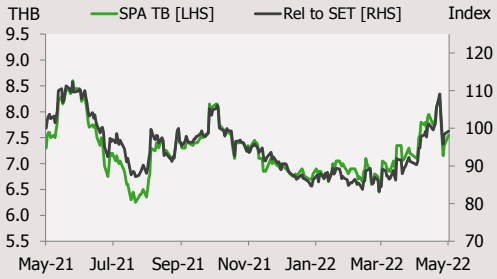
Siam Wellness Group PCL

SPA TB		Outperform
Target Price	**Bt**	8.16
Price (17/05/2022)	**Bt**	**7.55**
Upside	**%**	**8.04**
Valuation		**DCF**
Sector		**Services**
Market Cap	**Btm**	**6,455**
30-day avg turnover	**Btm**	**32.95**
No. of shares on issue	**m**	**855**
CG Scoring		**Very Good**
Anti-Corruption Indicator		**N/A**

Investment fundamentals

Year end Dec 31	2021A	2022E	2023E	2024E
Company Financials				
Revenue (Btmn)	168	537	1,316	1,422
Core profit (Btmn)	-287	-153	191	211
Net profit (Btmn)	-287	-153	191	211
Net EPS (Bt)	-0.34	-0.18	0.22	0.25
DPS (Bt)	0.00	0.00	0.00	0.17
BVPS (Bt)	0.72	0.48	0.70	0.77
Net EPS growth (%)	-37.13	46.51	224.27	10.92
ROA (%)	-11.73	-6.72	8.25	9.13
ROE (%)	-37.63	-29.89	37.88	33.55
Net D/E (x)	2.28	4.27	2.43	2.09
Valuation				
P/E (x)	-22.51	-42.09	33.87	30.53
P/BV (x)	10.44	15.83	10.79	9.75
EV/EBITDA (x)	107.1	51.01	13.71	12.54
Dividend yield (%)	0.00	0.00	0.00	2.29

SPA TB rel SET performance



Source: Bloomberg (All figures in THB unless noted.)

Disclaimer: KS or its affiliates is acting or may act as the underwriter, issuer, and/or market maker of the securities mentioned in this document and/or other financial instruments related to the securities mentioned in this document, including but not limit to, bonds, debentures, derivatives warrants, and structured notes. Investors should study the information contained in the prospectus or related document before investing in the shares and other financial instruments.

Analyst
Pisut Ngamvijitvong
Pisut.n@kasikornsecurities.com
Assistant Analyst
Phochara Lertwiram

18 May 2022
Kasikorn Securities Public Company Limited

ผลขาดทุนไตรมาส 1/2565 เพิ่มขึ้น QoQ

- **ผลขาดทุนสุทธิไตรมาส 1/2565 อยู่ที่ 57 ลบ. ขาดทุนเพิ่มขึ้นจากขาดทุน 46 ลบ. ในไตรมาส 4/2564 แต่ขาดทุนลดลงจากไตรมาส 1/2564 ที่ขาดทุน 76 ลบ.**
- **คาดว่าผลขาดทุนจะลดลงในไตรมาส 2/2565 จากรายได้บริการที่เพิ่มขึ้น โดยการระบาดของโควิด-19 สายพันธุ์โอมิครอนน่าจะส่งผลกระทบน้อยลง**
- **คงคำแนะนำ "ซื้อ" SPA ด้วยราคาเป้าหมายที่ 8.16 บาท เราคงมุมมองเชิงบวกของเราต่อแนวโน้มการเติบโตระยะยาวของบริษัทฯ**

Investment Highlights

- **ผลขาดทุนสุทธิเพิ่มขึ้น QoQ แต่ลดลง YoY** SPA รายงานผลขาดทุนสุทธิไตรมาส 1/2565 ที่ 57 ลบ. ขาดทุนเพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับผลขาดทุนสุทธิที่ 46 ลบ. ในไตรมาส 4/2564 แต่ขาดทุนลดลงเมื่อเทียบกับผลขาดทุนสุทธิที่ 76 ลบ. ในไตรมาส 1/2564 ผลขาดทุนที่สูงขึ้นเชิง QoQ เกิดจากอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) ที่ลดลง เนื่องจากส่วนลดค่าเช่าที่ลดลงจากเจ้าของที่ดิน ขณะที่ผลขาดทุนที่ลดลงเชิง YoY ได้รับแรงหนุนจากรายได้ที่เพิ่มขึ้น 100% YoY
- **รายได้ปรับตัวดีขึ้น 42% QoQ** บริษัทฯ รายงานรายได้ไตรมาส 1/2565 ที่ 110 ลบ. เพิ่มขึ้น 42% QoQ และ 100% YoY ประกอบด้วยรายได้จากการขายที่ 41 ลบ. (+171% QoQ และ +370% YoY) และรายได้จากการบริการที่ 69 ลบ. (+11% QoQ และ +49% YoY) รายได้ที่เพิ่มขึ้นเชิง QoQ และ YoY ส่วนใหญ่มาจาก 1) รายได้จากการบริการที่สูงขึ้น ถึงแม้จะเกิดการระบาดของโควิด-19 สายพันธุ์โอมิครอนในช่วงเวลาดังกล่าว ซึ่งบ่งชี้ว่าลูกค้ามีความมั่นใจในการบริการของ SPA และ 2) รายได้จากการขายที่สูงขึ้น ซึ่งส่วนใหญ่ได้รับแรงหนุนจากธุรกิจใหม่ของ SPA โดยการขายชุดตรวจ ATK ซึ่งทำให้รายได้เพิ่มขึ้น 27 ลบ. ในไตรมาส 1/2565 ทั้งนี้ SPA เริ่มขายชุดตรวจ ATK ตั้งแต่ปลายไตรมาส 4/2564 ซึ่งตั้งเป้าการขายทั้ง B2B และ B2C
- **คาดผลขาดทุนลดลงในไตรมาส 2/2565** เราคาดว่าจะเห็นผลขาดทุนที่น้อยลงในไตรมาส 2/2565 เนื่องจากรายได้จากบริการที่สูงขึ้น โดยน่าจะได้รับผลกระทบจากการระบาดของโควิด-19 สายพันธุ์โอมิครอนน้อยลง ขณะเดียวกัน เราคาดว่านักท่องเที่ยวชาวจีนจะเป็นปัจจัยสำคัญในการผลักดันรายได้ของ SPA เนื่องจากนักท่องเที่ยวชาวจีน คิดเป็น 55% ของรายได้ของ SPA ในปี 2562 ขณะที่อุปสงค์ในท้องถิ่น คิดเป็นเพียง 25%

Valuation and Recommendation

- เราคงคำแนะ "ซื้อ" SPA ด้วยราคาเป้าหมายที่ 8.16 บาท แม้ว่า SPA จะขาดทุนเพิ่มขึ้นในไตรมาส 1/2565 เนื่องจาก GPM ที่ลดลง แต่เราคาดว่าบริษัทฯ จะขาดทุนน้อยลงในไตรมาส 2/2565 จากรายได้ค่าบริการที่สูงขึ้นเป็นหลัก เราคงแนวโน้มระยะยาวที่เป็นบวกและคาดว่ากำไรจะกลับสู่ภาวะปกติในปี 2567 สอดคล้องกับสมมติฐานจำนวนนักท่องเที่ยวขาเข้าของเรา
- เราคำนวณราคาเป้าหมายสิ้นปี 2565 ของ SPA ที่ 8.16 บาท โดยอิงตามวิธีคิดลดเงินสด (DCF) โดยใช้อัตราต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของเงินทุน (WACC) ที่ 10.5% และอัตราเติบโตสุดท้ายที่ 3% ราคาเป้าหมายของเราสะท้อน PBV ที่ 9.1 เท่า หรือเท่ากับ 0.5SD สูงกว่า PBV ล่วงหน้า 12 เดือนช่วง 5 ปีก่อน ของตลาด

Fig 1 1Q22 performance review

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	%YoY	%QoQ	%YTD2022	2022E
Financials									
Sales (Btmn)	55	22	13	77	110	100.0	42.2	20.5	537
EBITDA (Btmn)	14	3	13	44	31	129.1	-27.9	19.5	161
Operating profit (Btmn)	-68	-79	-70	-37	-44	34.7	-20.4	28.3	-156
Core profit (Btmn)	-76	-87	-78	-46	-57	24.4	-24.9	37.4	-153
Net profit (Btmn)	-76	-87	-78	-46	-57	24.4	-24.9	37.4	-153
Net EPS (Bt)	-0.09	-0.10	-0.09	-0.05	-0.07	24.4	-24.9	37.4	-0.18
Performance Drivers									
Sales revenue (Btmn)	9	7	6	15	41	369.5	171.2	82.8	49
Service revenue (Btmn)	46	15	7	62	69	49.2	11.0	14.2	487
SG&A per revenue (%)	46.1	122.7	215.8	34.8	26.2	-19.9	-8.6	26.2	25.5
Ratios						Change		Avg YTD	2022E
Gross margin (%)	-78.6	-236.4	-327.8	-16.0	-17.4	61.2	-1.4	-17.4	-3.6
EBITDA margin (%)	24.9	14.6	99.1	56.4	28.6	3.6	-27.8	28.6	30.0
Optg. margin (%)	-123.3	-356.1	-533.4	-47.6	-40.2	83.1	7.3	-40.2	-29.1
ROE (%)	-36.7	-46.8	-46.9	-29.8	-40.9	-4.3	-11.2	-40.9	-29.9

Source: Company data, KS Research

Year-end 31 Decs

Income Statement (Btmn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Revenue	427	168	537	1,316	1,422
Cost of sales and services	-507	-319	-556	-899	-973
Gross Profit	-80	-151	-19	417	449
SG&A	-119	-108	-137	-172	-180
Other income	6	5	0	0	0
EBIT	-190	-251	-156	245	269
EBITDA	14	73	161	577	625
Interest expense	-21	-44	-24	-21	-20
Equity earnings	0	0	0	0	0
EBT	-211	-295	-180	224	249
Income tax	2	9	27	-34	-37
NPAT	-209	-287	-153	191	211
Minority Interest	0	0	0	0	0
Core Profit	-209	-287	-153	191	211
Extraordinary items	0	0	0	0	0
FX gain (loss)	0	0	0	0	0
Reported net profit	-209	-287	-153	191	211
Balance Sheet (Btmn)					
Cash & equivalents	115	110	47	90	97
ST investments	0	0	0	0	0
Accounts receivable	22	15	12	29	32
Inventories	40	28	21	44	43
Other current assets	55	50	57	58	59
Total current assets	231	203	137	221	231
Investment in subs & others	0	0	0	0	0
Fixed assets-net	1,075	947	879	812	742
Other assets	1,326	1,108	1,291	1,279	1,346
Total assets	2,632	2,258	2,307	2,312	2,320
Short-term debt	273	290	295	244	223
Accounts payable	45	37	40	84	91
Other current assets	44	47	19	33	35
Total current liabilities	361	374	353	361	349
Long-term debt	1,316	1,230	1,494	1,300	1,256
Other liabilities	49	35	51	52	53
Total liabilities	1,727	1,639	1,899	1,713	1,658
Paid-up capital	214	214	214	214	214
Share premium	279	279	279	279	279
Reserves & others, net	62	62	62	62	62
Retained earnings	351	64	-147	44	108
Minority interests	0	0	0	0	0
Total shareholders' equity	905	618	408	599	662
Total equity & liabilities	2,632	2,258	2,307	2,312	2,320
Key Assumptions					
Number of branches (Domestic)	58	65	65	66	70
Sales revenue	62	22	49	64	77
Service revenue	364	145	487	1,252	1,345

Cashflow (Btmn)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Net profit	-209	-287	-153	191	211
Depreciation & amortization	206	327	317	332	356
Change in working capital	31	-13	16	17	6
Others	5	-108	-262	-395	-28
CF from operation activities	33	-81	-83	144	546
Capital expenditure	-141	-13	-57	-93	-94
Investment in subs and affiliates	0	0	0	0	0
Others	10	-12	-160	-169	-189
CF from investing activities	-132	-25	-216	-262	-284
Cash dividend	-17	0	0	0	0
Net proceeds from debt	178	101	85	-141	-99
Capital raising	0	0	0	0	0
Others	-0	0	216	302	-157
CF from financing activities	161	101	301	161	-255
Net change in cash	62	-5	2	43	7
Key Statistics & Ratios					
Per share (Bt)					
Reported EPS	-0.24	-0.34	-0.18	0.22	0.25
Core EPS	-0.24	-0.34	-0.18	0.22	0.25
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.17
BV	1.06	0.72	0.48	0.70	0.77
EV	8.67	9.20	9.59	9.25	9.17
Free Cash Flow	-0.13	-0.11	-0.16	0.06	0.53
Valuation analysis					
Reported P/E (x)	-28.42	-22.51	-42.09	33.87	30.53
Core P/E (x)	-28.42	-22.51	-42.09	33.87	30.53
P/BV (x)	6.56	10.44	15.83	10.79	9.75
EV/EBITDA (x)	515.83	107.06	51.01	13.71	12.54
Price/Cash flow (x)	181.45	-79.80	-77.93	44.88	11.82
Dividend yield (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	2.29
Profitability ratios					
Gross margin (%)	-18.68	-90.02	-3.61	31.72	31.55
EBITDA margin (%)	3.37	43.83	29.95	43.82	43.96
EBIT margin (%)	-44.43	-149.90	-29.12	18.63	18.90
Net profit margin (%)	-48.98	-171.05	-28.58	14.48	14.87
ROA (%)	-10.08	-11.73	-6.72	8.25	9.13
ROE (%)	-20.53	-37.63	-29.89	37.88	33.55
Liquidity ratios					
Current ratio (x)	0.64	0.54	0.39	0.61	0.66
Quick ratio (x)	0.38	0.33	0.17	0.33	0.37
Leverage Ratios					
Liabilities/Equity ratio (x)	1.91	2.65	4.66	2.86	2.50
Net debt/EBITDA (x)	102.55	19.19	10.84	2.52	2.21
Net debt/equity (x)	1.63	2.28	4.27	2.43	2.09
Int. coverage ratio (x)	-8.82	-5.69	-6.46	11.73	13.44
Growth					
Revenue (%)	-69.15	-60.74	220.12	145.26	8.05
EBITDA (%)	-96.54	410.9	118.77	258.84	8.38
Reported net profit (%)	-185.00	-37.13	46.51	224.27	10.92
Reported EPS (%)	-156.67	-37.13	46.51	224.27	10.92
Core profit (%)	-186.28	-37.13	46.51	224.27	10.92
Core EPS (%)	-157.52	-37.13	46.51	224.27	10.92

Source: Company, KS estimates

Analyst Certification

The views expressed in this research report accurately reflect the personal views of the analyst(s) about the subject security(ies) and subject company(ies); and no part of the compensation of the research analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.

Investment Ratings

Outperform: Expected total return of 10% or more within a 12-month period
Neutral: Expected total return between -10% and 10% within a 12-month period
Underperform: Expected total return of -10% or worse within a 12-month period

General Disclaimer

This document is prepared by Kasikorn Securities Public Company Limited ("**KS**"). This document has been prepared for individual clients of KS only and must not, either in whole or in part, be copied, photocopied or duplicated in any form or by any means or distributed to any other person. If you are not the intended recipient you must not use or disclose the information in this research in any way. If you received it in error, please immediately notify KS by return e-mail and delete the document. We do not guarantee the integrity of any e-mails or attached files and are not responsible for any changes made to them by any other person.

This document, including information, data, statements, forecasts, analysis and projections contained herein, including any expression of opinion, is based on public available information or information obtained from sources believed to be reliable, but KS does not make any representation or warranty on, assumes no responsibilities for nor guarantees the accuracy, completeness, correctness or timeliness of such information. KS accepts no obligation to correct or update the information or opinions in it. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration and they were based upon such information or sources then, and in our opinion are fair and reasonable in the circumstances prevailing at the time. The information or expressions of opinion contained herein are subject to change without notice.

Nothing in this document shall be construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities or products, or to engage in or refrain from engaging in any transaction. In preparing this document, KS did not take into account your specific investment objectives, financial situation or particular needs. This document is for your information only and is not to be taken in substitution for the exercise of your judgment. KS salespeople, traders and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to our clients that reflect opinions which are contrary to the opinions expressed in this document. Before making an investment decision on the basis of this document, you should obtain independent financial, legal or other advice and consider the appropriateness of investment in light of your particular investment needs, objectives and financial circumstances. There are risks involved in the investment in securities. KS accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, consequential or other loss (including claim for loss of profit) arising from any use of or reliance upon this document and/or further communication given in relation to this document.

Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments herein constitute a judgment as of the date of this document, and there can be no assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments. Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described in this document were based upon a number of estimates and assumptions and are inherently subject to significant uncertainties or contingencies. It can be expected that one or more of the estimates on which the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments were based will not materialize or will vary significantly from actual results. Therefore, the inclusion of the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described herein is not to be relied upon as a representation and/or warranty by KS (i) that such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments or their underlying assumptions will be achieved, or (ii) that there is an assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments stated therein.

KS along with its affiliates and/or persons associated with it may from time to time have interests in the securities mentioned in this document. KS and its associates, their directors and/or employees may have positions in, and may effect transactions in securities mentioned herein and may also perform or seek to perform broking, investment banking, advisory and other securities services for companies mentioned in this document.

Corporate Governance Report 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 companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market of Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor at http://www.thai-iod.com/en/publications-detail.asp?id=170 . 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 data appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. KS does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.

Structured Notes and Derivative Warrants Disclaimer

KS may be the issuer of structured notes on these securities.

KS acts as market maker and issuer of Derivative Warrants ("DWs") on the underlying stocks listed below. Investors should carefully read the details of the DWs in the prospectus before making any investment decisions.

DWs Underlying Stocks: ADVANC, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BDMS, BEM, BGRIM, BH, CBG, CHG, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KTC, MINT, MTC, OSP, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPRC, STA, STEC, STGT, TIDLOR, TISCO, TOP, TRUE, TTB, TU, VGI, WHA.