



Siam Wellness Group PCL

SPA TB Outperform

Target Price Bt 9.15

Price (22/02/2021) Bt 7.35

Upside % 24.49

Valuation DCF

Sector Services

Market Cap Btm 6,284

30-day avg turnover Btm 23.52

No. of shares on issue m 855

CG Scoring Very Good

Anti-Corruption Indicator N/A

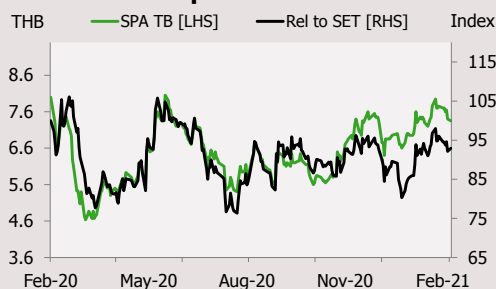
Investment fundamentals

Year end Dec 31 2019A 2020A 2021E 2022E

Company Financials

Revenue (Btmn)	1,384	427	558	1,159
Core profit (Btmn)	242	(209)	(178)	119
Net profit (Btmn)	246	(209)	(178)	119
Net EPS (Bt)	0.43	(0.24)	(0.21)	0.14
DPS (Bt)	0.03	n.a.	n.a.	0.06
BVPS (Bt)	1.99	1.06	0.85	0.93
Net EPS growth (%)	19.64	(156.67)	14.91	166.70
ROA (%)	17.05	(10.08)	(6.96)	4.83
ROE (%)	23.40	(20.53)	(21.79)	15.55
Net D/E (x)	0.03	1.63	2.10	1.66
Valuation				
P/E (x)	33.60	(30.06)	(35.32)	52.96
P/BV (x)	7.30	6.94	8.64	7.87
EV/EBITDA (x)	19.97	515.83	53.36	15.98
Dividend yield (%)	0.21	n.a.	n.a.	0.76

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

23 February 2021

Kasikorn Securities Public Company Limited

ไตรมาส 4/2563 ขาดทุนมากกว่าคาด

- ▶ ผลขาดทุนสุทธิไตรมาส 4/2563 อยู่ที่ 78 ลบ. ขาดทุนมากขึ้น 42% QoQ และพลิกกลับจากกำไรที่ 69 ลบ. ในไตรมาส 4/2562 ผลขาดทุนที่ออกมาสูงกว่าที่เราและตลาดคาดไว้ 49 ลบ. และ 17 ลบ. ตามลำดับ
- ▶ สาเหตุที่ผลขาดทุนมากกว่าคาดมาจากค่าเช่าที่สูงขึ้น (ส่วนลดค่าเช่าน้อยลง) และการออกโปรโมชั่นส่งเสริมการขายจาก Let's Relax
- ▶ คงคำแนะนำ "ซื้อ" แต่ลดราคาเป้าหมายลงจาก 9.30 บาท เป็น 9.15 บาท จากการปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2564-65 ลง 23.5% และ 6.4% ตามลำดับ

Investment Highlights

- ▶ ผลขาดทุนไตรมาส 4/2563 มากกว่าที่เราคาดไว้ SPA รายงานผลขาดทุนสุทธิไตรมาส 4/2563 ที่ 78 ลบ. ขาดทุนมากขึ้น 42% QoQ และพลิกกลับจากกำไรสุทธิที่ 69 ลบ. ในไตรมาส 4/2562 สาเหตุที่ผลขาดทุนมากขึ้นในเชิง QoQ มาจาก COGS ที่สูงขึ้นเป็น 29 ลบ. ขณะที่สาเหตุของการพลิกกลับจากกำไรสุทธิเป็นขาดทุนในเชิง YoY มาจากผลกระทบจากวิกฤตโควิด-19 ตัวเลขผลขาดทุนที่ออกมาสูงกว่าที่เราและตลาดคาดไว้ที่ 49 ลบ. และ 17 ลบ. ตามลำดับ เราเชื่อว่าผลขาดทุนที่มากกว่าคาดมีสาเหตุหลักมาจากความไม่สัมพันธ์กันระหว่างรายได้และ COGS จาก 1) ค่าเช่าที่สูงขึ้น (ส่วนลดค่าเช่าน้อยลง) และ 2) การออกโปรโมชั่นส่งเสริมการขายจาก Let's Relax
- ▶ รายได้เพิ่มขึ้น 7% QoQ บริษัทฯ รายงานรายได้ในไตรมาส 4/2563 ที่ 81 ลบ. เพิ่มขึ้น 7% QoQ แต่ลดลง 76% YoY แบ่งเป็นรายได้จากการขายที่ 14 ลบ. (-11% QoQ) และรายได้จากการบริการที่ 67 ลบ. (+12% QoQ) บัญชีต้นทุนการเติบโตในเชิง QoQ มาจากรายได้บริการที่สูงขึ้นจากการออกโปรโมชั่นส่งเสริมการขายในการแจกลินค่าตามราคาของลูกค้ามาใช้บริการในสปา ขณะเดียวกัน การออกโปรโมชั่นส่งเสริมการขายยังเป็นสาเหตุหลักที่ทำให้รายได้จากการขายลดลง 11% QoQ
- ▶ GPM ยังติดลบ อัตรากำไรขั้นต้น (GPM) ในไตรมาส 4/2563 อยู่ที่ -55.5% ติดลบลึกกว่าที่ -28.3% ในไตรมาส 3/2563 และพลิกกลับจาก GPM เชิงบวกที่ 32.9% ในไตรมาส 4/2562 สาเหตุที่ GPM ลดลงในเชิง QoQ มาจากการออกโปรโมชั่นส่งเสริมการขายในไตรมาส
- ▶ ปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2564-65 ลง เราปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2564-65 ลง 23.5% และ 6.4% เพื่อสะท้อนผลประกอบการไตรมาส 4/2563 ที่น่าผิดหวังและมุมมองในเชิงอนุรักษ์นิยมที่มากขึ้นของเรามีต่อ SPA ในระยะสั้นอิงจากประมาณการจำนวนนักท่องเที่ยวเข้าในปี 2564-65 ที่ 4.3 ล้านคน และ 24 ล้านคน ตามลำดับ
- ▶ คงมุมมองบวกต่อภาพรวมการเติบโตในระยะยาว แม้ผลประกอบการไตรมาส 4/2563 ออกมาแย่กว่าที่เราและตลาดคาดไว้ แต่เราคงมุมมองบวกต่อภาพรวมการเติบโตในระยะยาวของ SPA ไว้ตามเดิมเพราะเราคาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวจะเพิ่มขึ้นจาก 4 ล้านคน ในปี 2564 มาอยู่ที่ 24 ล้านคน ในปี 2565 ขณะเดียวกัน เราคาดว่ากำไรสุทธิของ SPA จะกลับมาอยู่ในระดับปกติในปี 2566

Valuation and Recommendation

- ▶ เราคาดว่าผลประกอบการไตรมาส 4/2563 ที่น่าผิดหวังจะส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นอย่างไรก็ดี เราคงมุมมองบวกต่อภาพรวมการเติบโตในระยะยาวของ SPA ไว้ตามเดิม
- ▶ เราคำนวณราคาเป้าหมายสิ้นปี 2564 ของ SPA ได้ที่ 9.15 บาท ด้วยวิธี DCF โดยใช้ WACC ที่ 10.5% และอัตราเติบโตท้ายสุดที่ 3% ราคาเป้าหมายของเราสะท้อน PBV ที่ 9.1 เท่า ซึ่งเท่ากับ 0.5SD มากกว่า PBV ล่วงหน้า 12 เดือนเฉลี่ยช่วง 5 ปี ของตลาด



Fig 1 4Q20 earnings review

	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	%YoY	%QoQ	2020	% change	2021E
Financials										
Sales (Btmn)	338	238	31	76	81	-75.9	6.7	427	39.2	594
EBITDA (Btmn)	111	82	-24	-17	-27	-124.5	-63.4	14	363.8	67
Operating profit (Btmn)	84	12	-77	-52	-75	-190.1	-45.2	-192	23.2	-147
Core profit (Btmn)	68	4	-81	-55	-78	-214.5	-41.7	-209	31.1	-144
Net profit (Btmn)	69	4	-81	-55	-78	-212.3	-41.7	-209	31.1	-144
Net EPS (Bt)	0.05	0.00	-0.04	-0.03	-0.04	-174.9	-41.7	-0.24	31.1	-0.17
Performance Drivers										
Sales revenue (Btmn)	24	21	17	16	14	-40.2	-11.2	62	7.0	67
Service revenue (Btmn)	314	217	14	60	67	-78.7	11.6	364	44.7	527
SG&A per revenue (%)	9.7	12.7	84.3	39.8	38.7	29.0	-2.9	28.0	-3.1	24.9
Ratios										
						Change		2020	Change	2021E
Gross margin (%)	32.9	15.6	-159.3	-28.3	-55.5	-88.3	-96.1	-0.2	0.2	0.0
EBITDA margin (%)	32.9	34.4	-75.1	-21.8	-33.4	-66.3	-53.1	0.0	11.2	11.2
Optg. margin (%)	24.8	5.0	-243.5	-68.1	-92.6	-117.4	-36.0	-0.4	-24.4	-24.8
ROE (%)	24.5	1.5	-31.1	-22.4	-34.4	-58.9	-53.9	-0.2	-16.3	-16.5

Source: Company data, KS Research

Fig 2 Earnings revisions

Unit: Btmn	2021E			2022E		
	New	Previous	%Change	New	Previous	%Change
Profit and loss statements						
Total revenue	558	594	(6.1)	1,159	1,188	(2.4)
Cost of goods sold	578	594	(2.6)	839	853	(1.6)
Gross profit	(20)	0	(9,565.8)	320	335	(4.7)
SG&A	138	148	(6.8)	160	165	(3.0)
Operating profit	(158)	(147)	(6.9)	159	170	(6.3)
EBITDA	146	67	119.5	476	399	19.5
EBIT	(158)	(147)	(6.9)	159	170	(6.3)
Core profit	(178)	(144)	(23.5)	119	127	(6.4)
Net profit	(178)	(144)	(23.5)	119	127	(6.4)
Key assumptions						
Sales revenue	67	67	-	70	70	-
Service revenue	491	527	(6.8)	1,089	1,118	(2.6)
SG&A per revenue (%)	24.7	24.9	(0.2)	13.8	13.9	(0.1)

Source: KS Research


Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	Cashflow (Btmn)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Revenue	1,384	427	558	1,159	1,444	Net profit	246	-209	-178	119	247
Cost of sales and services	-943	-507	-578	-839	-959	Depreciation & amortization	118	206	304	317	332
Gross Profit	441	-80	-20	320	485	Change in working capital	-60	31	-5	27	-4
SG&A	-163	-119	-138	-160	-177	Others	22	5	54	-368	-179
Other income	19	6	0	0	0	CF from operation activities	325	33	175	94	395
EBIT	302	-190	-158	159	308	Capital expenditure	-158	-141	-55	-57	-93
EBITDA	416	14	146	476	639	Investment in subs and affiliates	0	0	0	0	0
Interest expense	-10	-21	-22	-20	-18	Others	-57	10	-150	-160	-169
Equity earnings	0	0	0	0	0	CF from investing activities	-215	-132	-205	-216	-262
EBT	291	-211	-180	140	290	Cash dividend	-86	-17	0	0	-47
Income tax	-45	2	2	-21	-44	Net proceeds from debt	-50	178	-3	-85	-80
NPAT	246	-209	-178	119	247	Capital raising	0	0	0	0	0
Minority Interest	0	0	0	0	0	Others	-2	-0	13	243	-17
Core Profit	242	-209	-178	119	247	CF from financing activities	-137	161	10	158	-144
Extraordinary items	4	0	0	0	0	Net change in cash	-27	62	-20	36	-11
FX gain (loss)	0	0	0	0	0	Key Statistics & Ratios					
Reported net profit	246	-209	-178	119	247	Per share (Bt)					
Balance Sheet (Btmn)						Reported EPS	0.43	-0.24	-0.21	0.14	0.29
Cash & equivalents	53	115	95	131	120	Core EPS	0.43	-0.24	-0.21	0.14	0.29
ST investments	73	0	0	0	0	DPS	0.03	0.00	0.00	0.06	0.20
Accounts receivable	37	22	23	26	32	BV	1.99	1.06	0.85	0.93	1.02
Inventories	40	40	37	45	48	EV	9.73	9.07	9.14	8.90	8.73
Other current assets	86	55	56	57	58	Free Cash Flow	0.29	-0.13	0.14	0.04	0.35
Total current assets	289	231	211	259	258	Valuation analysis					
Investment in subs & others	9	0	0	0	0	Reported P/E (x)	22.41	-30.06	-35.32	52.96	25.48
Fixed assets-net	1,083	1,075	977	879	812	Core P/E (x)	22.75	-30.06	-35.32	52.96	25.48
Other assets	135	1,326	1,294	1,291	1,279	P/BV (x)	4.87	6.94	8.64	7.87	7.20
Total assets	1,516	2,632	2,482	2,429	2,349	EV/EBITDA (x)	13.35	539.62	53.36	15.98	11.67
Short-term debt	80	273	249	233	205	Price/Cash flow (x)	16.94	191.89	35.94	66.87	15.89
Accounts payable	97	45	54	87	92	Dividend yield (%)	0.31	0.00	0.00	0.76	2.75
Other current liabilities	68	44	28	34	35	Profitability ratios					
Total current liabilities	245	361	331	354	333	Gross margin (%)	31.88	-18.68	-3.60	27.59	33.58
Long-term debt	80	1,316	1,373	1,224	1,091	EBITDA margin (%)	30.04	3.37	26.22	41.08	44.28
Other liabilities	59	49	50	51	52	EBIT margin (%)	21.80	-44.43	-28.25	13.74	21.31
Total liabilities	384	1,727	1,755	1,630	1,477	Net profit margin (%)	17.78	-48.98	-31.87	10.24	17.08
Paid-up capital	143	214	214	214	214	ROA (%)	17.05	-10.08	-6.96	4.83	10.32
Share premium	279	279	279	279	279	ROE (%)	23.40	-20.53	-21.79	15.55	29.51
Reserves & others, net	61	62	62	62	62	Liquidity ratios					
Retained earnings	650	351	173	244	318	Current ratio (x)	1.18	0.64	0.64	0.73	0.77
Minority interests	0	0	0	0	0	Quick ratio (x)	0.66	0.38	0.36	0.44	0.46
Total shareholders' equity	1,132	905	727	799	872	Leverage Ratios					
Total equity & liabilities	1,516	2,632	2,482	2,429	2,349	Liabilities/Equity ratio (x)	0.34	1.91	2.41	2.04	1.69
Key Assumptions						Net debt/EBITDA (x)	0.08	102.55	10.43	2.79	1.84
Number of branches (Domestic)	55	58	60	61	62	Net debt/equity (x)	0.03	1.63	2.10	1.66	1.35
Sales revenue	70	62	67	70	74	Int. coverage ratio (x)	28.77	-8.82	-7.19	8.08	17.54
Service revenue	1,314	364	491	1,089	1,370	Growth					
						Revenue (%)	21.99	-69.15	30.77	107.66	24.52
						EBITDA (%)	20.18	-96.54	918.17	225.35	34.21
						Reported net profit (%)	19.64	-185.00	14.91	166.70	107.80
						Reported EPS (%)	19.64	-156.67	14.91	166.70	107.80
						Core profit (%)	17.87	-186.28	14.91	166.70	107.80
						Core EPS (%)	17.87	-157.52	14.91	166.70	107.80

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: DWs Underlying Stocks: ADVANC, AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BBL, BCP, BDMS, BEM, BGRIM, BJC, BTS, CBG, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DOHOME, EA, GPSC, GULF, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMT, KCE, KKP, KTB, KTC, LH, MINT, MTC, OSP, PLANB, PRM, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RATCH, SAWAD, SCB, SCC, SET50, SPRC, STEC, TASC, TISCO, TMB, TOP, TQM, TRUE, TU, VGI and WHA.