

Underperform Reinitiate

Price as of 3 July 2025	3.50
12M target price (Bt/shr)	2.70
Unchanged/Revised up(down)(%)	na
Upside/downside (%)	(22.86)

Key messages

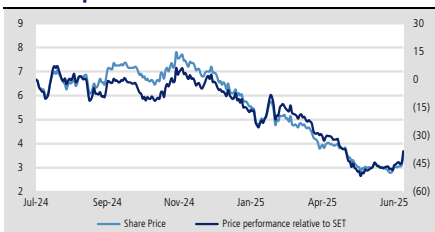
เช่นเดียวกับบริษัทอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยว Siam Wellness Group (SPA.BK/SPA TB) ไม่น่าจะอยู่ในสภาพสดใสนักท่ามกลางอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวที่ซบเซา ขณะที่จำนวนนักท่องเที่ยวที่เดินทางเข้ามาช่วง 1H68 ลดลง 4.6% YoY โดยนักท่องเที่ยวจีนหายไปมากถึง 34.6% YoY มองระยะถัดไปใน 2Q68 ก็น่าจะเป็นไตรมาสที่ต่ำที่สุดของปีนี้อีก หากเราตั้งสมมติฐานว่าอัตราการเติบโตของรายได้ในสาขาเดิม (SSSG) อยู่ที่ -10% YoY เราคาดว่ากำไรปี 2568F จะลดลงราว 30% YoY จาก margin ที่ลดลง โดยที่เราคาดว่าการฟื้นตัวแบบ U-shaped จากจำนวนนักท่องเที่ยวจะกลับมาสู่ระดับก่อนโควิด-19 นั้นเป็นเรื่องท้าทาย ทั้งนี้ อัตราการเติบโตของกำไรในอนาคตจึงน่าจะชะลอตัวลงเมื่อเทียบกับการเติบโตเฉลี่ยที่ +20% ต่อปีในช่วงปี 2558-2562 ขณะที่ เรากลับมาเริ่มต้นวิเคราะห์หุ้น SPA อีกครั้งด้วยคำแนะนำ “ขาย” ประเมินราคาเป้าหมายที่ 2.70 บาท อิงจาก PE เฉลี่ยของกลุ่มธุรกิจท่องเที่ยวปี 2568F-2569F ที่ 15x

Mkt cap (Btbn/US\$m)	4.5/112
Outstanding shares (mn)	1,281
Foreign ownership (mn)	138
3M avg. daily trading (mn)	4
52-week trading range (Bt)	2.8/7.8
Performance (%)	3M 6M 12M
Absolute	-13.4 -47.0 -47.0
Relative	-13.6 -34.9 -38.8

Quarterly EPS

EPS	Q1	Q2	Q3	Q4
2023	0.06	0.07	0.10	0.16
2024	0.09	0.05	0.06	0.07
2025	0.04			

Share price chart



Source: SET

Vanida Geisler
66.2658.8888 Ext. 8857
vanidag@kgi.co.th

Siam Wellness Group

(SPA.BK/SPA TB)

สถานการณ์ยังคงกดดัน

Event

กลับมาเริ่มต้นวิเคราะห์อีกครั้ง (reinitiate coverage) และแนวโน้มปี 2568

Impact

Guidance ที่ท้ายปี 2568

ในช่วงต้นปี 2568 บริษัท Siam Wellness Group (SPA.BK/SPA TB) คาดรายได้ไว้ที่ 2 พันลบ. โดยอิงจากจำนวนนักท่องเที่ยวที่ 40 ล้านคนซึ่งสูงกว่าประมาณการเราที่ 36.5 ล้านคน ในช่วง 1H68 จำนวนนักท่องเที่ยวชาวเยอรมัน 16.6 ล้านคน (คิดเป็น 41.5% ของประมาณการ SPA และ 45% ของประมาณการเรา) โดยลดลง 4.6% YoY หลัก ๆ จากนักท่องเที่ยวชาวจีนลดลงมากถึง 2.25 ล้านคน (-34.6% YoY) ดังนั้น กำไร 1Q68 ของ SPA ลดลง 31% YoY และ 44% QoQ อยู่ที่ 51 ลบ. จาก i) รายได้ลดลงเหลือ 381 ลบ. (-3.3% YoY) จาก SSSG ที่ลดลง 13% YoY ii) อัตรากำไรขั้นต้นลดลง 4.5ppt และ iii) สัดส่วน SG&A ต่อรายได้สูงขึ้น อย่างไรก็ตาม SPA มีแนวโน้มที่จะประกาศ guidance ใหม่ของทั้งปีนี้รวมทั้งปรับลดประมาณการลงหลังจากผลประกอบการ 2Q68 จะออกมาช่วงกลางเดือนสิงหาคม

ผลงาน 1H68 ที่อ่อนแอทำให้กำไรทั้งปีอาจแย่มาก

โดยปกติไตรมาสที่ 2 ของปีมักเป็นช่วงโลว์ซีซั่นของธุรกิจ ดังนั้น ในเบื้องต้นกำไรจึงน่าจะชะลอตัวทั้ง YoY และ QoQ อยู่ราว 30-40 ลบ. ซึ่งเป็นกำไรรายได้ไตรมาสที่ต่ำที่สุดนับตั้งแต่ช่วงหลังโควิด-19 เพราะการเกิดแผ่นดินไหวรุนแรงเมื่อปลายเดือนมีนาคมที่ผ่านมาส่งผลต่อความเชื่อมั่นด้านการท่องเที่ยวชั่วคราว แม้อำนาจบริหารคาดว่าจะเห็นกำไรฟื้นตัว QoQ ใน 3Q-4Q68F จากปัจจัยฤดูกาล อย่างไรก็ตามอัตราการฟื้นตัวอาจไม่พอที่จะดันกำไรทั้งปีเติบโตได้มาก ถ้าหากเราสมมติว่า SSSG อยู่ที่ -10% YoY รายได้รวมก็จะอยู่ราว 1.6 พันลบ. (-2.4% YoY) ซึ่งต่ำกว่าประมาณการล่าสุดของผู้บริหารที่ 1.7 พันลบ. แต่กำไรก็อาจจะลดลง 30% YoY จาก margin ลดลง ขณะที่ เราคาดมีการเปิดสาขาใหม่ราว 5-6 สาขาต่อปีในปี 2568F-2569F (1H68: 3 สาขาใหม่) ซึ่งเป็นเชิงอนุรักษ์นิยมกว่า guidance ของ SPA ที่ 7-10 สาขาใหม่ต่อปี

ขอบข่ายระยะสั้นส่วนแนวโน้มระยะยาวยังขึ้นอยู่กับอัตราการเติบโตของการท่องเที่ยวอย่างมาก

ในปี 2568 ผลงานของบริษัทไม่น่าจะอยู่ในสภาพที่สดใสนักท่ามกลางการเติบโตของการท่องเที่ยวที่ซบเซา ขณะที่ รายได้ของ SPA มีค่าความสัมพัทธ์สูง (>90%) กับจำนวนนักท่องเที่ยวที่เดินทางเข้ามา โดย 70-75% ของรายได้มาจากนักท่องเที่ยวต่างชาติ โดยเฉพาะนักท่องเที่ยวชาวจีนซึ่งคิดเป็น 40% ของฐานลูกค้าของบริษัท ล่าสุดเราเห็นการแข่งขันที่รุนแรงขึ้นจากการที่สปาของโรงแรมหรูต่าง ๆ โฉนดส่วนลดใหญ่ลูกค้าสูงถึง 40-50% เพื่อแข่งขันกับฐานลูกค้าเดียวกับ SPA เหตุนี้การขึ้นราคาเฉลี่ยต่อปีราว 5% โดยปกติทำได้ยากขึ้น การที่ต้นทุนคงที่สูงถึง 60% จะกดดัน margin ลงตามกลางรายได้ที่ชะลอตัว

Valuation & Action

จากสภาพแวดล้อมการดำเนินงานที่ยากลำบาก เรากลับมาเริ่มต้นวิเคราะห์หุ้น SPA อีกครั้งด้วยคำแนะนำ “ขาย” ประเมินราคาเป้าหมายที่ 2.70 บาท อิงจาก PE เฉลี่ยของกลุ่มธุรกิจท่องเที่ยวปี 2568F-2569F ที่ 15x แม้ SPA จะมีงบดุลแข็งแกร่ง ชื่อแบรนด์เป็นที่รู้จัก และไม่ลดธุรกิจแบบลดการเป็นเจ้าของสินทรัพย์ (asset light) ขณะที่ เราคาดการณ์หุ้นตัวธุรกิจแบบ U-shaped จากการขาดปัจจัยผลักดันการเติบโต โดยเฉพาะเมื่อจำนวนนักท่องเที่ยวกลับสู่ระดับก่อนโควิด-19 นั้นสิ่งที่ท้าทาย

Risks

จำนวนนักท่องเที่ยวขาเข้า, ความรวดเร็วในอัตราการเติบโต GDP, อัตราดอกเบี้ยสูงขึ้นและการปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำ

Key financials and valuations

	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec- 25F	Dec- 26F
Total revenue (Btmn)	711	1,446	1,629	1,590	1,731
Gross Profit (Btmn)	80	436	528	437	485
SG&A (Btmn)	127	139	171	190	213
Net Profit (Btmn)	(88)	332	309	218	241
Normalized Profit (Btmn)	(88)	332	309	218	241
EPS (Bt)	(0.1)	0.4	0.2	0.17	0.19
Normalized EPS (Bt)	(0.1)	0.4	0.2	0.2	0.2
DPS (Bt)	0.0	0.0	0.1	0.08	0.09
EPS Growth (%)	na	na	(6.9)	(29.6)	10.6
Normalized EPS Growth	na	na	(6.9)	(29.6)	10.6
P/E (X)	na	19.9	28.0	20.6	18.6
P/B (X)	11.8	7.3	7.2	3.4	3.1
EV/EBITDA (X)	38.9	16.8	13.3	8.4	7.6
Net Debt to Equity (%)	139.1	50.7	21.2	18.1	16.3
Dividend Yield (%)	0.0	0.0	1.5	2.1	2.4
Return on Average Equity (%)	na	36.9	25.8	16.5	16.5

Source: Company data, KGI Securities Research

*The Company may be issuer of Derivative Warrants on these securities.

<http://research.kgi.com>; Bloomberg: KGIT <GO> Please see back page for disclaimer

Figure 1: Financial assumptions for SPA

(Btmn)	2022	2023	2024	2025F	2026F
Sales & service	711	1,446	1,629	1,590	1,731
Growth%	324.4	103.3	12.7	(2.4)	8.8
Gross margin %	11.3	30.2	32.4	27.5	28.0
SG&A exp to sales ratio %	17.9	9.6	10.5	12.0	12.3
EBITDA margin %	38.7	41.5	40.3	34.8	34.4
Net margin %	na.	23.0	19.0	13.7	13.9
Net profit	(88)	332	309	218	241
Growth %	na.	na.	(6.9)	(29.6)	10.6
SSSG growth %	267	99	12	-10	2
Number of branches	71	71	78	84	88
No. of foreign tourists	11.1	28.2	35.5	36.5	38.0
No. of Chinese tourists	0.2	3.5	6.7	5.5	6.0

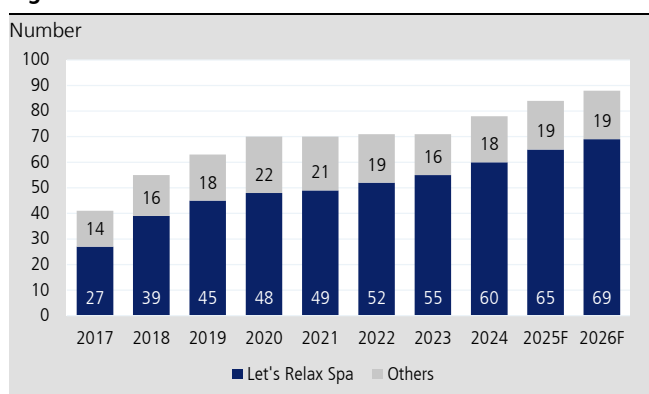
Source: Company data, KGI Securities Research

เช่นเดียวกับบริษัทอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยว SPA ซึ่งเป็นผู้ประกอบการสปาชั้นนำของ ไทยโดยมีรายได้มากกว่า 70% จากนักท่องเที่ยวต่างชาติได้รับผลกระทบรุนแรงจากการชะลอตัว ของอุตสาหกรรมการท่องเที่ยว โดยที่จำนวนนักท่องเที่ยวใน 1H68 ลดลง 4.6% YoY เหลือ 16.6 ล้านคน ในขณะที่นักท่องเที่ยวจีนลดลงมากถึง 34.6% YoY อยู่ที่ 2.25 ล้านคน จากความกังวลด้าน ความปลอดภัย การแข่งขันในภูมิภาค การเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมการเดินทาง ค่าเงินบาทแข็งค่า และ ความไม่มั่นคงทางการเมืองของไทย ด้วยปัจจัยดังกล่าวทำให้ประมาณการจำนวนนักท่องเที่ยว ของเราในปีนี้มี downside อยู่ที่ 36.5 ล้านคน (+2.8% YoY) และนักท่องเที่ยวชาวจีนอยู่ที่ 5.5 ล้าน คน (-18% YoY) ซึ่งเหลือเพียงครึ่งหนึ่งของระดับก่อนโควิด-19 ที่ 11 ล้านคน ทั้งนี้ ธนาคารแห่ง ประเทศไทย (ธปท.) เพิ่งปรับลดประมาณการจำนวนนักท่องเที่ยวปีนี้ลงอยู่ที่ 35 ล้านคน (ทรงตัว YoY) จากเดิมที่ 37.5 ล้านคน

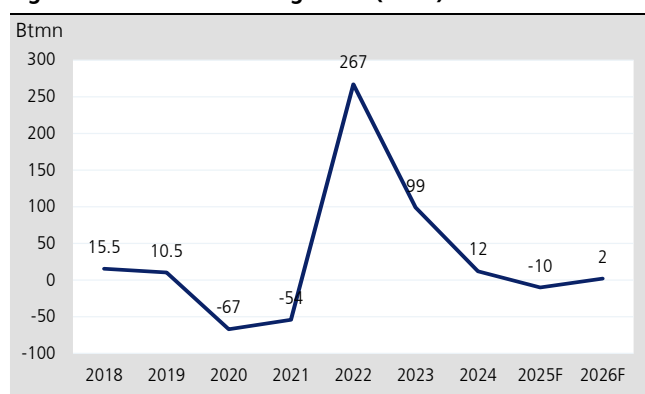
สำหรับ 1Q68 ที่ผ่านมามีกำไรของ SPA ลดลงถึง 31% YoY และ 44% QoQ อยู่ที่ 51 ล้านบาท จาก i) รายได้ลดลงเหลือ 381 ล้านบาท (-3.3% YoY) ผลจากการลดลงของ SSSG รว 13% YoY ii) อัตราค่าโรงแรงลดลง 4.5ppt และ iii) สัดส่วน SG&A ต่อรายได้สูงขึ้น

สำหรับปี 2568F เราตั้งสมมติฐานว่า SSSG อยู่ที่ -10% YoY เพื่อให้ได้รายได้รวมอยู่ที่เกือบ 1.6 พันล้านบาท (-2.4% YoY) กรณีที่ต้นทุนคงที่อยู่ที่สูงถึง 60% อัตราค่าโรงแรงจะถูกกดดันท่ามกลาง รายได้ที่จะลดลง ซึ่งทำให้กำไรลดลง 30% YoY อยู่ที่ 218 ล้านบาท อัตราการจ้างงานของพนักงาน (staff utilization rate) ใน 1H68 ลดลงเหลือ 73-75% จาก 80-83% ในปี 2566-2567 ด้วยเหตุนี้ แสดงว่า SPA จำเป็นต้องรับภาระค่าใช้จ่ายพนักงานเพิ่มเติมเพื่อให้แน่ใจว่าพนักงานทั้ง 1,300 คน จะได้รับประกันเงินเดือนขั้นต่ำเดือนในช่วงที่เศรษฐกิจตกต่ำลง

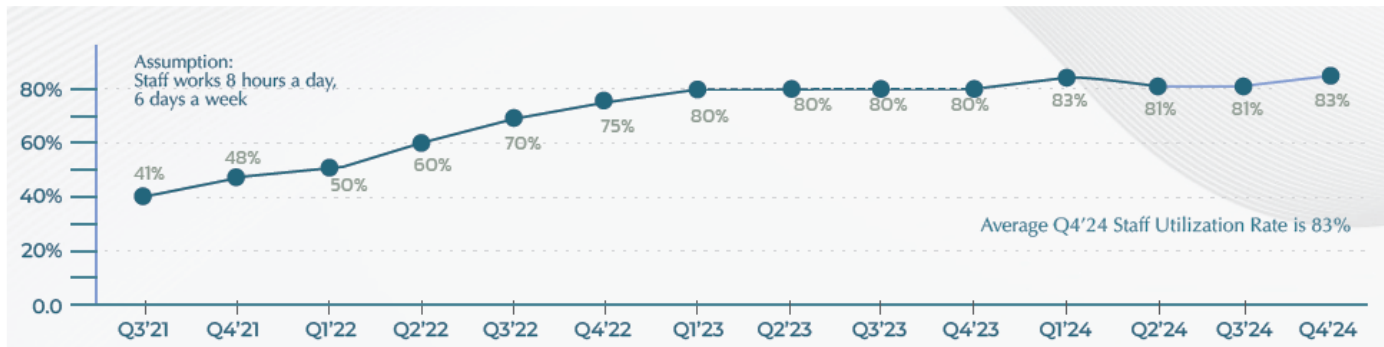
ส่วนปีหน้าเราคาดว่ากำไรสุทธิของกำไรจะฟื้นตัวปานกลางราว 10-11% YoY บนสมมติฐานที่ SSSG โตราว 2% และ margin เพิ่มขึ้นเล็กน้อยจากการกลับมาของจำนวนนักท่องเที่ยวกลับสู่ ระดับก่อนโควิด-19 นั้นเป็นเรื่องท้าทาย โดยอัตราการเติบโตกำไรในอนาคตจึงน่าจะชะลอตัวลง เมื่อเทียบกับการเติบโตเฉลี่ยที่ +20% ต่อปีในช่วงปี 2558-2562

Figure 2: Branches


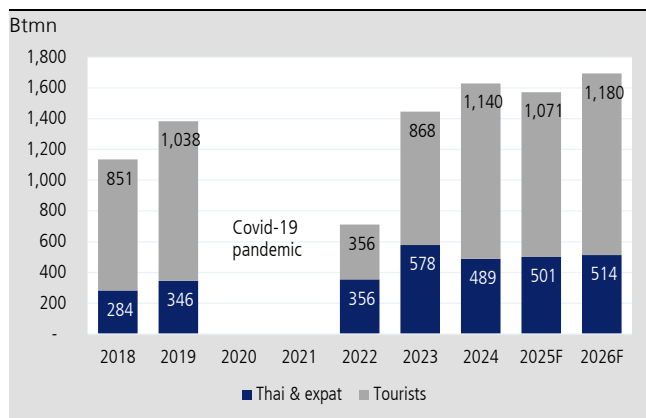
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 3: Same store sales growth (SSSG)


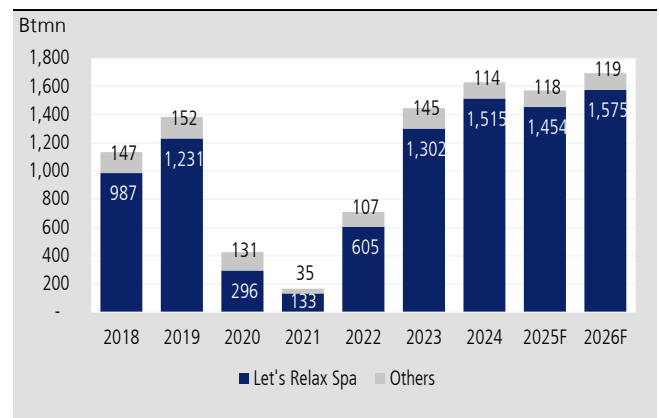
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 4: Staff utilization rate


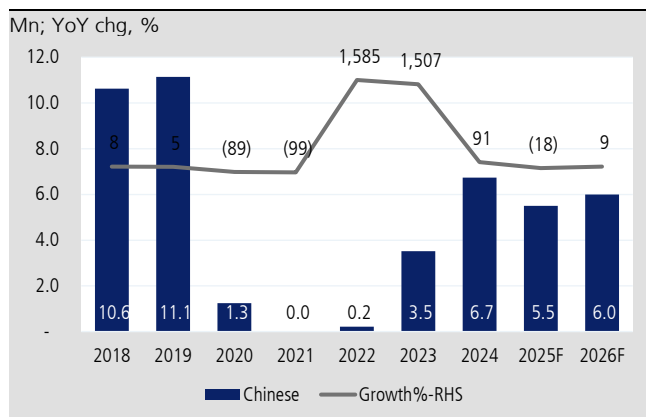
Source: Company data

Figure 5: Revenue breakdown by clients' nationality


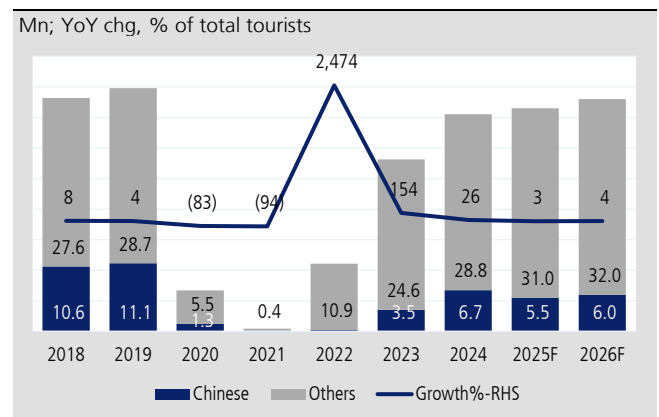
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 6: Revenue breakdown by brands


Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 7: Chinese tourists


Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 8: Yearly tourist arrival


Source: Company data, KGI Securities Research

Valuations

เรากลับมาเริ่มต้นวิเคราะห์หุ้น SPA อีกครั้งด้วยคำแนะนำ “ขาย” ประเมินราคาเป้าหมายที่ 2.70 บาท อิงจาก PE เฉลี่ยของกลุ่มธุรกิจท่องเที่ยวปี 2568F-2569F ที่ประมาณ 15x ซึ่งหมายถึง downside เกือบ 23% โดย ณ ราคาเป้าหมายของเรา SPA จะซื้อขาย PE ที่ -3S.D. หรือราว 15-16x เทียบกับค่า PE ปัจจุบันราว 20x หรืออยู่ที่ระดับ -2 S.D. เมื่อพิจารณาจากแนวโน้มการเติบโตของกำไรที่ชะลอตัวลง SPA ควรจะซื้อขายที่ค่า PE ที่ต่ำลงในอนาคต

Figure 9: Peers

	24 EPS (Bt)	25F EPS (Bt)	26F EPS (Bt)	25F EPS growth (%)	26F EPS growth (%)	25F PER (x)	26F PER (x)	25F PBV (X)	26F PBV (X)	25F EV/EBITDA (X)	26F EV/EBITDA (X)	25F Div Yield (%)	25F ROAE (%)
SPA	0.24	0.17	0.19	(29.5)	10.6	20.6	18.6	3.4	3.1	8.4	7.6	2.1	16.5
CENDEL	1.30	1.44	1.58	10.9	9.5	18.0	16.5	1.6	1.5	8.9	8.2	2.5	9.0
ERW	0.19	0.18	0.20	(1.1)	7.7	11.9	11.1	1.1	1.1	9.0	8.3	3.5	9.8
MINT	1.06	1.50	1.68	41.6	12.1	16.1	14.3	1.5	1.4	7.8	7.6	2.8	9.7
SHR	0.05	0.11	0.14	148.9	25.0	12.2	9.8	0.3	0.3	8.9	6.9	3.1	2.5
Sector				34.2	13.0	15.8	14.1	1.6	1.5	8.6	7.7	2.8	9.5

Source: KGI Securities Research

Figure 10: Quarterly Income Statement

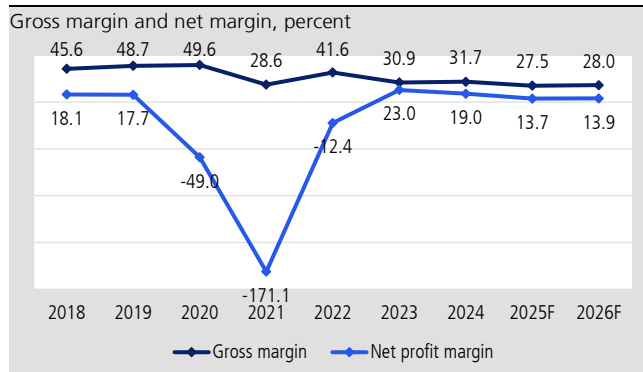
	Mar-22A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22A	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23A	Mar-24A	Jun-24A	Sep-24A	Dec-24A	Mar-25A
Income Statement (Bt mn)													
Revenue	110	132	196	273	320	356	384	386	394	382	425	429	381
Cost of Goods Sold	(129)	(121)	(168)	(213)	(232)	(252)	(261)	(265)	(262)	(268)	(286)	(286)	(271)
Gross Profit	(19)	11	28	60	88	104	123	120	132	114	139	143	110
Operating Expense	(29)	(32)	(33)	(34)	(27)	(35)	(36)	(41)	(36)	(40)	(47)	(47)	(47)
Other incomes	4	2	2	2	6	2	5	14	5	9	18	12	8
Operating Profit	-44	-19	-2	28	67	72	92	94	101	84	109	107	71
Depreciation of fixed asset	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Operating EBITDA	(44)	(19)	(2)	28	67	72	92	94	101	84	109	107	71
Non-Operating Income	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Interest Income	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Other Non-op Income	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Non-Operating Expense	(10)	(11)	(14)	(15)	(15)	(13)	(10)	(9)	(9)	(8)	(8)	(8)	(7)
Interest Expense	(10)	(11)	(14)	(15)	(15)	(12)	(10)	(9)	(8)	(8)	(8)	(8)	(7)
Other Non-op Expense	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
Pre-tax profit	(54)	(29)	(16)	13	52	59	82	85	92	76	101	99	63
Current Taxation	(3)	0	1	1	(1)	1	0	56	(18)	(14)	(20)	(8)	(12)
Minorities	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Extraordinary items	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Net Profit	(57)	(29)	(15)	14	50	60	81	140	74	62	82	92	51
Normalized Profit	(57)	(29)	(15)	14	50	60	81	140	74	62	82	92	51
EPS (Bt)	(0.07)	(0.03)	(0.02)	0.02	0.06	0.07	0.10	0.16	0.09	0.05	0.06	0.07	0.04
Normalized EPS (Bt)	(0.07)	(0.03)	(0.02)	0.02	0.06	0.07	0.10	0.16	0.09	0.05	0.06	0.07	0.04
Margins													
Gross profit margin	(17.4)	8.5	14.3	22.1	27.6	29.3	32.0	31.2	33.4	29.9	32.7	33.4	28.9
Operating EBIT margin	(39.9)	(14.0)	(1.3)	10.4	20.9	20.2	23.9	24.3	25.6	21.9	25.7	25.0	18.5
Operating EBITDA margin	(39.9)	(14.0)	(1.3)	10.4	20.9	20.2	23.9	24.3	25.6	21.9	25.7	25.0	18.5
Net profit margin	(52.2)	(22.1)	(7.7)	5.0	15.8	16.9	21.2	36.3	18.8	16.1	19.2	21.4	13.4
Growth (YoY)													
Revenue growth	100.0	496.1	1,401.8	253.0	191.1	169.1	96.0	41.3	10.5	(0.4)	10.0	8.8	(10.3)
Operating EBIT growth	(34.8)	(76.4)	(96.4)	(177.9)	(252.9)	(487.3)	(3,786.1)	231.1	40.1	(8.7)	16.6	6.5	(35.4)
Operating EBITDA growth	(34.8)	(76.4)	(96.4)	(177.9)	(252.9)	(487.3)	(3,786.1)	231.1	40.1	(8.7)	16.6	6.5	(35.4)
Net profit growth	(24.4)	(66.3)	(80.8)	(129.8)	(187.9)	(305.4)	(643.9)	920.8	23.0	(24.4)	(41.7)	24.2	(37.4)
Normalized profit growth	(24.4)	(66.3)	(80.8)	(129.8)	(187.9)	(305.4)	(643.9)	920.8	23.0	(24.4)	(41.7)	24.2	(37.4)

Source: Company data, KGI Securities Research

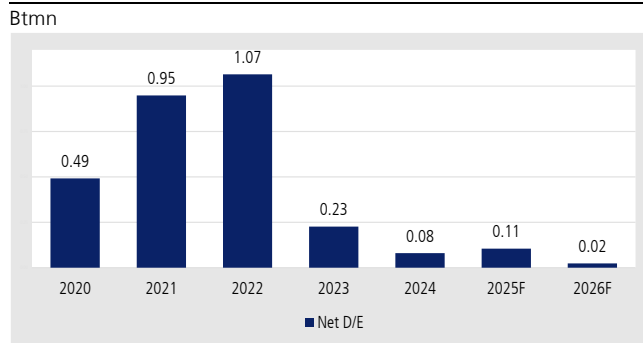
Figure 11: Company profile

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).

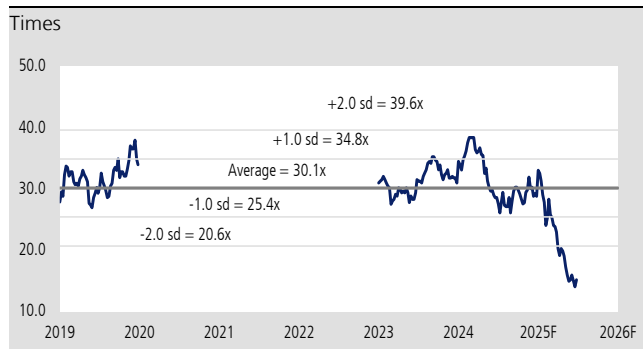
Source: Company data

Figure 13: Margins


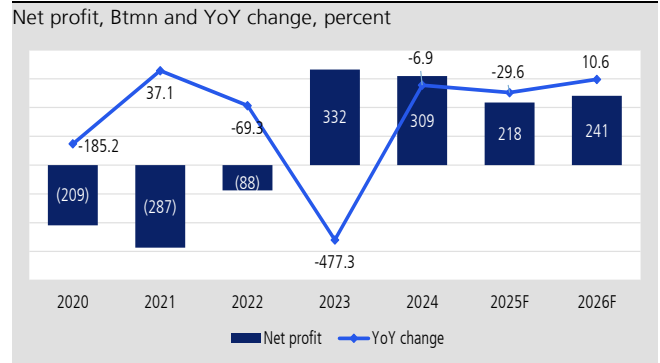
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 15: Net D/E ratio


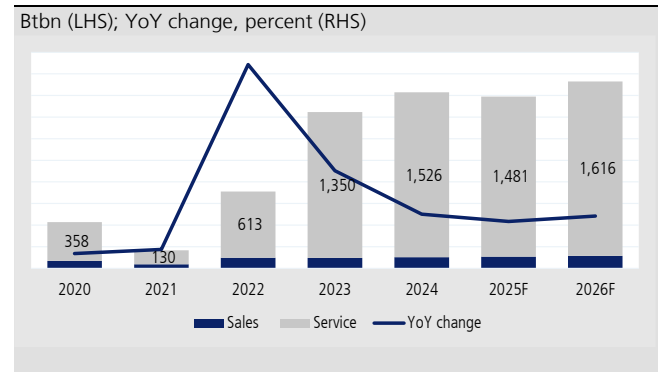
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 17: Company trading P/E


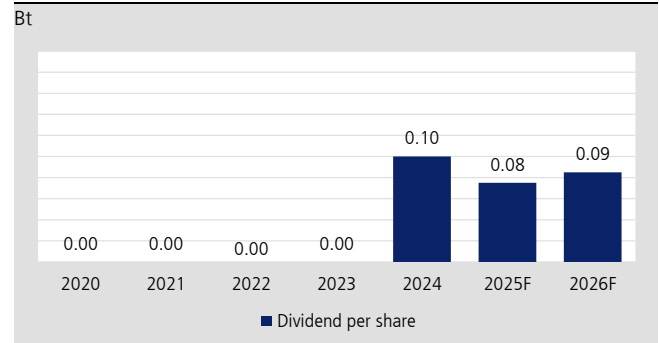
Source: KGI Securities Research

Figure 12: Net profit


Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 14: Sales and services income


Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 16: Company dividend per share (DPS)


Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 18: Company trading P/BV


Source: KGI Securities Research

Balance Sheet

As of 31 Dec (Bt mn)	2022	2023	2024	2025F	2026F
Total Assets	2,419	1,973	2,136	2,083	2,174
Current Assets	272	363	282	231	344
Cash & ST Investment	185	252	158	100	202
Inventories	38	43	49	52	55
Account Receivable	39	56	53	79	87
Others	10	12	22	0	0
Non-current Assets	2,147	1,610	1,854	1,852	1,830
LT Investment	0	0	0	0	0
Net fixed Assets	1,031	954	1,175	1,101	1,025
Others	1,117	656	679	751	805
Total Liabilities	1,850	1,072	938	760	717
Current Liabilities	510	376	345	232	240
Account Payable	94	124	134	20	21
ST Borrowing	350	186	154	150	150
Others	66	66	56	62	69
Long-term Liabilities	1,340	696	593	529	478
Long-term Debts	1,305	672	553	489	438
Others	35	25	40	40	40
Shareholders' Equity	569	901	1,198	1,322	1,456
Common Stock	214	214	321	321	321
Capital Surplus	279	279	279	279	279
Retained Earnings	(3)	329	520	644	777

Source: KGI Securities Research

Key Ratios

Year to 31 Dec	2022	2023	2024	2025F	2026F
Growth (%YoY)					
Sales	324.4	103.3	12.7	(2.4)	8.8
OP	(84.9)	(944.2)	22.5	(27.9)	9.5
EBITDA	264.5	118.3	9.5	(15.9)	7.6
NP	(69.3)	(477.3)	(6.9)	(29.6)	10.6
Normalized Profit	(69.3)	(477.3)	(6.9)	(29.6)	10.6
EPS	(69.3)	(477.3)	(6.9)	(29.6)	10.6
Normalized EPS	(69.3)	(477.3)	(37.9)	(29.6)	10.6
Profitability (%)					
Gross Margin	11.3	30.2	32.4	27.5	28.0
Operating Margin	(5.4)	22.3	24.2	17.9	18.0
EBITDA Margin	38.7	41.5	40.3	34.8	34.4
Net Margin	(12.4)	23.0	19.0	13.7	13.9
ROAA	(3.6)	16.8	14.5	10.5	11.1
ROAE	(15.5)	36.9	25.8	16.5	16.5
Stability					
Gross Debt/Equity (%)	325.1	118.9	78.3	57.5	49.3
Net Debt/Equity (%)	139.1	50.7	21.2	18.1	16.3
Interest Coverage (x)	(0.7)	7.0	12.7	11.8	13.3
Interest & ST Debt Coverage (x)	(0.1)	1.4	2.2	1.7	1.8
Cash Flow Interest Coverage (x)	6.1	13.3	17.5	14.8	21.7
Cash Flow/Interest & ST Debt (x)	0.8	2.7	3.0	2.1	3.0
Current Ratio (x)	0.5	1.0	0.8	1.0	1.4
Quick Ratio (x)	0.5	0.9	0.7	0.8	1.2
Net Debt (Bt mn)	606.4	204.3	96.6	139.2	35.6
Per Share Data (Bt)					
EPS	(0.1)	0.4	0.2	0.2	0.2
Normalized EPS	(0.1)	0.4	0.2	0.2	0.2
CFPS	0.4	0.7	0.4	0.3	0.4
BVPS	0.7	1.1	0.9	1.0	1.1
SPS	0.8	1.7	1.3	1.2	1.4
EBITDA/Share	0.3	0.7	0.5	0.4	0.5
DPS	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
Activity					
Asset Turnover (x)	0.3	0.7	0.8	0.8	0.8
Days Receivables	20.1	14.1	11.9	18.3	18.3
Days Inventory	21.9	15.6	16.3	16.5	16.1
Days Payable	54.5	44.7	44.6	6.2	6.0
Cash Cycle	-12.5	-15.0	-16.3	28.5	28.3

Source: KGI Securities Research

Profit & Loss

Year to Dec 31 (Btmn)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Revenue	711	1,446	1,629	1,590	1,731
Cost of Goods Sold	(631)	(1,010)	(1,101)	(1,153)	(1,246)
Gross Profit	80	436	528	437	485
Operating Expenses	(127)	(139)	(171)	(190)	(213)
Other Incomes	9	25	38	37	40
Operating Profit	(38)	322	395	285	312
Depreciation of fixed assets	(312)	(276)	(256)	(263)	(277)
Operating EBITDA	275	601	657	553	595
Non-Operating Income	2	2	6	6	6
Interest Income	2	2	6	6	6
Other Non-op Income	0	0	0	0	0
Non-Operating Expense	(50)	(46)	(32)	(25)	(24)
Interest Expense	(50)	(46)	(32)	(25)	(24)
Other Non-op Expense	0	0	0	0	0
Equity Income/(Loss)	(0)	(1)	(1)	0	0
Pretax Profit	(87)	277	369	266	294
Current Taxation	(1)	55	(60)	(48)	(53)
Minorities	0	0	0	0	0
Extraordinaries items	0	0	0	0	0
Net Profit	(88)	332	309	218	241
Normalized Profit	(88)	332	309	218	241
EPS (Bt)	(0.10)	0.39	0.24	0.17	0.19
Normalized EPS (Bt)	(0.10)	0.39	0.24	0.17	0.19

Source: KGI Securities Research

Cash Flow

Year to 31 Dec (Bt mn)	2022	2023	2024	2025F	2026F
Operating Cash Flow	306	615	554	365	516
Net Profit	(88)	332	309	218	241
Depreciation & Amortization	312	276	256	263	277
Change in Working Capital	70	6	(1)	(122)	(7)
Others					
Investment Cash Flow	(405)	251	(487)	(260)	(255)
Net CAPEX	(420)	257	(497)	(252)	(251)
Change in LT Investment	(1)	(5)	4	0	0
Change in Other Assets	16	9	(8)	(8)	(5)
Free Cash Flow	(99)	865	67	104	261
Financing Cash Flow	174	(798)	(162)	(162)	(158)
Change in Share Capital	0	0	107	0	0
Net Change in Debt	135	(798)	(150)	(69)	(51)
Change in Other LT Liab.	35	(0)	(0)	0	0
Net Cash Flow	75	67	(95)	(58)	102

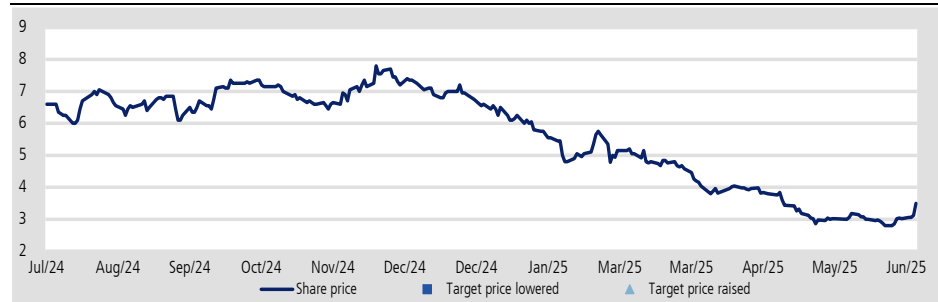
Source: KGI Securities Research

Rates of Return on Invested Capital

Year	1-	COGS Revenue	+	Depreciation Revenue	+	Operating Exp. Revenue	=	Operating Margin
2022		88.7%		43.8%		17.9%		-50.4%
2023		69.8%		19.1%		9.6%		1.5%
2024		67.6%		15.7%		10.5%		6.2%
2025F		72.5%		16.5%		12.0%		-1.0%
2026F		72.0%		16.0%		12.3%		-0.3%
Year	1/	Working Capital Revenue	+	Net PPE Revenue	+	Other Assets Revenue	=	Capital Turnover
2022		(0.3)		1.4		2.0		0.3
2023		(0.0)		0.7		0.7		0.7
2024		(0.0)		0.7		0.6		0.8
2025F		(0.0)		0.7		0.6		0.8
2026F		0.1		0.6		0.7		0.8
Year		Operating Margin	x	Capital Turnover	x	Cash Tax Rate	=	After-tax Return on Inv. Capital
2022		-50.4%		0.3		-1.1%		0.2%
2023		1.5%		0.7		-19.9%		-0.2%
2024		6.2%		0.8		16.2%		0.8%
2025F		-1.0%		0.8		18.0%		-0.1%
2026F		-0.3%		0.8		18.0%		0.0%

Source: KGI Securities Research

Siam Wellness Group – Recommendation & target price history



Source: KGI Securities Research

Company's ESG details

Environment

Pollution & Waste - The company focuses on creating an organizational culture that cares about the environment, overseeing and managing natural resource use for maximum benefit, and improving business processes to reduce environmental impact, specifically mentioning water management policies.

Environment opportunity - SPA is actively fostering a corporate culture that prioritizes environmental care. This includes a commitment to creating quality products and services using eco-friendly packaging, adhering to the "3R" principles (Reduce, Reuse, Recycle).
- This establishment incorporates environmentally conscious design by carefully selecting decorative materials and embracing a "Circular Design" approach. It emphasizes the use of upcycled materials that are reused without compromising quality or composition, with minimal chemical processing, to reduce waste and extend material lifespan.

Social

Human capital - SPA emphasizes creating hygienic and safe establishments for customers, enhancing safety measures to align with current situations under the "A Place you can trust" initiative.
- The company focuses on building an organization that cares about the health of employees and staff, providing comprehensive health benefits, and fostering a great workplace. They also promote consistent and continuous learning and development for all personnel.
- SPA prioritizes local employment, including people with disabilities and underprivileged individuals, to enhance their skills, knowledge, and expertise, which can contribute to community development.

Stakeholders - The company aims to create an organization that provides equal access to information for complete work and judgment.
- In 2024, they continued to strengthen effective risk management and internal control, ensured disclosure and financial integrity, and maintained engagement and communication with shareholders.

Governance

- The company currently has no CG scoring from Thai Institute of Directors Association.

Climate Management (Subset of Environment)

- SPA set ambitious targets to reduce the use of non-eco-friendly materials in customer service processes: 15% reduction by 2025 (from 2024).

Source: Company data, KGI Securities Research

SET ESG Ratings

Stock	Company name	SET ESG Ratings	Stock	Company name	SET ESG Ratings
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	AA	KCE	KCE ELECTRONICS	A
AMATA	AMATA CORPORATION	AAA	KKP	KIATNAKIN PHATRA BANK	AA
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	A	KTB	KRUNG THAI BANK	AAA
AP	AP (THAILAND)	AA	KTC	KRUNGTHAI CARD	AAA
BAM	BANGKOK COMMERCIAL ASSET MANAGEMENT	AA	LH	LAND AND HOUSES	AA
BANPU	BANPU	AAA	MAJOR	MAJOR CINEPLEX GROUP	AA
BBGI	BBGI	AA	MINT	MINOR INTERNATIONAL	AA
BBL	BANGKOK BANK	AAA	MTC	MUANGTHAI CAPITAL	AAA
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	AA	OR	PTT OIL AND RETAIL BUSINESS	AAA
BCPG	BCPG	AAA	ORI	ORIGIN PROPERTY	AAA
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	A	OSP	OSOTSPA	AA
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	AAA	PLANB	PLAN B MEDIA	AA
BGRIM	B. GRIMM POWER	AAA	PSH	PRUKSA HOLDING	AA
BPP	BANPU POWER	AAA	PTT	PTT	AAA
BTG	BETAGRO	AAA	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION	AA**
BTS	BTS GROUP HOLDINGS	AA	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL	AAA
CBG	CARABAO GROUP	AA	RATCH	RATCH GROUP	AAA
CENTEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	AAA	RBF	R&B FOOD SUPPLY	A
CK	CH. KARNCHANG	AA	SAK	SAKSAM LEASING	A
CKP	CK POWER	AAA	SAPPE	SAPPE	A
COM7	COM7	AA	SAWAD	SRISAWAD CORPORATION	AA
CPALL	CP ALL	AAA	SCB	SCB X	AA
CPAXT	CP AXTRA	AA	SCGP	SCG PACKAGING	AAA
CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS	AAA	SHR	S HOTELS AND RESORTS	AA
CPN	CENTRAL PATTANA	AAA	SMPC	SAHAMITR PRESSURE CONTAINER	AA
CRC	CENTRAL RETAIL CORPORATION	AA	SPALI	SUPALAI	A
DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND)	A	STECON	STECON GROUP	AA
EGCO	ELECTRICITY GENERATING	AA	SUN	SUNSWEET	BBB
GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	AA	SYNEX	SYNNEX (THAILAND)	AA
GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	AAA	TCAP	THANACHART CAPITAL	AA
GULF	GULF ENERGY DEVELOPMENT	AAA	TFG	THAIFOODS GROUP	AA
HANA	HANA MICROELECTRONICS	AA	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP	AAA
HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	AA	TOP	THAI OIL	AAA
IVL	INDORAMA VENTURES	AAA	TTB	TMBTHANACHART BANK	AAA
JMART	JAYMART GROUP HOLDINGS	A	TU	THAI UNION GROUP	A
JMT	JMT NETWORK SERVICES	BBB	WHA	WHA CORPORATION	AAA
KBANK	KASIKORNBANK	AAA			

**SET ESG Ratings users are advised to review additional information regarding the company's environmental, social, or governance factors.

Source: www.setsustainability.com

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.

Corporate Governance Report of Thai Listed Companies



Companies with Excellent CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AAV	ASIA AVIATION	CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS	PLANB	PLAN B MEDIA
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	CPN	CENTRAL PATTANA	PSH	PRUKSA HOLDING
AMA	AMA MARINE	CRC	CENTRAL RETAIL CORPORATION	PTT	PTT
AMATA	AMATA CORPORATION	DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND)	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	DOHOM	DOHOME	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL
AP	AP (THAILAND)	EGCO	ELECTRICITY GENERATING	QH	QUALITY HOUSES
BAFS	BANGKOK AVIATION FUEL SERVICES PCL.	ERW	THE ERWAN GROUP	RATCH	RATCH GROUP
BAM	BANGKOK COMMERCIAL ASSET MANAGEMENT	GFPT	GFPT	RBF	R&B FOOD SUPPLY
BANPU	BANPU	GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	SAK	SAKSIAM LEASING
BBGI	BBGI	GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	SAV	SAMART AVIATION SOLUTIONS
BBL	BANGKOK BANK	GULF	GULF ENERGY DEVELOPMENT	SAWAD	SRI SAWAD CORPORATION
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	HANA	HANA MICROELECTRONICS	SCB	SCB X
BCP	BANGCHAK CORPORATION	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	SCGP	SCG PACKAGING
BCPG	BCPG	IRPC	IRPC	SHR	S HOTELS AND RESORTS
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	ITC	I-TAIL CORPORATION	SMPC	SAHAMITR PRESSURE CONTAINER
BEC	BEC WORLD	IVL	INDORAMA VENTURES	SPALI	SUPALAI
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	KBANK	KASIKORNBANK	SPRC	STAR PETROLEUM REFINING
BGRIM	B. GRIMM POWER	KCE	KCE ELECTRONICS	SUN	SUNSWEEP
BPP	BANPU POWER	KKP	KIATNAKIN PHATRA BANK	SVI	SVI
BSRC	BANGCHAK SRIRACHA	KTB	KRUNG THAI BANK	SYNEX	SYNNEX (THAILAND)
BTG	BETAGRO	KTC	KRUNGTHAI CARD	TCAP	THANACHART CAPITAL
BTS	BTS GROUP HOLDINGS	LH	LAND AND HOUSES	TFG	THAIFOODS GROUP
CBG	CARABAO GROUP	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
CENTEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MAJOR	MAJOR CINEPLEX GROUP	TOP	THAI OIL
CK	CH. KARNCHANG	MINT	MINOR INTERNATIONAL	TRUE	TRUE CORPORATION
CKP	CK POWER	MTC	MUANGTHAI CAPITAL	TTB	TMBTHANACHART BANK
COM7	COM7	OR	PTT OIL AND RETAIL BUSINESS	TU	THAI UNION GROUP
CPALL	CP ALL	ORI	ORIGIN PROPERTY	WHA	WHA CORPORATION
CPAXT	CP AXTRA	OSP	OSOTSPA		



Companies with Very Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AEONTS	AEON THANA SINSAP (THAILAND)	HUMAN	HUMANICA	SAPPE	SAPPE
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL	JMART	JAYMART GROUP HOLDINGS	TKN	TAOKAENOI FOOD & MARKETING



Companies with Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
EKH	EKACHAI MEDICAL CARE	SISB	SISB		
JMT	JMT NETWORK SERVICES	TNP	THANAPIRIYA		

Companies classified Not in the three highest score groups

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AU	AFTER YOU	PLT	PILATUS MARINE	TIDLOR	NGERN TID LOR
CHG	CHULARAT HOSPITAL	PTG	PTG ENERGY		
NEO	NEO CORPORATE	SPA	SIAM WELLNESS GROUP		

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

Certified

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	DOHOME	DOHOME	PTG	PTG ENERGY
AMA	AMA MARINE	EGCO	ELECTRICITY GENERATING	PTT	PTT
AMATA	AMATA CORPORATION	ERW	THE ERAWAN GROUP	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION
AP	AP (THAILAND)	GFPT	GFPT	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL
BAFS	BANGKOK AVIATION FUEL SERVICES PCL.	GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	QH	QUALITY HOUSES
BAM	BANGKOK COMMERCIAL ASSET MANAGEMENT	GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	RATCH	RATCH GROUP
BANPU	BANPU	GULF	GULF ENERGY DEVELOPMENT	RBF	R&B FOOD SUPPLY
BBGI	BBGI	HANA	HANA MICROELECTRONICS	SAK	SAKSAM LEASING
BBL	BANGKOK BANK	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	SAPPE	SAPPE
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	IRPC	IRPC	SCB	SCB X
BCP	BANGCHAK CORPORATION	IVL	INDORAMA VENTURES	SCGP	SCG PACKAGING
BCPG	BCPG	KBANK	KASIKORNBANK	SMPC	SAHAMITR PRESSURE CONTAINER
BEC	BEC WORLD	KCE	KCE ELECTRONICS	SPALI	SUPALAI
BGRIM	B.GRIMM POWER	KKP	KIATNAKIN PHATRA BANK	SPRC	STAR PETROLEUM REFINING
BPP	BANPU POWER	KTB	KRUNG THAI BANK	SVI	SVI
BTG	BETAGRO	KTC	KRUNGTHAI CARD	TCAP	THANACHART CAPITAL
BTS	BTS GROUP HOLDINGS	LH	LAND AND HOUSES	TFG	THAIFOODS GROUP
CBG	CARABAO GROUP	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT	TIDLOR	NGERN TID LOR
CENTEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MAJOR	MAJOR CINEPLEX GROUP	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
COM7	COM7	MINT	MINOR INTERNATIONAL	TKN	TAOKAENOI FOOD & MARKETING
CPALL	CP ALL	MTG	MUANGTHAI CAPITAL	TNP	THANAPIRIYA
CPAXT	CP AXTRA	OR	PTT OIL AND RETAIL BUSINESS	TOP	THAI OIL
CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS	ORI	ORIGIN PROPERTY	TRUE	TRUE CORPORATION
CPN	CENTRAL PATTANA	OSP	OSOTSPA	TTB	TMBTHANACHART BANK
CRC	CENTRAL RETAIL CORPORATION	PLANB	PLAN B MEDIA	TU	THAI UNION GROUP
DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND)	PSH	PRUKSA HOLDING	WHA	WHA CORPORATION

Declared

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
CHG	CHULARAT HOSPITAL	ITC	I-TAIL CORPORATION	SAWAD	SRI SAWAD CORPORATION
HUMAN	HUMANICA	JMART	JAYMART GROUP HOLDINGS	SHR	S HOTELS AND RESORTS

Non-participation

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AAV	ASIA AVIATION	BSRC	BANGCHAK SRIRACHA	SAV	SAMART AVIATION SOLUTIONS
AEONTS	AEON THANA SINSAP (THAILAND)	CK	CH. KARNCHANG	SISB	SISB
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	CKP	CK POWER	SPA	SIAM WELLNESS GROUP
AU	AFTER YOU	EKH	EKACHAI MEDICAL CARE	SUN	SUNSWEET
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	JMT	JMT NETWORK SERVICES	SYNEX	SYNNEX (THAILAND)
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	NEO	NEO CORPORATE		
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL	PLT	PILATUS MARINE		

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 2703B-2704, Tower A , Shanghai Dawning Centre,500 Hongbaoshi Road Shanghai, PRC 201103
	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	195 One Bangkok Tower 4 18th - 19th floors Witthayu Road Lumpini, Pathumwan, Bangkok 10330, 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. Excess return = 12M target price/current price-
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.