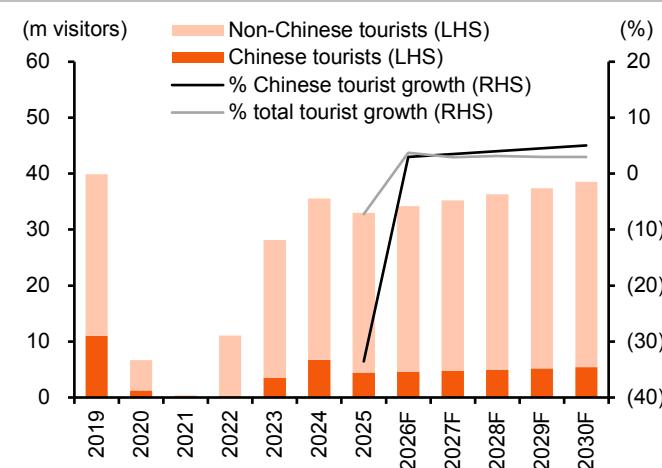
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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

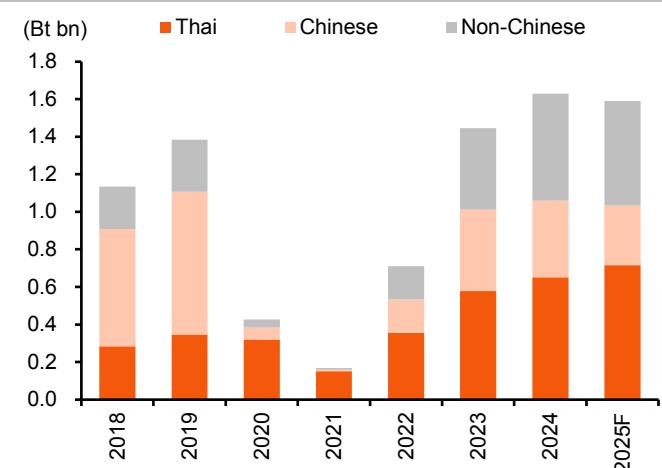
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Revenue Growth Resumption As Tourism Stabilizes

Sources: Company data, Thanachart estimates

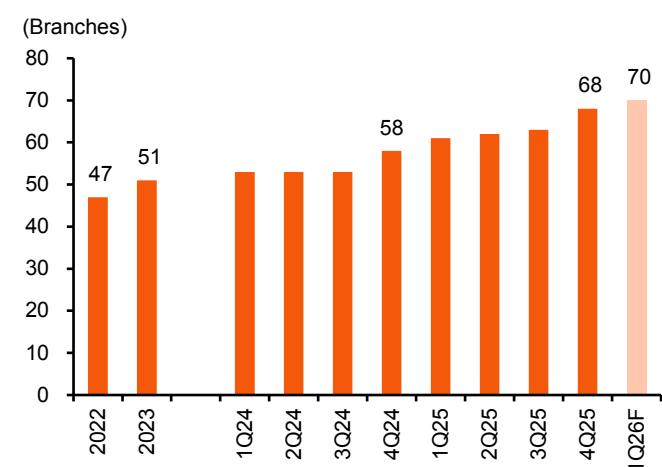
Ex 3: We Expect Organic Growth In Tourist Arrivals

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

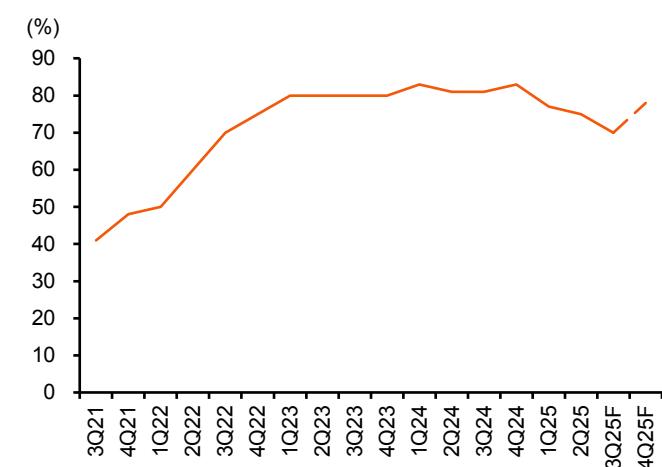
Ex 4: SPA Has Been Less Reliant On Chinese Tourists

Sources: Company data; Thanachart estimates

Note: Revenue breakdown by nationalities

Ex 5: Aggressive Let's Relax Expansion

Sources: Company data; Thanachart estimates

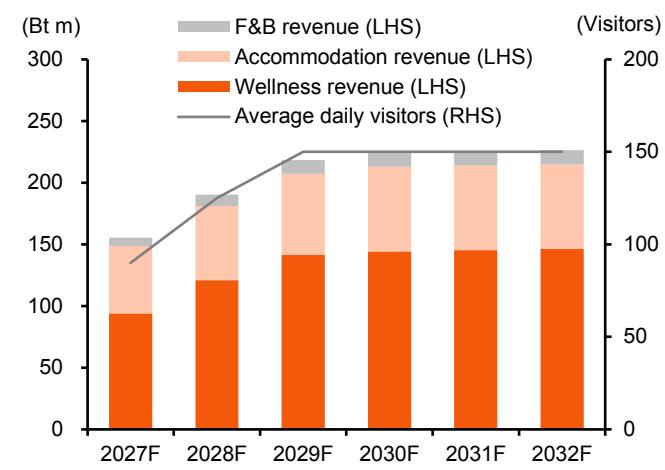
Ex 6: Utilization Dropped Amid Weak Tourism In 2025F

Sources: Company data; Thanachart estimates

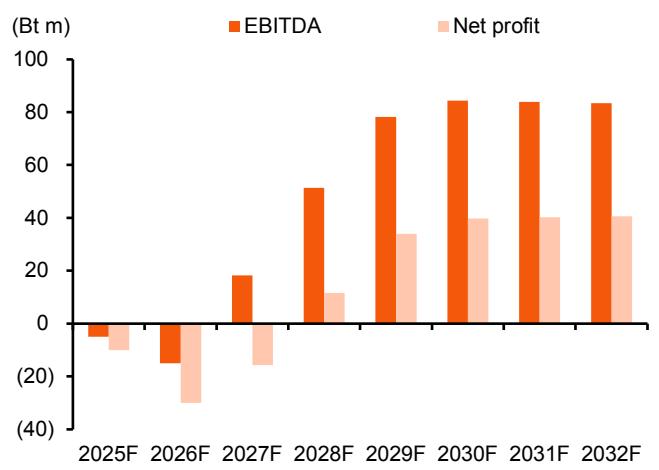
Ex 7: Our Key Financial Assumptions For SPA's Wellness Destination Project

	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Key assumptions						
Average daily day-pass visitors	-	-	90	125	150	150
Occupancy rate	0%	0%	50%	55%	60%	65%
Key financial numbers						
Revenue						
- Wellness services	-	-	94	121	142	144
- Accommodation service	-	-	55	60	66	68
- Food and beverage	-	-	7	9	11	11
EBITDA	(5)	(15)	18	51	78	84
Net profit	(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											
Target price/share (Bt)	4.50											

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	(%)
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	EWCZ 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	CENTEL 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

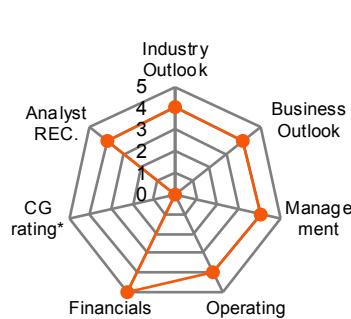
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในการรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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: โรงแรมบูติกรีสอร์ฟทุกภายนอกได้ชื่อ "ระรินจินดา เวลเนส สปา รีสอร์ฟ" และร้านอาหาร "Deck One" ในเชียงใหม่ และคาเฟ่ "OHB" ในร้านสปาบางสาน 3) ผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวกับสปา: ภายใต้แบรนด์ "LRL" 4) โรงเรียนสอนนวดแผนไทย: สถานศึกษาสอนสำหรับนักบำบัดสปาเพื่อสนับสนุนการขยายธุรกิจ SPA กำลังพัฒนาและยังคงมีเป้าหมายเพื่อขับเคลื่อนการเติบโตแบบ S-curve ให้สำเร็จในปี 2027

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Rating Scale

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

Source: Thanachart; * No CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีแบรนด์ที่ติดตลาด โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกลุ่มนักท่องเที่ยวจีน และนักท่องเที่ยวเอเชียอื่นๆ
- ธุรกิจต้นน้ำของตนเองขยายให้มีนักบำบัดและผลิตภัณฑ์เพียงพอสำหรับการขยายตัวอย่างรวดเร็ว

O — Opportunity

- โอกาสในการขยายช่องทางการตลาดจากผู้เล่นรายย่อย ทั้งจากการเปิดสาขาเอง และการเข้าซื้อกิจการ
- การเพิ่มรูปแบบการให้บริการในสาขาเพื่อเพิ่มยอดขายต่อสาขา และยอดขายต่อการเข้าใช้บริการ
- โอกาสในการขยายธุรกิจไปยังต่างประเทศ

W — Weakness

- การเติบโตขึ้นอยู่กับการขยายสาขาอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากมีข้อจำกัดในการให้บริการต่อสาขา
- มีการพึ่งพาตลาดกลุ่มนักท่องเที่ยวอย่างมาก

T — Threat

- เหตุการณ์พิเศษนอกเหนือการควบคุมต่างๆ เช่น เหตุวิกฤติการเมือง และภัยธรรมชาติ อาจทำให้การบริการในสาขาหยุดชะงัก และทำให้ปริมาณลูกค้านักท่องเที่ยวลดลง
- มีการจำนวนสาขาเพิ่มขึ้นมาก แต่ยังมีภาระทางการเงินที่สูง

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 ของเรามากกว่า Bloomberg consensus อยู่ 6% และ 3% ตามลำดับ คาดเป็นเพราะเรามองผลขาดทุนในช่วงต้นจากโครงการ wellness destination ต่างๆ ที่ลากค่า
- ทั้งนี้ ราคาเป้าหมายของเรามากกว่าที่คาดการณ์

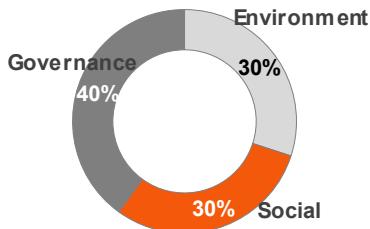
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

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

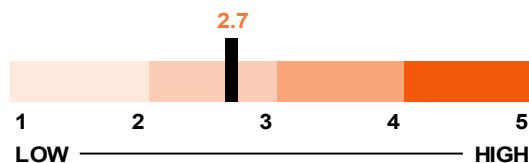
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

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) เป็นหนึ่งในผู้ให้บริการด้านสุขภาพ ชั้นนำของประเทศไทย โดยมีสาขากว่า 85 แห่งภายใต้ 5 แบรนด์ ณ ปี 2025 แบรนด์หลักคือ Let's Relax ซึ่งเป็นที่รู้จักดีในหมู่นักท่องเที่ยว ต่างชาติ โดยนักท่องเที่ยวชาวจีนคิดเป็นสัดส่วนมากกว่า 50% ของรายได้ทั้งหมดของบริษัท
- เราให้คะแนน ESG ของ SPA อยู่ในระดับต่ำกว่าค่าเฉลี่ยที่ 2.7 ซึ่ง สะท้อนให้เห็นถึงข้อจำกัดเชิงโครงสร้างที่พูดได้ทั่วไปในบริษัทขนาดเล็กในการวางแผนการลงทุนด้าน ESG อย่างเป็นทางการ แม้ว่าจะมีผลการดำเนินงานด้านสังคม (S) ที่ดี แต่เราเชื่อว่า SPA ยังคงเผชิญ กับความท้าทายในการเสริมสร้างความแข็งแกร่งให้กับเสาหลักด้าน สิ่งแวดล้อม (E) และธรรมาภิบาล (G)
- เราให้คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) ของ SPA อยู่ในระดับต่ำที่ 2.0 เนื่องจากเราเห็นว่าบังบีโภคสื่อไม่สามารถสำหรับการปรับปรุงแนวทางการจัดการน้ำและของเสีย ธุรกิจหลักของ SPA คือบริการสปา ซึ่งใช้ทรัพยากรน้ำเป็นจำนวนมากเนื่องจากข้อกำหนดด้านสุขอนามัย ขณะที่การให้บริการยังคงเพิ่มพากเพียรใช้แล้วทิ้งเป็นหลัก บังบันน บริษัทยังเบิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับนโยบายการลดผลกระทบ หรือ โครงการรีเวิร์นด้านประสิทธิภาพในระดับจำกัด
- เราให้คะแนนด้านสังคม (S) ของ SPA อยู่ในระดับที่ดีที่ 3.5 ซึ่ง สะท้อนให้เห็นถึงประวัติการทำงานที่แข็งแกร่งของบริษัทในด้าน บริการที่เกี่ยวข้องกับสุขภาพ โดยมีรายงานเหตุการณ์ร้ายแรงหรือข้อร้องเรียนน้อยมาก นอกจากนี้ เรายังประทับใจกับการที่ SPA เคราพร ความเป็นส่วนตัวของลูกค้า รวมถึงข้อพิจารณาเดินทางส่วนตัว ยิ่งไปกว่านั้น เรามองว่า SPA ยังให้คำต่ออบรมเท่านั้นที่เหมาะสม ระยะเวลาพักผ่อนที่เพียงพอ และการสนับสนุนด้านที่พักที่ดีแก่พนักงานนวด บำบัดอีกด้วย
- เราให้คะแนน G แก่ SPA ปานกลางที่ 2.6 เนื่องจากองค์ประกอบของ คณะกรรมการที่ไม่แข็งแกร่ง โดยมีประธานกรรมการที่ไม่เป็นอิสระ ขณะที่กรรมการอิสระมีสัดส่วนน้อยกว่าครึ่งหนึ่งของคณะกรรมการ ทั้งหมด SPA มีรูปแบบธุรกิจที่ดีและมีแบรนด์ที่เป็นที่รู้จักและมี คุณภาพสูง แต่ลักษณะธุรกิจมีความผันผวนสูงและมีความเสี่ยงสูงจาก อุตสาหกรรมการท่องเที่ยวในไทยซึ่งอาจได้รับผลกระทบได้ร้าย



Sector: MAI | Services

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



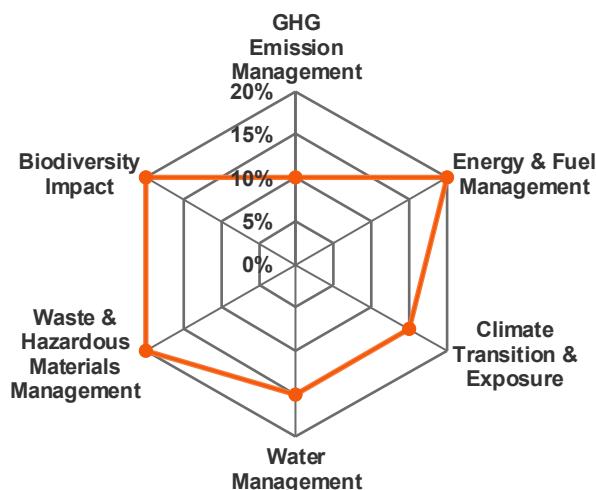
ENVIRONMENT

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

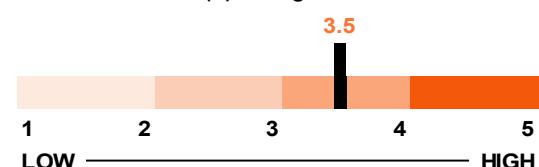


Sources: Thanachart, Company data

Sector: MAI | Services

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.

Thanachart Social (S) Rating



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

- 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.

SCALE WEIGHTING

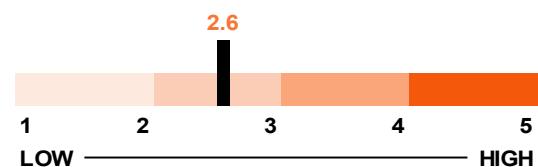


Sources: Thanachart, Company data

Sector: MAI | Services

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



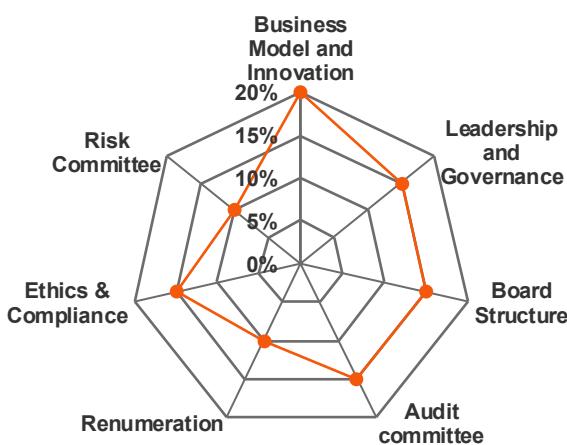
GOVERNANCE & SUSTAINABILITY

Our Comments

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

- 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 cyclicity 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.

SCALE WEIGHTING



Sources: Thanachart, Company data

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
Gross profit	436	528	440	500	580
% gross margin	30.2%	32.4%	27.7%	29.1%	29.1%
Selling & administration expenses	147	166	188	203	221
Operating profit	289	362	252	297	359
% operating margin	20.0%	22.2%	15.8%	17.3%	18.0%
Depreciation & amortization	275	256	280	294	315
EBITDA	564	618	532	591	674
% 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)
Pre-tax profit	270	374	241	281	344
Income tax	1	60	48	56	69
After-tax profit	269	315	193	225	275
% 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
NET PROFIT	332	309	191	224	274
Normalized profit	268	314	191	224	274
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

BALANCE SHEET

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

Sources: Company data, Thanachart estimates

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

Very healthy balance sheet despite heavy investment factored in

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
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)
Cash flow from operations	528	563	488	545	595
<i>Its huge wellness project investment should turn profitable in 2028F</i>					
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)
Cash flow from investments	(163)	(432)	(581)	(331)	(682)
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
Cash flow from financing	(298)	(226)	36	(164)	136
Free cash flow	483	230	105	400	78

VALUATION

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
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
(Bt)					
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		2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
FY ending Dec						
Growth Rate						
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	
Operating performance						
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	
High-profitability company with an asset- light business model						
DuPont						
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

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 stocks 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	LAGGARD: A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	AVERAGE : A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	LEADER: 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 บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาตเป็นธนาคารพัฒน์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าหนาเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุน และใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาซึ่งทำให้เกิดข้อห้ามหรือข้อจำกัดทางกฎหมาย แต่เมื่อใดมีเจตนาซึ่งทำให้เกิดข้อห้ามหรือข้อจำกัดทางกฎหมาย ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ 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 ธนชาต จำกัด (มหาชน) (“บล.ธนชาต”) โดยใช้ข้อมูลจาก แนวโน้มธุรกิจ, ประมาณการทางการเงิน, Bloomberg และแหล่งอื่นๆ บริษัทฯ ได้เป็นผู้ออกตราสารแสดงถิ่นในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (DRs) จึงไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์”

คำเตือน: DRs มีความเสี่ยงจาก อัตราแลกเปลี่ยน และ หลักทรัพย์อ้างอิงในต่างประเทศ ซึ่งอาจทำให้มูลค่าลดลงได้ ผู้ลงทุนต้องศึกษาความเสี่ยงด้วยตนเอง ก่อนตัดสินใจลงทุน

นักวิเคราะห์ของบล. ธนชาต จำกัด (มหาชน) ได้เขียนทะเบียนโดย ก.ล.ต. และขอรับรองว่าความเห็นในบทวิเคราะห์นี้เป็น ความเห็นที่เป็นอิสระ มีเหตุผลรองรับ และนักวิเคราะห์ไม่มีส่วนได้เสีย 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: ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้นร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ:* “บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดทำหน้าที่ “หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) (CPF) ครั้งที่ 1/2569 ชุดที่ 1-3” ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy

พิมพ์พาก นิจารุณ, CFA
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

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

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรవัลลี หวังมิ่งมาศ
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เดินเรือ

พัทธดนีย์ บุนนาค
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย์

พรพรรณรายณ์ ติยะพิทยารัตน์
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ധุรกิจ, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเทิง

รดา ลิมสุทธิวันภูมิ
rata.liim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

ร่วิสรา สุวรรณอําໄพ
rawisara.suw@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนา Narayach
saksid.pha@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงเรียน

ศิริพร อรุโณทัย
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

พลังงาน, ปิโตรเคมี

บุพพารณ์ พลพรประเสริฐ
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

หักวิเคราะห์, แปลง

ลาภินี ทิพย์มณฑล
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชันนันท์ ธรรมบำรุง
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เกลิงศักดิ์ คุณจริญไพบูล
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิ์เชษฐ์ รุ่งรัศมีพัฒน์
sitticheet.run@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

นลิกรณ์ คลังเปรมวิตร์, CISA
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มนต์รุดี เพชรแสงสกุล

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกณฑ์รัตน์ จิตกุศล

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วรรทธิพย์ รุ่งประดับวงศ์

varathip.run@thanachartsec.co.th

สุเนตร รักษาวด

sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมวางช์ปราณี

suksawat.liim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สถาพร

sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Plc.

Research Team

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