



Siam Wellness Group PCL

SPA TB Outperform

Target Price Bt 8.16

Price (28/02/2022) Bt 6.65

Upside % 22.67

Valuation DCF

Sector Services

Market Cap Btm 5,686

30-day avg turnover Btm 4.90

No. of shares on issue m 855

CG Scoring Very Good

Anti-Corruption Indicator N/A

Investment fundamentals

Year end Dec 31 2020A 2021A 2022E 2023E

Company Financials

Revenue (Btmn) 427 168 537 1,316

Core profit (Btmn) -209 -287 -153 191

Net profit (Btmn) -209 -287 -153 191

Net EPS (Bt) -0.24 -0.34 -0.18 0.22

DPS (Bt) 0.00 0.00 0.00 0.00

BVPS (Bt) 1.06 0.72 0.48 0.70

Net EPS growth (%) -156.7 -37.13 46.51 224.27

ROA (%) -10.08 -11.73 -6.72 8.25

ROE (%) -20.53 -37.63 -29.89 37.88

Net D/E (x) 1.63 2.28 4.27 2.43

Valuation

P/E (x) -28.42 -19.83 -37.07 29.83

P/BV (x) 6.56 9.19 13.94 9.50

EV/EBITDA (x) 515.83 96.6 46.22 12.38

Dividend yield (%) 0.00 0.00 0.00 0.00

SPA TB rel SET performance

THB — SPA TB [LHS] — Rel to SET [RHS] Index



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

1 March 2022

Kasikorn Securities Public Company Limited

ขาดทุนต่ำกว่าที่คาดจากต้นทุนที่ลดลง

- ▶ ผลขาดทุนสุทธิไตรมาส 4/2564 ที่ 46 ลบ. ขาดทุนลดลงเมื่อเทียบกับผลขาดทุน 78 ลบ. ในไตรมาส 3/2564 และ 4/2563
- ▶ ผลขาดทุนต่ำกว่าคาดการณ์ของเรา 70 ลบ. และของตลาด 76 ลบ. ซึ่งมีสาเหตุหลักจากมาตรการควบคุมต้นทุน
- ▶ คงคำแนะนำ "ซื้อ" SPA ด้วยราคาเป้าหมาย 8.16 บาท เราคงมุมมองเชิงบวกต่อแนวโน้มระยะยาวของบริษัทฯ

Investment Highlights

- ▶ ขาดทุนสุทธิลดลง QoQ และ YoY บริษัทฯ ประกาศผลขาดทุนสุทธิไตรมาส 4/2564 ที่ 46 ลบ. ขาดทุนลดลงเมื่อเทียบกับผลขาดทุน 78 ลบ. ในไตรมาส 3/2564 และ 4/2563 ผลขาดทุนต่ำกว่าคาดการณ์ของเรา 70 ลบ. และของตลาด 76 ลบ. ซึ่งมีสาเหตุหลักจากมาตรการควบคุมต้นทุน การขาดทุนที่ลดลง QoQ เป็นผลมาจากรายได้ที่สูงขึ้น เนื่องจากบริษัทฯ สามารถเปิดร้านค้าได้ในเดือนพ.ย. หลังจากปิดไป 6 เดือนครึ่ง ในขณะเดียวกัน ผลขาดทุนที่ลดลง YoY เป็นผลมาจากค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่ลดลง
- ▶ รายได้ดีขึ้น 493% QoQ รายได้ไตรมาส 4/2564 อยู่ที่ 77 ลบ. เพิ่มขึ้น 493% QoQ แต่ลดลง 5% YoY ประกอบด้วยรายได้จากการขาย 15 ลบ. (+143% QoQ) และรายได้จากการบริการ 62 ลบ. (+811% QoQ) การเพิ่มขึ้นเชิง QoQ เกิดจากการกลับมาเปิดร้านอีกครั้งในเดือนด.ค. หลังจากปิดชั่วคราวเป็นเวลา 6 เดือนครึ่ง
- ▶ คาดขาดทุนมากขึ้นในไตรมาส 1/2565 เราคาดว่าผลขาดทุนจะเพิ่มขึ้นในไตรมาส 1/2565 เนื่องจากได้รับผลกระทบจากการระบดของสายพันธุ์โอมิครอน ซึ่งทำให้การเดินทางลดลงในเดือนม.ค. ในขณะเดียวกัน เราคาดว่านักท่องเที่ยวชาวจีนจะเป็นปัจจัยสำคัญในการผลักดันกำไรของ SPA เนื่องจากกลุ่มลูกค้าชาวจีนคิดเป็น 55% ของรายได้ของ SPA ในปี 2562 ในขณะที่อุปสงค์ในประเทศคิดเป็น 25% ทั้งนี้ อัตราการดำเนินงานไตรมาส 4/2564 อยู่ที่ประมาณ 40% ซึ่งแปลว่า SPA สามารถเพิ่มส่วนแบ่งทางการตลาดจากในประเทศ ในขณะที่บริษัทฯ คาดว่าอัตราการดำเนินงานประมาณ 55% จะทำให้ถึงจุดคุ้มทุน

Valuation and Recommendation

- ▶ เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" สำหรับ SPA ด้วยราคาเป้าหมาย 8.16 บาท แม้ว่าเราจะมีมุมมองเชิงบวกต่อผลขาดทุนที่ลดลงในไตรมาส 4/2564 แต่เราคาดว่า SPA จะเผชิญกับความท้าทายในปี 2565 จากการกลับมาของนักท่องเที่ยวชาวจีน ซึ่งอาจให้เกิดความเสียหายขึ้น/ความเสี่ยงขาดลงต่อประมาณการกำไรของเรา ทั้งนี้ ประมาณการกำไรปี 2565 ของเราอิงจากนักท่องเที่ยวชาวจีนที่จะกลับมาอีกครั้งในช่วงกลางปี 2565 อย่างไรก็ตาม เรายังคงมีมุมมองเชิงบวกในระยะยาวและคาดว่ากำไรจะกลับสู่ภาวะปกติในปี 2567
- ▶ เราคำนวณราคาเป้าหมายปลายปี 2565 ของเรา สำหรับ SPA ที่ 8.16 บาท โดยอิงจากวิธีคิดลดเงินสด (DCF) โดยใช้อัตราต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของเงินทุน (WACC) 10.5% และอัตราการเติบโตสุดท้าย 3% ราคาเป้าหมายของเราสะท้อน PBV ที่ 9.1 เท่า ซึ่งเท่ากับ 0.5SD ต่ำกว่า PBV ล่วงหน้าเฉลี่ย 12 เดือน ช่วง 5 ปีก่อนของตลาด



Fig 1 4Q21 performance review

	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	%YoY	%QoQ	2021	% change	2022E
Financials										
Sales (Btmn)	81	55	22	13	77	-4.9	493.3	168	220.1	537
EBITDA (Btmn)	-27	14	3	13	44	260.4	237.4	73	118.8	161
Operating profit (Btmn)	-75	-68	-79	-70	-37	51.2	47.1	-253	38.3	-156
Core profit (Btmn)	-78	-76	-87	-78	-46	40.9	40.9	-287	46.5	-153
Net profit (Btmn)	-78	-76	-87	-78	-46	40.9	40.9	-287	46.5	-153
Net EPS (Bt)	-0.09	-0.09	-0.10	-0.09	-0.05	40.9	40.9	-0.34	46.5	-0.18
Performance Drivers										
Sales revenue (Btmn)	14	9	7	6	15	4.4	143.4	22	120.0	49
Service revenue (Btmn)	67	46	15	7	62	-7.0	810.6	145	235.6	487
SG&A per revenue (%)	38.7	46.1	122.7	215.8	34.8	-3.8	-180.9	88.8	-63.3	25.5
						Change		2021	Change	2022E
Gross margin (%)	-55.5	-78.6	-236.4	-327.8	-16.0	39.4	311.8	-0.9	-2.7	-3.6
EBITDA margin (%)	-33.4	24.9	14.6	99.1	56.4	89.8	-42.7	0.4	29.5	30.0
Optg. margin (%)	-92.6	-123.3	-356.1	-533.4	-47.6	45.1	485.8	-1.5	-27.6	-29.1
ROE (%)	-34.4	-36.7	-46.8	-46.9	-29.8	4.7	17.1	-0.4	-29.5	-29.9

Source: Company data, KS Research



Income Statement (Btmn)	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	Cashflow (Btmn)	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
Revenue	1,384	427	168	537	1,316	Net profit	246	-209	-287	-153	191
Cost of sales and services	-943	-507	-319	-556	-899	Depreciation & amortization	118	206	327	317	332
Gross Profit	441	-80	-151	-19	417	Change in working capital	-60	31	-13	16	17
SG&A	-163	-119	-108	-137	-172	Others	22	5	-108	-262	-395
Other income	19	6	5	0	0	CF from operation activities	325	33	-81	-83	144
EBIT	302	-190	-251	-156	245	Capital expenditure	-158	-141	-13	-57	-93
EBITDA	416	14	73	161	577	Investment in subs and affiliates	0	0	0	0	0
Interest expense	-10	-21	-44	-24	-21	Others	-57	10	-12	-160	-169
Equity earnings	0	0	0	0	0	CF from investing activities	-215	-132	-25	-216	-262
EBT	291	-211	-295	-180	224	Cash dividend	-86	-17	0	0	0
Income tax	-45	2	9	27	-34	Net proceeds from debt	-50	178	101	85	-141
NPAT	246	-209	-287	-153	191	Capital raising	0	0	0	0	0
Minority Interest	0	0	0	0	0	Others	-2	-0	0	216	302
Core Profit	242	-209	-287	-153	191	CF from financing activities	-137	161	101	301	161
Extraordinary items	4	0	0	0	0	Net change in cash	-27	62	-5	2	43
FX gain (loss)	0	0	0	0	0	Key Statistics & Ratios					
Reported net profit	246	-209	-287	-153	191	Per share (Bt)					
Balance Sheet (Btmn)						Reported EPS	0.43	-0.24	-0.34	-0.18	0.22
Cash & equivalents	53	115	110	47	90	Core EPS	0.43	-0.24	-0.34	-0.18	0.22
ST investments	73	0	0	0	0	DPS	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00
Accounts receivable	37	22	15	12	29	BV	1.99	1.06	0.72	0.48	0.70
Inventories	40	40	28	21	44	EV	9.73	8.67	8.30	8.69	8.35
Other current assets	86	55	50	57	58	Free Cash Flow	0.29	-0.13	-0.11	-0.16	0.06
Total current assets	289	231	203	137	221	Valuation analysis					
Investment in subs & others	9	0	0	0	0	Reported P/E (x)	22.41	-28.42	-19.83	-37.07	29.83
Fixed assets-net	1,083	1,075	947	879	812	Core P/E (x)	22.75	-28.42	-19.83	-37.07	29.83
Other assets	135	1,326	1,108	1,291	1,279	P/BV (x)	4.87	6.56	9.19	13.94	9.50
Total assets	1,516	2,632	2,258	2,307	2,312	EV/EBITDA (x)	13.35	515.83	96.59	46.22	12.38
Short-term debt	80	273	290	295	244	Price/Cash flow (x)	16.94	181.45	-70.28	-68.64	39.53
Accounts payable	97	45	37	40	84	Dividend yield (%)	0.31	0.00	0.00	0.00	0.00
Other current assets	68	44	47	19	33	Profitability ratios					
Total current liabilities	245	361	374	353	361	Gross margin (%)	31.88	-18.68	-90.02	-3.61	31.72
Long-term debt	80	1,316	1,230	1,494	1,300	EBITDA margin (%)	30.04	3.37	43.83	29.95	43.82
Other liabilities	59	49	35	51	52	EBIT margin (%)	21.80	-44.43	-149.90	-29.12	18.63
Total liabilities	384	1,727	1,639	1,899	1,713	Net profit margin (%)	17.78	-48.98	-171.05	-28.58	14.48
Paid-up capital	143	214	214	214	214	ROA (%)	17.05	-10.08	-11.73	-6.72	8.25
Share premium	279	279	279	279	279	ROE (%)	23.40	-20.53	-37.63	-29.89	37.88
Reserves & others, net	61	62	62	62	62	Liquidity ratios					
Retained earnings	650	351	64	-147	44	Current ratio (x)	1.18	0.64	0.54	0.39	0.61
Minority interests	0	0	0	0	0	Quick ratio (x)	0.66	0.38	0.33	0.17	0.33
Total shareholders' equity	1,132	905	618	408	599	Leverage Ratios					
Total equity & liabilities	1,516	2,632	2,258	2,307	2,312	Liabilities/Equity ratio (x)	0.34	1.91	2.65	4.66	2.86
Key Assumptions						Net debt/EBITDA (x)	0.08	102.55	19.19	10.84	2.52
Number of branches (Domestic)	55	58	65	65	66	Net debt/equity (x)	0.03	1.63	2.28	4.27	2.43
Sales revenue	70	62	22	49	64	Int. coverage ratio (x)	28.77	-8.82	-5.69	-6.46	11.73
Service revenue	1,314	364	145	487	1,252	Growth					
						Revenue (%)	21.99	-69.15	-60.74	220.12	145.26
						EBITDA (%)	20.18	-96.54	410.9	118.77	258.84
						Reported net profit (%)	19.64	-185.00	-37.13	46.51	224.27
						Reported EPS (%)	19.64	-156.67	-37.13	46.51	224.27
						Core profit (%)	17.87	-186.28	-37.13	46.51	224.27
						Core EPS (%)	17.87	-157.52	-37.13	46.51	224.27

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.