

Siam Wellness Group

(SPA.BK/SPA TB)

Outperform · Maintained

Price as of 10 Mar 2021	9.05
12M target price (Bt/shr)	13.60
Unchanged/Revised up(down)(%)	43.2
Upside/downside (%)	50.3

Key messages

SPA มีแผนจะออกผลิตภัณฑ์และบริการที่เกี่ยวข้องกับกัญชาตั้งแต่กลางปีนี้เป็นต้นไป โดยเรามองบวกเพราะการใช้กัญชาจะช่วยสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับธุรกิจหลักของบริษัท ทั้งในส่วนของ การให้บริการสปา และการจำหน่ายผลิตภัณฑ์ สำหรับแนวโน้มในระยะสั้น เราคาดว่าผลประกอบการใน 1Q64F จะสะดุดเนื่องจากการปิดบริการสปาในเกือบหนึ่งเดือนเต็มในเดือนมกราคม 2564 แต่แนวโน้มระยะยาวยังเป็นบวกจากความคืบหน้าในการกระจายวัคซีนทั่วโลก และความพยายามของรัฐบาลที่จะกลับมาเปิดประเทศ เราขยับไปใช้ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2565F ที่ 13.60 บาท และลงคำแนะนำซื้อ

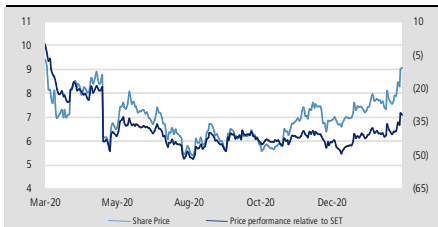
Trading data

Mkt cap (Btbn/US\$m)	7.7/193		
Outstanding shares (mn)	855		
Foreign ownership (mn)	10		
3M avg. daily trading (mn)	4		
52-week trading range (Bt)	5.4 – 10.4		
Performance (%)	3M	6M	12M
Absolute	22.3	58.8	-13.0
Relative	15.3	29.2	-30.9

Quarterly EPS

EPS	Q1	Q2	Q3	Q4
2018	0.07	0.06	0.06	0.06
2019	0.07	0.06	0.08	0.08
2020	0.01	(0.09)	(0.06)	(0.09)

Share price chart



Source: SET

Napat Vorajanyavong
66.2658.8888 Ext. 8857
napatv@kgi.co.th

กัญชาพาเพลิน

Event

ประชุมนักวิเคราะห์

Impact

เตรียมออกผลิตภัณฑ์และบริการที่เกี่ยวข้องกับกัญชา

SPA มีแผนจะออกผลิตภัณฑ์และบริการที่เกี่ยวข้องกับกัญชา (Figure 1) ในเร็ว ๆ นี้ โดยผลิตภัณฑ์และบริการใหม่ ๆ ที่สำคัญได้แก่ i) บริการนวดน้ำมันโดยมีสารสกัดจากกัญชาเป็นส่วนประกอบ (Hemp massage) ii) ชากัญชา (Hemp tea) และ iii) สเปรย์กัญชาสำหรับพ่นหอม ปัจจุบันทางบริษัทได้เตรียมความพร้อมไว้แล้ว ยกตัวอย่างเช่น การทำสินค้าตัวอย่าง, ทดแคมเปญการตลาด, และการจัดหาวัตถุดิบ โดยในขณะนี้ บริษัทกำลังอยู่ในขั้นตอนของการรอรายละเอียดด้านต่าง ๆ ออกมาเพิ่มเติมจากหน่วยงานของรัฐบาล อย่างเช่น วิธีที่ถูกต้องในการสื่อสารทางการตลาด ทั้งนี้ SPA คาดว่าน่าจะเปิดตัวธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับกัญชาได้ตั้งแต่กลางปีนี้เป็นต้นไป

เรามองว่าประเด็นดังกล่าวข้างต้นจะเป็นปัจจัยกระตุ้นเชิงบวก เนื่องจากการใช้กัญชาจะช่วยสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับธุรกิจหลักของบริษัท ทั้งในส่วนของ การให้บริการสปา และการจำหน่ายผลิตภัณฑ์ ซึ่งจะช่วยให้ประมาณการกำไรของเรามี upside เพิ่มอีก

ผลประกอบการสะดุดช่วงสั้น แต่แนวโน้มระยะยาวยังดีเหมือนเดิม

เราคาดว่าผลประกอบการใน 1Q64F จะสะดุดชั่วคราว เนื่องจากส่วนใหญ่มีการปิดสาขานานเกือบหนึ่งเดือนเต็มในเดือนมกราคม 2564 อย่างไรก็ตาม ในเดือนมีนาคม 2564 utilization rate เริ่มตัวขึ้นมาเป็น 40% (ใกล้ถึงจุดคุ้มทุนในระดับ EBITDA ที่ประมาณ 50%) และสาขาสปาได้กลับมาเปิดบริการแล้วราว 70% ของสาขาที่มีทั้งหมด ทั้งนี้ จากสถานการณ์ COVID-19 ที่ดีขึ้นในประเทศไทย, แนวโน้มการกระจายวัคซีนที่ต่อเนื่องทั่วโลก และความพยายามของรัฐบาลที่จะกลับมาเปิดประเทศ ทำให้เรายังคงมุมมองบวกในระยะยาวจากการฟื้นตัวที่แข็งแกร่ง โดยเฉพาะอย่างยิ่งตั้งแต่ 2H64F เป็นต้นไป

Valuation & Action

เรายังคงมีมุมมองเป็นบวกในระยะยาวกับ SPA เนื่องจากโมเมนต์ของกำไรยังคงมีแนวโน้มจะฟื้นตัวได้ในระยะกลางถึงยาว ในขณะที่เดียวกัน ผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับกัญชาก็จะเป็นปัจจัยเชิงบวกที่สำคัญ เราขยับไปใช้ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2565F ที่ 13.60 บาท อิงจาก P/E ปี 2565F ที่ 52.0x เท่ากับค่าเฉลี่ยระยะยาว +1 S.D.

Risks

สถานการณ์การระบาดของ COVID-19 ยืดเยื้อออกไป

Key financials and valuations

	Dec - 18A	Dec-19	Dec-20	Dec - 21F	Dec - 22F
Revenue (Btmn)	1,134	1,384	427	805	1,249
Gross Profit (Btmn)	384	441	(80)	109	420
SG&A (Btmn)	152	163	119	133	155
Net Profit (Btmn)	206	245	(209)	(30)	224
Normalized Profit (Btmn)	206	245	(209)	(30)	224
EPS (Bt)	0.2	0.3	(0.2)	(0.0)	0.3
Normalized EPS (Bt)	0.2	0.3	(0.2)	(0.0)	0.3
DPS (Bt)	0.2	0.0	0.0	0.0	0.1
EPS Growth (%)	17.4	19.4	N.A.	N.A.	(841.9)
Normalized EPS Growth	17.4	19.4	N.A.	N.A.	(841.9)
P/E (X)	31.1	33.7	(28.4)	(256.2)	34.5
P/B (X)	6.6	7.3	6.6	8.9	7.6
EV/EBITDA (X)	12.6	13.4	313.2	31.6	12.4
Net Debt to Equity (%)	22.3	14.6	43.2	46.7	38.3
Dividend Yield (%)	2.0	0.3	0.0	0.0	1.0
Return on Average Equity (%)	21.2	21.7	(23.1)	(3.5)	22.0

Source: Company data, KGI Research

Figure 1: Examples of hemp-related products and services to be launched in mid-2021F

- Add on New Services that matches with the current trends
i.e. "Hemp Massage" or "Hemp Spa"
- Add on New Lifestyle Products that matches with the current trends
i.e. "Hemp Pillow Spray" etc.



Source: Company data

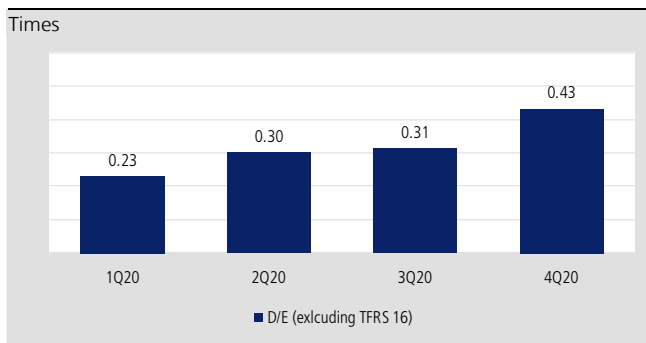
กลยุทธ์ระยะสั้นยังคงเน้นที่อุปสงค์ในประเทศ

ในระยะสั้น บริษัทจะยังคงเน้นที่อุปสงค์ในประเทศ โดยบริษัทใช้ความพยายามในหลายด้านเพื่อเพิ่ม awareness และสร้าง brand loyalty ให้เกิดขึ้นกับลูกค้าชาวไทย อย่างเช่นการเปิดโปรแกรม online loyalty application ที่ชื่อ "Wellness Me" ส่วนในระยะยาว บริษัทตั้งเป้าจะเพิ่มสัดส่วนรายได้จากลูกค้าชาวไทยเป็น 40% ของรายได้จากรูกรักสปาทั้งหมด (จาก30% ก่อนที่ COVID-19 จะระบาด)

ความเสี่ยงทางการเงินไม่น่าเป็นห่วง

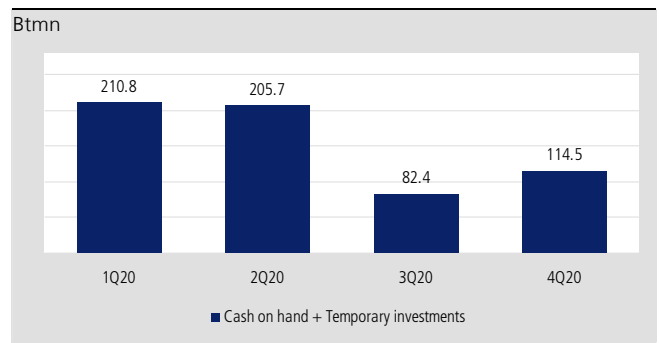
สัดส่วน D/E ใน 4Q63 (ไม่รวมผลจาก TFRS 16) ยังอยู่ในระดับต่ำที่ 0.4x ซึ่งยังห่างจาก debt covenant ที่ 1.5x โดยในปัจจุบัน SPA มีเงินสดในมือ 115 ล้านบาท และยังมีวงเงินสินเชื่ออีกกว่า 100 ล้านบาท ซึ่งหมายความว่าบริษัทจะสามารถผ่านพ้นวิกฤติรอบนี้ไปได้โดยไม่มีประเด็นน่าห่วงในแง่ของสภาพคล่อง เพราะอัตราการใช้เงินสด (cash burn) ต่อเดือนอยู่ที่ 5-10 ล้านบาท

Figure 2: Quarterly D/E



Source: Company data, KGI Research

Figure 3: Cash on hand



Source: KGI Research

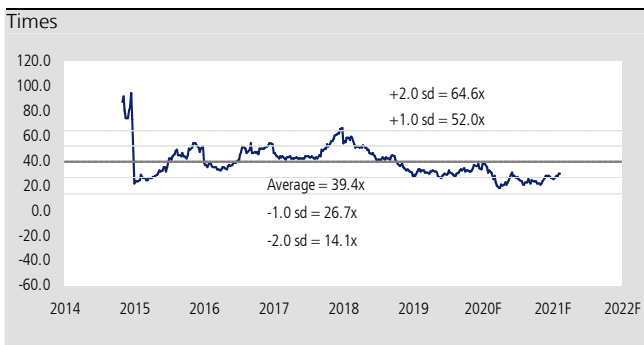
คงคำแนะนำซื้อ และให้ราคาเป้าหมายใหม่ที่ 13.60 บาท

จากสถานการณ์ COVID-19 ที่ดีขึ้น ประกอบกับมีปัจจัยกระตุ้นจากธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับกัญชง ทำให้เราขยับไปใช้ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2565F (จากเดิมที่ใช้ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2565F หัก discount ไป 1 ปีด้วย WACC) ที่ 13.60 บาท อิงจาก P/E ปี 2565F ที่ 52.0x เท่ากับค่าเฉลี่ยระยะยาว +1 S.D.

เรา re-rate P/E เป็น +1.0 S.D. ต่อค่าเฉลี่ยระยะยาว จากเดิมที่ใช้เท่ากับค่าเฉลี่ยระยะยาว เนื่องจาก i) สถานการณ์ต่างๆมีความชัดเจนในเชิงบวกมากขึ้น และ ii) ยังมี upside เพิ่มอีกจากผลิตภัณฑ์และบริการที่เกี่ยวข้องกับกัญชง

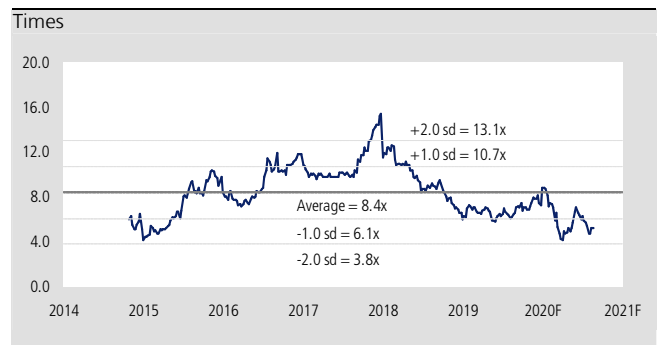
ในปัจจุบัน เรายังไม่ได้รวมธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับกัญชงเข้ามาไว้ในประมาณการกำไรสุทธิ อย่างไรก็ตาม เราประเมินในเบื้องต้นว่าธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับกัญชงจะทำให้รายได้ของ SPA ในปี 2565F เพิ่มขึ้นมากกว่า 5% (60 ล้านบาท) ซึ่งจะส่งผลทำให้ premium ที่เราให้กับ P/E เป้าหมายในปี 2565F มีความสมเหตุสมผลมากขึ้น

Figure 4: Forward PE (2022F)



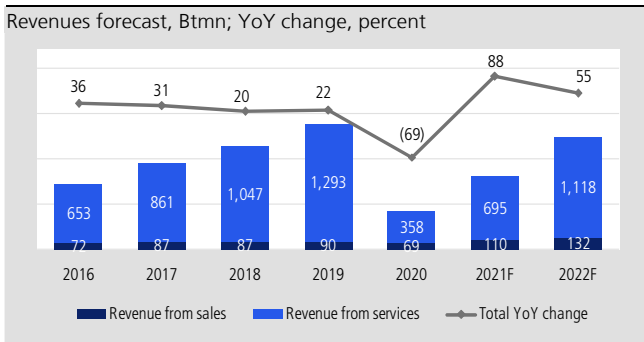
Source: Company data, KGI Research

Figure 5: PB band



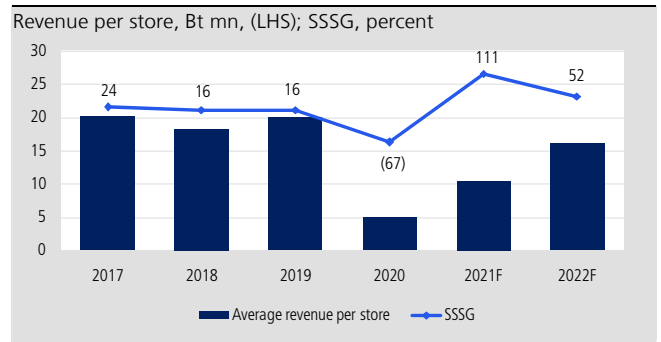
Source: Company data, KGI Research

Figure 6: Revenue forecast



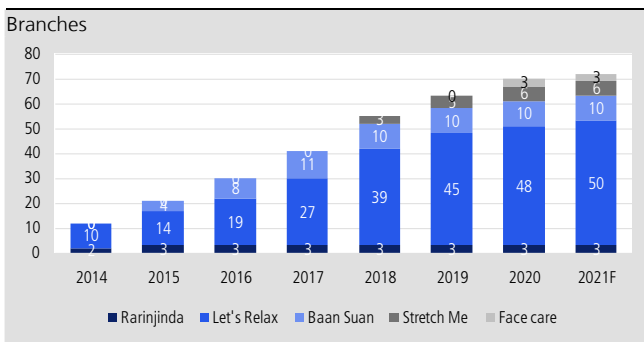
Source: Company data, KGI Research

Figure 7: SSSG and average revenue per store



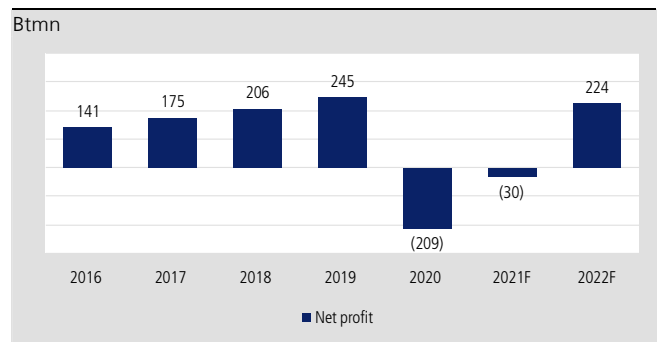
Source: Company data, KGI Research

Figure 8: Branch expansion



Source: Company data, KGI Research

Figure 9: Net profit forecast



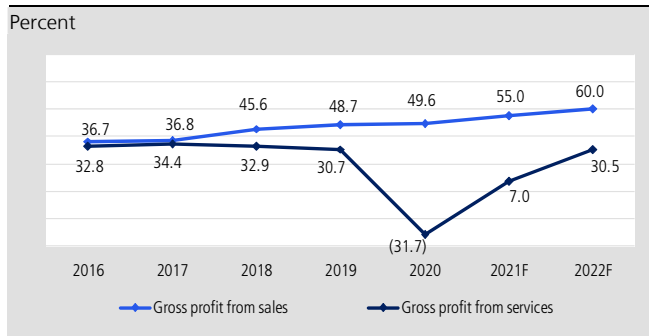
Source: KGI Research

Figure 10: Company profile

Siam Wellness Group Plc. (SPA) is one of the largest spa operators in Thailand which has operated health spa, spa-related products, and hospitality businesses. For the spa business, there are five main brands including i) RarinJinda Wellness Spa (5-star spa service), ii) Let's Relax (4-star spa service), iii) Baan Suan Massage (3-star spa service), iv) Stretch Me (stretching studio), and v) Face Care by Let's Relax (facial spa).

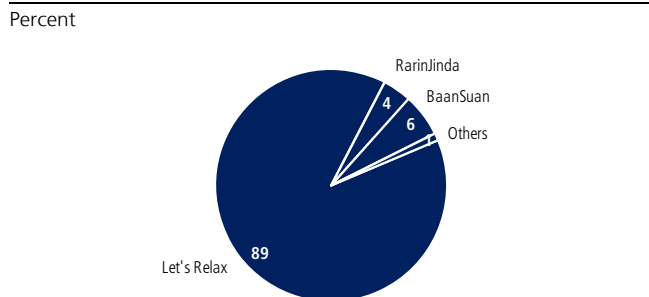
Source: Company data

Figure 12: Margins



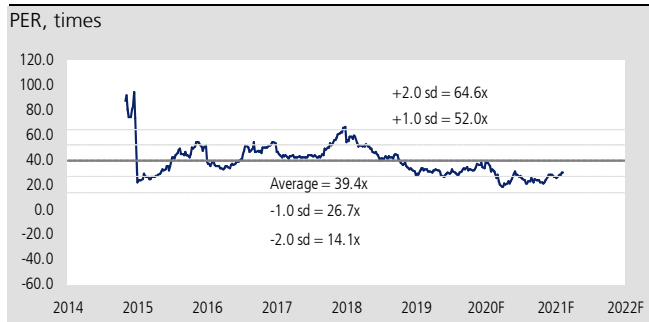
Source: Company data, KGI Research

Figure 14: Spa revenue breakdown by brands



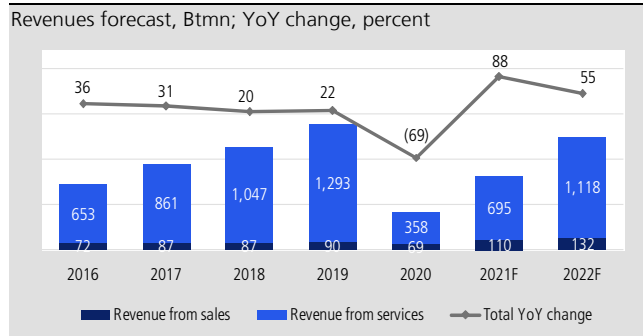
Source: Company data, KGI Research

Figure 16: Company trading PER



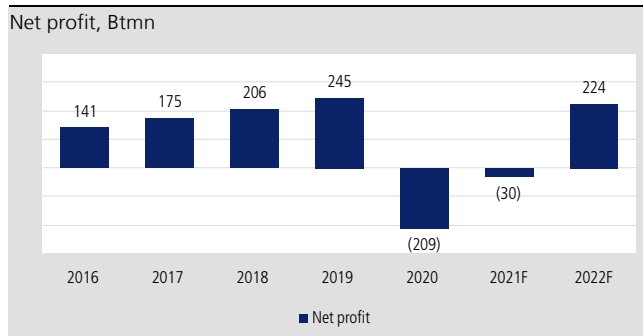
Source: KGI Research

Figure 11: Revenue forecast



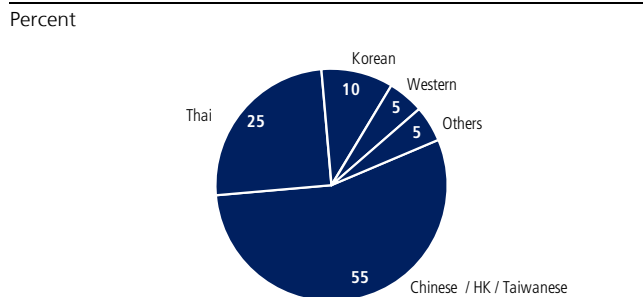
Source: Company data, KGI Research

Figure 13: Net profit



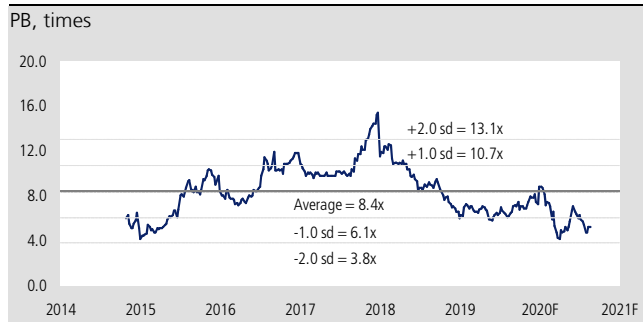
Source: Company data, KGI Research

Figure 15: Spa revenue breakdown by customers



Source: Company data, KGI Research

Figure 17: Company trading PB



Source: KGI Research

Quarterly Income Statement

	Jun-17A	Sep-17A	Dec-17A	Mar-18A	Jun-18A	Sep-18A	Dec-18A	Mar-19A	Jun-19A	Sep-19A	Dec-19A	Mar-20A	Jun-20A	Sep-20A	Dec-20A
Income Statement (Bt mn)															
Revenue	223	243	256	279	265	288	303	341	337	368	338	238	31	76	81
Cost of Goods Sold	(148)	(161)	(170)	(174)	(176)	(191)	(209)	(231)	(240)	(245)	(227)	(201)	(82)	(98)	(127)
Gross Profit	76	83	86	105	89	97	93	110	98	122	111	37	(50)	(22)	(45)
Operating Expense	(33)	(32)	(35)	(37)	(37)	(37)	(41)	(42)	(46)	(42)	(33)	(30)	(27)	(30)	(31)
Other incomes	0	0	0	0	0	0	0	4	5	4	(14)	5	0	0	(5)
Operating Profit	43	51	51	67	52	60	52	72	57	84	64	12	(77)	(52)	(82)
Depreciation of fixed asset	(19)	(20)	(21)	(22)	(23)	(24)	(27)	(31)	(28)	(32)	(27)	(70)	(53)	(35)	(48)
Operating EBITDA	67	74	76	100	82	88	85	103	85	116	111	82	(23)	(16)	(27)
Non-Operating Income	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	(0)	1	1	0	(2)
Interest Income	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	(0)	1	1	0	(2)
Other Non-op Income	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Non-Operating Expense	(1)	(2)	(3)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(3)	(3)	(2)	(9)	(6)	(3)	(5)
Interest Expense	(1)	(2)	(3)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(3)	(3)	(2)	(9)	(6)	(3)	(5)
Other Non-op Expense	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Equity Income/(Loss)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pre-tax profit	47	53	52	67	57	61	56	70	55	81	81	4	(82)	(54)	(79)
Current Taxation	(7)	(8)	(6)	(11)	(8)	(9)	(7)	(11)	(7)	(13)	(10)	0	1	(1)	1
Minorities	0	0	(0)	0	0	0	(0)	(0)	(0)	2	(2)	0	0	0	0
Extraordinary items	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Net Profit	40	44	46	56	48	52	49	59	47	70	69	4	(81)	(55)	(78)
Normalized Profit	40	44	46	56	48	52	49	59	47	70	69	4	(81)	(55)	(78)
EPS (Bt)	0.05	0.05	0.05	0.07	0.06	0.06	0.06	0.07	0.06	0.08	0.08	0.01	(0.09)	(0.06)	(0.09)
Normalized EPS (Bt)	0.05	0.05	0.05	0.07	0.06	0.06	0.06	0.07	0.06	0.08	0.08	0.01	(0.09)	(0.06)	(0.09)
Margins															
Gross profit margin	33.9	34.0	33.7	37.5	33.6	33.7	30.8	32.3	29.0	33.3	32.9	15.6	(159.3)	(28.3)	(55.5)
Operating EBIT margin	19.2	20.9	20.0	24.1	19.8	20.9	17.1	21.3	17.0	22.9	19.1	5.0	(243.5)	(68.1)	(100.5)
Operating EBITDA margin	30.2	30.6	29.6	35.8	31.0	30.4	28.2	30.4	25.3	31.5	32.9	34.7	(73.3)	(21.2)	(32.6)
Net profit margin	18.1	18.1	17.8	20.1	18.3	18.1	16.2	17.3	14.0	19.0	20.5	1.8	(256.1)	(72.1)	(95.7)
Growth (YoY)															
Revenue growth	30.5	26.5	34.3	23.9	18.5	18.2	18.5	22.0	27.5	27.8	11.6	(30.2)	(90.7)	(79.3)	(75.9)
Operating EBIT growth	28.4	8.3	58.8	26.9	21.9	18.4	1.8	7.7	9.7	40.1	24.1	(83.5)	(233.5)	(161.6)	(226.9)
Operating EBITDA growth	35.7	16.9	48.2	37.6	21.6	17.7	12.9	3.6	4.0	32.3	30.1	(20.3)	(127.1)	(113.9)	(123.9)
Net profit growth	31.5	9.2	31.5	24.4	20.0	17.9	7.7	5.2	(2.4)	34.8	40.8	(92.6)	(270.8)	(178.5)	(212.6)
Normalized profit growth	31.5	9.2	31.5	24.4	20.0	17.9	7.7	5.2	(2.4)	34.8	40.8	(92.6)	(270.8)	(178.5)	(212.6)

Source: KGI Research

Balance Sheet

As of 31 Dec (Bt mn)	2018	2019	2020	2021F	2022F
Total Assets	1,369	1,516	2,632	2,662	2,835
Current Assets	176	289	231	254	313
Cash & ST Investment	111	126	115	115	135
Inventories	31	40	40	41	44
Account Receivable	24	37	22	27	42
Others	10	47	45	48	57
Non-current Assets	1,194	1,227	2,401	2,408	2,522
LT Investment	8	24	42	30	30
Net fixed Assets	1,067	1,083	1,075	1,095	1,202
Others	118	120	1,284	1,283	1,291
Total Liabilities	399	384	1,727	1,788	1,816
Current Liabilities	224	245	361	499	532
Account Payable	83	97	45	77	92
ST Borrowing	90	85	103	205	196
Others	51	63	213	217	244
Long-term Liabilities	175	139	1,366	1,288	1,284
Long-term Debts	126	80	288	204	195
Others	49	59	1,078	1,085	1,089
Shareholders' Equity	970	1,132	905	874	1,020
Common Stock	143	143	214	214	214
Capital Surplus	279	279	279	279	279
Retained Earnings	505	666	368	337	483
Preferred Stock					

Source: KGI Research

Key Ratios

Year to 31 Dec	2018	2019	2020	2021F	2022F
Growth (%YoY)					
Sales	19.7	22.0	(69.1)	88.5	55.3
OP	17.1	20.3	(171.2)	(88.0)	(1,214.6)
EBITDA	19.3	20.2	(96.0)	1,118.1	152.6
NP	17.4	19.4	(185.2)	(85.6)	(841.9)
Normalized Profit	17.4	19.4	(185.2)	(85.6)	(841.9)
EPS	17.4	19.4	(185.2)	(85.6)	(841.9)
Normalized EPS	17.4	19.4	(185.2)	(85.6)	(841.9)
Profitability (%)					
Gross Margin	33.9	31.9	(18.7)	13.5	33.6
Operating Margin	20.4	20.1	(46.5)	(3.0)	21.2
EBITDA Margin	30.5	30.0	3.9	25.3	41.2
Net Margin	18.1	17.7	(49.0)	(3.8)	17.9
ROAA	15.0	16.2	(7.9)	(1.1)	7.9
ROAE	21.2	21.7	(23.1)	(3.5)	22.0
Stability					
Gross Debt/Equity (%)	41.1	33.9	190.8	204.5	178.1
Net Debt/Equity (%)	22.3	14.6	43.2	46.7	38.3
Interest Coverage (x)	28.3	28.4	(8.8)	(0.3)	11.1
Interest & ST Debt Coverage (x)	2.5	3.1	(1.5)	(0.0)	1.3
Cash Flow Interest Coverage (x)	37.8	23.8	10.0	7.5	17.4
Cash Flow/Interest & ST Debt (x)	3.4	2.6	1.7	0.8	2.0
Current Ratio (x)	0.8	1.2	0.6	0.5	0.6
Quick Ratio (x)	0.6	1.0	0.5	0.4	0.5
Net Debt (Bt mn)	136.9	112.8	1,305.3	1,322.4	1,283.9
Per Share Data (Bt)					
EPS	0.2	0.3	(0.2)	(0.0)	0.3
Normalized EPS	0.2	0.3	(0.2)	(0.0)	0.3
CFPS	0.4	0.3	0.3	0.2	0.5
BVPS	1.1	1.3	1.1	1.0	1.2
SPS	1.3	1.6	0.5	0.9	1.5
EBITDA/Share	0.4	0.5	0.0	0.2	0.6
DPS	0.2	0.0	0.0	0.0	0.1
Activity					
Asset Turnover (x)	0.8	0.9	0.2	0.3	0.4
Days Receivables	7.6	9.8	18.6	12.2	12.2
Days Inventory	15.1	15.5	29.0	21.6	19.3
Days Payable	40.6	37.5	32.2	40.6	40.6
Cash Cycle	-17.9	-12.2	15.5	-6.8	-9.1

Source: KGI Research

Profit & Loss

Year to Dec 31 (Bt mn)	2018	2019	2020	2021F	2022F
Revenue	1,134	1,384	427	805	1,249
Cost of Goods Sold	(750)	(943)	(507)	(696)	(829)
Gross Profit	384	441	(80)	109	420
Operating Expenses	(152)	(163)	(119)	(133)	(155)
Other Incomes	0	0	0	0	0
Operating Profit	232	279	(198)	(24)	265
Depreciation of fixed assets	(96)	(118)	(206)	(211)	(225)
Operating EBITDA	346	416	17	204	514
Non-Operating Income	0	0	0	0	0
Interest Income	0	0	0	0	0
Other Non-op Income	0	0	0	0	0
Non-Operating Expense	(9)	(10)	(21)	(26)	(26)
Interest Expense	(9)	(10)	(21)	(26)	(26)
Other Non-op Expense	0	0	0	0	0
Equity Income/(Loss)	0	0	0	0	0
Pretax Profit	241	288	(211)	(34)	263
Current Taxation	(35)	(42)	2	3	(39)
Minorities	0	1	0	(0)	0
Extraordinaries items	0	0	0	0	0
Net Profit	206	245	(209)	(30)	224
Normalized Profit	206	245	(209)	(30)	224
EPS (Bt)	0.24	0.29	(0.24)	(0.04)	0.26
Normalized EPS (Bt)	0.24	0.29	(0.24)	(0.04)	0.26

Source: KGI Research

Cash Flow

Year to 31 Dec (Bt mn)	2018	2019	2020	2021F	2022F
Operating Cash Flow	334	249	215	196	452
Net Profit	206	245	(209)	(30)	224
Depreciation & Amortization	96	118	206	211	225
Change in Working Capital	33	(114)	217	15	3
Others					
Investment Cash Flow	(285)	(141)	(1,390)	(212)	(335)
Net CAPEX	(306)	(136)	(191)	(222)	(339)
Change in LT Investment	(0)	(15)	(1,187)	3	0
Change in Other Assets	1	(0)	(2)	0	0
Free Cash Flow	49	108	(1,175)	(16)	117
Financing Cash Flow	(36)	(135)	1,237	16	(97)
Change in Share Capital	0	0	71	0	0
Net Change in Debt	(46)	(51)	1,254	17	(18)
Change in Other LT Liab.	50	(1)	(0)	0	(0)
Net Cash Flow	13	(27)	62	0	20

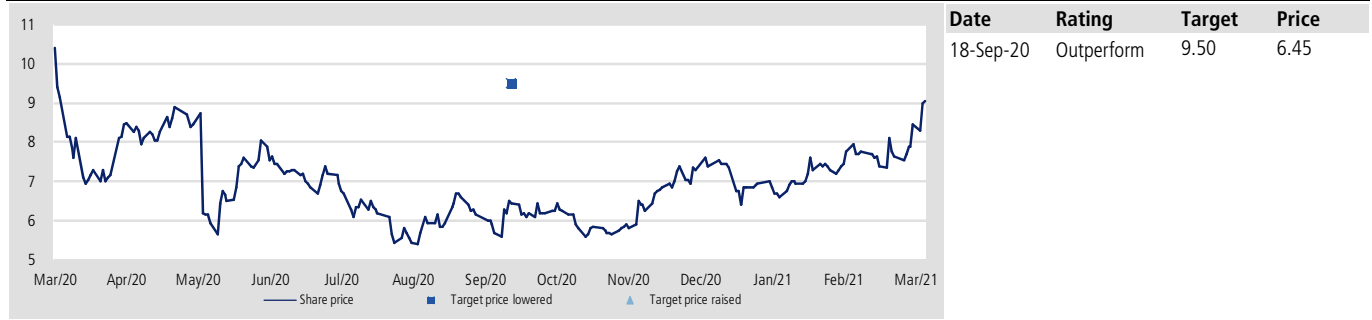
Source: KGI Research

Rates of Return on Invested Capital

Year	1-	COGS Revenue	+	Depreciation Revenue	+	Operating Exp. Revenue	=	Operating Margin
2018		66.1%		8.5%		13.4%		12.0%
2019		68.1%		8.5%		11.7%		11.6%
2020		118.7%		48.3%		27.8%		-94.8%
2021F		86.5%		26.2%		16.5%		-29.2%
Year	1/	Working Capital Revenue	+	Net PPE Revenue	+	Other Assets Revenue	=	Capital Turnover
2018		(0.0)		0.9		0.3		0.9
2019		0.0		0.8		0.3		0.9
2020		(0.3)		2.5		3.6		0.2
2021F		(0.3)		1.4		1.9		0.3
Year		Operating Margin	x	Capital Turnover	x	Cash Tax Rate	=	After-tax Return on Inv. Capital
2018		12.0%		0.9		14.7%		1.5%
2019		11.6%		0.9		14.5%		1.5%
2020		-94.8%		0.2		1.0%		-0.2%
2021F		-29.2%		0.3		10.0%		-1.0%

Source: KGI Research

Siam Wellness Group – Recommendation & target price history



Source: KGI Research

Corporate Governance Report of Thai Listed Companies



Companies with Excellent CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
EGCO	ELECTRICITY GENERATING	KTB	KRUNG THAI BANK	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
KBANK	KASIKORN BANK	RATCH	RATCHABURI ELECTRICITY GENERATING HOLDING		
KKP	KIATNAKIN BANK	SCB	THE SIAM COMMERCIAL BANK		



Companies with Very Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	ERW	THE ERAWAN GROUP	SCC	THE SIAM CEMENT
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	GFPT	GFPT	SPALI	SUPALAI
AP	ASIAN PROPERTY DEVELOPMENT	IFEC	INTER FAR EAST ENGINEERING	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION
BBL	BANGKOK BANK	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT	SVI	SVI
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL	MINT	MINOR INTERNATIONAL	TASCO	TIPCO ASPHALT
BIGC	BIG C SUPERCENTER	PS	PRUKSA REAL ESTATE	TCAP	THANACHART CAPITAL
CK	CH. KARNCHANG	QH	QUALITY HOUSES	TMB	TMB BANK
CPALL	CP ALL	ROBINS	ROBINSON DEPARTMENT STORE	TRUE	TRUE CORPORATION
CPN	CENTRAL PATTANA	RS	RS		
DRT	DIAMOND ROOFING TILES	SAMART	SAMART CORPORATION		



Companies with Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
CENTEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	MAKRO	SIAM MAKRO
DCC	DYNASTY CERAMIC	ILINK	INTERLINK COMMUNICATION	MODERN	MODERNFORM GROUP
GL	GROUP LEASE	KTC	KRUNGTHAI CARD	TRT	TIRATHAI
GLOW	GLOW ENERGY	MAJOR	MAJOR CINEPLEX GROUP	TVO	THAI VEGETABLE OIL

Companies classified Not in the three highest score groups

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AAV	ASIA AVIATION	CHG	CHULARAT HOSPITAL	NOK	NOK AIRLINES
ANAN	ANANDA DEVELOPMENT	CKP	CK POWER	PACE	PACE DEVELOPMENT CORPORATION
BA	BANGKOK AIRWAYS	DTAC	TOTAL ACCESS COMMUNICATION	SAWAD	SRI SAWAD POWER 1979
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	TMT	THAI METAL TRADE
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	TPCH	TPC POWER HOLDING
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	GUNKUL	GUNKUL ENGINEERING	WHA	WHA CORPORATION
BJCHI	BJC HEAVY INDUSTRIES	LPH	LADPRAO GENERAL HOSPITAL	WORK	WORKPOINT ENTERTAINMENT
CBG	CARABAO GROUP	MTLS	MUANGTHAI LEASING		

Source: www.thai-iod.com

Disclaimer: The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on inside information. The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, KGI Securities (Thailand) Public Company Limited (KGI) does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of such survey result.

Anti-corruption Progress Indicator

Level 5: Extended

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
CPN	CENTRAL PATTANA	SCC	THE SIAM CEMENT		

Level 4: Certified

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	IFEC	INTER FAR EAST ENGINEERING	SVI	SVI
BBL	BANGKOK BANK	KBANK	KASIKORN BANK	TCAP	THANACHART CAPITAL
DCC	DYNASTY CERAMIC	KKP	KIATNAKIN BANK	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
DRT	DIAMOND ROOFING TILES	KTB	KRUNG THAI BANK	TMB	TMB BANK
EGCO	ELECTRICITY GENERATING	MINT	MINOR INTERNATIONAL		
ERW	THE ERAWAN GROUP	SCB	THE SIAM COMMERCIAL BANK		

Level 3: Established

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AAV	ASIA AVIATION	DTAC	TOTAL ACCESS COMMUNICATION	PACE	PACE DEVELOPMENT CORPORATION
ANAN	ANANDA DEVELOPMENT	GFPT	GFPT	PS	PRUKSA REAL ESTATE
AP	ASIAN PROPERTY DEVELOPMENT	GL	GROUP LEASE	RATCH	RATCHABURI ELECTRICITY GENERATING HOLDING
BA	BANGKOK AIRWAYS	GLOW	GLOW ENERGY	ROBINS	ROBINSON DEPARTMENT STORE
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	SAMART	SAMART CORPORATION
BIGC	BIG C SUPERCENTER	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	SPALI	SUPALAI
BJCHI	BJC HEAVY INDUSTRIES	KTC	KRUNGTHAI CARD	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION
CENDEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT	TASCO	TIPCO ASPHALT
CHG	CHULARAT HOSPITAL	MAKRO	SIAM MAKRO	TMT	THAI METAL TRADE
CK	CH. KARNCHANG	MODERN	MODERNFORM GROUP	TPCH	TPC POWER HOLDING
CKP	CK POWER	NOK	NOK AIRLINES	WHA	NOK AIRLINES

Level 2: Declared

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	GUNKUL	GUNKUL ENGINEERING	QH	QUALITY HOUSES
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL	ILINK	INTERLINK COMMUNICATION	TRT	TIRATHAI
GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	MTLS	MUANGTHAI LEASING	TVO	THAI VEGETABLE OIL

Level 1: Committed

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
CBG	CARABAO GROUP	RS	RS	SAWAD	SRI SAWAD POWER 1979
MAJOR	MAJOR CINEPLEX GROUP				

No progress

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	CPALL	CP ALL	WORK	WORKPOINT ENTERTAINMENT
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	LPH	LADPRAO GENERAL HOSPITAL		

Source: www.cgthailand.org

Disclaimer: The disclosure of the Anti-Corruption Progress Indicators of a listed company on the Stock Exchange of Thailand, which is assessed by the relevant institution as disclosed by the Office of the Securities and Exchange Commission, is made in order to comply with the policy and sustainable development plan for the listed companies. The relevant institution made this assessment based on the information received from the listed company, as stipulated in the form for the assessment of Anti-corruption which refers to the Annual Registration Statement (Form 56-1), Annual Report (Form 56-2), or other relevant documents or reports of such listed company. The assessment result is therefore made from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on any inside information. Since this assessment is only the assessment result as of the date appearing in the assessment result, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, KGI Securities (Thailand) Public Company Limited (KGI) does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of the assessment result.

KGI Locations

China	Shanghai	Room 1507, Park Place, 1601 Nanjing West Road, Jingan District, Shanghai, PRC 200040
	Shenzhen	Room 24D1, 24/F, A Unit, Zhen Ye Building, 2014 Bao'annan Road, Shenzhen, PRC 518008
Taiwan	Taipei	700 Mingshui Road, Taipei, Taiwan Telephone 886.2.2181.8888 · Facsimile 886.2.8501.1691
Hong Kong		41/F Central Plaza, 18 Harbour Road, Wanchai, Hong Kong Telephone 852.2878.6888 Facsimile 852.2878.6800
Thailand	Bangkok	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand Telephone 66.2658.8888 Facsimile 66.2658.8014
Singapore		4 Shenton Way #13-01 SGX Centre 2 Singapore 068807 Telephone 65.6202.1188 Facsimile 65.6534.4826

KGI's Ratings

Rating	Definition
Outperform (OP)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the top 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Neutral (N)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the range between the top 40% and the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan)
Under perform (U)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Not Rated (NR)	The stock is not rated by KGI.
Restricted (R)	KGI policy and/or applicable law regulations preclude certain types of communications, including an investment recommendation, during the course of KGI's engagement in an investment banking transaction and in certain other circumstances. <i>Excess return = 12M target price/current price-</i>
Note	When an analyst publishes a new report on a covered stock, we rank the stock's excess return with those of other stocks in KGI's coverage universe in the related market. We will assign a rating based on its ranking. If an analyst does not publish a new report on a covered stock, its rating will not be changed automatically.

Disclaimer

KGI Securities (Thailand) Plc. ("The Company") disclaims all warranties with regards to all information contained herein. In no event shall the Company be liable for any direct, indirect or any damages whatsoever resulting from loss of income or profits, arising by utilization and reliance on the information herein. All information hereunder does not constitute a solicitation to buy or sell any securities but constitutes our sole judgment as of this date and are subject to change without notice.