



Result

คงคำแนะนำ “ซื้อ” มูลค่าพื้นฐาน 9.60 บาท ถึง 30xPE'23E หรือคิดเป็น -1SD ต่อค่าเฉลี่ย 5 ปี เชื่อว่าถึงเวลา
กลับเข้าซื้อเพราะประเมินว่ากำไรแต่ละจุดต่ำสุดไปแล้วใน 1Q22 ก่อนที่จะมีแนวโน้มแข็งแกร่งขึ้นใน 2Q22
หนุนจากการกลับมาเปิดประเทศ ซึ่งมีปัจจัยสนับสนุนจากการผ่อนปรนมาตรการเดินทางเข้าประเทศและ
อัตราการฉีดวัคซีนที่สูงขึ้น

- ขาดทุนสุทธิ 1Q22 อยู่ที่ 57 ล้านบาท ซึ่งคาดว่าเป็นกำไรที่ต่ำสุดของปีก่อนที่จะฟื้นตัวเล็กน้อยใน 2Q22 โดยรวมแล้ว
เป็นผลประกอบการที่สอดคล้องกับคาดการณ์
- การปรับตัวดีขึ้น YoY เป็นผลจากการผ่อนปรนมาตรการคุมเข้มโควิด-19 บวกกับอัตราการฉีดวัคซีนที่สูงขึ้นจาก
1Q21
- คาดกำไรปรับดีขึ้น QoQ ใน 2Q22 เพราะยอดผู้ติดเชื้อที่ลดลงและการยกเลิกเงื่อนไขการตรวจ RT-PCR ต่างเป็น
ปัจจัยบวกต่อการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยว
- คาดทิศทางการฟื้นตัวดำเนินไปต่อเนื่องใน 2H22 หนุนจากสัญญาณการฟื้นตัวที่ชัดเจนมากขึ้นของภาคการท่องเที่ยว
โดยคาดว่าจะรัฐบาลจะประกาศให้โรคโควิด-19 เป็นโรคประจำถิ่นในเดือน ก.ค.
- ประเมินผลประกอบการทั้งปี 2022 จะยังขาดทุนสุทธิที่ 109 ล้านบาท ก่อนที่จะพลิกเป็นกำไรที่ใกล้เคียงระดับก่อน
เกิดโควิด-19 ได้ในปี 2023 ที่ 276 ล้านบาท หนุนจากการฟื้นตัวที่แข็งแกร่งขึ้นของภาคการท่องเที่ยวและการขยาย
สาขาใหม่

Valuation table

Year end Dec	20A	21A	22E	23E	24E
PE (x)	nm	nm	nm	23.8	20.2
Recurring net profit growth (%)	nm	nm	nm	nm	18.0
Recurring EPS (Bt)	(0.2)	(0.3)	(0.1)	0.3	0.4
Recurring EPS growth (%)	nm	nm	nm	nm	18.0
PBV (x)	7.3	10.6	12.9	9.7	7.6
BVPS (Bt)	1.1	0.7	0.6	0.8	1.0
ROE (%)	(20.5)	(37.6)	(19.3)	46.6	42.2
DPS (Bt)	-	-	-	0.1	0.2
Dividend yield (%)	na	na	na	1.7	2.0
Enterprise value (Bt m)	8,058.0	7,993.4	8,011.7	7,496.6	7,225.8
EV-to-EBITDA (x)	560.4	102.3	81.7	14.0	12.1

บทจ. สยามเวลเนสกรุ๊ป

Recommendation: BUY

Current price*: Bt7.70

Target price: Bt9.60

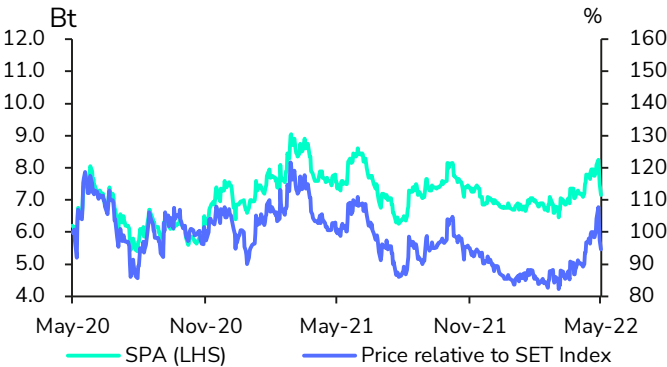
Up/(downside): 25%

IOD: 3/5

CAC: NA

Stock data

RIC code	SPAm.BK
Index	.SETI
SET Index (12 May 2022)	1,584.52
Market cap (Bt m)	6,113
Shares outstanding (million)	855
Par (Bt)	0.25



Pittawat Wasinsungworn
Registration .no.118374
pittawat.wa@pi.financial
+66 2 205 7000 ext 8214

Suwit Singnamwong
Assistant Analyst

(Bt m)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	%QoQ	%YoY
Revenue	55	22	13	77	110	42.3	100.0
Cost of sales	(98)	(75)	(56)	(90)	(129)	43.9	31.4
Gross profit	(43)	(53)	(43)	(12)	(19)	nm	nm
SG&A	(25)	(27)	(28)	(27)	(29)	7.1	13.8
Other (exp)/inc	2	1	6	1	4	391.9	70.1
EBIT	(66)	(79)	(65)	(39)	(44)	nm	nm
Finance cost	(11)	(11)	(11)	(11)	(10)	(3.6)	(5.7)
Other inc/(exp)	1	1	0	0	0	nm	nm
Earnings before taxes	(77)	(90)	(75)	(49)	(54)	nm	nm
Income tax	2	3	2	1	(3)	nm	nm
Earnings after taxes	(75)	(87)	(73)	(48)	(57)	nm	nm
Equity income	-	-	-	-	-	na	na
Minority interest	0	-	0	0	-	nm	nm
Earnings from cont. operations	(75)	(87)	(73)	(48)	(57)	nm	nm
Forex gain/(loss) & unusual items	(1)	-	(5)	2	-	nm	nm
Net profit	(76)	(87)	(78)	(46)	(57)	nm	nm
Recurring EPS (Bt)	(0.09)	(0.10)	(0.09)	(0.06)	(0.07)	nm	nm
Reported EPS (Bt)	(0.09)	(0.10)	(0.09)	(0.05)	(0.07)	nm	nm
Profits (%)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	chg QoQ	chg YoY
Gross margin	(78.6)	(236.4)	(327.8)	(16.0)	(17.4)	(1.4)	61.2
Operating margin	27.5	14.6	137.6	54.0	28.6	(25.5)	1.0
Net margin	(138.1)	(391.0)	(597.1)	(59.5)	(52.2)	7.3	85.9

คาดผลประกอบการ 1Q22 คือจุดต่ำสุดของปี

- ขาดทุนสุทธิ 1Q22 อยู่ที่ 57 ล้านบาท ซึ่งคาดว่าจะต่ำสุดของปีก่อนที่จะฟื้นตัวเล็กน้อยใน 2Q22 โดยรวมแล้วเป็นผลประกอบการที่สอดคล้องกับคาดการณ์
- การปรับตัวดีขึ้น YoY เป็นผลจากการผ่อนปรนมาตรการคุมเข้มโควิด-19 บวกกับอัตราการฉีดวัคซีนที่สูงขึ้นจาก 1Q21
- รายได้ 1Q22 อยู่ที่ 110 ล้านบาท (+100%YoY, +42%QoQ) ซึ่งสูงกว่าคาด โดยการก้าวกระโดดขึ้น YoY เป็นผลจากรายได้การขายที่แข็งแกร่ง หรือโตขึ้น 379%YoY หนุนจากยอดขาย ATK ในช่วงที่มียอดผู้ติดเชื้อสูงขึ้นจากสถานการณ์โอมิครอน
- ขณะที่อัตรากำไรขั้นต้น (GPM) ปรับดีขึ้น 61ppts YoY จากส่วนแบ่งที่สูงขึ้นจากรายได้ที่เกี่ยวกับโควิด-19 แต่ชะลอตัวลงจากต้นทุนบริการที่ปรับสูงขึ้น

Story

Sales

P5F

Team

WCB

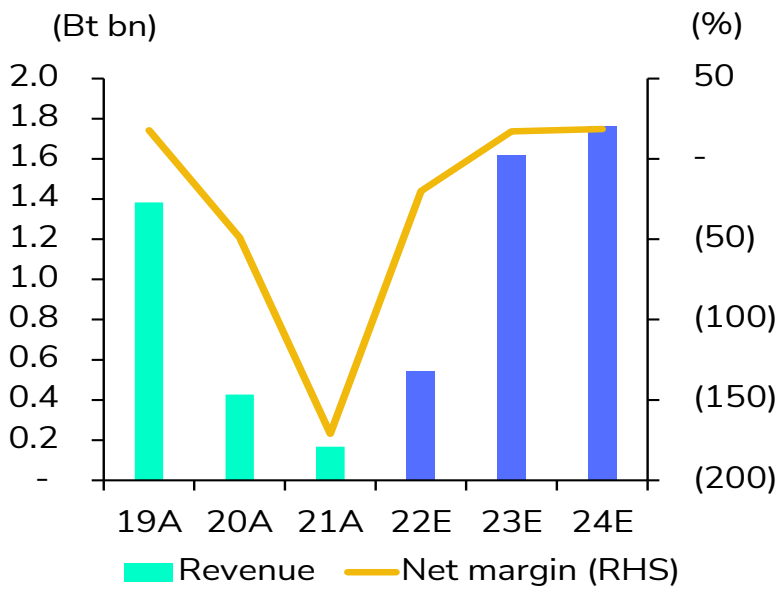
ESG

Value

Risks

SPA ดำเนินธุรกิจหลักอยู่ 4 ประเภทได้แก่ ธุรกิจสปา (91% ของรายได้ทั้งหมด) ธุรกิจโรงแรมและร้านอาหาร (3%) ธุรกิจจำหน่ายผลิตภัณฑ์สปา (5%) และธุรกิจโรงเรียนนวดแผนไทย (2%)

ในปี 2021 บริษัทมีเครือข่ายสาขาทั้งหมด 70 แห่ง ประกอบด้วย RarinJinda Wellness Spa 3 สาขา Let's Relax Spa 45 สาขา บ้านสวนมาสสาจ 11 สาขา Stretch Me by Let's Relax 6 สาขา และ Face Care by Let's Relax 5 สาขา



2021 Revenue breakdown by segment



Story

Sales

P5F

Team

WCB

ESG

Value

Risks

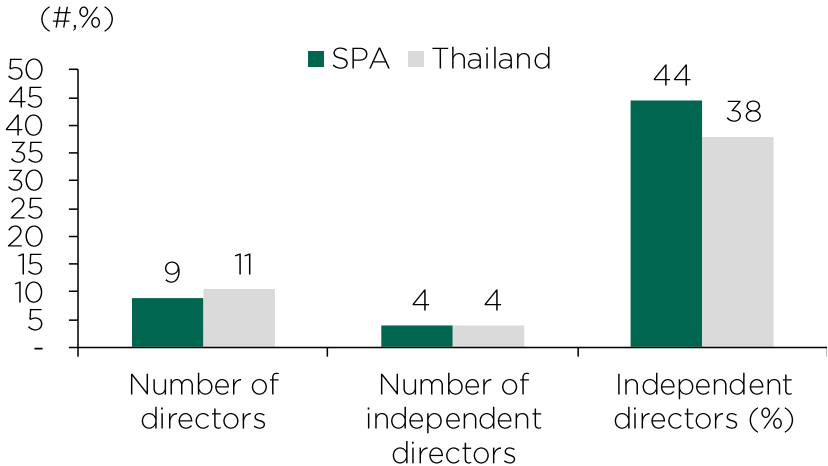


Chairwoman
Mrs. Pranee Suphawatanakiat



President
Mr. Wiboon Utsahajit

Board composition



Leadership

Board of Directors		Position*	Board of Directors		Position*
Mrs. Pranee Suphawatanakiat	Chairwoman		Mr. Kobboon Srichai	Director, I, A	
Mr. Wiboon Utsahajit	CEO		Mr. Pensiri Chakrabandhu	Director, I, A	
Mr. Prasert Jiravanstit	MD		Mr. Phumiphan Bunjapamai	Director, I	
Mrs. Thanit Amornthearasan	Director		Key Management		Position*
Mr. Narun Wiwattanakrai	Director		Mr. Wiboon Utsahajit	President	
Mr. Polchet Likittanasombat	Director, I, A		Mr. Prasert Jiravanstit	MD	
			Mrs. Thanit Amornthearasan	Deputy MD	

Ownership

Shareholder	% of O/S	Note
Mr. Wiboon Utsahajit	11.11	CEO
Mr. Prasert Jiravanstit	10.91	MD
Mrs. Pranee Suphawatanakiat	9.13	Chairwoman
Mrs. Thanit Amornthearasan	8.4	Director
Mr. Napat Wiwattanakrai	3.59	
Top 5 shareholders	43.14	
Institutional & Management		% of O/S
Total institutional ownership	2.49	
Total management ownership	43.1	
Foreign ownership		Foreign ownership limit is 49%

Story

Sales

P5F

Team

WCB

ESG

Value

Risks

Overall ESG Score (100% is best):	87%	Environmental	80%
Social	80%	Governance	100%

Environmental	Yes/No?
บริษัทมีนโยบายลดการใช้ทรัพยากรหรือไม่?	No
ยังไม่มีนโยบายด้านนี้	
บริษัทเคยเผชิญข้อพิพาทด้านสิ่งแวดล้อมหรือไม่?	No
ไม่เคย	
บริษัทมีนโยบายการบริหารจัดการด้านมลพิษและของเสียหรือไม่?	Yes
บริษัทมีแนวทางการบริหารจัดการและกำจัดขยะและน้ำเสียอย่างเหมาะสม	
บริษัททราบจำนวนการปล่อยของเสียหรือไม่?	No
ยังไม่มีกรรายงานในด้านนี้	
บริษัทมีผลิตภัณฑ์สีเขียวหรือไม่?	Yes
บริษัทมีการจำหน่ายผลิตภัณฑ์ที่ใช้ภายในบ้านที่จำหน่ายในร้านสปาภายใต้แบรนด์ “Blooming” ซึ่งมีส่วนประกอบจากวัตถุดิบธรรมชาติที่ไม่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม	

Story

Sales

P5F

Team

WCB

ESG

Value

Risks

Overall ESG Score (100% is best):	87%	Environmental	80%
Social	80%	Governance	100%

Social	Yes/No?
บริษัทมีนโยบายคุ้มครองสุขภาพและความปลอดภัยหรือไม่?	Yes
บริษัทมอบสวัสดิการและสิทธิประโยชน์ที่เหมาะสมให้กับพนักงาน เช่น ประกันอุบัติเหตุและสุขภาพ	
บริษัทมีนโยบายคุ้มครองสิทธิมนุษยชนหรือไม่?	Yes
บริษัทรายงานนโยบายในด้านนี้ไว้ในรายงานประจำปี	
บริษัทดำเนินการตามนโยบายการแข่งขันที่เป็นธรรมหรือไม่? เช่น การต่อต้านการทุจริต ต่อต้านการให้สินบน และดำเนินการจรรยาบรรณทางธุรกิจ	Yes
บริษัทมีนโยบายการต่อต้านการทุจริตและการติดสินบน เพื่อให้เกิดความมั่นใจว่าพนักงานของบริษัทจะไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตหรือมีพฤติกรรมที่ไม่เป็นธรรม	
บริษัทมีระบบบริหารจัดการควบคุมคุณภาพหรือไม่?	No
ยังไม่มี	
บริษัทได้รับรายได้จากการค้าอาวุธ เครื่องดื่มแอลกอฮอล์ การพนัน ยาสูบ หรือสื่อลามกหรือไม่?	No
บริษัทไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับผลิตภัณฑ์ดังกล่าว	

Story

Sales

P5F

Team

WCB

ESG

Value

Risks

Overall ESG Score (100% is best):

87%

Environmental

80%

Social

80%

Governance

100%

Governance

Yes/No?

สัดส่วนของกรรมการอิสระสูงกว่าค่าเฉลี่ยของประเทศไทยที่ 38% หรือไม่?

Yes

กรรมการของบริษัทเป็นกรรมการอิสระ 44% สูงกว่าค่าเฉลี่ยของไทย

ประธานกรรมการดำรงตำแหน่ง CEO (หรือเทียบเท่า) ควบคู่กันหรือไม่?

No

คุณปราณี ศุภวัฒน์เกียรติดำรงตำแหน่งประธานกรรมการ ขณะที่คุณวิบูลย์ อุตสาหจิตดำรงตำแหน่งประธานเจ้าหน้าที่ฝ่ายบริหาร (CEO)

บริษัทมีนโยบายด้านสิทธิผู้ถือหุ้นหรือไม่?

Yes

นโยบายด้านนี้ของบริษัทได้ระบุไว้ในรายงานประจำปีภายใต้หัวข้อบรรษัทภิบาล

บริษัทมีข้อพิพาทด้านการใช้ข้อมูลภายในหรืออื่น ๆ เกี่ยวกับมาตรฐานทางบัญชีหรือไม่?

No

ไม่มี

บริษัทมีความยั่งยืนด้าน CSR หรือรายงานเรื่อง ESG หรือไม่?

Yes

บริษัทรายงานนโยบายเกี่ยวกับกิจกรรม CSR ไว้บนเว็บไซต์และในรายงานประจำปีของบริษัท

SPA: Summary financials

Story

Sales

P5F

Team

WCB

ESG

Value

Risks

Profit & loss (Bt m)	20A	21A	22E	23E	24E	Mar '21	Jun '21	Sep '21	Dec '21	Mar '22
Revenue	427	168	541	1,619	1,762	55	22	13	77	110
Cost of goods sold	(507)	(319)	(529)	(1,168)	(1,259)	(98)	(75)	(56)	(90)	(129)
Gross profit	(80)	(151)	12	451	503	(43)	(53)	(43)	(12)	(19)
SG&A	(119)	(108)	(104)	(131)	(136)	(25)	(27)	(28)	(27)	(29)
Other (exp)/inc	6	10	9	23	25	2	1	6	1	4
Operating profit	(192)	(249)	(83)	343	393	(66)	(79)	(65)	(39)	(44)
Finance cost	(21)	(44)	(26)	(20)	(11)	(11)	(11)	(11)	(11)	(10)
Other inc/(exp)	2	2	-	-	-	1	1	0	0	0
Earnings before taxes	(211)	(291)	(109)	323	382	(77)	(90)	(75)	(49)	(54)
Income tax	2	9	-	(47)	(56)	2	3	2	1	(3)
After-tax profit	(209)	(282)	(109)	276	326	(75)	(87)	(73)	(48)	(57)
Equity income	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Minorities	0	0	-	-	-	0	-	0	0	-
Earnings from cont. operations	(209)	(282)	(109)	276	326	(75)	(87)	(73)	(48)	(57)
Forex gain/(loss) & unusual items	(0)	(5)	-	-	-	(1)	-	(5)	2	-
Net income	(209)	(287)	(109)	276	326	(76)	(87)	(78)	(46)	(57)
EBITDA	14	78	98	535	596	15	3	18	42	31
Recurring EPS (Bt)	(0.24)	(0.33)	(0.13)	0.32	0.38	(0.09)	(0.10)	(0.09)	(0.06)	(0.07)
Weighted average shares (m)	855	855	855	855	855	855	855	855	855	855
Balance sheet (Bt m)	20A	21A	22E	23E	24E	Mar '21	Jun '21	Sep '21	Dec '21	Mar '22
Assets	2,632	2,258	2,298	2,338	2,380	2,591	2,449	2,315	2,258	2,202
Liabilities	1,727	1,639	1,788	1,663	1,509	1,762	1,707	1,650	1,639	1,641
Equity	905	618	510	675	871	829	742	664	618	561
Invested capital	2,380	2,028	1,938	1,589	1,513	2,293	2,215	2,080	2,028	1,972
Growth (YoY, %)	20A	21A	22E	23E	24E	Mar '21	Jun '21	Sep '21	Dec '21	Mar '22
Revenue	(69.1)	(60.7)	223.0	199.1	8.8	(76.9)	(29.4)	(82.9)	(4.9)	100.0
Recurring EPS	(186.2)	(34.9)	61.4	353.8	18.0	nm	(15.2)	(33.2)	38.6	23.0
Assets	73.6	(14.2)	1.8	1.8	1.8	(4.5)	(7.5)	(7.2)	(14.2)	(15.0)
Liabilities	349.5	(5.1)	9.1	(7.0)	(9.3)	11.7	6.0	9.3	(5.1)	(6.8)
Equity	(20.0)	(31.7)	(17.6)	32.5	29.0	(27.0)	(28.5)	(32.4)	(31.7)	(32.3)
Profits (%)	20A	21A	22E	23E	24E	Mar '21	Jun '21	Sep '21	Dec '21	Mar '22
Gross margin	(18.7)	(90.0)	2.2	27.9	28.6	(78.6)	(236.4)	(327.8)	(16.0)	(17.4)
EBITDA margin	3.4	46.6	18.1	33.0	33.8	27.5	14.6	137.6	54.0	28.6
Net margin	(49.0)	(171.1)	(20.1)	17.1	18.5	(138.1)	(391.0)	(597.1)	(59.5)	(52.2)
ROE	(20.5)	(37.6)	(19.3)	46.6	42.2	(35.1)	(44.2)	(44.3)	(28.7)	(39.0)

Disclaimer



Investment ratings

BUY:	Expected return excluding dividends of more than 10% within the next 12 months.
HOLD:	Expected return excluding dividends between -10% and 10% within the next 12 months.
SELL:	Expected return excluding dividends of less than -10% within the next 12 months.
NR:	Not Rated- Stock is not in our research coverage.

Analyst certification

The analyst(s) named in this report certifies that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal views of the analyst(s) with regard to any of all of the subject securities and companies mentioned in this report and (ii) no part of the compensation of the analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendation or views expressed by that analyst herein.

General disclaimer

This document is prepared by Pi Securities Public Company Limited (Pi). This research is aimed to provide information and analysis based on data received from public sources and interviews with company executives. The information is carefully examined but their completeness and accuracy are not guaranteed. The analysis, conclusions and recommendations in this research are mainly based on the fundamental analysis without the intention to influence or lead the users of this report. The recommendations in this research belong solely to the analyst(s). Pi may not agree with the opinions in this research. Investors and users of this research should rely on their personal judgment.

Disclaimer on CG Scoring and THAI-CAC

CG Scoring: 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 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 evaluation 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. Country Group Securities Public Company Limited does not confirm nor certify the accuracy of such survey result. The IOD assigns numbers of logos to each company based on their scoring as follows: 90-100 = Excellent (5), 80-89 = Very Good (4), 70-79 = Good (3), 60-69 = Satisfactory (2), 50-59 = Pass (1), <50 = N/A (No logo given).

Anti-corruption Progress Indicator: The assessment on progress level of Thai listed companies with respect to anticorruption called “anti-corruption progress indicator” conducted by Thaipat Institute. This is an initiative under the SEC’s Sustainability Development Roadmap for Listed Companies emphasizing on running business operation with good corporate governance, corporate social responsibility and firm commitment against corruption; which will pave the way for them to become role models for others in the Thai business sector. The indicator comprises level 1 to 5 as follows: Level 1: Committed, Level 2: Declared, Level 3: Established, Level 4: Certified, Level 5: Extend.