



# Siam Wellness Group PCL

SPA TB Outperform

Target Price Bt 8.16

Price (17/02/2022) Bt 6.90

Upside % 18.22

Valuation DCF

Sector Services

Market Cap Btm 5,899

30-day avg turnover Btm 5.10

No. of shares on issue m 855

CG Scoring Very Good

Anti-Corruption Indicator N/A

## Investment fundamentals

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

### Company Financials

Revenue (Btmn) 427 123 537 1,316

Core profit (Btmn) -209 -344 -153 191

Net profit (Btmn) -209 -344 -153 191

Net EPS (Bt) -0.24 -0.40 -0.18 0.22

DPS (Bt) 0.00 0.00 0.00 0.00

BVPS (Bt) 1.06 0.66 0.48 0.70

Net EPS growth (%) -156.67 -64.50 55.41 224.27

ROA (%) -10.08 -13.71 -6.54 8.25

ROE (%) -20.53 -46.91 -31.65 37.88

Net D/E (x) 1.63 3.04 4.27 2.43

### Valuation

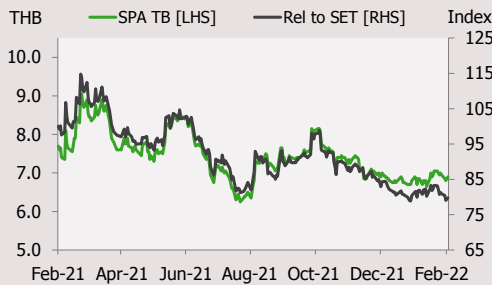
P/E (x) -28.42 -17.15 -38.46 30.95

P/BV (x) 6.56 10.51 14.46 9.86

EV/EBITDA (x) 515.83 -389.18 47.55 12.75

Dividend yield (%) 0.00 0.00 0.00 0.00

## 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 limited 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 February 2022

Kasikorn Securities Public Company Limited

## คาดการณ์หุ้นลดลงในไตรมาส 4/64

- ▶ คาดว่าผลขาดทุนสุทธิไตรมาส 4/2564 จะอยู่ที่ 70 ลบ. ขาดทุนน้อยลงจากที่ 78 ลบ. ในไตรมาส 3/2564 และไตรมาส 4/2563
- ▶ คาดเห็น **upside risk** ต่อประมาณการผลขาดทุนสุทธิปี 2564 ของเรา และคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งในไตรมาส 4/2564 จากการผ่อนคลายมาตรการล็อกดาวน์
- ▶ คงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายที่ 8.16 บาท เราคงมุมมองเชิงบวกของเราต่อแนวโน้มการเติบโตระยะยาว

## Investment Highlights

- ▶ **คาดการณ์หุ้นน้อยลง QoQ และ YoY** เราคาดว่า SPA จะรายงานผลขาดทุนสุทธิไตรมาส 4/2564 ที่ 70 ลบ. ขาดทุนน้อยลงเมื่อเทียบกับ 78 ลบ. ในไตรมาส 3/2564 และ 4/2563 สาเหตุที่ขาดทุนที่น้อยลงในเชิง QoQ คาดว่าจะมาจากรายได้ที่เพิ่มขึ้นเนื่องจากบริษัทฯ สามารถกลับมาเปิดให้บริการได้ในเดือน พ.ย. หลังปิดไปนาน 6.5 เดือน ขณะที่สาเหตุที่ทำให้ขาดทุนน้อยลงในเชิง YoY น่าจะเป็นผลมาจากค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่ลดลง
- ▶ **คาดการณ์รายได้จะเติบโต 523% QoQ** เราคาดว่ารายได้ไตรมาส 4/2564 จะอยู่ที่ 81 ลบ. เพิ่มขึ้น 523% QoQ แต่ทรงตัว YoY แบ่งเป็นรายได้จากการขายที่ 14 ลบ. (+133% QoQ) และรายได้จากการบริการที่ 67 ลบ. (+877% QoQ) ปัจจุบันการเติบโตของรายได้ในเชิง QoQ น่าจะมาจากการกลับมาเปิดให้บริการอีกครั้งเมื่อเดือน ต.ค. หลังปิดให้บริการชั่วคราวเป็นเวลา 6.5 เดือน
- ▶ **คาดว่าจะเห็น upside ต่อประมาณการผลขาดทุนสุทธิปี 2564 ของเรา** เราคาดว่าจะเห็น upside ต่อประมาณการผลขาดทุนสุทธิปี 2564 ของเราเนื่องจากประมาณการกำไรสุทธิไตรมาส 4/2564 คิดเป็นผลขาดทุนสุทธิปี 2564 ที่ 310 ลบ. ซึ่งต่ำกว่าประมาณการผลขาดทุนของเราในปี 2564 ที่ 344 ลบ. ประมาณ 10% จากต้นทุนที่ลดลงตามค่าเช่าที่น้อยลง
- ▶ **คาดการณ์หุ้นเพิ่มขึ้นในไตรมาส 1/2565** เราคาดว่าผลขาดทุนจะเพิ่มขึ้นในไตรมาส 1/2565 เนื่องจากผลกระทบจากการระบาดของโควิด-19 สายพันธุ์โอมิครอน ซึ่งทำให้จำนวนผู้ใช้บริการลดลงในเดือน ม.ค. ขณะเดียวกัน เราคาดว่านักท่องเที่ยวจีนจะเป็นปัจจัยสำคัญในการผลักดันกำไรสุทธิของ SPA เนื่องจากลูกค้าชาวจีน คิดเป็น 55% ของรายได้ทั้งหมดในปี 2562 ของ SPA ขณะที่อุปสงค์ในประเทศ คิดเป็นเพียง 25% ทั้งนี้ utilization rate ในไตรมาส 4/2564 อยู่ที่ประมาณ 40% ซึ่งสะท้อนว่า SPA สามารถเพิ่มส่วนแบ่งการตลาดจากลูกค้าในประเทศได้ ขณะที่บริษัทฯ คาดว่า utilization rate ที่ประมาณ 55% จะทำให้ถึงจุดคุ้มทุน

## Valuation and Recommendation

- ▶ เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" SPA ด้วยราคาเป้าหมายที่ 8.16 บาท ถึงแม้เราจะมมมองที่เป็นบวกจากประมาณการผลขาดทุนที่น้อยลงในไตรมาส 4/2564 แต่เราคาดว่า SPA จะต้องเผชิญกับความท้าทายในปี 2565 จากความไม่แน่นอนของนักท่องเที่ยวจีน ซึ่งอาจทำให้เกิดทั้ง upside risk และ downside risk ต่อประมาณการกำไรของเรา ทั้งนี้ ประมาณการกำไรปี 2565 ของเราอิงจากสมมติฐานที่ว่านักท่องเที่ยวจีนจะมาในช่วงกลางปี 2565 อย่างไรก็ตาม เรายังคงมีมุมมองเชิงบวกต่อแนวโน้มการเติบโตระยะยาวและคาดว่ากำไรจะกลับสู่ภาวะปกติในปี 2567
- ▶ เราคำนวณราคาเป้าหมายสิ้นปี 2565 ของ SPA ได้ที่ 8.16 บาท ings ด้วยวิธี DCF โดยใช้ WACC 10.5% และอัตราเติบโตสุดท้ายที่ 3% ราคาเป้าหมายของเราสะท้อน PBV ที่ 9.1 เท่า ซึ่งเท่ากับ 0.5SD สูงกว่า PBV ล่วงหน้า 12 เดือนเฉลี่ยช่วง 5 ปี ของตลาด



Fig 1 4Q21 performance preview

|                            | 4Q20  | 1Q21   | 2Q21   | 3Q21   | 4Q21E | %YoY          | %QoQ   | 2021E        | % change      | 2022E |              |
|----------------------------|-------|--------|--------|--------|-------|---------------|--------|--------------|---------------|-------|--------------|
| <b>Financials</b>          |       |        |        |        |       |               |        |              |               |       |              |
| Sales (Btmn)               | 81    | 55     | 22     | 13     | 81    | -0.2          | 522.9  | 123          | 335.7         | 537   |              |
| EBITDA (Btmn)              | -27   | 14     | 3      | 13     | -61   | -124.7        | -572.4 | -20          | 922.3         | 161   |              |
| Operating profit (Btmn)    | -75   | -68    | -79    | -70    | -61   | 19.0          | 12.2   | -324         | 51.7          | -156  |              |
| Core profit (Btmn)         | -78   | -76    | -87    | -78    | -70   | 10.6          | 10.6   | -344         | 55.4          | -153  |              |
| Net profit (Btmn)          | -78   | -76    | -87    | -78    | -70   | 10.6          | 10.6   | -344         | 55.4          | -153  |              |
| Net EPS (Bt)               | -0.09 | -0.09  | -0.10  | -0.09  | -0.08 | 10.6          | 10.6   | -0.40        | 55.4          | -0.18 |              |
| <b>Performance Drivers</b> |       |        |        |        |       |               |        |              |               |       |              |
| Sales revenue (Btmn)       | 14    | 9      | 7      | 6      | 14    | 0.0           | 133.1  | 22           | 120.0         | 49    |              |
| Service revenue (Btmn)     | 67    | 46     | 15     | 7      | 67    | -0.2          | 876.5  | 101          | 383.9         | 487   |              |
| SG&A per revenue (%)       | 38.7  | 46.1   | 122.7  | 215.8  | 37.7  | -1.0          | -178.1 | 88.8         | -63.3         | 25.5  |              |
| <b>Ratios</b>              |       |        |        |        |       | <b>Change</b> |        | <b>2021E</b> | <b>Change</b> |       | <b>2022E</b> |
| Gross margin (%)           | -55.5 | -78.6  | -236.4 | -327.8 | -39.1 | 16.3          | 288.7  | -1.7         | -1.9          | -3.6  |              |
| EBITDA margin (%)          | -33.4 | 24.9   | 14.6   | 99.1   | -75.2 | -41.8         | -174.3 | -0.2         | 30.1          | 30.0  |              |
| Optg. margin (%)           | -92.6 | -123.3 | -356.1 | -533.4 | -75.2 | 17.5          | 458.2  | -2.6         | -26.5         | -29.1 |              |
| ROE (%)                    | -34.4 | -36.7  | -46.8  | -46.9  | -41.9 | -7.5          | 5.0    | -0.5         | -31.2         | -31.7 |              |

Source: Company data, KS Research


**Year-end 31 Decs**

| Income Statement (Btmn)               | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | Cashflow (Btmn)                     | 2019A | 2020A   | 2021E   | 2022E  | 2023E  |
|---------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------------------------------|-------|---------|---------|--------|--------|
| Revenue                               | 1,384 | 427   | 123   | 537   | 1,316 | Net profit                          | 246   | -209    | -344    | -153   | 191    |
| Cost of sales and services            | -943  | -507  | -337  | -556  | -899  | Depreciation & amortization         | 118   | 206     | 304     | 317    | 332    |
| <b>Gross Profit</b>                   | 441   | -80   | -214  | -19   | 417   | Change in working capital           | -60   | 31      | -19     | 16     | 17     |
| SG&A                                  | -163  | -119  | -109  | -137  | -172  | Others                              | 22    | 5       | 220     | -262   | -395   |
| Other income                          | 19    | 6     | 0     | 0     | 0     | <b>CF from operation activities</b> | 325   | 33      | 161     | -83    | 144    |
| <b>EBIT</b>                           | 302   | -190  | -324  | -156  | 245   | Capital expenditure                 | -158  | -141    | -55     | -57    | -93    |
| <b>EBITDA</b>                         | 416   | 14    | -20   | 161   | 577   | Investment in subs and affiliates   | 0     | 0       | 0       | 0      | 0      |
| Interest expense                      | -10   | -21   | -24   | -24   | -21   | Others                              | -57   | 10      | -150    | -160   | -169   |
| Equity earnings                       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | <b>CF from investing activities</b> | -215  | -132    | -205    | -216   | -262   |
| <b>EBT</b>                            | 291   | -211  | -347  | -180  | 224   | Cash dividend                       | -86   | -17     | 0       | 0      | 0      |
| Income tax                            | -45   | 2     | 3     | 27    | -34   | Net proceeds from debt              | -50   | 178     | 97      | 85     | -141   |
| <b>NPAT</b>                           | 246   | -209  | -344  | -153  | 191   | Capital raising                     | 0     | 0       | 0       | 0      | 0      |
| Minority Interest                     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | Others                              | -2    | -0      | -123    | 216    | 302    |
| <b>Core Profit</b>                    | 242   | -209  | -344  | -153  | 191   | <b>CF from financing activities</b> | -137  | 161     | -26     | 301    | 161    |
| Extraordinary items                   | 4     | 0     | 0     | 0     | 0     | <b>Net change in cash</b>           | -27   | 62      | -69     | 2      | 43     |
| FX gain (loss)                        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | <b>Key Statistics &amp; Ratios</b>  |       |         |         |        |        |
| <b>Reported net profit</b>            | 246   | -209  | -344  | -153  | 191   | <b>Per share (Bt)</b>               |       |         |         |        |        |
| <b>Balance Sheet (Btmn)</b>           |       |       |       |       |       | Reported EPS                        | 0.43  | -0.24   | -0.40   | -0.18  | 0.22   |
| Cash & equivalents                    | 53    | 115   | 45    | 47    | 90    | Core EPS                            | 0.43  | -0.24   | -0.40   | -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    | 5     | 12    | 29    | BV                                  | 1.99  | 1.06    | 0.66    | 0.48   | 0.70   |
| Inventories                           | 40    | 40    | 8     | 21    | 44    | EV                                  | 9.73  | 8.67    | 8.90    | 8.94   | 8.60   |
| Other current assets                  | 86    | 55    | 56    | 57    | 58    | Free Cash Flow                      | 0.29  | -0.13   | 0.12    | -0.16  | 0.06   |
| <b>Total current assets</b>           | 289   | 231   | 114   | 137   | 221   | <b>Valuation analysis</b>           |       |         |         |        |        |
| Investment in subs & others           | 9     | 0     | 0     | 0     | 0     | Reported P/E (x)                    | 22.41 | -28.42  | -17.15  | -38.46 | 30.95  |
| Fixed assets-net                      | 1,083 | 1,075 | 977   | 879   | 812   | Core P/E (x)                        | 22.75 | -28.42  | -17.15  | -38.46 | 30.95  |
| Other assets                          | 135   | 1,326 | 1,294 | 1,291 | 1,279 | P/BV (x)                            | 4.87  | 6.56    | 10.51   | 14.46  | 9.86   |
| <b>Total assets</b>                   | 1,516 | 2,632 | 2,385 | 2,307 | 2,312 | EV/EBITDA (x)                       | 13.35 | 515.83  | -389.18 | 47.55  | 12.75  |
| Short-term debt                       | 80    | 273   | 279   | 295   | 244   | Price/Cash flow (x)                 | 16.94 | 181.45  | 36.55   | -71.22 | 41.01  |
| Accounts payable                      | 97    | 45    | 12    | 40    | 84    | Dividend yield (%)                  | 0.31  | 0.00    | 0.00    | 0.00   | 0.00   |
| Other current liabilities             | 68    | 44    | 10    | 19    | 33    | <b>Profitability ratios</b>         |       |         |         |        |        |
| <b>Total current liabilities</b>      | 245   | 361   | 301   | 353   | 361   | Gross margin (%)                    | 31.88 | -18.68  | -174.03 | -3.61  | 31.72  |
| Long-term debt                        | 80    | 1,316 | 1,473 | 1,494 | 1,300 | EBITDA margin (%)                   | 30.04 | 3.37    | -15.87  | 29.95  | 43.82  |
| Other liabilities                     | 59    | 49    | 50    | 51    | 52    | EBIT margin (%)                     | 21.80 | -44.43  | -262.83 | -29.12 | 18.63  |
| <b>Total liabilities</b>              | 384   | 1,727 | 1,824 | 1,899 | 1,713 | Net profit margin (%)               | 17.78 | -48.98  | -279.29 | -28.58 | 14.48  |
| Paid-up capital                       | 143   | 214   | 214   | 214   | 214   | ROA (%)                             | 17.05 | -10.08  | -13.71  | -6.54  | 8.25   |
| Share premium                         | 279   | 279   | 279   | 279   | 279   | ROE (%)                             | 23.40 | -20.53  | -46.91  | -31.65 | 37.88  |
| Reserves & others, net                | 61    | 62    | 62    | 62    | 62    | <b>Liquidity ratios</b>             |       |         |         |        |        |
| Retained earnings                     | 650   | 351   | 7     | -147  | 44    | Current ratio (x)                   | 1.18  | 0.64    | 0.38    | 0.39   | 0.61   |
| Minority interests                    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | Quick ratio (x)                     | 0.66  | 0.38    | 0.17    | 0.17   | 0.33   |
| <b>Total shareholders' equity</b>     | 1,132 | 905   | 561   | 408   | 599   | <b>Leverage Ratios</b>              |       |         |         |        |        |
| <b>Total equity &amp; liabilities</b> | 1,516 | 2,632 | 2,385 | 2,307 | 2,312 | Liabilities/Equity ratio (x)        | 0.34  | 1.91    | 3.25    | 4.66   | 2.86   |
| <b>Key Assumptions</b>                |       |       |       |       |       | Net debt/EBITDA (x)                 | 0.08  | 102.55  | -87.32  | 10.84  | 2.52   |
| Number of branches (Domestic)         | 55    | 58    | 65    | 65    | 66    | Net debt/equity (x)                 | 0.03  | 1.63    | 3.04    | 4.27   | 2.43   |
| Sales revenue                         | 70    | 62    | 22    | 49    | 64    | Int. coverage ratio (x)             | 28.77 | -8.82   | -13.66  | -6.46  | 11.73  |
| Service revenue                       | 1,314 | 364   | 101   | 487   | 1,252 | <b>Growth</b>                       |       |         |         |        |        |
|                                       |       |       |       |       |       | Revenue (%)                         | 21.99 | -69.15  | -71.15  | 335.71 | 145.26 |
|                                       |       |       |       |       |       | EBITDA (%)                          | 20.18 | -96.54  | -235.9  | 922.34 | 258.84 |
|                                       |       |       |       |       |       | Reported net profit (%)             | 19.64 | -185.00 | -64.50  | 55.41  | 224.27 |
|                                       |       |       |       |       |       | Reported EPS (%)                    | 19.64 | -156.67 | -64.50  | 55.41  | 224.27 |
|                                       |       |       |       |       |       | Core profit (%)                     | 17.87 | -186.28 | -64.50  | 55.41  | 224.27 |
|                                       |       |       |       |       |       | Core EPS (%)                        | 17.87 | -157.52 | -64.50  | 55.41  | 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.