

### SIAM WELLNESS (SPA TB)

เริ่มเห็นสัญญาณฟื้นตัว

#### Highlights

- SPA รายงานกำไรสุทธิของ SPA ใน 4Q25 ที่ 56 ล้านบาท ลดลง -39.4% yoy และ +20.6% qoq การปรับลดลง yoy มาจาก U-rate ที่ลดลง ตาม SSSG ที่หดตัว yoy ขณะที่การเพิ่มขึ้น qoq มาจากการขยายสาขา และ SSSG ที่ดีขึ้น จากผลของ High season เราประเมินผลการดำเนินงานของ SPA ได้ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วตั้งแต่ 2Q25 และคาด 1Q26 จะมีพัฒนาการที่ดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” ด้วยราคาเป้าหมายที่ 5.30 บาท

#### 4Q25 Results

Year to 31 Dec (Btm)	4Q24	3Q25	4Q25	yoy %	qoq %	2024	2025	yoy %
Sales and services	42	40	47	10.1	16.9	1,62	1,62	-0.4%
Gross Profit	14	10	12	-13.1	15.0	52	43	-18.5%
Operating EBIT	9	5	7	-22.2	24.0	35	24	-32.1%
Net profit	9	4	5	-39.0	20.0	30	18	-39.0%
Percent	4Q24	3Q25	4Q25	yoy ppt	qoq ppt	2024	2025	yoy ppt
Gross margin	33	26	26	-7.2	-0.1	32	26	-5.8
SG&A to sales	11	11	10	-0.6	-1.2	10	11	1.0
EBIT margin	22	14	15	-6.6	1.1	21	15	-6.9
Net margin	21	11	11	-9.1	0.1	19	11	-7.3

Source: Siam Wellness, UOB Kay Hian

#### Analysis

- SPA รายงานรายได้จากการดำเนินงาน 4Q25 ที่ 473 ล้านบาท เพิ่มขึ้น +10.3% yoy และ +16% qoq การเพิ่มขึ้น qoq เป็นไปตามปัจจัยฤดูกาล จากนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เข้ามามากในช่วงปลายปี ขณะที่การเพิ่มขึ้น yoy มาจากจำนวนสาขาสุทธิที่เพิ่ม 8 สาขา ทำให้ ณ สิ้นปี 2025 SPA มีจำนวนสาขาทั้งสิ้น 91 สาขา จาก 78 สาขา ณ สิ้นปี 2024
- Operating Leverage ปรับดีขึ้น 11.8% ลดลง -9.7bp yoy และ +0.5bp qoq การปรับดีขึ้น qoq มาจาก SG&A-to-sales ที่ขึ้นเป็นหลัก จากผลของยอดขายที่เพิ่มขึ้น ทำให้เกิด Operating leverage
- ภาพรวมกำไรสุทธิของ SPA ใน 4Q25 อยู่ที่ 56 ล้านบาท ลดลง -39.4% yoy และ +20.6% qoq และปี 2025 กำไรสุทธิ อยู่ที่ 189 ล้านบาท ปรับลดลง -39% yoy โดยผลการดำเนินงาน 4Q25 และปี 2025 ออกมาใกล้เคียงกับการคาดการณ์ของเรา

#### KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Net turnover	1,629	1,623	1,764	2,057	2,197
EBITDA	613	521	622	724	737
Operating profit	357	243	315	377	368
Net profit (rep./act.)	309	189	252	294	284
Net profit (adj.)	309	189	252	294	284
EPS (Bt)	0.24	0.15	0.20	0.23	0.20
PE (x)	16.1	26.4	19.7	16.9	62.0
P/B (x)	4.2	3.9	3.4	3.0	10.7
EV/EBITDA	8.0	9.8	7.5	6.1	25.5
Dividend yield (%)	2.6	1.5	2.0	2.4	0.6
Net margin (%)	19.0	11.6	14.3	14.3	12.9
ROE (%)	25.8	14.7	17.2	17.9	15.7

Source: SPA, Bloomberg, UOB Kay Hian

6 | M

(Maintained)

Share Price	Bt3.88
Target Price	Bt5.30
Upside	+36.6%

#### COMPANY DESCRIPTION

Siam Wellness Group PLC operates the business of wellness spa and other related businesses. There are four main business operations: 1. Spa, 2. Hotel and Restaurant. 3. Sale of Spa Products: Distributes and sells spa related products 4. School of Traditional Thai Massage

#### STOCK DATA

GICS sector	Tourism
Bloomberg ticker:	SPA TB
Shares issued (m):	1,282.5
Market cap (Btm):	4,976.1
Market cap (US\$m):	160.2
3-mth avg daily t'over (US\$m):	0.1
Price Performance (%)	

52-week high/low Bt5.3/Bt2.6

	1mth	3mth	6mth	1yr	YTD
	31.1	32.9	3.7	(27.5)	26.0

#### Major Shareholders

Shareholder	%
AN E Q A Q I E Y N 2	10.83
A I U N C A I N A A A ° C 3 N 2 2 ...	9.72
A M T 1 0 0 2 N	8.01

#### PRICE CHART



Source: Bloomberg

#### ANALYST(S)

**Krit Tanarattananon**  
+662 090 3365  
krit@uobkayhian.co.th

- ผลการดำเนินงาน 4Q25 ที่ออกมาเป็นการยืนยันว่าผลการดำเนินงานของ SPA ได้ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วตั้งแต่ 2Q25 โดยเราประเมิน 1Q26 ผลการดำเนินงานจะฟื้นตัวต่อเนื่อง จากทั้งการขยายสาขาใหม่ และ SSSG ที่คาดว่าจะปรับดีขึ้น จากจำนวนนักท่องเที่ยวที่เข้ามา มาก โดยเฉพาะนักท่องเที่ยวจีนที่เข้ามาแตะ 2 แสนรายต่อสัปดาห์ สองสัปดาห์ต่อเนื่อง สูงกว่าช่วงตรุษจีนของปี 2024

### Valuation/Recommendation

- EV/EBITDA ของปี 2026F ที่ 12x ซึ่งเป็นค่าเฉลี่ย EV/EBITDA ย้อนหลัง 3 ปี ก่อนการระบาดโควิด และคงสูงกว่า ERW และ CENTEL ที่มีค่าเฉลี่ยย้อนหลัง ที่ 10x เนื่องจาก SPA มี อัตราส่วน ROIC ที่สูงกว่า

### Earnings Revision/Risk

- เราไม่มีการปรับประมาณการ

### Share Price Catalyst

- a) การเปิดสาขาใหม่, b) จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เข้ามา มากกว่าคาด

### Environment, Social, Governance (ESG) Updates

CG Report: 4

SET ESG Rating: n.a.

#### Environmental

- > วัตถุประสงค์: มุ่งเน้นสร้างวัฒนธรรมองค์กรในการใส่ใจเรื่องสิ่งแวดล้อม สร้างสรรค์สินค้าและบริการคุณภาพ โดยใช้บรรทัดฐานที่ดีต่อสิ่งแวดล้อมภายใต้ 3 R (Reduce, Reuse, Recycle)
- > วัตถุประสงค์: มุ่งเน้นสร้างวัฒนธรรมองค์กรในการใส่ใจเรื่องสิ่งแวดล้อม ดูแล และบริหารจัดการการใช้ทรัพยากรธรรมชาติ ให้เกิดประโยชน์สูงสุด ปรับปรุงกระบวนการดำเนินงานธุรกิจเพื่อลดผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมอย่างสม่ำเสมอ

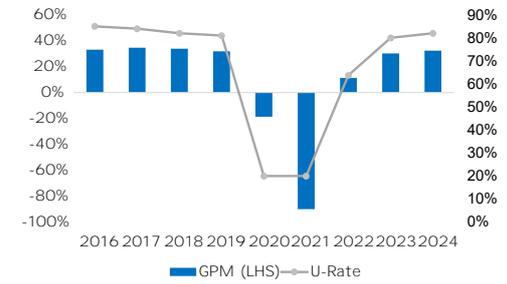
#### Social

- วัตถุประสงค์: มุ่งเน้นริเริ่มสร้างสรรค์นวัตกรรมบริการที่มีความรับผิดชอบต่อลูกค้าตลอดกระบวนการ โดยเน้นการให้บริการ ที่เป็นมาตรฐาน บริการที่เป็นมิตร สถานที่สะอาด ถูกสุขอนามัย ในราคาที่เหมาะสม ให้ความสำคัญในเรื่อง ความปลอดภัยและความเป็นส่วนตัวของลูกค้าเป็นสำคัญ

#### Governance

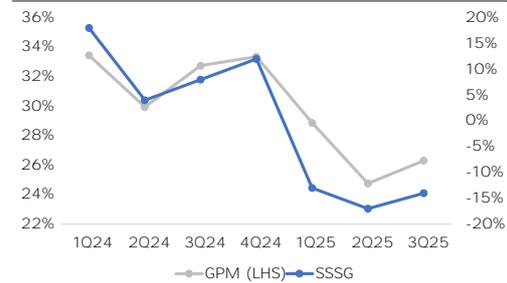
- วัตถุประสงค์: มุ่งเน้นปรับปรุงองค์กรให้สามารถติดตามเห็นกิจกรรมภายใต้โครงสร้างองค์กรที่มีเสถียรภาพ ให้ความสำคัญ กับผู้มีส่วนได้เสียทั้งหมด โดยยึดถือนโยบายการกำกับดูแลกิจการที่ดี

#### SPA's GPM And Staff U-Rate



Sourc&SPA UOB Kay Hian

#### SPA's GPM



Sourc&SPA UOB Kay Hian

### PROFIT & LOSS

Year to 31 Dec (Btm)	2025	2026F	2027F	2028F
<b>Net turnover</b>	<b>1,623</b>	<b>1,764</b>	<b>2,057</b>	<b>2,197</b>
EBITDA	52	62	72	73
Deprec. & amort.	27	30	34	36
EBIT	24	31	37	36
Associate contributions	2	3	4	5
Net interest income/(expens)	(34)	(34)	(44)	(49)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>233</b>	<b>315</b>	<b>368</b>	<b>355</b>
Tax	(44)	(63)	(74)	(71)
Minorities	0	0	0	0
<b>Net profit</b>	<b>189</b>	<b>252</b>	<b>294</b>	<b>284</b>
Net profit (adj.)	18	25	29	28

### CASH FLOW

Year to 31 Dec (Btm)	2025	2026F	2027F	2028F
<b>Operating</b>	<b>535</b>	<b>592</b>	<b>684</b>	<b>691</b>
Pretax profit	23	31	36	35
Tax	0	(63)	(74)	(71)
Deprec. & amort.	28	30	34	36
Working capital changes	13	(1)	9	4
Other operating cashflows	0	0	0	0
<b>Investing</b>	<b>(427)</b>	<b>(450)</b>	<b>(500)</b>	<b>(400)</b>
Investments	(0)	(150)	(200)	(100)
Others	0	0	0	0
<b>Financing</b>	<b>(122)</b>	<b>(31)</b>	<b>32</b>	<b>(34)</b>
Dividend payments	(12)	(10)	(11)	(11)
Proceeds from borrowings	19	(8)	(5)	(2)
<b>Net cash inflow (outflow)</b>	<b>(14)</b>	<b>111</b>	<b>216</b>	<b>258</b>
<b>Beginning cash &amp; cash equivalent</b>	<b>158</b>	<b>323</b>	<b>434</b>	<b>650</b>
Changes due to forex impact	0	0	0	1
<b>Ending cash &amp; cash equivalent</b>	<b>143</b>	<b>434</b>	<b>650</b>	<b>908</b>

### BALANCE SHEET

Year to 31 Dec (Btm)	2025	2026F	2027F	2028F
Fixed assets	1,34	1,50	1,62	1,72
Other LT assets	41	63	64	65
Cash/ST investment	15	43	65	90
Other current assets	1,06	59	63	57
<b>Total assets</b>	<b>2,606</b>	<b>2,592</b>	<b>2,977</b>	<b>3,273</b>
ST debt	14	15	18	19
Other current liabilities	25	17	21	24
LT debt	26	15	10	8
Other LT liabilities	66	64	84	94
<b>Shareholders' equity</b>	<b>1,283</b>	<b>1,463</b>	<b>1,640</b>	<b>1,810</b>
<b>Total liabilities &amp; equity</b>	<b>2,606</b>	<b>2,592</b>	<b>2,977</b>	<b>3,273</b>

### KEY METRICS

Year to 31 Dec (%)	2025	2026F	2027F	2028F
<b>Profitability</b>				
EBITDA margin	32	35	35	33
Pretax margin	14	17	17	16
Net margin	11	14	14	12
ROA	7	9	9	8
ROE	14	17	17	15
<b>Growth</b>				
Turnover	(0.4)	8.7	16.6	6.8
EBITDA	(15.1)	19.8	16.1	1.9
Pretax profit	(36.8)	35.1	16.6	(3.6)
Net profit	(39.0)	33.1	16.6	(3.6)
Net profit (adj.)	(39.0)	33.1	16.6	(3.6)
EPS	(39.0)	33.1	16.6	(3.6)
<b>Leverage</b>				
Debt to total capital	20	10	6.1	4.4
Debt to equity	20	10	6.1	4.4
Net debt/(cash) to equity	8.6			
Interest cover (x)	15	18	16	15

### **IMPORTANT NOTICE - DISCLOSURES AND DISCLAIMERS**

This report is provided subject to various disclosures and disclaimers (the "Disclosures / Disclaimers") which form an integral part of this report and are available at the following link: <https://research-api.uobkayhian.com/assets/disclaimer/df64a6ea-7980-447c-ae9e-fd19b93257dc> or by scanning the QR code below:



The Disclosures / Disclaimers contain important information, including without limitation, (a) exclusions of liability, (b) confidentiality obligations, (c) restrictions on publication, circulation, reproduction, distribution and use of the report, (d) potential conflicts of interest, and (e) disclosures and requirements specific to recipients in the United States and other applicable jurisdictions.

Specifically, this report is intended for general circulation and informational purposes only and does not take into account the specific investment objectives, financial situation, or particular needs of any individual person. It is not intended to constitute personal investment advice or a recommendation to buy or sell any investment product or security. You should independently evaluate the information and, where necessary, seek advice from a qualified financial adviser regarding the suitability of any investment, taking into account your specific objectives, financial situation and needs, before making any investment decision. Analyst certifications required under applicable regulations, including SEC Regulation AC (where relevant), are included in this report.

Recipients of this report must carefully read, review and understand the full Disclosures / Disclaimers before using or relying on any information in this report. By accessing, receiving or using this report, you acknowledge and confirm that you have read, understood, accepted and agreed to be bound by the Disclosures / Disclaimers (as may be amended or updated from time to time) in full."