

BUY (Unchanged)

TP: Bt 13.00

(From: Bt 12.50)

Change in Numbers

Upside : 18.2%

5 MAY 2023

# Siam Wellness Group Pcl (SPA TB)

## การฟื้นตัวเร่งตัวขึ้น

เรามอง SPA เป็นผู้ได้ประโยชน์จากการฟื้นตัวที่เร็วขึ้นของนักท่องเที่ยวจีนใน 2Q23F โดย SPA กำลังเร่งเพิ่มความสามารถให้บริการทั้งการเพิ่มพนักงานในสาขาเดิมและการเปิดสาขาใหม่ เพื่อรองรับลูกค้าที่จะเพิ่มขึ้น บริษัทเริ่มชำระหนี้ที่กู้ยืมมาในช่วงโควิดหลังความสามารถการทำกำไรดีขึ้นมาก เราแนะนำ "ซื้อ" บนราคาเป้าหมายที่เพิ่มขึ้นเป็น 13 บาท



NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662 - 483 8296

nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

### ราคาหุ้นที่อ่อนตัวลงมาไม่สมเหตุผลผล

เราแนะนำ "ซื้อ" SPA โดยคาดแนวโน้มกำไรเพิ่มขึ้นทุกไตรมาสในช่วงปี 2023F โดยมีปัจจัยหนุน 3 ข้อ คือ 1) การฟื้นตัวที่เร็วขึ้นของนักท่องเที่ยวจีน ซึ่งเดิมเป็นถึง 55% ของรายได้ SPA ช่วงก่อนโควิด (ปี 2019) 2) SPA กำลังเร่งเพิ่มขีดความสามารถในการให้บริการทั้งการเพิ่มพนักงานในสาขาเดิมและการขยายสาขา และ 3) SPA เริ่มทยอยชำระหนี้กู้ยืมซึ่งเพิ่มขึ้นสูงเป็นพิเศษในช่วงการระบาดโควิด-19 เมื่อปี 2021 หลัง SPA กลับมามีกระแสเงินสดเป็นบวกได้ตั้งแต่ในปี 2022 เราปรับประมาณการกำไรปี 2023-25F ขึ้น 11/7/5% เพื่อสะท้อนจำนวนนักท่องเที่ยวจีนและการกลับมาขยายสาขาของ SPA ที่เร็วกว่าคาด ซึ่งทำให้ราคาเป้าหมายของเราเพิ่มขึ้นเป็น 13 บาท (จากเดิม 12.5 บาท)

### นักท่องเที่ยวจีนฟื้นตัวเร็ว

เราคาดแนวโน้มการกลับมาของนักท่องเที่ยวจีนแข็งแกร่งในปี 2023 โดยหลังรัฐบาลจีนปลดล็อกข้อจำกัดการเดินทางเมื่อเดือน ก.พ. 2023 จำนวนนักท่องเที่ยวจีนที่เดินทางมาไทยฟื้นกลับมาอย่างรวดเร็วเป็น 2.7 แสนคนในเดือน มี.ค. ซึ่งเทียบเป็น 36% ของช่วงก่อนโควิด เราคาดว่า การฟื้นตัวจะเร่งตัวขึ้นไปจนถึงสิ้นปี จากจำนวนเที่ยวบินขาออกจากจีนที่มากขึ้นบนราคาค่าเดินทางที่ถูกลง หลังสายการบินส่วนใหญ่เริ่มกลับมาดำเนินการได้ปกติ เราคาดว่ารายได้จากนักท่องเที่ยวต่างชาติจะกลับมาเป็น 50% ของรายได้รวมของ SPA ใน 1Q23F (20% ในปี 2022) แม้การฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวชาวจีนจะยังไม่เต็มที่ เนื่องจาก SPA สามารถสร้างความนิยมในหมู่นักท่องเที่ยวจากชาติอื่นได้ดี และนักท่องเที่ยวมักใช้จ่ายเฉลี่ยต่อการเข้ารับบริการสูงกว่าคนไทยและเติมเต็มช่วงวันธรรมดาคงของ SPA ได้

### เร่งเพิ่มความสามารถให้บริการ

SPA กำลังเร่งเพิ่มความสามารถให้บริการทั้งการเพิ่มจำนวนพนักงานในสาขาที่มีอยู่ จากจำนวนพนักงานที่ราว 800 คนใน 1Q23 นั้นยังต่ำกว่าจำนวนพนักงานที่มีอยู่เดิมในช่วงก่อนโควิด (ปี 2019) ถึง 30% ด้วยการมีศูนย์ฝึกอบรมพนักงานของตัวเอง เราเชื่อ SPA จะสามารถเพิ่มจำนวนพนักงานกลับสู่ระดับปกติได้อย่างไม่มีปัญหา ในขณะที่ระบบการจองใหม่แบบรวมศูนย์ยังช่วยให้ SPA สามารถหมุนเวียนพนักงานระหว่างสาขาใกล้เคียงเพื่อเพิ่มอัตราการให้บริการได้ดีขึ้นด้วย SPA คาดจะเปิดสาขาใหม่ได้ 4 สาขา ในช่วง 2H23F (จากที่มี 70 สาขา ณ 1Q23) และมีอีกหลายพื้นที่ที่อยู่ระหว่างการเจรจา จากปัจจัยเหล่านี้และผลบวกจากการปรับขึ้นค่าบริการช่วงปลายปีก่อนทำให้เราคาดว่ารายได้ปี 2023-25F ฟื้นตัวเร็วขึ้นเป็น 85/102/113% ของก่อนโควิด (เดิมคาด 83/100/110%)

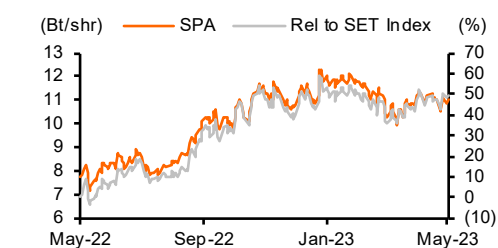
### ฐานะทางการเงินแข็งแกร่งขึ้นมาก

SPA กำลังทยอยคืนเงินกู้ที่เพิ่มสูงกว่าปกติในช่วงล็อกดาวน์โควิด กระแสเงินสดจากการดำเนินงานกลับเป็นบวกได้ตั้งแต่การผ่อนปรนมาตรการคุมร้านอาหารในช่วงโควิดใน 1Q22 อีกทั้งค่าใช้จ่ายการลงทุนก็มีแนวโน้มต่ำลงบนอัตราการขยายสาขาที่ลดลงเป็น 5 สาขาต่อปี (จาก 10 สาขาต่อปี ช่วงปี 2015-20) เราคาดว่า SPA จะมีสถานะเป็นเงินสดสุทธิในปี 2024F จากมีสัดส่วนหนี้สินต่อทุนสุทธิ 0.8 เท่า ในปี 2022 และ 0.1 เท่า ในปี 2019

### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	711	1,171	1,414	1,559
Net profit	(88)	162	285	359
Consensus NP	—	168	269	376
Diff frm cons (%)	—	(3.6)	6.1	(4.3)
Norm profit	(85)	162	285	359
Prev. Norm profit	—	145	267	342
Chg frm prev (%)	—	11.4	6.9	5.1
Norm EPS (Bt)	(0.1)	0.2	0.3	0.4
Norm EPS grw (%)	na	na	76.1	26.1
Norm PE (x)	na	58.1	33.0	26.2
EV/EBITDA (x)	36.6	18.1	14.2	12.3
P/BV (x)	16.5	12.9	9.3	7.3
Div yield (%)	0.0	0.0	0.0	1.9
ROE (%)	na	24.9	32.6	31.2
Net D/E (%)	75.0	42.6	(1.2)	(27.8)

### PRICE PERFORMANCE



### COMPANY INFORMATION

Price as of 3-May-23 (Bt)	11.00
Market Cap (US\$ m)	276.3
Listed Shares (m shares)	855.0
Free Float (%)	56.7
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.8
12M Price H/L (Bt)	12.30/7.15
Sector	MAI
Major Shareholder	Jiravanstit family 16.68%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

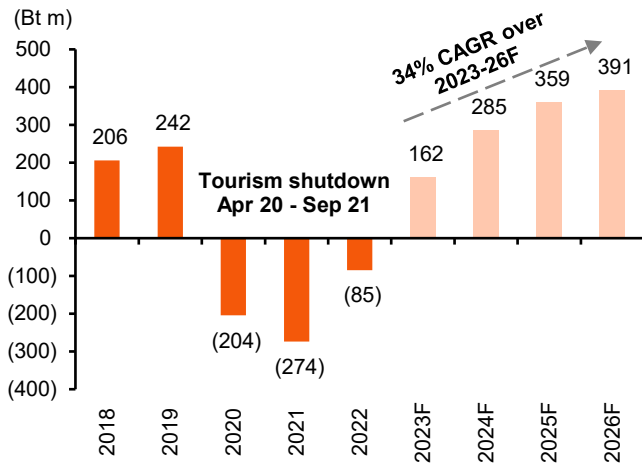
### ESG Summary Report ..... P5

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไม่ไปซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

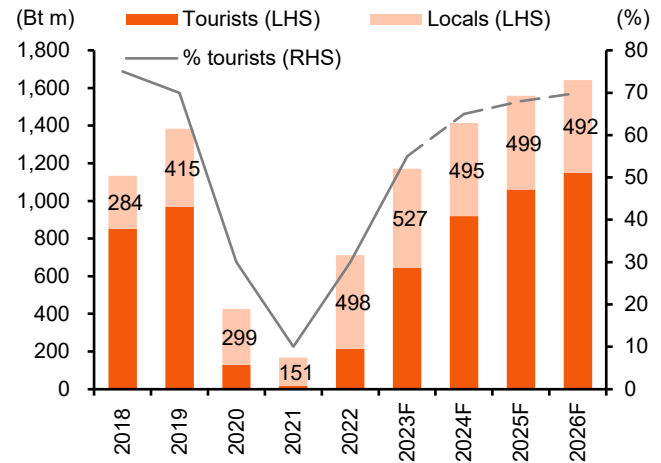


**Ex 1: Swift Post-COVID Earnings Turnaround**



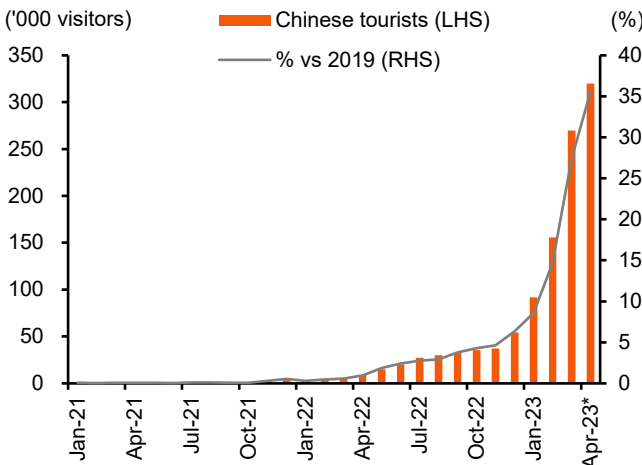
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 2: Resumption Of Revenue From Foreign Tourists**



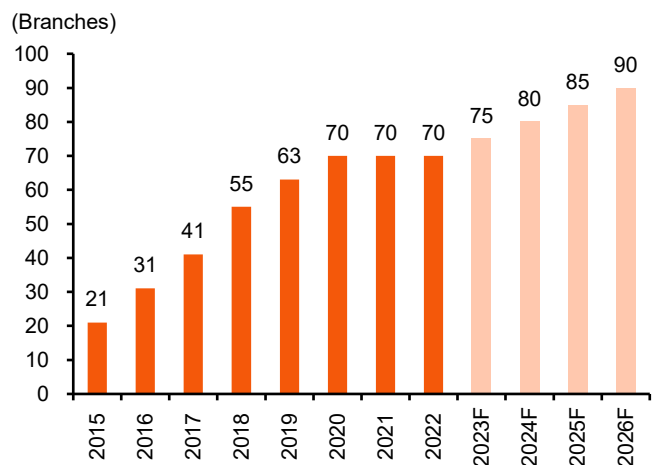
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 3: Surge In Chinese Tourist Arrivals**



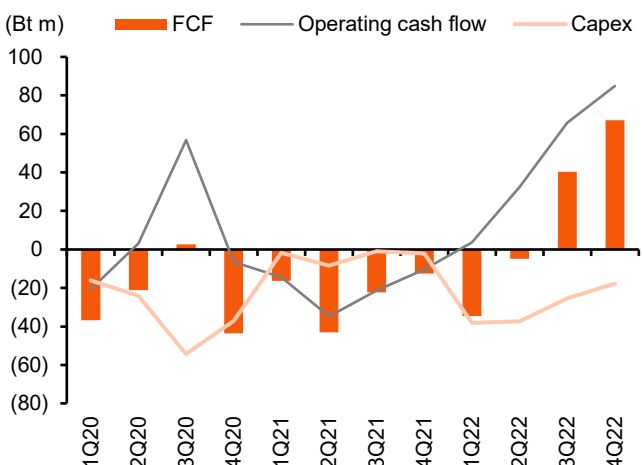
Sources: Tourism Authority of Thailand (TAT), \* Thanachart estimates  
 Note: \* Extrapolated from 1-18 April data

**Ex 4: Steady Branch Expansion Pace**



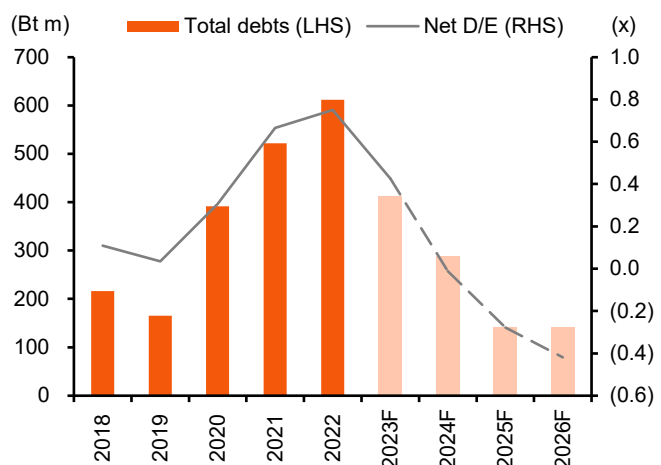
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 5: Much Stronger Cash Generation Post-COVID ...**



Source: Company data

**Ex 6: ... So SPA Can Wind Down Its Gearing**



Sources: Company data, Thanachart estimates

## Ex 7: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2023F

(Bt m)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	Terminal value
EBITDA excl. depre from right of use	355	491	571	602	656	696	738	786	837	890	947	1,006	—
Free cash flow	201	343	444	476	526	561	597	656	699	744	792	842	16,667
PV of free cash flow	201	304	370	367	380	380	379	390	390	373	370	367	7,270
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.0												
WACC (%)	6.3												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value - add investments	11,540												
Net debt (2022)	427												
Minority interest	—												
Equity value	11,114												
# of shares (m)	855												
<b>Target price/share (Bt)</b>	<b>13.00</b>												

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Valuation Comparison

## Ex 8: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG Code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		Div Yield		
			23F (%)	24F (%)	23F (%)	24F (%)	23F (%)	24F (%)	23F (%)	24F (%)	23F (%)	24F (%)	
Emei Shan Tourism	000888 CH	China	na	33.3	28.0	21.0	na	na	na	na	na	na	na
Shanghai Jin Jiang Int'l	2006 HK	China	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Hongkong & Shanghai	45 HK	Hong Kong	na	na	28.7	22.1	2.3	2.1	14.8	11.5	na	na	na
Shangri-La Asia	69 HK	Hong Kong	na	71.4	na	na	na	na	na	na	na	na	na
IGB Corp Bhd	IGB MK	Malaysia	(29.5)	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Genting Malaysia Bhd	GENM MK	Malaysia	na	27.5	16.6	13.1	1.2	1.1	8.7	7.8	5.7	5.9	5.9
Mirvac Group	MGR AU	Australia	(35.7)	0.7	15.4	15.3	0.8	0.8	17.7	17.3	4.6	4.6	4.6
Indian Hotels	IH IN	India	(8.2)	32.4	54.8	41.4	6.4	5.6	29.4	25.3	0.3	0.4	0.4
Mandarin Oriental Int'l	MAND SP	Singapore	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Hotel Shilla	008770 KS	South Korea	na	43.6	23.9	16.6	4.9	3.8	13.6	10.6	0.3	0.3	0.3
Resorttrust Inc	4681 JP	Japan	148.5	(11.4)	16.6	18.8	2.1	2.0	11.4	8.4	2.0	2.1	2.1
Central Plaza Hotel	CENDEL TB*	Thailand	325.1	44.7	43.9	30.3	3.7	3.4	18.2	15.5	0.5	1.0	1.0
Erawan Group	ERW TB*	Thailand	na	51.7	48.7	32.1	3.7	3.1	17.0	13.6	0.4	0.9	0.9
Minor International	MINT TB*	Thailand	511.9	48.7	47.4	31.9	2.3	2.1	9.0	8.5	0.6	0.9	0.9
Siam Wellness Group	SPA TB*	Thailand	na	76.1	58.1	33.0	12.9	9.3	18.1	14.2	0.0	0.0	0.0
<b>Average</b>			<b>152.0</b>	<b>38.6</b>	<b>34.4</b>	<b>24.7</b>	<b>3.9</b>	<b>3.2</b>	<b>15.5</b>	<b>13.0</b>	<b>1.5</b>	<b>1.7</b>	<b>1.7</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: \* Thanachart estimates, using normalized EPS

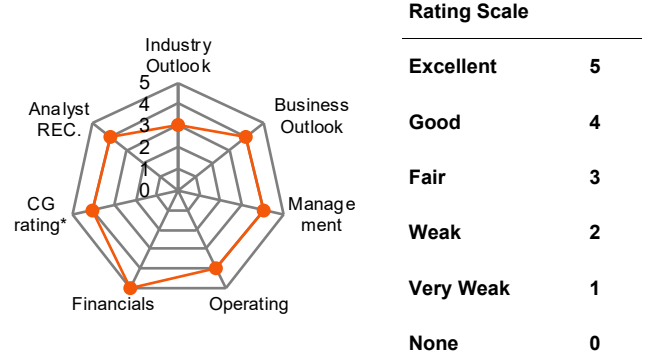
Based on 3 May 2023 closing prices

## COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

## COMPANY RATING



Source: Thanachart; \*CG Rating

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

## S — Strength

- มีแบรนด์ที่ติดตลาด โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกลุ่มนักท่องเที่ยวจีน
- มีธุรกิจที่เกี่ยวข้องที่ช่วยผลิตพนักงานนวดและออกแบบผลิตภัณฑ์สปาให้เพียงพอต่อการขยายสาขาอย่างรวดเร็ว
- เป็นธุรกิจที่ใช้ฐานสินทรัพย์ต่ำ

## O — Opportunity

- โอกาสในการแย่งชิงส่วนแบ่งการตลาดจากผู้เล่นรายย่อย ทั้งจากการเปิดสาขาเอง และการเข้าซื้อกิจการ
- โอกาสในการขยายธุรกิจไปยังต่างประเทศ
- การเพิ่มรูปแบบการให้บริการในสาขาเพื่อเพิ่มยอดขายต่อสาขา และยอดขายต่อการเข้าใช้บริการ

## W — Weakness

- การเติบโตขึ้นอยู่กับ การขยายสาขาอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากมีข้อจำกัดในการให้บริการต่อสาขา
- มีการพึ่งพาลูกค้ากลุ่มนักท่องเที่ยวอย่างมาก

## T — Threat

- เหตุการณ์พิเศษนอกเหนือการควบคุมต่างๆ เช่น เหตุวิกฤติการเมือง และภัยธรรมชาติ อาจทำให้การบริการในสาขาหยุดชะงัก และทำให้ปริมาณลูกค้านักท่องเที่ยวลดลง
- มีการจำนวนสาขาเพิ่มขึ้นมาก แต่ยังมีทีมงานบริหารขนาดเล็ก

## CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	12.81	13.00	2%
Net profit 23F (Bt m)	168	162	-4%
Net profit 24F (Bt m)	269	285	6%
Consensus REC	BUY: 7	HOLD: 2	SELL: 0

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรปี 2023-24F ของเราก่อนหักภาษีเงินได้ต่ำกว่าของตลาด
- ตั้งหน้าราคาเป้าหมายของเราจึงใกล้เคียงกับของตลาด

## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

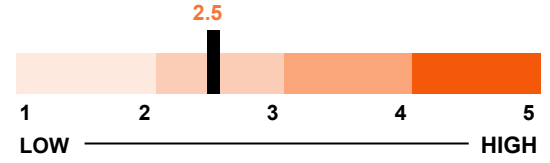
- การฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวในประเทศไทยที่ช้ากว่าที่คาดการณ์ไว้ หรือการระบาดของไวรัสโควิด-19 รอบอื่นในประเทศไทย จะเป็นความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญต่อมุมมองเชิงบวกของเราต่อ SPA
- การขยายสาขาที่ช้าลงแสดงถึงความเสี่ยงด้านลบต่อการคาดการณ์กำไรของเรา
- เหตุการณ์ใดๆ ที่ทำให้อุตสาหกรรมการท่องเที่ยวของประเทศไทยตกต่ำ เช่น เหตุการณ์ที่เกี่ยวข้องกับการเมือง เศรษฐกิจโลก หรือภัยธรรมชาติ จะส่งผลกระทบต่อตัวเลขของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

SPA ให้บริการร้านสปาและบริการสุขภาพ 67 แห่ง ในประเทศไทย (ปี 2021) และมีร้านสาขาแฟรนไชส์อีก 5 แห่ง ในต่างประเทศ บัจจยด้านสังคมจึงเป็นองค์ประกอบสำคัญในการดำเนินแผน ESG เนื่องจากมีพนักงานจำนวนมาก เป็นกลไกหลักของให้บริการ และสุขภาพของลูกค้าอีกปัจจัยสำคัญ อีกทั้งในการรักษาสุขอนามัยที่ดีในการให้บริการ SPA ต้องคำนึงถึงผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม เช่นการผลิตขยะและการใช้น้ำ เราให้คะแนน ESG ไว้ที่เพียง 2.5 เนื่องจากมองว่าแผนนโยบายส่วนใหญ่ยังไม่มีความชัดเจน

Thanachart ESG Rating



	SETTHSI			Arabesque			S&P		
	Index	Index	Index	MSCI (CCC-AAA)	S-Ray (0-100)	Refinitiv (0-100)	Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
SPA	-	-	-	-	-	-	-	-	4.0

Sources: SETTRADE, SETTHSI Index, Thailand Sustainability Investment (THSI), The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, Arabesque S-Ray®, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)  
 Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

**Factors Our Comments**

**ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)**

- นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม
- การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า
- การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก
- การบริหารจัดการน้ำ
- การบริหารจัดการของเสีย

- SPA ไม่ได้มีนโยบายที่เข้มข้นเกี่ยวกับการจัดการด้านพลังงานและการปล่อยคาร์บอน ซึ่งเราเชื่อว่าอาจเป็นเพราะโดยธรรมชาติของธุรกิจของบริษัทฯ ไม่ได้มีการปล่อยก๊าซเรือนกระจกมากนัก
- SPA มีนโยบายเพิ่มสัดส่วนของวัสดุที่เป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อมและลดการใช้พลาสติกในอุปกรณ์ที่ใช้บริการและผลิตภัณฑ์สปา เพื่อลดปริมาณขยะที่ไม่สามารถรีไซเคิลได้และลดขยะสารเคมี โดยมีเป้าหมายที่จะลดการใช้วัสดุที่ไม่เป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อมลง 15% ต่อปี
- เราเชื่อว่า SPA สามารถเพิ่มนโยบายเกี่ยวกับการบริหารจัดการน้ำได้ เช่นวิธีการบำบัดและนวางทางประหยัดการใช้น้ำ เนื่องจากต้องมีการล้างทำความสะอาดเพื่อรักษาสุขอนามัยของร้านสปาและบริการในหลายขั้นตอน

**ด้านสังคม (SOCIAL)**

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- SPA มีการประชุมภายในเป็นประจำสำหรับพนักงาน (เช่น กับพนักงานนวดและพนักงานต้อนรับส่วนหน้า) เพื่อรับฟังความคิดเห็นเกี่ยวกับปัญหาที่พบในการทำงานประจำวัน และเพื่อให้พนักงานสามารถแสดงความคิดเห็นและมีส่วนร่วมในแผนธุรกิจของบริษัทฯ
- SPA จ่ายค่าจ้างแบบจ่ายต่องาน (แบ่งรายได้) โดยมีการรับประกันขั้นต่ำรายวันแก่นักบำบัดและให้การฝึกอบรมเป็นประจำสำหรับพนักงานทุกคน
- SPA ให้บริการตรวจโควิดฟรีทุกวันแก่พนักงาน เพื่อประโยชน์สูงสุดด้านสุขอนามัยของทั้งพนักงานและลูกค้าที่มาใช้บริการในช่วงการระบาดของโควิด-19
- บริษัทฯ มีนโยบายการสร้างงานให้กับชุมชนท้องถิ่น โดยตั้งเป้าที่จะสรรหาคนในท้องถิ่นมาเป็นพนักงานให้ได้เป็นอัตราส่วนเกินกว่า 50% ในสาขาต่างจังหวัด

**ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)**

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- SPA มีสมาชิกทั้งหมด 9 คน ในคณะกรรมการบริหาร โดยในจำนวนนี้มีสมาชิกที่เป็นผู้หญิง 4 คน
- SPA มุ่งมั่นอย่างยิ่งที่จะให้ข้อมูลการดำเนินงานที่เพียงพอแก่สาธารณะ เพื่อปกป้องสิทธิและผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทั้งหมด
- SPA มีคณะกรรมการจัดตั้งเพื่อรับรองความเป็นส่วนตัวของข้อมูลสำหรับลูกค้า เนื่องจากจำเป็นต้องบันทึกข้อมูลด้านสุขภาพของลูกค้าจำนวนมาก SPA จึงใช้แพลตฟอร์มดิจิทัลที่ได้รับการคุ้มครองในสาขา และมีการให้ความรู้แก่พนักงานอย่างต่อเนื่องเพื่อตระหนักถึงประเด็นความเป็นส่วนตัวนี้
- SPA ฟังฟังรายได้จากนักท่องเที่ยวต่างชาติสูงกว่า 70% ดังนั้นจึงมีความเสี่ยงสูงจากอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวของประเทศไทย
- SPA นำเสนอบริการด้านสุขภาพใหม่ๆ อย่างต่อเนื่องเพื่อขยายฐานลูกค้า ในขณะที่เดียวกันก็ได้ปรับปรุงบริการอย่างต่อเนื่อง ทั้งกระบวนการบำบัดและนวัตกรรมผลิตภัณฑ์

Sources: Thanachart, Company data

## INCOME STATEMENT

*Return of Chinese tourists driving a strong recovery in 2023-24F*

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	168	711	1,171	1,414	1,559
Cost of sales	319	631	795	894	958
<b>Gross profit</b>	<b>(151)</b>	<b>80</b>	<b>376</b>	<b>520</b>	<b>601</b>
% gross margin	-90.0%	11.3%	32.1%	36.8%	38.5%
Selling & administration expenses	93	123	151	163	168
<b>Operating profit</b>	<b>(244)</b>	<b>(43)</b>	<b>225</b>	<b>357</b>	<b>432</b>
% operating margin	-145.3%	-6.0%	19.2%	25.2%	27.7%
Depreciation & amortization	327	312	311	305	302
<b>EBITDA</b>	<b>83</b>	<b>269</b>	<b>536</b>	<b>661</b>	<b>734</b>
% EBITDA margin	49.6%	37.8%	45.8%	46.8%	47.1%
Non-operating income	7	10	13	16	20
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(44)	(50)	(47)	(36)	(26)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(280)</b>	<b>(83)</b>	<b>192</b>	<b>337</b>	<b>425</b>
Income tax	(7)	2	30	52	66
<b>After-tax profit</b>	<b>(274)</b>	<b>(85)</b>	<b>162</b>	<b>285</b>	<b>359</b>
% net margin	-163.2%	-11.9%	13.8%	20.2%	23.1%
Shares in affiliates' Earnings	0	(0)	0	0	0
Minority interests	0	(0)	(0)	(0)	(0)
Extraordinary items	(13)	(3)	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>(287)</b>	<b>(88)</b>	<b>162</b>	<b>285</b>	<b>359</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>(274)</b>	<b>(85)</b>	<b>162</b>	<b>285</b>	<b>359</b>
EPS (Bt)	(0.3)	(0.1)	0.2	0.3	0.4
Normalized EPS (Bt)	(0.3)	(0.1)	0.2	0.3	0.4

## BALANCE SHEET

*SPA is paying down its debts, raised to survive the COVID pandemic*

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	203	272	219	439	651
Cash & cash equivalent	110	185	100	300	500
Account receivables	15	30	48	58	64
Inventories	28	38	54	61	66
Others	50	19	16	20	22
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	947	1,031	989	942	861
Other assets	1,108	1,117	907	724	551
<b>Total assets</b>	<b>2,258</b>	<b>2,419</b>	<b>2,115</b>	<b>2,105</b>	<b>2,064</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	374	510	405	357	300
Account payables	37	94	98	110	118
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	0
Current LT debt	114	170	103	72	36
Others current liabilities	223	246	204	174	147
<b>Total LT debt</b>	<b>407</b>	<b>442</b>	<b>309</b>	<b>216</b>	<b>107</b>
Others LT liabilities	858	898	670	517	372
<b>Total liabilities</b>	<b>1,639</b>	<b>1,850</b>	<b>1,384</b>	<b>1,089</b>	<b>779</b>
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferred shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	214	214	214	214	214
Share premium	279	279	279	279	279
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	44	79	79	79	79
<b>Retained earnings</b>	<b>81</b>	<b>(3)</b>	<b>159</b>	<b>444</b>	<b>714</b>
Shareholders' equity	618	569	731	1,016	1,285
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>2,258</b>	<b>2,419</b>	<b>2,115</b>	<b>2,105</b>	<b>2,064</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

**CASH FLOW STATEMENT**

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>
Earnings before tax	(280)	(83)	192	337	425
Tax paid	4	(0)	(29)	(52)	(66)
Depreciation & amortization	327	312	311	305	302
Chg In working capital	11	32	(31)	(5)	(2)
Chg In other CA & CL / minorities	17	52	(50)	(33)	(30)
<b>Cash flow from operations</b>	<b>79</b>	<b>313</b>	<b>394</b>	<b>553</b>	<b>629</b>
Capex	(7)	(211)	(88)	(88)	(58)
Right of use	32	(210)	28	20	18
ST loans & investments	0	0	9	0	0
LT loans & investments	0	0	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(239)	55	(228)	(160)	(153)
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(214)</b>	<b>(366)</b>	<b>(279)</b>	<b>(228)</b>	<b>(193)</b>
Debt financing	130	90	(200)	(124)	(145)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	0	0	0	0	(90)
Warrants & other surplus	0	39	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>130</b>	<b>129</b>	<b>(200)</b>	<b>(124)</b>	<b>(235)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>72</b>	<b>101</b>	<b>306</b>	<b>465</b>	<b>571</b>

*Strong operating cash flow with lower capex*

**VALUATION**

<b>FY ending Dec</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>
Normalized PE (x)	na	na	58.1	33.0	26.2
Normalized PE - at target price (x)	na	na	68.7	39.0	30.9
PE (x)	na	na	58.10	33.0	26.2
PE - at target price (x)	na	na	68.66	39.0	30.9
EV/EBITDA (x)	118.1	36.6	18.1	14.2	12.3
EV/EBITDA - at target price (x)	138.6	42.9	21.3	16.8	14.7
P/BV (x)	15.2	16.5	12.9	9.3	7.3
P/BV - at target price (x)	18.0	19.5	15.2	10.9	8.6
P/CFO (x)	119.5	30.1	23.9	17.0	15.0
Price/sales (x)	56.1	13.2	8.0	6.7	6.0
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	1.9
FCF Yield (%)	0.8	1.1	3.3	4.9	6.1
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	(0.3)	(0.1)	0.2	0.3	0.4
EPS	(0.3)	(0.1)	0.2	0.3	0.4
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2
BV/share	0.7	0.7	0.9	1.2	1.5
CFO/share	0.1	0.4	0.5	0.6	0.7
FCF/share	0.1	0.1	0.4	0.5	0.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	(60.7)	324.4	64.7	20.7	10.3
Net profit (%)	na	na	na	76.1	26.1
EPS (%)	na	na	na	76.1	26.1
Normalized profit (%)	na	na	na	76.1	26.1
Normalized EPS (%)	na	na	na	76.1	26.1
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	50.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	(90.0)	11.3	32.1	36.8	38.5
Operating margin (%)	(145.3)	(6.0)	19.2	25.2	27.7
EBITDA margin (%)	49.6	37.8	45.8	46.8	47.1
Net margin (%)	(163.2)	(11.9)	13.8	20.2	23.1
D/E (incl. minor) (x)	0.8	1.1	0.6	0.3	0.1
Net D/E (incl. minor) (x)	0.7	0.7	0.4	(0.0)	(0.3)
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	4.82	10.03	16.3
Interest coverage - EBITDA (x)	1.9	5.3	11.5	18.6	27.8
ROA - using norm profit (%)	na	na	7.1	13.5	17.2
ROE - using norm profit (%)	na	na	24.9	32.6	31.2
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	24.9	32.6	31.2
- asset turnover (x)	0.1	0.3	0.5	0.7	0.7
- operating margin (%)	na	na	20.3	26.4	29.0
- leverage (x)	3.2	3.9	3.5	2.4	1.8
- interest burden (%)	118.7	254.3	80.4	90.5	94.1
- tax burden (%)	na	na	84.5	84.5	84.5
WACC (%)	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3
ROIC (%)	(20.6)	(4.1)	19.1	28.9	36.4
NOPAT (Bt m)	(244)	(43)	190	301	365
invested capital (Bt m)	1,030	996	1,043	1,003	927

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. Arabesque S-Ray (0-100)
3. Refinitiv (0-100)
4. S&P Global (0-100)
5. Moody's ESG Solutions (0-100)

### SET THSI Index (SETTHSI)

Nowadays, long-term investment tends to be more focused on sustainable companies. The financial statement performance and the consideration in environmental, social and governance (ESG) perspective are keys aspects for analysis.

SET has created a Thailand Sustainability Investment (THSI) list since 2015 for using as an alternative investment in the high performance ESG stocks for investors while, supporting the sustainable Thai companies. SET defines the sustainable companies as the companies that embrace risk management, supply chain management and innovations together with responsibility for environmental, social and governance aspects

As a result, SET has created the SETTHSI for the purpose of indicating the price of these sustainable companies that pass the market capital size and liquidity criteria.

### Arabesque S-Ray®

The S-Ray data here is published with a 3 month delay. For the latest data, please contact sray@arabesque.com

Arabesque S-Ray® is a service (the "Service") provided by Arabesque S-Ray GmbH ("Arabesque S-Ray") and its branch and subsidiary companies. Arabesque S-Ray is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organized 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. The Service is unconnected to any of the asset management activities conducted within the wider group of Arabesque companies, and is not investment advice or a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in investment services. RELIANCE - Arabesque S-Ray 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. ENQUIRIES - Any enquiries in respect of this document should be addressed to Arabesque S-Ray.

**Arabesque S-Ray® - The ESG Score, ranging from 0 to 100,** identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long run, based on the principles of financial materiality. That is, when computing the ESG Score of a company, the algorithm will only use information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by overweighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis to stay up-to-date

### MSCI ESG Research LLC

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

"Although [User ENTITY NAME's] 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, non 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.

### S&P Global Market Intelligence

Copyright © 2021, S&P Global Market Intelligence (and its affiliates as applicable). Reproduction of any information, opinions, views, data or material, including ratings ("Content") in any form is prohibited except with the prior written permission of the relevant party. Such party, its affiliates and suppliers ("Content Providers") do not guarantee the accuracy, adequacy, completeness, timeliness or availability of any Content and are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, or for the results obtained from the use of such Content. In no event shall Content Providers be liable for any damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including lost income or lost profit and opportunity costs) in connection with any use of the Content. A reference to a particular investment or security, a rating or any observation concerning an investment that is part of the Content is not a recommendation to buy, sell or hold such investment or security, does not address the suitability of an investment or security and should not be relied on as investment advice. Credit ratings are statements of opinions and are not statements of fact.

ESG risk combines the concepts of management and exposure to arrive at an absolute assessment of ESG risk. We identify five categories of ESG risk severity that could impact a company's enterprise value

### Moody's ESG Solutions

© 2022 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. and/or their licensors and affiliates (collectively, "MOODY'S"). All rights reserved.

CREDIT RATINGS ISSUED BY MOODY'S CREDIT RATINGS AFFILIATES ARE THEIR CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES, AND MATERIALS, PRODUCTS, SERVICES AND INFORMATION PUBLISHED BY MOODY'S (COLLECTIVELY, "PUBLICATIONS") MAY INCLUDE SUCH CURRENT OPINIONS. MOODY'S DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT OR IMPAIRMENT. SEE APPLICABLE MOODY'S RATING SYMBOLS AND DEFINITIONS PUBLICATION FOR INFORMATION ON THE TYPES OF CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS ADDRESSED BY MOODY'S CREDIT RATINGS. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS, NON-CREDIT ASSESSMENTS ("ASSESSMENTS"), AND OTHER OPINIONS INCLUDED IN MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. MOODY'S PUBLICATIONS MAY ALSO INCLUDE QUANTITATIVE MODEL-BASED ESTIMATES OF CREDIT RISK AND RELATED OPINIONS OR COMMENTARY PUBLISHED BY MOODY'S ANALYTICS, INC. AND/OR ITS AFFILIATES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT CONSTITUTE OR PROVIDE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT AND DO NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MOODY'S ISSUES ITS CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS AND OTHER OPINIONS AND PUBLISHES ITS PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS, AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS OR PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT MOODY'S PRIOR WRITTEN CONSENT.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY ANY PERSON AS A BENCHMARK AS THAT TERM IS DEFINED FOR REGULATORY PURPOSES AND MUST NOT BE USED IN ANY WAY THAT COULD RESULT IN THEM BEING CONSIDERED A BENCHMARK.

All information contained herein is obtained by MOODY'S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. MOODY'S adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources MOODY'S considers to be reliable including, when appropriate, independent third-party sources. However, MOODY'S is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the rating process or in preparing its Publications.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability to any person or entity for any indirect, special, consequential, or incidental losses or damages whatsoever arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information, even if MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers is advised in advance of the possibility of such losses or damages, including but not limited to: (a) any loss of present or prospective profits or (b) any loss or damage arising where the relevant financial instrument is not the subject of a particular credit rating assigned by MOODY'S.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability for any direct or compensatory losses or damages caused to any person or entity, including but not limited to by any negligence (but excluding fraud, willful misconduct or any other type of liability that, for the avoidance of doubt, by law cannot be excluded) on the part of, or any contingency within or beyond the control of, MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers, arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information.

NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY CREDIT RATING, ASSESSMENT, OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY'S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.

Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc. have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc. for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from \$1,000 to approximately \$5,000,000. MCO and Moody's Investors Service also maintain policies and procedures to address the independence of Moody's Investors Service credit ratings and credit rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold credit ratings from Moody's Investors Service and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at [www.moody.com](http://www.moody.com) under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy." Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors.

Additional terms for Japan only: Moody's Japan K.K. ("MJKK") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Group Japan G.K., which is wholly-owned by Moody's Overseas Holdings Inc., a wholly-owned subsidiary of MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of MJKK. MSFJ is not a Nationally Recognized Statistical Rating Organization ("NRSRO"). Therefore, credit ratings assigned by MSFJ are Non-NRSRO Credit Ratings. Non-NRSRO Credit Ratings are assigned by an entity that is not a NRSRO and, consequently, the rated obligation will not qualify for certain types of treatment under U.S. laws. MJKK and MSFJ are credit rating agencies registered with the Japan Financial Services Agency and their registration numbers are FSA Commissioner (Ratings) No. 2 and 3 respectively.

Additional terms for Hong Kong only: Any Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the Hong Kong Securities and Futures Ordinance ("SFO") is issued by Vigeo Eiris Hong Kong Limited, a company licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission to carry out the regulated activity of advising on securities in Hong Kong. This Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the SFO is intended for distribution only to "professional investors" as defined in the SFO and the Hong Kong Securities and Futures (Professional Investors) Rules. This Second Party Opinion or other opinion must not be distributed to or used by persons who are not professional investors.

MJKK or MSFJ (as applicable) hereby disclose that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MJKK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to MJKK or MSFJ (as applicable) for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY125,000 to approximately JPY550,000,000.

MJKK and MSFJ also maintain policies and procedures to address Japanese regulatory requirements.

#### Refinitiv ESG

These Terms of Use govern your access or use of the ESG information and materials on the Refinitiv website and any AI powered voice assistance software ("Refinitiv ESG Information"). 2020© Refinitiv. All rights reserved. Refinitiv ESG Information is proprietary to Refinitiv Limited and/or its affiliates ("Refinitiv").

**The Refinitiv ESG Information** is for general informational and non-commercial purposes only. Reproduction, redistribution or any other form of copying or transmission of the Refinitiv ESG Information is prohibited without Refinitiv's prior written consent.

All warranties, conditions and other terms implied by statute or common law including, without limitation, warranties or other terms as to suitability, merchantability, satisfactory quality and fitness for a particular purpose, are excluded to the maximum extent permitted by applicable laws. The Refinitiv ESG Information is provided "as is" and Refinitiv makes no express or implied warranties, representations or guarantees concerning the accuracy, completeness or currency of the information in this service or the underlying Third Party Sources (as defined below). You assume sole responsibility and entire risk as to the suitability and results obtained from your use of the Refinitiv ESG Information.

The Refinitiv ESG Information does not amount to financial, legal or other professional advice, nor does it constitute: (a) an offer to purchase shares in the funds referred to; or (b) a recommendation relating to the sale and purchase of instruments; or (c) a recommendation to take any particular legal, compliance and/or risk management decision. Investors should remember that past performance is not a guarantee of future results.

The Refinitiv ESG Information will not be used to construct or calculate an index or a benchmark, used to create any derivative works or used for commercial purposes. Refinitiv's disclaimer in respect of Benchmark Regulations applies to the Refinitiv ESG Information.

No responsibility or liability is accepted by Refinitiv its affiliates, officers, employees or agents (whether for negligence or otherwise) in respect of the Refinitiv ESG Information, or for any inaccuracies, omissions, mistakes, delays or errors in the computation and compilation of the Refinitiv ESG Information (and Refinitiv shall not be obliged to advise any person of any error therein). For the avoidance of doubt, in no event will Refinitiv have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) relating to any use of the Refinitiv ESG Information.

You agree to indemnify, defend and hold harmless Refinitiv from and against any claims, losses, damages, liabilities, costs and expenses, including, without limitation, reasonable legal and experts' fees and costs, as incurred, arising in any manner out of your use of, or inability to use, any Information contained on the Refinitiv web site or obtained via any AI powered voice assistance software.

You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.

By accepting these Terms of Use you are also expressly agreeing to the following Refinitiv's website Terms of Use.

Refinitiv ESG scores are derived from third party publicly available sources ("Third Party Sources") and are formulated on the basis of Refinitiv own transparent and objectively applied methodology. Refinitiv's ESG Information methodology can be accessed here.

Score range	Description	
0 to 25	First Quartile	Scores within this range indicates poor relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 25 to 50	Second Quartile	Scores within this range indicates satisfactory relative ESG performance and moderate degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 50 to 75	Third Quartile	Scores within this range indicates good relative ESG performance and above average degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 75 to 100	Fourth Quartile	Score within this range indicates excellent relative ESG performance and high degree of transparency in reporting material ESG data publicly.

**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

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

### Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

### Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 34 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2307A, AOT16C2305A, BBL16C2305A, BCP16C2305A, BEC16C2305A, BYD16C2306A, CBG16C2305A, COM716C2305A, CPALL16C2306A, CPALL16C2307A, DELTA16C2305A, EA16C2305A, EA16C2306A, GULF16C2306A, HANA16C2308A, HANA16C2307A, JMART16C2308A, JMT16C2305A, JMT16C2306A, JMT16C2306B, KBANK16C2306A, KBANK16C2307A, KBANK16C2307B, KCE16C2305A, KCE16C2306A, MTC16C2306A, NEX16C2306A, SAWAD16C2305A, SET5016C2306A, SET5016C2306B, SET5016C2306C, SET5016C2306D, SET5016P2306A, SET5016P2306B (underlying securities are (ADVANC, AOT, BBL, BCP, BEC, BYD, CBG, COM7, CPALL, DELTA, EA, GULF, HANA, JMART, JMT, KBANK, KCE, MTC, NEX, SAWAD, SET50)). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 89.96 โดย ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีส่วนถือ หุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.33 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอัคริณี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

## Thanachart Research Team

---

### หัวหน้าฝ่าย, Strategy

พิมพ์ผกา นิจารุณ, CFA  
Tel: 662-779-9199  
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA  
Tel: 662-779-9120  
adisak.phu@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ  
Tel: 662-779-9105  
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

### สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์  
Tel: 662-483-8296  
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

### อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ

พัทธดนย์ บุณนาค  
Tel: 662-483-8298  
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

### อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์  
Tel: 662-779-9109  
phannarai.von@thanachartsec.co.th

### ยานยนต์, นิตมข, Property Fund, REITs, บันเทิง

รตา ลิ้มสุทธีวันภูมิ  
Tel: 662-483-8297  
rata.lim@thanachartsec.co.th

### ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

สรชดา ศรทรง  
Tel: 662-779-9106  
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

### ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์  
Tel: 662-779-9112  
saksid.pha@thanachartsec.co.th

### Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุโณทัย  
Tel: 662-779-9113  
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

### พลังงาน, อิโตร์เคมี

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ  
Tel: 662-779-9110  
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

### นักวิเคราะห์, แอป

ลาภินี ทิพยมณฑล  
Tel: 662-779-9115  
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ธรรมบำรุง  
Tel: 662-779-9123  
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล  
Tel: 662-483-8304  
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์  
Tel: 662-483-8303  
sittichet.run@thanachartsec.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์  
Tel: 662-779-9107  
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

## Data Support Team

---

### มลฤดี เพชรแสงใสกุล

Tel: 662-779-9108  
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

### เกษมรัตน์ จิตกุล

Tel: 662-779-9118  
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

### วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

Tel: 662-779-9114  
varathip.run@thanachartsec.co.th

### สุนทร รักษาวัต

Tel: 662-779-9117  
sunset.rak@thanachartsec.co.th

### สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี

Tel: 662-779-9116  
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

### สุจินตนา สถาพร

Tel: 662-779-9198  
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

---